

# 企業買収における取締役会の行動の規制

## ——株式買取価格決定申立事件にみえる 米国企業の売却プロセスと比較して——

松 井 和 也

- 目 次
- I はじめに
- II 米国法
  - 序 取締役に対する責任追及の困難さ
    - 1 信認義務違反の審査の程度
    - 2 経営判断原則
  - 一 買取請求権と公正な価格
    - 1 デラウェア州
    - 2 ALIの見解
  - 二 売却プロセスに問題があった事例：AOL 事件
  - 三 マーケット・チェック
    - 1 合併契約の締結前
    - 2 合併契約の締結後
    - 3 LPS 事件
  - 四 「取引価格」を用いて「公正な価格」が決定された事例
    - 1 ラムトロン事件
    - 2 ペットスマート事件
    - 3 BMC 事件
    - 4 オートインフォ事件
    - 5 ソレラ事件
    - 6 各事件の結果
  - 五 消極的なマーケット・チェックは有効か
- III わが国における検討
  - 一 他の制度が利用された場合における裁判所の判断
    - 1 損害賠償
    - 2 株式売渡請求に対する価格決定の申立て
  - 二 公正な価格の決定方法
    - 1 最高裁判所の見解
    - 2 検討
- IV むすび

## I はじめに

企業買収が行われる場合に、買収対価の額が十分ではないと感じる被買収会社の株主は、株式買取請求権 (appraisal rights) を行使することができる (買収対価の額は「取引価格 (deal price)」とよばれる)。買取価格について協議が調わない場合、当事者は申立てをすることができ、裁判所が株式の「公正な価格 (fair value)」を決定することになる。

本稿は、買収が独立当事者間で行われる場合について検討するが、買取請求権を行使した株主のねらいは、株式の「公正な価格」が「取引価格」を上回ることだろう。「取引価格」が、たとえば1株あたり1,000円だった場合に、裁判所が、株式の「公正な価格」は1株1,100円だと決定すれば、買取請求権を行使した株主は利益を得ることができる。他方で、会社側は、株式の「公正な価格」が「取引価格」を上回ることを望まないだろう<sup>1)</sup>。そこで、注目されるのは、最近、米国デラウェア州の衡平法裁判所が、売却プロセスが頑強だった場合に、「取引価格」を用いて、株式の「公正な価格」を決定していることである (本稿Ⅱ四)。このような裁判例の傾向は、公正な価格が取引価格を上回ることを望まない会社 (取締役会) に、頑強な売却プロセス (robust process) をとるように動機づけることになるだろう<sup>2)</sup>。

被買収会社側が複数の潜在的買収者に接触した (「マーケット・チェック」という) 後で、最も高い買収価格を提示する者との間で交渉を進め、合併契約を締結した場合、頑強な売却プロセスがとられていたとすることができる。このようなプロセスを経て会社が売却される場合、株主に支払われる対価の額は会社の情報が十分に反映された額であると考えられるので、裁判所は、公正な価格を決定する際、「取引価格」(競争的なプロセスを経てつけられ、

---

1) 池田祐久 = 中山龍太郎 = 武井一浩「M&A 関連法制と実務の最新動向」MARR 290号10頁、15頁 (2018年) [池田発言] 参照。

2) ただし、頑強な売却プロセスがとられていなかった事例もみられる (本稿Ⅱ二)。

株主総会で承認された価格)を用いればよく、独自に公正な価格を算出する必要性は乏しいだろう。

公正な価格の決定方法について、わが国の最高裁判所は、買収によって企業価値が増加すると判断した場合、取締役会が承認し、最終的に株主総会で承認された取引の条件を尊重するという態度を示している(本稿Ⅲ二1)。買収によって企業価値が増加するかどうかは裁判所が判断することになっている。企業価値が増加すると判断した場合、頑強な売却プロセスがとられていなかったとしても、裁判所は、取引の条件については、取締役会と株主の判断を尊重して、公正な価格を決定する。わが国の裁判所は、デラウェア州の裁判所ほど売却先を決める際の競争性を重視していない。

わが国における公正な価格の決定方法には以上のような特徴がある。本稿のⅢ二2では、このような決定方法は支持してよいのかを検討する。

## Ⅱ 米 国 法

### 序 取締役に対する責任追及の困難さ

#### 1 信認義務違反の審査の程度

本節2で紹介するように、取引(合併)が会社の株主によって承認された後は、経営判断原則(business judgment rule)が司法審査の基準になる。これをコーウィン法理とよぶことにする。

他方、合併が承認される前は、高められた基準(enhanced scrutiny)で、取締役の信認義務(fiduciary duty)違反の有無の審査——会社の取締役は株主に最善の利益を与えるための合理的な(reasonable)行動をとったのかどうか<sup>3)</sup>という審査——が行われる可能性がある<sup>4)</sup>。

---

3) See *Paramount Communications, Inc. v. QVC Networks, Inc.*, 637 A.2d 34, 44-45 (Del.1994).

4) 高められた基準で審査が行われるのはどのような場合なのかについては、白井正和「レプロン義務と価格最大化義務」論究ジュリスト10号141頁、143-144頁(2014年)などを参照。

高められた基準というが、審査は厳格ではないといえる（以下の判決を参照）。

・ C&J 判決<sup>5)</sup>

[事実の概要]

C&J社（C&J エナジー・サービズ社）は、デラウェア州の会社であり、上場会社である。C&J社の取締役は7人で、うち5人は独立取締役である。業務執行取締役は、創業者で議長兼 CEO のジョシュア・コムストックと CFO のランディ・マクマレンである。

ネイバース社（ネイバース・インダストリーズ社）は、バミューダの会社である。アンソニー・ペトレロは、ネイバース社の議長兼 CEO である。

2014年1月、コムストックとペトレロは会談し、両社の交渉が始まった。議論は数か月続いた。両社は、C&J社の経営陣が新会社を経営すること、他方で、新会社は節税のために米国国外の会社にすること、そのことを確実にするために、ネイバース社が新会社の過半数を所有する必要があることで意見が一致した。

4月4日、C&J社の取締役会は、全会一致で26億ドルの買収提案を行うことを承認した。しかし、ペトレロは、ネイバース社のCPS部門<sup>6)</sup>（石油生産部門）は少なくとも32億ドルの価値があると主張して、この提案を拒否した。両社は、コムストックのチームがCPS部門のデュー・ディリジェンスを行っている間、交渉を続けた。

4月16日、コムストックは27.5億ドルの買収提案を行った。4月23日、ペトレロは、その提案には、CPS部門の本質的価値が反映されていないなどと主張して、提案を断った。

---

5) C&J Energy Services, Inc. v City of Miami General Employees' and Sanitation Employees' Retirement Trust, 107 A.3d 1049 (Del.2014). 古川朋雄「米国会社・証取法判例研究 No.342」商事法務2096号42頁（2016年）。

6) Completions and Productions Services division.

4月29日、C&J社の定例の取締役会が開催され、コムストックは、ネイバース社との交渉の状況を報告した。その晩、コムストックとベトレロは、電話会談をし、取引を行うことで合意した。コムストックが提案する最終的な買取価格は28.6億ドルだった。C&J社の取締役会は、潜在的買取者に接触する（shop）かどうかを検討したが、財務アドバイザーは他の買取者が関与してくる可能性は低いと助言した。

最終的には次のような取引が行われる。すなわち、ネイバース社が子会社（レッド・ライオン社）を設立し、そこにCPS部門を移し、C&J社とレッド・ライオン社を合併させる。C&J社の株主は新会社の47%を、ネオバース社の株主は新会社の53%を所有することになる。

C&J社側に支配権を残すために、次のことが合意された。すなわち、C&J社側は新会社の取締役を4人出すことができる。そのうち、ひとりコムストックである。彼は議長を務めることができ、CEOに就任するだろう。

合併契約には勧誘禁止条項が付されていたが、FO（フィデューシャリー・アウト）条項も付されていた。すなわち、C&J社は、よりよい買取提案が出された場合、穏当な解約料（ターミネーション・フィー）を支払うことで、もとの取引を終了させることができる。解約料は6500万ドルで、これは買取金額の2.27%である。

6月24日、C&J社の臨時取締役会が開かれた。財務アドバイザーは、取締役会にフェアネス・オピニオンを示した。取締役会は、C&J社の株主の承認を得ることを条件に、全会一致で合併を承認した。取引は翌日（25日）に公表された。

C&J社の株主（マイアミ市退職者信託）が、合併の差止めを請求した。デラウェア州の衡平法裁判所（ジョン・ノーブル裁判官）は、取締役会が合併契約の締結前または後に、積極的に他の買取者に接触しなかったことを理由に、総会決議をすることを30日間禁止し、C&J社に対し、他の買取者に接触するように命じた。C&J社はすぐに上訴した。

[判断]

最高裁判所（レオ・ストライン裁判官）は、本件取引がレブロン義務を生じさせることを前提に<sup>7)</sup>、次のような判断を示した。

すなわち、レブロン判決は、取締役会が支配権の変動を生じさせる取引を承認する場合に、取締役会に対して、株主にとって最善であると信じる行動をとることをあきらめるように……要求しない<sup>8)</sup>。

レブロン判決とそれ以降の判決は、取締役会が信認義務をみたすために行わなければならない特定の行動を明らかにしていない。独立した取締役会は、経営判断で、利益をもたらすだろう戦略的取引を行うことができる<sup>9)</sup>。

レブロン判決以降の一連の判決において、アレン裁判官は、レブロン判決を正しく解釈した。すなわち、取引が効果的なマーケット・チェックの対象になっているのであれば、取締役会は、株主に利益をもたらすと合理的に信じる取引を行うことができる、と。関心をもつ買収者には、より高い買収価格を提示する公正な機会が確保され、取締役会がもとの取引をやめて、より高い価格の取引を受け入れる柔軟性をもっているのならば、マーケット・チェックは積極的な勧誘を伴わなくてもよい<sup>10)</sup>。

競合する買収者がより良い買収提案を出すことを妨げるほどの障害がなかったことも重要である。FO条項のおかげで、より良い取引があった場合、取締役会はネイバース社との取引を終了させることができる。……取引は6月25日に公表され、2014年の終わり近くになっているが、それだけの時間があれば真剣な買収者は買収提案を行うことができる<sup>11)</sup>。

われわれは、独立したC&J社の取締役会が、戦略的な取引を交渉する際に、非合理的に行動したと結論づけることはできない<sup>12)</sup>。

---

7) See *id.*, at 1053.

8) *Id.*, at 1067.

9) *Id.*, at 1053.

10) *Id.*, at 1068-69.

11) *Id.*, at 1070.

12) *Id.*, at 1066.

C&J社の取締役会は、合併契約締結前にマーケット・チェック（潜在的買取者に接触すること）を行わず、契約締結後も、マーケット・チェックを行っていなかった。ただし、合併契約にはFO条項が付され、解約料も穏当な額だった。そのため、他の買取者が現れることは妨害されていなかったといえる。本件では、取引公表後に長期間が経過しても、他の買取提案は出されていなかった。裁判所が、今から他の買取者に接触するように命じても、他の買取提案は出されないだろう。

本件においては、合併契約締結後に、消極的にはあるが、マーケット・チェックが行われていたと評価することが可能である。信認義務違反について判断する際、裁判所は、消極的なマーケット・チェックの有効性を認めているといえるだろう<sup>13)</sup>。

## 2 経営判断原則

2015年、デラウェア州の最高裁判所は、コーウィン判決を出した。

### ・コーウィン判決<sup>14)</sup>

コーウィン事件において、衡平法裁判所（アンドレ・ブシヤール裁判官）

---

13) See *In re Pennaco Energy, Inc.*, 787 A.2d 691 (Del.Ch.2001). ベナコ社（ベナコ・エナジー社）とマラソン社（マラソン・オイル社）との間で合併契約が締結されたが、ベナコ社は、マラソン社との交渉に集中しており、合併契約の締結前に、他の買取者に接触していなかった。合併契約には勧誘禁止条項が含まれていたが、マラソン社を上回る買取提案をしそうな者に、会社の情報を提供することは認められていた。解約料は買取総額の3%だった。合併契約の公表（2000年12月22日）から公開買付けの開始（2001年1月8日）まで、一定の期間があった。原告は、ベナコ社の取締役会がもっぱらマラソン社と交渉し、他の買取者を勧誘しなかったことは信認義務に違反すると主張し、1月8日に開始された公開買付けの差止めを請求したが、衡平法裁判所は原告の請求を棄却した。

ブレーンズ事件における衡平法裁判所の判示も参照（ブレーンズ社の取締役会は買取者が後で登場した場合には柔軟に対処するという方針をとっていた。公表された取引について吟味する時間が十分あったのに、他の買取者は登場しなかった。取締役会は最良の取引を実現するように努めたといえる）。See *In re Plains Exploration & Production Co. Stockholder Litigation*, 2013 WL 1909124, at \*5 (Del.Ch.2013).

14) *Corwin v. KKR Financial Holdings LLC*, 125 A.3d 304 (Del.2015). 石田真得「米国会社法判例の最新の状況」商事法務2146号18頁、22頁（2017年）、古川朋雄「米国会社・証券法判例研究

は、「[本件では] 利害関係のない株主の過半数が、十分に情報を得たうえで合併を承認したので、経営判断原則が適用される<sup>15)</sup>」という判断を示した。

原告は上訴した。最高裁判所（レオ・ストライン裁判官）は次のような判断を示した。すなわち、株主が強圧性を受けず、情報を得たうえで決議した場合、経営判断原則が適用される、という考え方に固執することは、ユノカルやレブロン<sup>16)</sup>の価値を損なうことになると原告は主張するが、いくつかの事実が見落とされている。まず、ユノカルやレブロンは、株主と衡平法裁判所に対して、取引が完了する前に、……差止めによる救済を与えるためのものである<sup>16)</sup>。

完全な公正の基準の対象にならない取引について、利害関係のない株主が、情報を得て、自由に [強圧性を受けないで] 判断を下した場合、われわれは長年、後知恵による不確実性やコストの発生を避けようとしてきた<sup>17)</sup>。……裁判官は、経営判断について評価できる立場になく……効果の帰属主体が下した判断を後知恵で審査することは有益ではない。株主が、取引を受け入れるのか拒否するのかを選択した後は、経営判断原則が審査基準になる<sup>18)</sup>。

以上のように、最高裁判所は、強圧性を受けておらず、利害関係のない株主が、十分に情報を得たうえで、完全な公正の基準の対象にならない取引を承認した場合は、経営判断原則が適用されるという考え方を示した。このようなコーウィン法理のもとでは、合併が完了した後で、取締役に対する責任追及が成功することは期待できないだろう。コーウィン法理が適用された事例として、ソレラ事件（II 四 5）がある。

上記の要件が満たされなければ、コーウィン法理は適用されないが、その場合でも、取締役に対する責任追及が成功する可能性は低いだろう（以下の

---

No.365」商事法務2159号66頁（2018年）。

15) In re KKR Financial Holdings LLC Shareholder Litigation., 101 A.3d 980, 1003 (Del.Ch.2014).

16) 125 A.3d at 312.

17) Id., at 312-13.

18) Id., at 313-14.



裁判例を参照)。

・ファン・デル・フルート対イエーツ<sup>19)</sup>

[事実の概要]

本件の原告は、オーパワー社（同社はデラウェア州の会社であり、上場会社である）の株主であり、同社の取締役が本件の被告である。

オーパワー社は、IPO（Initial Public Offering）が2014年4月に行われたが、同年9月には、オラクル社との間で合併の議論がなされた。2015年9月、オーパワー社とオラクル社は、合併の議論を再開させることで合意した。2016年3月28日、オラクル社は、オーパワー社を1株あたり9～10ドルで買収することを提案した。

そこで、オーパワー社の取締役会は、財務アドバイザーとして、カタリスト（カタリスト・パートナーズ）を選任し、カタリストは、3月30日から4月15日にかけて、マーケット・チェックを行った。カタリストが接触した14社の戦略的買収者のうち4社が秘密保持契約を締結したが、その4社は、4月15日までに買収プロセスから脱落した。

4月5日、オーパワー社は、カタリストと議論し、オラクル社が提示する買収価格は低いと判断した。4月14日、オラクル社は、買収価格として1株あたり10.30ドルを提案した。オーパワー社は、オラクル社に独占交渉権を付与した。オーパワー社の取締役たちがオラクル社との交渉にあたった。

5月1日、カタリストは、取引に賛成するフェアネス・オピニオンを示した。5月16日、オーパワー社は、委任状説明書を提出し、取引のプロセスを説明するとともに、取引の条件を開示した。6月13日、オラクル社による公開買付けが終了すると、オーパワー社はオラクル社の完全子会社になった。

なお、付言しておくとして、コーウィン法理は、会社法251条（h）<sup>20)</sup>に基づいて公開買付けが行われ、株主総会決議なしで合併が完了する場合にも適用さ

19) van der Fluit v. Yates, 2017 WL 5953514 (Del.Ch.2017).

20) Del Code Ann. tit. 8, § 251 (h).

れる<sup>21)</sup>。多数の株式が買収者側に提供された場合、株主の承認があったと考えることができるからである。

被告であるオーパワー社の取締役は、本件には経営判断原則が適用されると主張し、却下の申立て (motion to dismiss) を行った。

[判断]

デラウェア州の衡平法裁判所 (モントゴメリー・リーブス裁判官) は、次のような判断を示し、本件にコーウィン法理を適用しなかった。

すなわち、6月13日に公開買付けが終了したとき、オーパワー社の社外株式の約87.8%が提供されていた<sup>22)</sup>。……原告は、オーパワー社の株主が株式を提供したとき、株主は十分な情報を得ていなかったため、本件にはコーウィン法理は適用されない、と主張する<sup>23)</sup>。……委任状説明書の記載は、オーパワー社側の交渉人が、ダニエル・イエーツとアレックス・ラスキーだったことを株主に気付かせなかった [両名は、オーパワー社の創業者で、同社の取締役でもある]。両名は、取引後の地位を保障されており、オーパワー社における未確定のオプションをオラクル社のオプションに移管できる、という利益を得ている者である。……オーパワー社の株主は、交渉者に利益相反があることについて認識できなかった。……被告は、コーウィン法理に基づいて却下を求めることができない<sup>24)</sup>。

以上のように、株主への開示に不備があったので、衡平法裁判所は、本件にコーウィン法理を適用しなかった。しかし、結論としては、却下の申立てを認めた。なぜなら、オーパワー社の定款には、取締役の注意義務違反の責任を免責する規定 (exculpatory provision) があったので (米国の上場会社の定款には会社法102条 (b) (7)<sup>25)</sup> を根拠とする免責規定が設けられている

---

21) See *In re Volcano Corporation Stockholder Litigation*, 143 A.3d 727 (Del.Ch.2016). 行澤一人「米国会社・証取法判例研究 No.364」商事法務2156号45頁 (2018年)。

22) 2017 WL 5953514, at \*5.

23) *Id.*, at \*7.

24) *Id.*, at \*8.

25) Del Code Ann. tit. 8, § 102 (b) (7).

ことが多い<sup>26)</sup>、原告は免責の範囲外の事柄を主張する必要があったが、原告はそのような事柄——すなわち、取締役の過半数が利害関係を有していたり、イエーツとラスキーがオーパワー社の取締役会を支配し、利害関係のない、独立した取締役に圧力をかけて、不公正な取引を認めさせたりしたこと——を主張していなかったからである<sup>27)</sup>。

したがって、たとえコーウィン法理が適用されなかったとしても、取締役の過半数に利害関係がなく、誠実に行動している（故意に義務違反をしていない）限り<sup>28)</sup>、責任追及が成功する可能性は低いだろう。

#### ・サンタフェ判決<sup>29)</sup>

以下で紹介するサンタフェ事件において、デラウェア州の最高裁判所は、買収提案が株主によって承認されたとしても、取締役会が防衛策を用いて不招請の買収提案を断念させていたのであれば、防衛策が承認されたことを意味しないという判断を示した。株主には、友好的買収を承認するか否かという選択肢しか与えられていなかったからである。防衛策を用いて不招請の買収提案を断念させていたり、株主への開示に問題があったりした場合、裁判所は審査基準を引き下げないだろう。

サンタフェ事件の事実の概要は次のとおりである。1993年6月から11月にかけて、サンタフェ社（サンタフェ・パシフィック社）とバーリントン社（バーリントン・ノーザン社）との間で、合併に関する議論が行われた。

1994年6月29日、サンタフェ社の取締役会は、バーリントン社との合併契約を承認した。サンタフェ社の株主は、株式1株あたりバーリントン社の株式0.27株（13.50ドルに相当する）を受け取ることになる。

ユニオン社（ユニオン・パシフィック社）が、サンタフェ社に対して買収

---

26) See eg, Lyman Johnson, "The reconfiguring of Revlon" in Hill and Davidoff Solomon (eds). *Research Handbook on Mergers and Acquisitions* 275 (2016).

27) See 2017 WL 5953514, at \*11.

28) See Kahn v. Stern, 2017 WL 3701611, at \*8 (Del.Ch.2017).

29) In re Santa Fe Pacific Corporation Shareholder Litigation., 669 A.2d 59 (Del.1995).

提案をしてきたが、サンタフェ社の取締役会はその提案を拒否した。ユニオン社の提案によれば、サンタフェ社の株主は1株あたりユニオン社株式0.344株(18ドルに相当する)を受け取ることになる。

そこで、バーリントン社とサンタフェ社は、10月26日、合併契約を次のように変更したことを公表した。サンタフェ社の株主は、株式1株あたりバーリントン社の株式0.34株(17ドルに相当する)を受け取ることになる。

10月30日、ユニオン社は、サンタフェ社に対して、新たな買収提案をした。サンタフェ社の株主は1株あたりユニオン社の株式0.407株(20ドルに相当する)を受け取ることになる。しかし、サンタフェ社は、11月2日、この提案を断った。

そこで、ユニオン社は、11月9日、57.1%に相当するサンタフェ社株式の取得を上限とする公開買付けを開始した(買付価格は1株あたり現金17.50ドルだった)。公開買付け後の合併(サンタフェ社の残りの株主は1株あたりユニオン社の株式0.354株を受け取ることになる)も予定されていた。

11月22日、サンタフェ社の取締役会は、株主に対して、ユニオン社に株式を提供しないように勧告した。11月28日には、ライツ・プランを採用した。

12月14日、サンタフェ社は、臨時株主総会の開催を翌年の1月27日に延期することにした。ユニオン社は、12月16日、公開買付けの期限を延長し、翌年の1月19日までにした。

12月18日、バーリントン社とサンタフェ社は、再び合併契約を変更することで合意した。33%に相当するサンタフェ社の普通株式の取得を上限とする公開買付けを行うことが公表された(買付価格は1株あたり現金20ドル)。その後、サンタフェ社とバーリントン社との間で合併が行われることが予定されていた。サンタフェ社の株主は1株あたりバーリントン社の株式0.4株(20.60ドルに相当する)を受け取る。合併契約には、サンタフェ社が、よりよい買収提案を受け入れた場合、バーリントン社に、解約料として5,000万ドルを支払うことも規定されていた。

1995年1月18日、ユニオン社は、サンタフェ社のすべての株式を対象とす

る新たな公開買付けを開始した（買付価格は1株あたり18.50ドルだった）。1月22日、サンタフェ社の取締役会は、株主に対して、ユニオン社に株式を提供しないように勧告することを決議した。

1月24日、バーリントン社とサンタフェ社は、またもや合併契約を変更した。公開買付けの後、合併が実施されるまでの間、1,000万株を上限とするサンタフェ社の株式をサンタフェ社が取得することにした。バーリントン社とサンタフェ社は、最大で14.9%に相当するサンタフェ社株式の取得をアレゲニー社に許容したことも公表した。同社はサンタフェ社とバーリントン社の合併に賛成することを表明していた。

1月31日、ユニオン社は公開買付けを撤回した。2月7日、サンタフェ社の株主は合併を承認した。

本件の原告はサンタフェ社の株主である。原告は、サンタフェ社の取締役会は、ユニオン社に対して、不合理で、不相当な防衛策をとったと主張した。

[判断]

デラウェア州の最高裁判所（ノーマン・ベジー裁判官）は、次のような判断を示した。すなわち、サンタフェ社の株主には、サンタフェ社とバーリントン社との合併を承認する際、取締役会がユニオン社に対して防衛策をとったことを承認することは求められていなかった。サンタフェ社の株主は、バーリントン社と合併することを選択するように求められていただけである。……サンタフェ社の株主は合併について承認したに過ぎないので、われわれは「防衛策が」承認されたとは判断しない<sup>30)</sup>。

## 一 買取請求権と公正な価格

### 1 デラウェア州

序2で述べたように、合併が完了した後、取締役に対する責任追及が成功することは期待できないだろう。他方、会社法は、株主に株式買取請求権を

---

30) Id., at 68.

用意している<sup>31)</sup>。株主が買取請求権を行使し、裁判所が決定する株式の「公正な価格」が「取引価格」を上回れば、買取請求権を行使した株主は救済を受けることができる<sup>32)</sup>。

裁判所は、合併の完了日における株式の「公正な価格」を決定しなければならないが、公正な価格とは、会社の継続企業価値 (going concern value : 将来キャッシュ・フローの現在価値) のことであると考えられている<sup>33)</sup>。したがって、公正な価格にはシナジー (相乗効果) が含まれず、裁判所は「合併から生じる、または生じると期待される価値」を除外して、公正な価格を決定しなければならない (会社法262条 (h)<sup>34)</sup> 参照)。

DCF 法 (Discounted Cash Flow Analysis) を用いて会社の事業価値を算出した後で、1株あたりの価格を求めることは可能である。DCF 法を用いる場合、裁判所は、当事者から提出された評価を修正したり、提出された評価のうち信頼できそうな部分を用いたりしている (AOL 事件 (二)、ノークラフト事件 (三二) を参照)。

DCF 法には、信頼できない数値をインプットしたら、算出される評価額は信頼性を欠くものになるという問題がある。DCF 法を用いて、公正な価格の額を正確に算出することは容易なことではないといえる (以上のような問題があるので、裁判所は DCF 法を用いた場合、算出された値が取引価格と大きく乖離していないかを確認している。本稿 II 二)。投資銀行のようなファイナンスの専門家さえ、フェアネス・オピニオンを出す際は、公正な価格の「範囲」を示すにすぎない<sup>35)</sup>。

そこで、注目されるのは、最近、デラウェア州の衡平法裁判所が、売却プ

---

31) See Del Code Ann. tit. 8, § 262.

32) 裁判所は、利益相反の結果、買取対価が低くなっていた場合、救済を与える可能性がある。

33) See eg, *Union Illinois 1995 Investment Limited Partnership v. Union Financial Group, Ltd.*, 847 A.2d 340, 356 (Del.Ch.2004).

34) See Del Code Ann. tit. 8, § 262 (h).

35) See Guhan Subramanian, "Using the Deal Price for Determining 'Fair Value' in Appraisal Proceedings" (2017) at 22 ([ssrn.com/abstract=2911880](https://ssrn.com/abstract=2911880)).

ロセスが頑強だった場合に、「取引価格」を用いて、株式の「公正な価格」を決定していることである（本稿Ⅱ四）。十分なマーケット・チェックが行われていたのであれば、取引価格は集団的判断によってつけられた価格であるといえる<sup>36)</sup>。Iで述べたように、そのような価格は会社の情報を十分に反映した価格であると考えられるので、裁判所が株式の公正な価格を決定する際に「取引価格」を用いることは支持できる<sup>37)</sup>。

前述したように、公正な価格にはシナジーが含まれないので、取引価格からシナジーを控除する必要がある。会社がPE（プライベート・エクイティ）ファンドに売却される場合、取引価格からシナジーが控除されなかった事例が多い。他方、事業会社どうしの合併の場合には、シナジーが発生すると予想される。取引価格からシナジーを控除する必要があるが、取引価格に含まれていたプレミアムと比べると控除された額は少ない事例がみられる<sup>38)</sup>。

---

36) See *DFC*, 172 A.3d at 366.

37) このような決定方法を裁判所がとることは（この決定方法によると「取引価格」が「公正な価格」の上限になるので）買取請求権を行使するインセンティブをそぐことになるだろう。See Lawrence A. Hamermesh and Michael L. Wachter, “The Fair Value of Cornfields in Delaware Appraisal Law” (2005) 31 *The Journal of Corporation Law* 119, 153; Lawrence A. Hamermesh and Michael L. Wachter, “Rationalizing Appraisal Standards in Compulsory Buyouts” (2009) 50 *Boston College Law Review* 1021, 1056-57.

買取が独立当事者間で行われる場合、投資家に投機を行うインセンティブを与えるべきではないので、わが国においても、公正な価格を決定する際は、シナジーを控除すべきだという見解が出されている。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」資本市場研究会編『企業法制の将来展望—資本市場制度の改革への提言—2019年度版』383頁、431頁（財経詳報社、2018年）、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』328-329頁（商事法務、2013年）参照。

傾聴に値する見解であるが、もしそうなったら裁判所にとって負担になるだろう。米国では、取引価格からシナジーが控除されたり、DCF法が用いられたりした事例では、当事者から公正な価格についての評価やシナジーの額についての意見が出され、裁判所はそれを用いている。ラムトロン事件（四1）、ソレラ事件（四5）、AOL事件（二）、ノークラフト事件（三2）を参照。LPS事件（三3）では（同事件は事業会社どうしで合併が行われた事例だが）当事者からシナジーの額について意見が出されなかったため、取引価格からシナジーが控除されなかった。当事者がどのような評価や意見を提出するかが重要になる。

38) ラムトロン事件（四1）を参照。LPS事件（三3）では（同事件は事業会社どうしで合併が行われた事例であるにもかかわらず）前述したようにシナジーは控除されなかった。ソレラ事件（四5）では（同事件は事業会社どうしで合併が行われた事例ではないが）取引価格からシ

注目すべき学説として、買収対象会社が創出に寄与したシナジーの額は控除するべきはない、と主張する学説がある<sup>39)</sup>。つまり、公正な価格（会社の継続企業価値）に、一定のシナジーを含めるべきことが主張されている。

株式所有を集中させることでどのようなメリットがあるのか。そうすることで、エージェンシー・コストを節約することができ、そのぶん企業価値が増加すると考えられる。このようにして増加した価値は、①公正な価格（会社の継続企業価値）に含まれるものか（そうであれば控除されない）、それとも、②合併から生じた（そうであれば、公正な価格には含まれず、控除される）ものか。

後者の立場を支持するものとして、増加した価値は、価値を増加させる者に所有を認めるべきであるから、公正な価格には含めず、控除するべきである、と説く学説がある<sup>40)</sup>。

他方、会社をPEファンドに売却する場合、公正な価格は取引価格と同じ額であると決定された事例が多くみられるが、そのことは、エージェンシー・コストの節約によって増加する価値は公正な価格（継続企業価値）に含める（控除しない）という考え方を裁判所がとっていることを示す（飯田准教授は裁判所がこのような立場をとることに疑問を呈している<sup>41)</sup>）。

他方、衡平法裁判所は、2018年の判決で、公正な価格を決定する際に、合併が公表される前の「市場価格の平均」を用いた（以下のアルーバ判決を参照）。そのようにすると、公正な価格は取引価格より低い額になるし、取引価格（ひいては売却プロセス）の重要性が低下することになるだろう。デラウェア州の最高裁判所が、衡平法裁判所の判断に対してどのような判断を示

---

ナジーが控除された。

なお、三三事件と四一～四五事件の結果は、四六でまとめて示している。

39) See Lawrence A. Hamermesh and Michael L. Wachter, "Finding the Right Balance in Appraisal Litigation: Deal Price, Deal Process, and Synergies" (2018) 73 *The Business Lawyer* 961, 1004.

40) See *id.*, at 997-98.

41) 飯田・前掲注(37) 425頁参照。



すのかが注目される。最高裁の見解は後述する。

・アルーバ判決<sup>42)</sup>

デラウェア州の衡平法裁判所（トラヴィス・ラスター裁判官）は、アルーバ事件において、合併に関する情報の影響を受ける前の30日間（2015年1月26日～2月24日。合併の完了日は5月18日）の市場価格の平均である「17.13ドル」が公正な価格だと決定した（取引価格は「24.67ドル」だった）。

取引価格からシナジーを控除した額として、シナジーが少ない場合の21.08ドルとシナジーが多い場合の15.32ドルとが考えられたが、裁判所は中間の「18.20ドル」を採用した<sup>43)</sup>。

しかし、裁判所は、その額を公正な価格にしなかった。第1に、シナジーを算定する際に誤りが生じてしまうからである。第2に、取引価格からシナジーを控除した額からさらにエージェンシー・コストの削減額をひく必要があるからであるという。そこで、裁判所は、合併の情報の影響を受けていない市場価格の平均が公正な価格を示す最良の証拠になると結論づけた<sup>44)</sup>。

2018年10月3日、このような衡平法裁判所の判断に批判的なアミカス・キュリエが提出された<sup>45)</sup>。アミカス・キュリエは、合併公表前のアルーバ社の株価は、公正な価格を下回ると主張する。なぜなら、第1に、買収者は、通常は、対象会社の事業価値を正確に評価するために、秘密保持契約を締結して、会社の非公開の情報を得ようとするが、合併公表前の株価には、そのような情報が反映されていないからである<sup>46)</sup>。第2に、合併公表前の株価は、

---

42) See Verition Partners Master Fund Ltd., v. Aruba Networks, Inc., 2018 WL 922139 (Del. Ch.2018).

43) See id., at \*2, \*45.

44) See id., at \*4, \*55.

45) Corrected Brief of Amici Curiae Professors Audra Boone, Brain Broughman, Albert Choi, Jesse Fried, Mira Ganor, Antonio Macias, and Noah Stoffman in Support of Appellant and Reversal.

46) See id., at 5.

継続企業としての会社の1株あたりの価値よりも低いからである<sup>47)</sup>。

これに対して、11月20日に提出されたアミカス・キュリエ<sup>48)</sup>は、10月3日付のアミカス・キュリエに反論する。すなわち、非公開の情報が反映されていないので合併公表前の市場価格は低いという指摘に対して、非公開の情報は否定的なものである可能性もあるので、合併公表前の株価は、非公開の情報が十分に反映された価格よりも低いとは限らないと反論する<sup>49)</sup>。

また、11月20日付のアミカス・キュリエは、市場価格の平均を公正な価格にする場合に、市場価格は減価（マイノリティー・ディスカウント）されたものであることを理由に上方修正を施すこと、を否定する<sup>50)</sup>。

本件の取引価格は24.67ドルであり、衡平法裁判所は、取引価格からシナジーを控除した額として18.20ドルを採用したが、結論としては、「市場価格の平均」である「17.13ドル」が公正な価格だと決定した。

追記 2019年4月16日に、デラウェア州の最高裁判所の判断が出されたので、以下で紹介する。2019 WL 1614026 (…A.3d…)

#### [事実]

2014年8月、HP社（ヒューレット・パカード社）がアルーバ社（アルーバ・ネットワークス社）に接触した。両社は上場会社である。アルーバ社は、HP社と交渉しつつ、専門家を雇い、他の買収者への接触を開始した。5社の戦略的買収者に接触したが、買収意欲は示されなかった。

アルーバ社とHP社との間で数か月間交渉が続いた。結局、アルーバ社の取締役会は、HP社からの買収提案（買収価格は1株あたり24.67ドル）を受け入れることにした。アルーバ社とHP社は合併を公表した。より良い買収提案は出されず、取引（合併）は2015年5月18日に完了した。

---

47) See *id.*, at 7-8.

48) Corrected Brief of Professors William J. Carney and Keith Sharfman as Amici Curie in Support of Appellee and Affirmance 10.

49) See *id.*, at 10.

50) See *id.*, at 12.

8月28日、バージョン・パートナーズは、アルーバ社株式の「公正な価格」を決定するように、衡平法裁判所に申し立てた。バージョンは、「公正な価格」は1株あたり32.57ドルだと主張した。アルーバ社（現在はHP社の100%子会社である）は、事実審理後の答弁趣意書において、「取引価格からシナジーを控除した価格」は1株あたり19.10ドルだと主張した。アルーバ社は、当裁判所がDFC判決を出した後、買収公表前の株価が「公正な価格」を示す唯一の重要な証拠になると主張した。

2018年2月15日、衡平法裁判所は、「公正な価格」は1株あたり17.13ドル（合併の情報が漏れる前の30日間の市場価格の平均）だという判断を示した。

衡平法裁判所は、提出されたDCF法による評価を用いなかった。衡平法裁判所は、「取引価格からシナジーを控除した価格」は1株あたり18.20ドルだと算定した。しかし、衡平法裁判所の裁判官はその値を用いなかった。裁判官は、株式所有を集中させることで節約できるエージェンシー・コストを算定し、取引価格からシナジーを控除した価格からさらにその額を控除する必要があると考えていたので、市場価格の平均を用いることにした。

会社法262条は、衡平法裁判所に対し、「合併の効力発生日」におけるアルーバ社株式の「公正な価格」を決定するように求めている。合併の情報が漏れる前の30日間は、合併の完了日の3～4か月前である。衡平法裁判所の判断に対して、バージョンが上訴した。

[判断]

デラウェア州の最高裁判所は以下のような判断を示した (*per curiam*)。すなわち、われわれは、衡平法裁判所は合併の情報の影響を受ける前の株価を用いたことで権限を濫用した、と判断する。衡平法裁判所は「取引価格からシナジーを控除した価格からエージェンシー・コストの節約額を引く必要があるという」不適切な考え方にに基づき、「市場価格の平均を用いたことで」権限を濫用した。……衡平法裁判所は、……「アルーバ社が」シナジーとして算定した額には、他の価値「エージェンシー・コストの節約によって増加する価値」が含まれていないことは記録によって示されていないことを認め

ている。

厚い流通市場をもつ上場会社がプレミアム付きの価格で売却され、興味のある者に対しては買収提案を出す機会が確保されていた場合、取引価格が公正な価格を示す証拠になるという DFC 判決とデル判決の認識に、衡平法裁判所の裁判官は目新しさを感じたようである。衡平法裁判所と当裁判所がマーケットがつけた取引価格を重視してきたことに鑑みれば、裁判官が目新しさを感じたことは驚きである。……DFC 判決とデル判決は、売手に関する重要な非公開の情報を有する買収者は売手の価値を適切に評価する立場にあり、……売却プロセスに欠点がなければ、衡平法裁判所は取引価格を重視するべきだ、という認識を示すにすぎない。

最高裁判所はデル判決と DFC 判決において市場価格が公正な価格を示す排他的な証拠になることを示唆した、と衡平法裁判所の裁判官はとらえているようである。……実際には、デル判決は、市場の効率性、すなわち、公表された情報はすぐに市場価格に反映されるという考え方について言及したのであって、……効率的な市場価格は会社の公正な価値を反映したものであるとは述べていない。

HP 社には通常の投資家よりもアルーバ社について詳しく調べる動機があり、HP 社は市場価格には反映されていない重要な非公開の情報も有していた。たとえば、HP 社は市場よりも先にアルーバ社の四半期の収益がよいことを知っており、HP 社は買収価格を提示する際にその情報を考慮しただろう。……四半期の収益が公表された後、アルーバ社の株価は9.7% 上昇した。

準強度の効率性理論のもとでは、合併の情報の影響を受ける前の市場価格には、非公開の情報が反映されていない。これに対して、HP 社は、秘密保持契約を締結し、デュー・ディリジェンスを行い、重要な非公表情報に接触していた。

本件において、最高裁判所は、アルーバ社の非公開の情報にも接していた HP 社が提示した買収価格（取引価格）を用いて、そこからシナジーを控除

した価格（19.10ドル）が「公正な価格」である、という判断を示した。

最高裁判所は、「市場価格の平均」を用いた衡平法裁判所は権限を濫用したと結論づけ、アルーバ社株式の「公正な価格」は1株あたり19.10ドルだと決定するように、衡平法裁判所に命じた。

アルーバ社は、上述したように、DFC判決が出る前、「取引価格からシナジーを控除した価格」は1株あたり19.10ドルだと主張していた。最高裁判所は、この主張を採用したといえるだろう。

エージェンシー・コストを節約することで増加する価値について、最高裁判所は、取引価格から控除される「シナジー」には、そのような価値が含まれている可能性があるので、「取引価格からシナジーを控除した価格」からさらにエージェンシー・コストの節約額を控除する必要はない、という見解を示している。

## 2 ALIの見解

ALI（American Law Institute：アメリカ法律協会）は、公正な価格の決定方法について、デラウェア州における考え方とは異なる考え方を示す。

すなわち、ALIの『コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告』は、独立当事者間取引（arm's-length transaction）の場合、対象会社の取締役会が承認した価格が公正な価格だと推定している<sup>51)</sup>（原告がこの推定を覆すことは認められる）。

独立当事者間取引の場合、売手の取締役会は買手と交渉し、できるだけ高い価格を引き出すことが期待できる<sup>52)</sup>。株主が受け取る対価はシナジーを含んだ額になっているだろう<sup>53)</sup>。

以上のように、独立当事者間取引かどうかが重視されている。マーケット・チェックを行うことは求められていないようである<sup>54)</sup>。

---

51) See § 7.22 (b).

52) See comment c, at 316-17.

53) See Hamermesh & Wachter, *supra* note 37, at 141-42.

54) See comment d, at 319.

## 二 売却プロセスに問題があった事例：AOL 事件

合併が事業会社どうして行われる場合、当事会社間で交渉が行われ、マーケット・チェックが実施されないことが多い(序1を参照)。そのような場合、DCF法で、公正な価格が算出された事例があるので、以下で紹介する。

### ・ AOL 事件<sup>55)</sup>

#### [事実の概要]

AOL社の取締役会は、企業結合について検討していた。会社に接触してくる者が複数いた。2014年10月には、ベライゾン社(ベライゾン・コミュニケーションズ社)の経営陣がAOL社に接触してきた。11月、両社のCEOが会談した。その後、AOL社はベライゾン社の子会社と秘密保持契約を締結した。AOL社は、12月9日に、通信会社のコムキャスト社とも企業結合について議論した。

2015年1月、AOL社の経営陣は、ベライゾン社との企業結合について議論した。噂が流れ、AOL社の株価は上昇した。3月から4月にかけて、AOL社とベライゾン社の間で、企業結合に関する議論が続いた。AOL社はオークションを行わないことにした。

コムキャスト社は、4月8日にAOL社と秘密保持契約を締結したが、次の段階に進むことを断念した。4月13日、AOL社は、ベライゾン社に会社のデータへのアクセスを許可した。5月8日、ベライゾン社は、AOL社に対して口頭で、買取価格として1株あたり47.00ドルを提案した。AOL社は逆提案した。ベライゾン社は、1株あたり現金50.00ドルを支払うことに同意した。

5月11日、AOL社の取締役会は、ベライゾン社との合併について、経営陣および法律・財務アドバイザーと議論した。取締役会は、合併契約を全会

---

55) In re appraisal of AOL Inc., 2018 WL 1037450 (Del.Ch.2018).

一致で承認した。合併契約は5月12日に公表された。

合併契約には勧誘禁止条項が含まれていた。解約料は3.5%だった。ベライゾン社には（他の買取提案が出された場合にベライゾン社がそれに対抗することを可能にする）無制限のマッチング・ライトが認められていた。ベライゾン社を上回る買取提案は出されなかった。

AOL社の社外の普通株式の60%超の応募があり、合併は6月23日に完了した。買取請求権が行使された。本件では取引価格は50.00ドルだったが、株主側の専門家は、DCF法を用いて、AOL社株式の公正な価格は1株68.98ドルだと主張した。

[判断]

衡平法裁判所（サム・グラスコック裁判官）は、AOL社株式の公正な価格について、次のような判断を示した。

すなわち、本件の状況のもとでは、売却プロセスは不十分であり、取引価格は公正な価格を示す最良の証拠にならないと判断する<sup>56)</sup>。……マーケット・チェックが不十分だったこと、合併契約締結後の取引保護措置が「三2の」デル事件よりも強力だったことを考慮すれば、……取引価格が公正な価格を示す最良の証拠になるとは判断できない<sup>57)</sup>。

本件では、当事者は、DCF法が価値を評価する最良の方法であることに同意しており<sup>58)</sup>。裁判所は、会社側の専門家の評価（1株44.85ドル）を上方修正し、AOL社株式の公正な価格は1株48.70ドルだと結論づけた<sup>59)</sup>。

本件において、AOL社の取締役会は、十分なマーケット・チェックを行わずに、ベライゾン社と合併契約を締結した（ただし、そのことは非合理的なことだったとは評価されていない<sup>60)</sup>）。合併契約の公表から合併の完了ま

---

56) Id., at \*8.

57) Id., at \*9.

58) See id., at \*7, \*10.

59) See id., at \*21.

60) See id., at \*9.

で42日間あったが、ベライゾン社は、合併契約の公表以前からAOL社のデータにアクセスすることが可能だった。さらに、合併契約には勧誘禁止条項や無制限のマッチング・ライトが含まれていた。つまり、ベライゾン社は潜在的買収者よりも有利な立場であり、他の買収提案が出されにくくなっていたといえる。

衡平法裁判所は、売却プロセスは不十分だったと評価し、DCF法を用いてAOL社株式の公正な価格は1株48.70ドルだと決定した。その際、裁判所は、48.70ドルは取引価格（50.00ドル）から大きく乖離した額ではないことを確認している<sup>61)</sup>。後日、裁判所は、公正な価格の額を47.08ドルに訂正した<sup>62)</sup>。

三2で紹介するノークラフト事件でも、DCF法で公正な価格が決定された。以下では、AOL事件とノークラフト事件の結果を示す。

- ・ AOL (買手: ベライゾン社)  
公正な価格: 48.70ドル<sup>63)</sup>  
取引価格: 50.00ドル
- ・ ノークラフト (買手: フォーチュン社)  
公正な価格: 26.16ドル  
取引価格: 25.50ドル

AOL事件において、裁判所はDCF法を用いて公正な価格を算出したが、公正な価格の額は取引価格を下回る額だった。このことは、売却プロセスには問題があったが、AOL社は高い買収価格を引き出したことを示唆する。取引価格からシナジーを控除するという方法で公正な価格が決定される場合と結論はあまり変わらないかもしれない。

これに対して、上述の結果は、ノークラフト社は高い買収価格を引き出せ

---

61) See *id.*, at \*21.

62) See *Re: In re appraisal of AOL Inc.*, 2018 WL 3913775 (Del.Ch.2018).

63) 後日、47.08ドルに訂正された。



なかったことを示唆する。ノークラフト事件のように、裁判所が決定する「公正な価格」が「取引価格」を上回る可能性があるので、会社は売却プロセスに注意する必要があるだろう。

### 三 マーケット・チェック

#### 1 合併契約の締結前

デラウェア州の最高裁判所は、合併契約の締結前に十分なマーケット・チェックが行われていた（被買収会社側が複数の潜在的買収者に接触し、最も高い買収価格を提示する者との間で交渉を進め、合併契約が締結された）事例において、裁判所が公正な価格を決定する際は「取引価格」を重視すべきである、という態度を示している（以下のDFC判決を参照）。

#### ・DFC判決<sup>64)</sup>

##### [事実の概要]

2012年春、消費者金融会社のDFC社（DFCグローバル・コーポレーション）は、フリーハン（フリーハン・ローキー・キャピタル）を選任し、翌年、フリーハンは、35社のスポンサーと3社の戦略的買収者に接触した。

2013年9月、DFC社は、JCフラワーズおよびクレストビュー（クレストビュー・パートナーズ）と買収の議論を開始した。10月には、ローン・スターが買収意欲を表明した。11月、DFC社は、これらの3社に、DFC社の経営陣が作成した事業計画を提供した。

12月12日、DFC社は、クレストビューには買収意欲がないと判断した。他方、ローン・スターは拘束力のない買収提案を行った（買収価格は1株あたり12.16ドル）。12月17日には、JCフラワーズが拘束力のない買収提案を行った（買収価格は1株あたり13.50ドル）。

2014年2月、DFC社の取締役会は、事業計画の改訂を承認した。2014年

---

64) DFC Global Corporation v. Muirfield Value Partners, L.P., 172 A.3d 346 (Del.2017). 行岡睦彦「米国会社・証取法判例研究 No.374」商事法務2183号54頁（2018年）。

の EBITDA (利払前・税引前・償却前利益) の予測は、2億1930万ドルから1億8250万ドルに引き下げられた。JC フラワーズとローン・スターはそのことを知った。そこで、ローン・スターは2月28日に買収価格を1株11.00ドルに引き下げた。ローン・スターは、買収価格を引き下げた理由として、EBITDA の予測が引き下げられたことや、英米での金融規制の強化を挙げた。

3月3日、JC フラワーズは、買収意欲を失ったことを DFC 社に伝えた。DFC 社は、3月11日にローン・スターと独占交渉契約を締結した。3月26日、DFC 社は、ローン・スターに、2014年の EBITDA は、さらに2400万ドル低下するだろうことを伝えた。そこで、ローン・スターは、翌日に買収価格を1株9.50ドルに引き下げた。

4月1日、DFC 社の取締役会は、買収対価が1株9.50ドルの合併を承認した。翌日、DFC は、取引を公表するとともに、2014年の EBITDA は1億5100万～1億5600万ドルになるだろうことを公表した。

合併は6月13日に完了した。買収請求権が行使された。株主側の専門家は、DCF 法を用いて、DFC 社株式の公正な価格は1株あたり17.90ドルだと主張した。この価格は、取引価格 (9.50ドル) より88%も高い。

これに対して、会社側の専門家は、① DCF 法 (これによれば株式の価格は7.81ドル) と②類似会社法 (これによれば株式の価格は8.07ドル) を均等に用いて、株式の公正な価格は1株7.94ドルだと結論づけた。

以上のように、DFC 社の取締役会は、フォーリハンをとおして、複数の潜在的買収者に接触し、最も高い買収価格 (1株9.50ドル) を提示する者 (ローン・スター) と合併契約を締結した。しかし、衡平法裁判所 (アンドレ・ブシャル裁判官) は、DCF 法を用いて、DFC 社の株式の価格を1株13.07ドルだと算出した後、3つの評価方法、すなわち、取引価格 (9.50ドル)、類似会社法 (8.07ドル)、DCF 法 (13.07ドル) を均等に用いて、公正な価格は1株10.21ドルだと結論づけた。

双方が上訴した。なお、衡平法裁判所は、後に、DCF 法による評価を1株13.33ドルに修正した。その結果、株式の公正な価格は1株10.30ドルにな

った。

[判断]

最高裁判所（レオ・ストライン裁判官）は、衡平法裁判所の判断について、次のような判断を示した。

すなわち、経済学の原理によれば、取引価格が公正な価格を示す最良の証拠になる。それは、開かれたプロセスがとられた結果つけられた価格であり、非公開の情報にアクセスすることは容易で、多くの者に買取提案を出す機会があった。しかし、衡平法裁判所は取引価格を3分の1しか用いなかった<sup>65)</sup>。

ある場合は、1つの評価方法が公正な価格を示す信頼できる証拠になるかもしれない。その場合、別の要素を用いることは評価を歪めることになる。他方で、2ないし3の要素を考慮することが必要になる場合があるかもしれない [が] ……衡平法裁判所は、3つの評価方法を3分の1ずつ用いた理由を説明していない<sup>66)</sup>。

## 2 合併契約の締結後

デラウェア州の最高裁判所は、合併契約の締結後に十分なマーケット・チェックが行われていた事例においても、裁判所が公正な価格を決定する際は「取引価格」を重視するべきである、という態度を示している（以下のデル判決を参照）。デル事件では、合併契約締結前のプロセスもある程度競争的だった。

・デル判決<sup>67)</sup>

[事実の概要]

---

65) Id., at 349.

66) Id., at 388.

67) Dell, Inc., v. Magnetar Global Event Driven Master Fund Ltd., 177 A.3d 1 (Del.2017). 飯田秀 総「米国会社・証取法判例研究 No.377」商事法務2191号44頁（2019年）。

(a) 合併契約の締結にいたるプロセス

デル社は成熟した会社であり、株価は低迷していた。同社の株価は約12ドルだった。2012年8月、デル社創業者でCEOのマイケル・デルは、シルバー・レイク（シルバー・レイク・パートナーズ）からMBO（マネジメント・バイアウト）の提案を受けた。

付言しておく、MBOが行われる場合、ゴー・ショップ期間が設けられることが多い<sup>68)</sup>。本件では、合併契約締結前にマーケット・チェックは行われなかった。

8月15日、デル社の取締役会が開催された。4名の独立取締役で構成される特別委員会が創設された。デル社の取締役会は、特別委員会に、独自のアドバイザーを選任する権限を与えた。特別委員会は、財務アドバイザーとしてJPモルガンを選任した。取締役会は、特別委員会からの推薦がなければ、株主に取引を勧告しないことを約束した。

9月、KKR（コールバーグ・クラビス・ロバーツ）とシルバー・レイクは、それぞれ秘密保持契約を締結し、デル社の評価を始めた。特別委員会は、JPモルガンと相談した後で、潜在的買取者を勧誘しないことにした。

10月9日、JPモルガンは、事業計画に基づき判断すると、スポンサーになる者は1株あたり14.13ドルを支払うことが可能であることを特別委員会に伝えた。

10月23日、KKRとシルバー・レイクは、特別委員会に買取提案を提出した。同日、デル社株価の終値は9.35ドルだった。KKRは買取価格として1株12.00～13.00を、シルバー・レイクは1株11.22～12.16ドルを提案した。しかし、これらの価格は、スポンサーが支払うことができるだろうとJPモルガンが想定していた価格（14.13ドル）を下回っていた。

デル社は、11月15日に、第3四半期の収入が前年比11%、1株あたり利益が28%下落したことを公表した。デル社のCFOでさえも、事業計画が楽観

---

68) See Guhan Subramanian, "Deal Process Design in Management Buyouts" (2016) 130 *Harvard Law Review* 590, 629.

的であることを認めた。

12月3日、KKRは、パソコン事業のリスクを理由に、買取提案を撤回した。特別委員会は、売却プロセスの競争性を維持するために、PEファンドのTPG（テキサス・パシフィック・グループ）を勧誘した。TPGは秘密保持契約を締結し、データにアクセスしたが、パソコン事業のキャッシュ・フローが不確かなので、買取提案を行わないことを12月23日、特別委員会に伝えた。

2013年1月24日、シルバー・レイク以外に買取意欲を表明する者が現れた。戦略的買取者のGEキャピタルは、エバーコア（エバーコアも財務アドバイザーに選ばれていた）に、デル社の金融事業を買取する意欲があることを伝えた。また、ブラック・ストーンは、ゴー・ショップ期間に買取意欲を表明するかもしれないことをエバーコアに伝えた。

他方、シルバー・レイクは買取意欲を持ち続けた。特別委員会はシルバー・レイクに、買取価格を引き上げるように促した。2月3日、シルバー・レイクは、買取価格を、①買取完了までに通常の配当を行う場合は1株あたり13.60ドル（この価格は2月4日に13.65ドルに引き上げられた）、②配当を行わない場合は13.75ドルに引き上げることを特別委員会に伝えた。

2月4日、特別委員会は財務アドバイザーと面談した。エバーコアとJPMorganは、1株13.65ドルは公正な価格であると表明した。特別委員会は、シルバー・レイクの買取提案を取締役に推薦した。

2月5日、デル社とシルバー・レイクは合併契約を締結した。最終的に、マイケル・デルは株式の74.9%を、シルバー・レイクは株式の25.1%を所有することになる。

#### (b) ゴー・ショップ期間

合併契約には、45日間のゴー・ショップ期間（3月23日まで）が設けられていた。シルバー・レイクには、1回限りのマッチング・ライトが与えられていた。デル社がより優れた買取提案に賛成する場合は、解約料として1億8000万ドル（デル社がそうではない買取提案に賛成する場合は4億5000万ド

ル)をシルバー・レイクに支払うことになっていた。

2月5日、ゴー・ショップ期間が開始された。エバーコアは、ブラック・ストーンやHP(ヒューレット・パッカー)を含む67社に接触し、買収意欲を調査した。戦略的買収者のHPは秘密保持契約を締結したが、会社のデータにはアクセスしなかった。

ゴー・ショップ期間の3月5日、デル社はカール・アイカーンから拘束力のない買収提案を受けた。エバーコアは、アイカーンの提案には1株13.37~14.42ドルの価値があると評価したが、彼の提案は資本の再編を必要とするので、優れた提案には該当しないと判断された。

ゴー・ショップ期間が3月23日に終わるまでに、エバーコアは、67社に接触した。そのうち20社は戦略的買収者だった。

ブラック・ストーンは、3月22日に買収提案を出していたが、デル社の財務状況が悪化していることを理由に、4月18日、買収提案を撤回した。

#### (c) 合併の承認

デル社の取締役会は、臨時株主総会の開催日を7月18日に設定した。5月31日に提出された委任状説明書は、特別委員会がシルバー・レイクとの合併は公正だと判断した理由として、買収価格は90日間の株価の平均(9.97ドル)に37%のプレミアムを付した価格であることを指摘していた。

アイカーンは6月19日に、取締役を選任し、シルバー・レイクとの合併をとりやめさせ、その後、会社に、1株14ドルで自己株式を取得させる計画を公表した。

臨時株主総会の前日(7月17日)に、特別委員会は、合併が承認されそうではないので、総会を延期した。特別委員会は、シルバー・レイクに買収価格を引き上げる機会を与えた。シルバー・レイクは、買収価格を0.10ドル引き上げた。株主は、配当と合計すると、1株あたり13.96ドルを受け取ることになる。

8月2日、エバーコアとJPモルガンは、13.75ドルは公正な価格であることを特別委員会に伝えた。デル社の取締役会は、特別委員会の推薦にしたが

って、合併契約を変更した。株主総会の開催日は9月12日に設定された。株主総会では、57%が合併に賛成した。合併は10月29日に完了した。

以上のように、デル社の取締役会は、シルバー・レイクと合併契約を締結し、合併は株主総会で承認された。買取請求権が行使された。取引価格は13.75ドルだったが、株主側は、DCF法を用いて、デル社株式の公正な価格は1株28.61ドルだと主張した。

衡平法裁判所（トラヴィス・ラスター裁判官）は、DCF法を用いて、デル社株式の公正な価格は1株17.62ドルだと結論づけた。衡平法裁判所は、取引価格（13.75ドル）を用いなかった。双方が上訴した。

[最高裁判所]

最高裁判所（カレン・バリフラ裁判官）は、次のような判断を示した。すなわち、衡平法裁判所が、市場データ（市場価格と取引価格）を用いず、DCF法を用いて公正な価格は17.62ドルだと決定した理由は、……経済原則と一致しない<sup>69)</sup>。……われわれは、衡平法裁判所が取引価格を用いなかったことは誤りである、というデル社の主張に同意する<sup>70)</sup>。

衡平法裁判所は、[合併契約締結前に] PEファンドのみと買取交渉をしたせいで、取引価格は公正な価格を下回ることになったと指摘する<sup>71)</sup>。……[しかし]財務アドバイザーは、ゴー・ショップ期間に、67社に接触した（そのうち20社は戦略的買取者だった）。45日間のゴー・ショップ期間は、潜在的買取者に買取提案を出すかどうかを判断する機会を与えた<sup>72)</sup>。

……参入障壁が低く、潜在的買取者への働きかけがなされ、他の買取者はデル氏からサポートを受けることができたのに、……[衡平法裁判所が]取引価格を重視しなかったことは、衡平法裁判所には幅広い裁量があるものの、裁量の濫用である<sup>73)</sup>。

---

69) 177 A.3d at 5.

70) Id., at 23.

71) Id., at 24.

72) Id., at 29.

73) Id., at 35.

衡平法裁判所が市場データを用いなかった理由は誤りであるとわれわれが結論づけたこと、DCF法の信頼性に疑問があること、DCF法が基礎とする事業計画の信頼性にも疑問があることは、取引価格を強く信頼するべきであり、DCF法の結果は信頼するべきではないことを示唆する<sup>74)</sup>。……DCF法は、信頼できる専門家の間でも一致しない多くのインプットを必要とするが、インプットのわずかな違いによって評価額は大きく変動し得る<sup>75)</sup>。

衡平法裁判所の裁判官は、さまざまな要素を考慮して公正な価格を決定した場合、そのような決定方法は事実および経済原則に合致するものであることを説明しなければならない<sup>76)</sup>。

#### ・ ノークラフト事件<sup>77)</sup>

以上のようなデル判決が出されたので、衡平法裁判所は、公正な価格を決定する際、合併契約締結後（ゴー・ショップ期間）に十分なマーケット・チェックが行われていたのかを審査し、十分なマーケット・チェックが行われていたのであれば、「取引価格」を用いて、公正な価格を決定する可能性がある。

衡平法裁判所は、ノークラフト事件で、そのような審査をした。結論としては、合併契約締結後に十分なマーケット・チェックが行われていたとは評価されなかった。そのため、裁判所は、DCF法を用いて、公正な価格を決定した。

同事件では、フォーチュン社がノークラフト社を1株あたり25.50ドルで買収した。ノークラフト社の株主が買取請求権を行使した。合併契約の締結前、ノークラフト社と財務アドバイザーは、フォーチュン社との交渉に焦点をあわせていた。

---

74) Id., at 37.

75) Id., at 38.

76) Id., at 44.

77) Blueblade Capital Opportunities LLC v. Norcraft Companies, Inc., 2018 WL 3602940 (Del. Ch.2018).



取引が公表された日からゴー・ショップ期間（35日間）が始まったが、財務アドバイザーは、ゴー・ショップ期間に、54社の潜在的買取者に接触していた<sup>78)</sup>。しかし、衡平法裁判所（ジョセフ・スライツ裁判官）は、フォーチュン社には無制限のマッチング・ライトが与えられていたこと等を指摘し、本件では、合併契約締結後に十分なマーケット・チェックが実施されていたとはいえないと結論づけた<sup>79)</sup>。そのため、裁判所は、取引価格を用いなかった。

当事者は、それぞれ、DCF法による評価を提出していた。衡平法裁判所は、それらの評価のうち信頼できる部分を採用し、ノークラフト株式の公正な価格は1株26.16ドルだと決定した<sup>80)</sup>。本件では、公正な価格は取引価格（25.50ドル）より高い額になった。

ハーバード大学のゲーハン・サブ라마ニアン教授は、マーケット・チェックが行われるのは合併契約の後でもよい（他の買取提案が出されることを妨げるほどの措置がとられていないことを前提とする）という見解に対し、疑問を呈している。

彼は、ノークラフト事件で株主側の専門家を務め、以下の3点を指摘した。すなわち、①合併契約の締結前に、ノークラフト社もっばらフォーチュン社と交渉していたが、そのせいで、ノークラフト社は高い買取価格を引き出しにくくなっていた。②35日間のゴー・ショップ期間において、他の買取者がノークラフト社について、フォーチュン社がすでに得ているほどの情報を得ることは困難だった。③フォーチュン社には無制限のマッチング・ライトが与えられていたので、他の買取提案が出されなくなっていた<sup>81)</sup>。

①や②の問題点に鑑みて、マーケット・チェックは合併契約締結前に行う

---

78) そのうち7社は秘密保持契約を締結したが、買取提案は出されなかった。

79) *Id.*, at \*26-27.

80) *Id.*, at \*2.

81) See 2018 WL 3602940, at \*20-22.

べきだと主張する論者もいるだろう。

### 3 LPS 事件

ノークラフト事件と同様、LPS 事件<sup>82)</sup>でも、合併契約締結後のプロセスが審査されたが、プロセスには問題があったと判断された(注90の本文参照)。

他方、裁判所は、合併契約締結前のプロセスは競争的だったと評価した。LPS 社はフィデリティ社から不招請の提案を受けた後、他の潜在的買収者にも接触しつつ、フィデリティ社と交渉するというプロセスをとっていた。裁判所は、「取引価格」を用いて、公正な価格を決定した。

本件は、四1のラムトロン事件と同様、事業会社どうして合併が行われた事例であり、合併によってシナジーが生じると考えられる。しかし、本件では、会社側の専門家はシナジーの額について意見を述べなかったため、裁判所は、取引価格からシナジーを控除しなかった<sup>83)</sup>。

LPS 事件の事実の概要は次のとおりである。フィデリティ社(フィデリティ・ナショナル・フィナンシャル社)とTHL(トーマス・H・リー・パートナーズ)は、LPS 社(レンダー・プロセッシング・サービズ社)に対して、不招請の買収提案を行った。LPS 社の取締役会は、財務アドバイザーとして、ゴールドマン・サックスを選任した。

2011年12月、LPS 社とTHLは、秘密保持契約を締結した。2012年2月、THLはデュー・デリジェンスを行った後、1株あたり26.50ドルで買収することを提案した。2012年4月、THLとフィデリティ社は、買収価格を28.00ドルに引き上げた。5月には買収価格を29ドルに引き上げた。

5月の最終週、ゴールドマンは、3社のフィナンシャル・スポンサーと7社の戦略的買収者に接触した。そのうち何社かは、秘密保持契約を締結し、デュー・デリジェンスを行ったが、買収提案は出されなかった。

2013年1月31日、フィデリティ社とTHLは、30.00ドルで買収することを

---

82) Merion Capital L.P. v. Lender Processing Services, Inc., 2016 WL 7324170 (Del.Ch.2016).

83) See id., at \*33.

提案した。4日後、アルティソース社（アルティソース・ポートフォリオ・ソリューションズ SA）は、1株あたり31.00ドルで買取することを提案した。

LPS社の経営陣と財務アドバイザーは、買取者のリストを作成した。そのリストには、6社の戦略的買取者（フィデリティ社、アルティソース、ファースト・アメリカン、ネイションスターなど）と1社のフィナンシャル・スポンサー（ゴールドデン・ゲート）が掲載されていた。LPS社は、フィデリティ社、THL、ネイションスター、ゴールドデン・ゲート、ファースト・アメリカンと秘密保持契約を締結した。

2013年4月18日付の書簡で、フィデリティ社とTHLは、1株あたり32.00ドル（現金16.00ドルと16.00ドルに相当するフィデリティ社の普通株式）で買取することを提案した。

5月27日、LPS社の取締役会は、合併契約について検討した。買取対価は1株あたり33.25ドル（50%は現金で50%はフィデリティ社の株式で支払われる）で、フィデリティ社には、現金の割合を増加させる権利が認められていた。合併契約は40日間のゴー・ショップ期間を認めていた。買取者には無制限のマッチング・ライトが認められていた。解約料は3700万ドルだった。

LPS社の取締役会は、全会一致で、合併契約を承認し、合併に賛成するように株主に勧告した。5月28日、財務アドバイザーは、ゴー・ショップ・プロセスを開始した。彼らは、25社の戦略的買取者と17社のフィナンシャル・スポンサーに接触した。アルティソース社と2社のスポンサーが買取意欲を表明し、秘密保持契約を締結した。

7月7日、ゴー・ショップ期間が終了した。他の買取提案は出されなかった。12月19日に開催された株主総会では、社外株式のうち78.6%が合併に賛成だった。

2014年1月2日、合併が完了した。フィデリティ社の株価が上がっていたので、買取対価が上昇した。フィデリティ社は、現金の割合を増加させた。合併完了時に、LPS社の株主が受け取った対価は、現金に換算して1株あたり37.14ドルだった。

当初の買収対価は1株あたり33.25ドルだったが、以上のように、最終的な対価は1株37.14ドルだった。合併の情報の影響を受ける前の5月22日の市場価格に、それぞれ14%、28%のプレミアムが付されていた。

メリオン・キャピタルは、合併が公表された後、投票が行われるまでに5,682,276株を取得し、買収請求権を行使した。

#### [判断]

衡平法裁判所（トラヴィス・ラスター裁判官）は、次のような判断を示した。すなわち、……合併契約の締結前に複数の買収者の間で競争が行われていた。オークションを研究する者は、複数の買収者に競争させることが重要であることに同意する<sup>84)</sup>。……合併契約の締結前、フィデリティ社とTHLは、……LPS社は複数の買収者を関与させる売却プロセスをとっていた、と認識していた<sup>85)</sup>。

すべての買収者は、LPS社の情報に平等にアクセスすることができた。買収者は、買収提案を出す前に、デュー・ディリジェンスを行う機会があった<sup>86)</sup>。……33.25ドルでも、取引価格には、合併から生じると考えられるシナジーが含まれている<sup>87)</sup>。

合併契約の締結から完了までの7か月間に、他の買収提案は出されなかった。合併契約の締結後の40日間に、LPS社はゴー・ショップを行った<sup>88)</sup>。……ゴー・ショップ期間には、アルティソース社と2社のフィナンシャル・バイヤーが買収意欲を表明したが、買収提案は出されなかった。ある者は、ゴー・ショップ期間に買収提案が出されなかったことは、買収対価が公正な価格と等しいか上回ることを示す、と考えるかもしれない<sup>89)</sup>。…… [しかし] 本件では、……もとの買収者が無制限のマッチング・ライトを有していたの

---

84) Id., at \*16.

85) Id., at \*18.

86) Id., at \*20.

87) Id., at \*23.

88) Id., at \*24.

89) Id.

で、他の買取者は成功しないと考え、買取提案を出すことが抑止された<sup>90)</sup>。

両当事者は専門家による評価を提出した。株主側の専門家は、DCF法を用いて、合併完了時における、LPS社株式の公正な価格は1株50.46ドルだと主張した。会社側の専門家は、DCF法を用いて、公正な価格は1株33.57ドルだと主張した。最終的な買取対価は、1株あたり37.14ドルだった<sup>91)</sup>。……わたしは、DCF法を用いて、公正な価格は1株38.67ドルだと算出した<sup>92)</sup>。

衡平法裁判所は、ゴールデン・テレコム判決 [11 A.3d 214 (Del.2010)] 以降の5件で、公正な価格を示す他の証拠が信頼できない場合、全面的に取引価格を用いてきた。裁判所は、ゴールデン・テレコム判決以降の別の5件では、売却プロセスに対する株主側の攻撃を会社側がしりぞけることができず、取引価格が公正な価格を示す証拠になることを立証できなかった場合、取引価格を全面的に用いなかった<sup>93)</sup>。

当裁判所は、オートインフォ事件 [四4] において、取引価格に全面的に依拠した。会社は広範な売却プロセスをとっていた<sup>94)</sup>。

当裁判所は、ラムトロン事件 [四1] でも、取引価格に全面的に依拠した。……会社は、敵対的買取を拒否した後で、「積極的に」考えられるすべての買取者を勧誘した。会社は、買取価格を引き上げさせた後で、最終的には、不招請の買取者との取引に合意した<sup>95)</sup>。

当裁判所は、BMC事件 [四3] でも、取引価格に全面的に依拠した。会社は徹底的で強力な売却プロセスをとっていた。……裁判官は、取引価格が公正な価格を示す最良の証拠になると判断した<sup>96)</sup>。

DCF法は前提に大きく左右される。わたしは、オートインフォ事件や

---

90) Id., at \*25.

91) Id., at \*26.

92) Id., at \*29.

93) Id., at \*30.

94) Id.

95) Id., at \*31.

96) Id.

BMC 事件と同様、取引価格を100%用いる。……合併完了時における LPS 社株式の公正な価格は、1株37.14ドルである<sup>97)</sup>。

#### 四 「取引価格」を用いて「公正な価格」が決定された事例

最近、デラウェア州において、売却プロセスが頑強だった（合併契約締結前に十分なマーケット・チェックが行われていた）場合に、「取引価格」を用いて、株式の「公正な価格」が決定された事例が多くみられるので<sup>98)</sup>、以下では、そのような事例を紹介する。

##### 1 ラムトロン事件<sup>99)</sup>

[事実の概要]

2011年3月8日、サイプレス社（サイプレス・セミコンダクター社）は、ラムトロン社（ラムトロン・インターナショナル社）に対して、ラムトロン社の株式を1株あたり3.01ドルで取得する、という不招請の買収提案を行った。サイプレス社が提示した買収価格は、株価に37%のプレミアムを付した価格だった。

3月11日、ラムトロン社は、サイプレス社の買収提案を評価させるために、ラムトロン社の取締役で構成される戦略委員会を創設した。3月21日、戦略委員会は、外部の法務・財務アドバイザーと数回の面談をした後、サイプレス社の買収提案は不十分だと判断し、買収提案を拒否した。

2012年6月12日、買収提案が拒否されてから1年以上後、サイプレス社は、ラムトロン社を1株あたり2.48ドルで買収したいと考えようになった。この価格は、2011年3月に提示した価格と同様、ラムトロン社の株価に37%のプレミアムを付した価格だった。

---

97) Id., at \*33.

98) 満井美江「株式の公正価値評価手法——米国における近時の動向」鳥山恭一＝中村信男＝高田晴仁編『現代商事法の諸問題——岸田雅雄先生古稀記念論文集』1049頁（成文堂、2016年）、飯田・前掲注（37）410-414頁参照。

99) LongPath Capital, LLC v. Ramtron International Corporation, 2015 WL 4540443 (Del.Ch.2015).

ラムトロン社の取締役会は、ラムトロン社の取締役で構成される戦略委員会をあらためて創設した。6月17日、戦略委員会は再び買取提案を拒否することにした。戦略委員会は、ニードハム社を財務アドバイザーに選任し、潜在的買取者に接触する権限を与えた。

6月21日、サイプレス社は、ラムトロン社に対する公開買付けを開始した(買付価格は1株あたり2.68ドル)。7月5日、ラムトロン社は、サイプレス社の公開買付けに応じないように、株主に勧告した。ラムトロン社は、24社の潜在的買取者に接触したが、ラムトロン社への買取提案をする者は現れなかった。

8月20日、サイプレス社は、新たな公開買付けを開始した。8月27日、サイプレス社は、公開買付けの買付価格を1株あたり2.88ドルに引き上げた。9月8日、ラムトロン社の取締役会は、公開買付けを拒否するように株主に勧告することを全会一致で決議した。

しかし、ラムトロン社とサイプレス社は、9月19日に、共同でプレス・リリースを出し、サイプレス社が1株あたり現金3.10ドルを支払う公開買付けをしてラムトロン社を買取することで両社は合意したことを公表した。

公開買付けは9月25日に開始された。買付期間は10月9日までだった。翌日、サイプレス社は、公開買付けでラムトロン社株式を2,330万株取得し、所有割合が72%になったことを公表した。サイプレス社は、ラムトロン社の残りの株式を取得するために、公開買付けの買付期間を10月17日まで延長した。

10月18日、サイプレス社は、6%に相当する株式を取得したことを公表した。11月20日、ラムトロン社の株主総会が開催され、合併が承認された。すなわち、株式の78%を所有するサイプレス社が、1株あたり3.10ドルを支払って、ラムトロン社の残りの株主を締め出すことが承認された。

買取請求権が行使された。株主側の専門家は、複数の評価方法を併用し、ラムトロン社の株式の公正な価格は1株あたり4.96ドルだと主張した。この価格は、合併に関する情報の影響を受ける前の株価(1.81ドル)の2.74倍で

ある。

[判旨]

衡平法裁判所（ドナルド・パーソンズ裁判官）は、次のような判断を示した。すなわち、サイプレス社は「買収の同意をとりつけるのに」3か月費やした[2012年6月～9月]。その間、ラムトロン社は他の買収者を勧誘した[が]……買収提案は出されなかった。サイプレス社は買収価格を引き上げた。結局、サイプレス社とラムトロン社の取締役会は、1株あたり3.10ドルで買収に合意した<sup>100)</sup>。

売却プロセスが徹底的だったので、取引価格はラムトロン社株式の公正な価格を示す証拠になると判断する<sup>101)</sup>。

取引価格（3.10ドル）からシナジーを控除する必要があるが、会社側は、シナジーは1株あたり0.34ドルだと主張した。これに対して、株主側は、シナジーは1株0.03ドルだと主張した。裁判所は、株主側の主張を採用し、ラムトロン社の株式の公正な価格は3.07ドルだと結論づけた<sup>102)</sup>。

ラムトロン社の取締役会は、サイプレス社からの不招請の買収提案を拒否しつつ、潜在的買収者に接触していたが、サイプレス社以外から買収提案は出されなかった。結局、ラムトロン社とサイプレス社は、買収に合意した（買収価格は1株3.10ドル）。売却プロセスは頑強だったので、衡平法裁判所は、取引価格（3.10ドル）は公正な価格を示す証拠になると判断した。裁判所は、取引価格からシナジー（1株あたり0.03ドル）を控除した額（3.07ドル）が公正な価格だと決定した。

## 2 ペットスマート事件<sup>103)</sup>

[事実の概要]

---

100) Id., at \*24.

101) Id., at \*25.

102) See id., at \*1, \*26, \*27.

103) In re PetSmart, Inc., 2017 WL 2303599 (Del.Ch.2017).



2014年8月19日、ペットスマート社の取締役会は、会社の売却などを検討していることを公表した。8～10月の初めにかけて、ペットスマート社の財務アドバイザーのJP モルガンは、27社の潜在的買取者に接触した。JP モルガンは、ペトコ社（ペトコ・アニマル・サプライズ社）には接触しなかった。ペトコ社は買取を真剣に検討しているわけではないのに、ペットスマート社の情報を得るために、買取に興味があることを装うかもしれないことが懸念されたからである。

JP モルガンが接触した27社のうち3社は戦略的買取者だったが、彼らは買取プロセスに参加しなかった。残りの24社（PE ファンド）のうち15社が、秘密保持契約を締結した。

10月31日までに、暫定的な買取提案が5件出された。ペットスマート社の取締役会は、1株あたり80ドル以上の額の買取提案を行った4社（CD アンド R、アポロ、BC パートナーズ、KKR）に、次の段階へと進むことを許可した。これらの者はデュー・ディリジェンスを行った。

JP モルガンは、これらの買取者に対して、最善かつ最終的な買取提案を出すように指示した。アポロは1株あたり81.50ドルを、BC パートナーズは1株あたり83ドルを提案した。

12月13日、ペットスマート社の取締役会が開催され、BC パートナーズやアポロからの買取提案が議論された。JP モルガンは、ペットスマート社の取締役会に、ペットスマート社が独立したままである場合の企業価値（独立価値）を示した。すなわち、JP モルガンは、DCF 法を用いて（JP モルガンはペットスマート社の経営陣が作成した事業計画を利用した）、同社の独立価値は1株あたり78.25～106.25ドルであると算出した。JP モルガンは、独立価値は65～95.25ドルであるという評価も取締役会に示した。

JP モルガンは、BC パートナーズの買取提案（1株あたり現金83ドル）は公正であると結論づけるフェアネス・オピニオンを出した。ペットスマート社の取締役会は、BC パートナーズが提案する買取価格と独立価値を比較し、BC パートナーズの提案を採用することにした。

12月13日、ペットスマート社の取締役会は、全会一致でBCパートナーズとの取引を承認した。取締役会は翌日、合併契約に署名し、合併を公表した。他の買収者は現れなかった。2015年3月6日、ペットスマート社の株主は合併に賛成した。

買取請求権が行使された。本件では取引価格は83ドルだったが、株主側の専門家は、DCF法を用いて（彼はペットスマート社の経営陣が作成した事業計画を利用した）、ペットスマート社の株式の公正な価格は1株あたり128.78ドルだと主張した。

これに対して、会社側の専門家は次のように反論した。すなわち、ペットスマート社の経営陣が作成した事業計画は、積極的で、楽観的であり、信頼できない（経営陣は長期の事業計画を作成しなかった）。DCF法は標準的な評価方法だが、本件ではインプットされた数値が信頼できないので、DCF法を用いることは不適切である。本件において、公正な価格を最も正確に示すのは、オークションを経た後の買取価格（1株83ドル）である。

[判旨]

衡平法裁判所（ジョゼフ・スライツ裁判官）は、次のような判断を示した。すなわち、売却のプロセスは、……完璧に近かった<sup>104)</sup>。……JP モルガンは、……戦略的買収者を含む27社の潜在的買収者に接触した。取締役会は、……[競合他社の] ペトコ社を買収プロセスに引き込まなかったが、ペトコ社がオークションに参加することは拒否しなかった。ペトコ社は買取提案を出さなかった<sup>105)</sup>。

BCパートナーズが提案する価格には、……39%のプレミアムが含まれていた。……[ペットスマート社の] 取締役会は、1株83ドルの買取提案を受け入れれば、価値を最大化する機会を株主に提供できると結論づけた。……ペットスマート社の株主は、十分に情報を得たうえで、圧倒的多

---

104) Id., at \*27.

105) Id., at \*28.

数で合併を承認した<sup>106)</sup>。……取引価格は公正な価格を示す証拠になると判断する<sup>107)</sup>。

他の評価方法の信頼性について検討する<sup>108)</sup>。……DCF法の信頼性は、将来キャッシュ・フロー予測の信頼性に左右される<sup>109)</sup>。……ペットスマート社の経営陣は、長期の事業計画を作成したことがなかった<sup>110)</sup>。……事業計画は、会社の将来について、積極的で楽観的だった<sup>111)</sup>。

[本件では] 合併契約締結前に、……オークションが行われた<sup>112)</sup>。……ペットスマート社の株式の公正な価格は1株83ドルだと決定する<sup>113)</sup>。

ペットスマート社の取締役会は、JPモルガンをとおして、複数の潜在的買収者に接触し、最も高い買収価格（1株あたり83ドル）を提示する者（BCパートナーズ）と合併契約を締結した。このように、合併契約の締結前に十分なマーケット・チェックが行われており、売却プロセスは頑強だった。衡平法裁判所は、DCF法による評価額ではなく、取引価格（83ドル）こそが公正な価格を示す最良の証拠になると判断した。

### 3 BMC 事件<sup>114)</sup>

#### [事実の概要]

BMC社（BMCソフトウェア社）の取締役会は、会社の売却などについて検討させるために、検討委員会を創設した。BMC社は、バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチを財務アドバイザーに選任した。

---

106) Id.

107) Id., at \*31.

108) Id.

109) Id., at \*32.

110) Id., at \*33.

111) Id., at \*34.

112) Id., at \*40.

113) Id., at \*41.

114) Merion Capital LP v. BMC Software, Inc., 2015 WL 6164771 (Del.Ch.2015).

2012年8月28日、BMC社の取締役会は、BMC社のCEOのロバート・ポーシャンと財務アドバイザーに対して、潜在的買収者に接触するように指示した。

結果としては、BMC社に対して、2件の買収提案があった。すなわち、ベイン・キャピタルは買収価格として1株あたり45～47ドルを、別の買収者は48ドルを提案した。戦略的買収者からの買収提案はなかった。

しかし、検討委員会は、第2四半期の業績がよかったことを理由に、買収提案を拒否するように、BMC社の取締役会に全会一致で勧告した。10月29日、BMC社の取締役会は、全会一致で買収提案を拒否した。しかし、12月になり、第3四半期の業績が出ると、取締役会の考えは楽観的だったことが判明した。

そこで、会社側は、あらためて潜在的買収者に接触した。結果としては、2013年3月、BMC社に対して、3件の買収提案が出された。ベイン・キャピタルは、買収価格として1株あたり46～47ドルを提案した。4月26日、財務アドバイザーは、買収価格を少なくとも48ドルに引き上げるとともに、30日間のゴー・ショップ期間を認めるように、ベイン・キャピタルに要求した。

ベイン・キャピタルから、買収価格は46.25ドルで、合併契約の締結後30日間のゴー・ショップ期間を認める、という最終的な買収提案が出された。5月3日、財務アドバイザーはフェアネス・オピニオンを出した。同日、BMC社の取締役会は、合併契約を承認し、株主に対し、合併に賛成するように勧告した。

ゴー・ショップ期間（5月6日～6月5日）に、財務アドバイザーは、戦略的買収者を含む複数の潜在的買収者に接触したが、買収提案は出されなかった。

7月24日、BMC社の株主は合併を承認した。買取請求権が行使された。取引価格は46.25ドルだったが、株主側の専門家は、DCF法を用いて、BMC社の株式の公正な価格は1株あたり67.08ドルだと主張した。

[判旨]

衡平法裁判所（サム・グラスコック裁判官）は、次のような判断を示した。

すなわち、BMC社がとった……売却プロセスは頑強だった。……BMC社は、2013年1月初め～3月に、……複数の潜在的買収者を勧誘した。その結果、3月中旬に、BMC社に対し、3件の買収提案が出された。ある者は1株あたり42～44ドルを、ベイン・キャピタルは46～47ドルを、別の者は48ドルを提案した。最も低い価格を提示した買収者は、……買収交渉から離脱した。残りの2社は4月にデュー・デiligenceを進めた。……BMC社は、締切を4月22日に設定した<sup>115)</sup>。

ベイン・キャピタルは1株あたり45.25ドルを提案した。別の者は、……あと1か月必要であること、公開買付けを行う場合でも、買付価格は当初の買収提案を下回るだろうことをBMC社に伝えた。……その後、BMC社は、ベイン・キャピタルと交渉し、買収価格を1株あたり46.25ドルに引き上げさせることに成功した<sup>116)</sup>。

5月6日、BMC社は、……合併契約を公表した。BMC社は、ゴー・ショップ期間に、16社の潜在的買収者（そのうち9社は戦略的買収者だった）に接触したが、買収提案は出されなかった<sup>117)</sup>。

売却プロセスは、公正な価格がつけられるように工夫されており、……取引価格を用いてよいと判断する<sup>118)</sup>。……取引価格からシナジーを控除する必要はない<sup>119)</sup>。

BMC社の取締役会は、複数の潜在的買収者に接触し、最も高い買収価格（1株あたり46.25ドル）を提示する者（ベイン・キャピタル）と合併契約を締結した。本件では、合併契約の締結前だけでなく、締結後においても十分なマーケット・チェックが行われていた。他の買収提案は出されなかった。衡平法裁判所は、取引価格（46.25ドル）が公正な価格だと決定した。

---

115) Id., at \*14.

116) Id., at \*15.

117) Id.

118) Id., at \*16.

119) Id., at \*17.

#### 4 オートインフォ事件<sup>120)</sup>

##### [事実の概要]

オートインフォ社の社外株式の18.3%を所有するキンダーフックが、オートインフォ社の取締役会に、株価を向上させるための方策を検討するように要求してきた（当時、オートインフォ社の株式は、1株あたり0.50～0.60ドルで取引されていた）。オートインフォ社の取締役会は、2011年8月、潜在的買収者に接触し始めた。

2012年の初め、オートインフォ社は投資銀行のステューブンを選任した。同年の春、ステューブンは潜在的買収者に接触した。5月の終わりまでに、10社が買収意欲を表明した。そのうち9社は次の段階に進み、データへのアクセスを許可された。

オートインフォ社の取締役は5名中、3名が社外取締役だった。取締役会は、6月28日、3名の社外取締役で構成される特別委員会を創設した。10月までに、2社が書面で買収提案を行い、別の2社は口頭で買収提案を行った。最も高い買収価格を提示したのは、コムヴェスト（コムヴェスト・パートナーズ）だった（買収価格は1株あたり1.26ドル）。

特別委員会は、コムヴェストとの取引を進めるように、オートインフォ社の取締役会に勧告した。コムヴェストはデュー・ディリジェンスを行った。オートインフォ社のEBITDAは想定よりも低いなどの問題があることが判明した。

オートインフォ社とコムヴェストは、2013年2月28日、1株あたり1.05ドルで買収に合意した。オートインフォ社の取締役会は、特別委員会の全会一致の勧告にしたがい、合併を承認した。

3月1日、オートインフォ社は合併を公表した。4月25日、オートインフォ社の株主は合併を承認した。買取請求権が行使された。取引価格は1.05ドルだったが、株主側の専門家は、複数の評価方法を併用し、オートインフォ社の株式の公正な価格は1株あたり2.60ドルだと主張した。

---

120) Merlin Partners LP v. AutoInfo, Inc., 2015 WL 2069417 (Del.Ch.2015).

## [判旨]

衡平法裁判所（ジョン・ノーブル裁判官）は、次のような判断を示した。

すなわち、[本件では] 信頼できる他の評価がない。取引価格は信頼できる<sup>121)</sup>。……合併は十分なプロセスを経て行われた<sup>122)</sup>。……オークションを経て、価格がつけられた。DCF法のような評価方法は、公正な価格を算出する方法としては次善の方法である。DCF法の結果はインプットに左右される<sup>123)</sup>。……オートインフォ社の株式の公正な価格は1.05ドルである<sup>124)</sup>。

オートインフォ社の取締役会は、投資銀行のスティーブン社をとおして、複数の潜在的買取者に接触し、最も高い買取価格（1株1.05ドル）を提示する者（コムヴェスト）と合併契約を締結した。合併契約の締結前にマーケット・チェックが行われていたので、衡平法裁判所は、取引価格（1.05ドル）が公正な価格だと決定した。

## 5 ソレラ事件

ソレラ社（ソレラ・ホールディングス社）の株主が、同社の取締役（全員で8名。そのうち7名は非業務執行者）の責任を追及したが、裁判所は却下の申立てを認めた<sup>125)</sup>。その後、裁判所は、ソレラ社株式の公正な価格について判断を示した<sup>126)</sup>。

ソレラ事件の事実の概要は次のとおりである。ソレラ社の創業者でCEO兼取締役会議長のトニー・アクイラは、2年以上、PEファンドとの間で会社の非公開化について議論していた。2015年7月9日、ソレラ社は、ファンドAから、1株あたり現金56～58ドルで会社を買取したい、という意向を

---

121) Id., at \*14.

122) Id.

123) Id., at \*17.

124) Id., at \*18.

125) In re Solera Holdings, Inc. Stockholder Litigation, 2017 WL 57839 (Del.Ch.2017).

126) In re Appraisal of Solera Holdings, Inc., 2018 WL 3625644 (Del.Ch.2018).

聞いた。

7月20日、ソレラ社の取締役会は、ソレラ社の非業務執行取締役のステュアート・ヤーブロー、パトリック・キャンベル、トーマス・ダティロで構成される特別委員会を創設した。7月25日、特別委員会は、センタービュー（センタービュー・パートナーズ）を財務アドバイザーに選任した。

7月30日、センタービューは、特別委員会に、PE ファンドや戦略的買収者のリストを示した。特別委員会は、センタービューに、それらの者に接触するように指示した。

8月1日から10日にかけて、ビスタ（ビスタ・エクイティ・パートナーズ）などのPE ファンドが、ソレラ社と秘密保持契約を締結した。8月10日、センタービューは、8月17日までに買収提案を出すように指示した。センタービューは戦略的買収者にも接触していた。しかし、戦略的買収者は8月第1週の終わりまでに、買収交渉から脱落した。

8月17日、ビスタらはそれぞれ買収提案を行った。ビスタが提案する買収価格は1株63ドル、ファンドAが提案する価格は1株60ドルだった。

9月19日、ブルームバーグが、ソレラ社がPE ファンドとの間で買収交渉を進めていることを報じたので、ソレラ社は翌日に、同社は様々な選択肢を検討していることを公表した。8月21日、ファンドBが、センタービューに接触し、買収意欲を伝えた。

9月1日、特別委員会は、ビスタとファンドAに合併契約書を送付した。9月11日、ビスタは買収価格として1株55.85ドルを、ファンドAは1株54ドルを提案した。

9月12日、ソレラ社の取締役会は、全会一致でビスタとの合併を承認した。合併契約には、ビスタへのマッチング・ライトや、ゴー・ショップ条項が含まれていた。

9月13日、ソレラ社は、ビスタがソレラ社のすべての普通株式を1株あたり現金55.85ドルで取得すること、買収価格は8月3日のソレラ社株価の終値に53%のプレミアムを付した価格であることを公表した。ゴー・ショップ



期間中の9月29日に、ファンドBは、買取提案を行わないことをソレラ社に伝えた。

買取交渉の最中の8月11日、特別委員会は、人材確保計画について議論した。8月13日、特別委員会は、この案件を、ダティロ、キャンベル、ほか1名の取締役で構成される報酬委員会に委ねることにした。8月23日、ソレラ社の報酬委員会は、総額3,300万ドルを経営陣に支払う計画を承認した。CEOのトニー・アクイラには1,800万ドルが支払われるが、そのうち半分は合併の完了後に、残りは2016年8月22日に支払われることになっていた。

2015年12月8日、ソレラ社の株主は合併を承認した。合併は2016年3月3日に完了した。原告は、被告取締役は自らの利益を優先させ、最高の価格を引き出さなかったと主張した。

デラウェア州の衡平法裁判所（アンドレ・ブシャール裁判官）は、次のような判断を示した。

すなわち、原告は〔本件には〕高められた審査基準が適用されると主張する。〔しかし〕最高裁判所がコーウィン事件で判示したように、……合併が完了した後は、……完全な公正の基準の対象にならない取引が、強圧性を受けておらず、十分に情報を得た、利害関係のない株主によって承認された場合は、経営判断原則が適用される。このような考え方は、利害関係のない株主が十分に情報を得たうえで……判断した場合、裁判所による後知恵……を避けるというわれわれの長年の政策に由来する<sup>127)</sup>。

〔本件では〕利害関係のない株主の過半数が、強圧性を受けずに合併を承認したことに争いはない。……ソレラ社の株主は十分に情報を得て合併を承認したのかどうか……問題になる<sup>128)</sup>。……委任状説明書には、2日前に提出された修正年次報告書が参照方式で組み込まれていたが、修正年次報告書は、役員報酬について……開示していた。……開示書類に参照方式で組み込まれていた文書は、開示されていたことになる。当裁判所は、オーマン対

---

127) 2017 WL 57839, at \*6.

128) Id., at \*7.

カルマン<sup>129)</sup>では……異議申し立てをしりぞけた。なぜなら、取締役の利益相反に関する事実は年次報告書と修正年次報告書で十分に開示されており、委任状説明書にはそれらの報告書が参照方式で組み込まれていたからである<sup>130)</sup>。

以上のように、衡平法裁判所のブシャー裁判官は、コーウィン法理を適用し、却下の申立てを認めた。

後日、ブシャー裁判官は、ソレラ社株式の公正な価格は、取引価格（55.85ドル）からシナジー（1株1.90ドル）を控除した「53.95ドル」だと決定した<sup>131)</sup>。

株主側は、DCF法を用いて、株式の公正な価格は1株あたり84.65ドルだと主張していた。他方、会社側の専門家は、DCF法を用いて、価格は1株あたり53.15ドルだと算出したが、それよりも、取引価格からシナジー（1株1.90ドル）を控除した価格である「53.95ドル」のほうが信頼でき、その価格は公正な価格を示す最良の証拠になると主張していた<sup>132)</sup>。

衡平法裁判所は、アルーバ事件（II-1）において、合併に関する情報の影響を受ける前の30日間の市場価格の平均が株式の公正な価格だと決定した。この決定が出た後、会社側は、合併に関する情報の影響を受けていない価格、すなわち、8月3日時点の株価である36.39ドルが公正な価格だと主張を変えた<sup>133)</sup>。

本件においては、①PEファンドや戦略的買収者を勧誘したうえでオークションが行われた、②特別委員会によって有能なアドバイザーが選任されていた、③特別委員会には低い価格の提案を拒否する権限があった、④ゴー・シヨップ期間に、より高い買収提案は出されなかった<sup>134)</sup>。したがって、裁

---

129) Orman v. Cullman, 794 A.2d 5 (Del.Ch.2002).

130) 2017 WL 57839, at \*10.

131) See 2018 WL 3625644, at \*1, \*28.

132) See id., at \*16.

133) See id., at \*32.

判所は、「取引価格」からシナジーを控除した価格が、公正な価格を示す最良の証拠になると判断した。

裁判所は、シナジーについて、次のような判断を示した。すなわち、シナジーは、買手が戦略的買取者の場合だけでなく、買手が資金の提供者にすぎない場合にも生じ得る。ピスタは、所有している会社のうち3社にはソレラ社との接点があるのでシナジーが生じるかもしれない、と考えていた<sup>135)</sup>。

会社側の専門家は、1株あたり6.12ドルのシナジーが生じ得ると算出したが、彼は保守的に見積もり、生じるシナジーはそのうちの31%（1株あたり1.90ドル）だと結論づけた<sup>136)</sup>。このような見解が採用されたといえる。

## 6 各事件の結果

三3と四1～5では、「取引価格」を用いて「公正な価格」が決定された事例を紹介した。以下は、各事件の結果のまとめである。

### 三3 LPS（買手：フィデリティ社）

取引価格：37.14ドル

→公正な価格：37.14ドル ※控除されず

（株主側は公正な価格は50.46ドルだと主張）

### 四1 ラムترون（買手：サイプレス社）

取引価格：3.10ドル

→公正な価格：3.07ドル ※0.03ドル控除

（株主側は公正な価格は4.96ドルだと主張）

### 四2 ペットスマート（買手：BCパートナーズ）

取引価格：83ドル

→公正な価格：83ドル ※控除されず

---

134) See id., at \*26.

135) See id.

136) See id.

(株主側は公正な価格は128.78ドルだと主張)

#### 四3 BMC (買手: ベイン・キャピタル)

取引価格: 46.25ドル

→公正な価格: 46.25ドル ※控除されず

(株主側は公正な価格は67.08ドルだと主張)

#### 四4 オートインフォ (買手: コムヴェスト)

取引価格: 1.05ドル

→公正な価格: 1.05ドルドル ※控除されず

(株主側は公正な価格は2.60ドルだと主張)

#### 四5 ソレラ (買手: ビスタ)

取引価格: 55.85ドル

→公正な価格: 53.95ドル ※1.90ドル控除

(株主側は公正な価格は84.65ドルだと主張)

どの事例でも、株主側が主張する公正な価格の額は、取引価格を上回る額だったが、裁判所は「取引価格」を用いて「公正な価格」を決定したので、公正な価格は、取引価格と同じか、取引価格を下回る額になった。

三3、四1事件は、事業会社どうしで合併が行われた事例である。三3事件では、取引価格からシナジーは控除されなかったが(三3参照)、四1事件では、控除された結果、公正な価格は取引価格を下回る額になった。

四2～5事件は、会社がPEファンドに売却された事例である。そのような場合、取引価格からシナジーは控除されず、公正な価格は取引価格と同じ額になることが多い(四2～4事件参照)。他方、四5事件では、シナジーが控除された。

四1、5事件では、シナジーが控除された。ただし、取引価格に含まれていたプレミアムと比べると、控除された額は少ない額だった。

## 五 消極的なマーケット・チェックは有効か

序1で紹介したC&J事件では、潜在的買収者への積極的な働きかけは行われていなかった。しかし、同事件では、取引公表後一定期間が経過しても他の買収提案が出されなかったため、最高裁判所は、取締役は信認義務に違反したとは判断しなかった。C&J事件では、消極的なマーケット・チェックが行われていたと評価することができる。C&J事件で最高裁判所は次のように判示していた。すなわち、「関心をもつ買収者には、より高い買収価格を提示する公正な機会が確保され、取締役会がもとの取引をやめて、より高い価格の取引を受け入れる柔軟性をもっているのならば、マーケット・チェックは積極的な勧誘を伴わなくてもよい」。

消極的なマーケット・チェックが行われていたと評価できる場合、裁判所は、公正な価格を決定する際に取引価格を用いるのか。これはオープン・クエッションであるといえる。消極的なマーケット・チェックの有効性に否定的な考え方<sup>137)</sup>があるが、以下のように肯定的に考えることもできる。

すなわち、第1に、一2で述べたように、ALIは独立当事者間取引だったかどうかを重視しており、積極的なマーケット・チェックが行われることは要求していない。したがって、消極的なマーケット・チェックでもよいかもしれない。

---

137) 取締役の信認義務違反の審査と公正な価格を決定する際の審査は異なり得る。前者においては、取締役の裁量を尊重する必要があるのに対し。後者においては、会社の情報が十分に反映された価格がつくほどの売却プロセスだったかどうか審査される必要がある。See Charles Korsmo and Minor Myers, “The Flawed Corporate Finance of Dell and DFC Global” (2018) 68 *Emory Law Journal* 221, 269-71. そして、複数の買収者を勧誘したり、圧倒的多数の賛成が取引の条件として付けられていたりした場合に、取引価格は、オークションが行われていたならばつけられたであろう価格に近づくことを示す研究がある。See Albert H. Choi and Eric Talley, “Appraising the ‘Merger Price’ Appraisal Rule” (2018) at 3, 26 (ssrn.com/abstract=2888420). そうであるならば、消極的なマーケット・チェックは「価格発見方法」としては不十分だろう。サブマニアンも（彼は三2で述べたように合併契約が締結される前にマーケット・チェックが行われることを重視するので）消極的なマーケット・チェックは価格発見方法としては不十分だと考えるだろう。

第2に、デラウェア州の最高裁判所は、公正な価格は、考えられる最高の価格ではなく、……合理的な売手ならば受け入れるだろう価格を意味し、買取請求権の目的は、株主に最高の価格を得させることにあるのではなく、独立当事者間取引が行われていれば与えられたらう価格を保障することであると判示している<sup>138)</sup> (DFC 判決)。ALIと同様の立場が表明されているといえる。

デル判決の後に出された AOL 判決は、①潜在的買収者に情報が伝えられ、②取引の構造によって不当な制約が課されることなく、③情報に基づいて会社の売却が行われた場合は、「取引価格」を公正な価格を示す証拠にすることを示唆している<sup>139)</sup>。この判示について、潜在的買収者への積極的な働きかけを行うことは不要であると解釈することは可能である。

### Ⅲ わが国における検討

#### 一 他の制度が利用された場合における裁判所の判断

公正な価格の決定方法について述べる前に、以下では、買収について取締役の責任が追及された場合、裁判所はどのように判断するのかを紹介しよう。

##### 1 損害賠償

東京地裁<sup>140)</sup>は、株式移転比率について取締役の責任が追及された事例において、次のように判示している。

すなわち、「一般に、……独立した企業間の株式移転は、当事会社が互い

---

138) See *DFC*, 172 A.3d at 370-71. デル判決も、公正な価格を決定する際には、交渉によって最高の価格が引き出されたかではなく、株主の利益は侵害されていなかったのかどうかを審査されるべきであると判示している。See *Dell*, 177 A.3d at 33. ただし、この判示は、契約締結後の積極的なマーケット・チェックの有効性を示唆する文脈において述べられた。

139) See *AOL*, 2018 WL 1037450, at \*8.

140) 東京地判平成23・9・29判時2138号134頁。

にそれぞれの事業計画に基づいて将来の収支の状況や経営統合によるシナジー等を予測し、交渉によって株式移転比率を含む経営統合の諸条件を合意することによって行われるものであるから、このような株式移転比率の合意には、将来にわたる企業経営の見通しやシナジーの予想等を踏まえた会社の経営者としての専門的かつ総合的な判断が必要となるというべきである。したがって、このような判断事項の内容や性質等に照らし、株式移転比率に関する合意の任務に当たる取締役の判断が善管注意義務に違反するというためには、その判断の前提となった事実を認識する過程における情報収集やその分析に誤りがあるか、あるいは、その意思決定の過程や内容に企業経営者として明らかに不合理な点があることを要するものというべきである。

以上のように、裁判所は、取締役の責任について判断する際、審査基準として、いわゆる「経営判断原則」を採用している。裁判所が経営判断原則を審査基準にしたことについては、支持する見解が出されている<sup>141)</sup>。裁判所は、結論としては、取締役の責任を否定した。

別の事件において、東京高裁は、買取が株主総会で承認された場合、そのことは取締役の責任を否定する要素になることを認めている<sup>142)</sup>。

したがって、買取について、取締役会が承認し、最終的に株主総会で承認された場合、取締役の責任は認められないことが多いだろう。

それでは、買取請求権が行使された場合、裁判所はどのような判断を下すのかが気になるが、その前に、公開買付後に実施された株式売渡請求に対して価格決定の申立てが行われた場合、裁判所はどのように判断するのかを紹介しよう<sup>143)</sup>。

---

141) 飯田秀総「判批」商事法務2080号82頁、85頁（2015年）参照。

142) 東京高判平成25・4・17判時2190号96頁、108-109頁参照。

143) 東京地決平成30・1・29金判1537号30頁（東京地裁の判断は是認された。東京高決平成31・2・27金判1564号14頁）。

## 2 株式売渡請求に対する価格決定の申立て

事実の概要は次のとおりである。平成27年3月、日本生命（日本生命保険相互会社）と三井生命（三井生命保険株式会社。同社は非上場会社であるが有価証券報告書の提出義務を負っていた）の間で、経営統合に向けた協議が開始された。

9月11日、日本生命が三井生命の発行済株式の全部を対象とする公開買付け（買付価格は普通株式1株あたり560円）を実施するなどして経営統合する旨の基本合意が締結され、その旨が公表された。基本合意には、公開買付け実施後に、公開買付けに応募しなかった株主を公開買付価格と同額で締め出す手続を実施することなどが盛り込まれていた。

11月6日、日本生命と三井生命は経営統合契約を締結した。11月9日から12月21日まで公開買付けが実施された。日本生命は、三井生命の議決権の96.34%を所有するにいたった。日本生命は、公開買付けの前は、三井生命の株式を所有していなかった。

平成27年1月27日、日本生命は、公開買付けに応募しなかった株主に対し、所有する普通株式の全部を1株あたり560円で売り渡すことを請求した。これに対し、申立人は、3月8日、株式の売買価格の決定を求める申立てをした。

申立人は次のように主張した。すなわち、非上場株式の価値が争われる事案においては、裁判所が株式の売買価格を算定しなければならない。本件公開買付けの買付価格は、一般に公正と認められる手続にしたがい決定されたものではないので、買付価格をもって株式の売買価格とするべきではない。経営統合によってシナジーが発生することは明らかであり、株式の売買価格は1746円を下回らない。

[判断]

東京地裁は次のような判断を示した。すなわち、「相互に特別の資本関係がない会社間において、一方の会社が他方の会社と経営統合するための手続として株式の公開買付けを行い、その後に当該会社の株式について会社法



179条1項に基づく特別支配株主による売渡請求をして、当該会社の株式の全部を取得する場合においては、いわゆる独立当事者間において企業間取引がされた場合と同様に、それぞれの会社において忠実義務を負う取締役が当該会社及びその株主の利益にかなう契約内容や買付価格を決定することが期待できるというべきである。そして、公開買付けに応募しなかった株主の保有する株式も公開買付けに係る買付等の価格と同額で取得する旨が明示されているなど、一般に公正と認められる手続により経営統合の手段たる公開買付けが行われ、その後公開買付けに係る買付価格と同額で株式売渡請求がされた場合には、株主が公開買付けに応じるか否かを適切に判断することが期待できる以上、……特段の事情がない限り、裁判所は、株式売渡請求に係る株式の売買価格を公開買付けに係る買付価格と同額とするのが相当である」。

そして、①「本件公開買付けは、対象会社と利害関係参加人〔日本生命〕との間で、……実質的な交渉が行われて実施されるに至ったものと評価することができる<sup>144)</sup>」、②「本件公開買付けに当たっては、対象会社の株主が本件公開買付けに応じるか否かの判断に必要となる情報が適時かつ適切に開示されており、……当該判断に必要な期間も十分に確保されていたといえることができる<sup>145)</sup>」、③「本件売渡請求は、本件買付価格と同額をもって売買価格

---

144) 具体的事情として、裁判所は以下の点を指摘している。すなわち、本件において、対象会社は、公開買付けに関する協議および交渉にあたり、法務アドバイザー、財務アドバイザーといった外部の専門家から助言を得ながら、日本生命が提案した買付価格の妥当性を検討していたこと。対象会社は、日本生命から提案を受けたものの、財務アドバイザーや法務アドバイザーの助言を受けて買付価格の引上げを求め、その結果、本件公開買付価格への引上げに成功したこと。本件買付価格は複数の財務アドバイザーによる株式価値の算定結果のレンジ内にあることが確認され、財務アドバイザーからこれ以上の価格の引き上げは難しいとの報告を受けたことなどから、本件買付価格を応諾するにいたったこと。

145) 具体的事情として、裁判所は以下の点を指摘している。すなわち、本件では、基本合意の締結後、対象会社の発行済株式の全部を対象とする公開買付けが実施され、その後、公開買付けに応募しなかった株主を公開買付価格と同額で締め出す手続が実施される予定であることなど重要事項が直ちに公表されていたこと。日本生命と対象会社は、公開買付けに先立って、公開買付届出書と意見表明報告書をそれぞれ提出し、買付価格の決定にあたって参考にした双方の複数の財務アドバイザーによる対象会社の普通株式の価格の算定過程とその結果を開示して

として、本件公開買付けの成立後遅滞なく行われたものである」ことを指摘し、裁判所は、「本件株式の売買価格は、本件買付価格と同額とすべきであり、1株につき560円とするのが相当である」と結論づけた。

以上のように、裁判所は、本件公開買付けとその後の締出しは、「一般に公正と認められる手続」により行われたと判断した。したがって、裁判所は、株式の売買価格は、公開買付けの買付価格と同額にした。

本件において、申立人は、次のような主張もしていたことが注目される。すなわち、「仮にオークションプロセスを実施していれば、複数の買収希望者が現れ、その結果、対象会社にとってより有利な条件を引き出すことができたにもかかわらず、本件では、オークションプロセスが一切実施されていなかった」ので、手続は公正性を欠く。

この点について、裁判所は次のように判示している。すなわち、「我が国において、経営統合の相手方を決める際、オークションプロセスを実施することが一般的な実務であると認めるに足りる証拠はなく、しかも、……本件基本合意及び本件経営統合契約においては、競合取引の提案等がされた場合には、対象会社が当該提案者と協議することも許容されていたものの、本件において、本件公開買付けの期間が終了するまでの間に、……第三者から対象会社に対する具体的な買収提案があったことを認めるに足りない。……オークションプロセスが実施されていないことをもって、一般に公正と認められる手続が履践されなかったということではできない」。

## 二 公正な価格の決定方法

### 1 最高裁判所の見解

まず、株主に買取請求権が認められている趣旨について、裁判所はどのように考えているのかを押さえておこう。最高裁判所<sup>146)</sup>は、以下のように判

---

いたこと。公開買付けの買付期間は30営業日だったこと。

146) 最決平成23・4・19民集65巻3号1311頁。

示している。すなわち、「〔吸収合併等に〕反対する株主に会社からの退出の機会を与えるとともに、退出を選択した株主には、吸収合併等がされなかった……場合と経済的に同等の状況を確保し、さらに、吸収合併等によりシナジーその他の企業価値の増加が生ずる場合には、上記株主に対してもこれを適切に分配し得るものとするにより、上記株主の利益を一定の範囲で保護することにある」。

このような考え方によると、公正な価格は、シナジーを含んだ価格だろうと考えられる。裁判所が公正な価格はいくらかを決定する際、取締役会が承認し、最終的に株主総会で承認された取引の条件を尊重するという態度を最高裁判所は示している（テクモ事件決定<sup>147)</sup>。

なぜなら、「一般に、相互に特別の資本関係がない会社間において株式移転計画が作成された場合には、それぞれの会社において忠実義務を負う取締役が当該会社及びその株主の利益にかなう計画を作成することが期待できるだけでなく、株主は、……株式移転比率が公正であると判断した場合に株主総会において当該株式移転に賛成するといえる」からであるという。

最高裁判所は続いて、次のように判示する。すなわち、「株式移転比率が公正なものであるか否かについては、原則として、上記の株主及び取締役の判断を尊重すべきである」。

「そうすると、相互に特別の資本関係がない会社間において、株主の判断の基礎となる情報が適切に開示された上で適法に株主総会で承認されるなど一般に公正と認められる手続により株式移転の効力が発生した場合には、……特段の事情がない限り、当該株式移転における株式移転比率は公正なものとするのが相当である」。

「株式移転計画に定められた株式移転比率が公正なものと認められる場合には、株式移転比率が公表された後における市場株価は、特段の事情がない限り、公正な株式移転比率により株式移転がされることを織り込んだ上で形成されているとみられるものである」。最高裁判所は、企業価値の増減につ

---

147) 最決平成24・2・29民集66巻3号1784頁。

いては、具体的な判断を示さなかった。

本件において、申立人は、本件株式移転の効力が生じる前の平成21年2月12日に、テクモに対し、所有する株式を「公正な価格」で買い取るように請求していた<sup>148)</sup>。最高裁決定が出された後、差戻審<sup>149)</sup>は次のように判示し、株式移転によってテクモの企業価値の増加が生じたことを認めた。

すなわち、「テクモ株式の価格の推移は次のとおりであったことが認められる。……テクモがコーエーと経営統合に向けた協議を開始することを公表してからテクモ株式が上場を廃止されるまでのテクモ株式の株価の変動から、本件株式移転によってテクモの企業価値が毀損されたと認めることはできない。……次に、本件株式移転後の相手方 [コーエーテクモ] の業績及び株価について検討する。……各事実を総合的に勘案すれば、本件株式移転による経営統合により、テクモの収益力、安定性、成長性等が高まるなどのプラスのシナジーが生じているものと認めるのが相当である」。

結論として、差戻審は、買取請求がなされた平成21年2月12日の市場価格の終値である691円が「公正な価格」だと決定した。

---

148) 本件では、平成20年8月29日、スクエニ (スクウェア・エニックス) が、テクモに対し、友好的公開買付けの条件案 (買付価格は1株あたり現金920円。920円は8月28日の終値に30%強のプレミアムを付した価格) を提出し、その旨発表した。しかし、テクモは、9月4日、スクエニからの提案を拒絶し、コーエーとの間で経営統合に向けた協議を開始することにしたことを発表した。

申立人は、組織再編がなければ得られたであろう価格をもって買取価格とするべきであり、組織再編がなければ得られたであろう価格は1株あたり878円だが、上記の事情に鑑み「公正な価格」は1株あたり920円とするのが相当であると主張した。

東京地裁 (東京地決平成22・3・31金判1344号36頁) は、本件株式移転によってテクモの企業価値が毀損されたことを窺わせる特段の事情があることを認め、結論としては、本件株式移転の内容が公表された平成20年11月18日より前の1か月間の市場価格の出来高加重平均値である1株747円をもって「公正な価格」とした。双方が抗告したが、東京高裁 (東京高決平成23・3・1金判1388号24頁) は抗告を棄却した。

なお、本件における株式移転比率はテクモ側に有利だったと推測されている。森田果「会社訴訟における統計的手法の利用——テクモ株式買取請求事件を題材に」商事法務1910号4頁、17頁 (2010年) 参照。

149) 東京高決平成25・2・28判タ1393号239頁。

## 2 検 討

以上のように、裁判所が公正な価格を決定する際、①買取によって企業価値は増加するのか、②取引の条件は公正かが審査されることになる。

②の審査について、田中教授は、「組織再編行為の当事会社が、互いに独立した経済主体である場合には、……交渉の上合意され、株主総会の承認を得た組織再編行為の条件が、基本的には公正なものとして尊重されるべきだ」と主張している<sup>150)</sup>。田中教授は続いて、「反対派株主が買取請求権を行使しても、通常は、……組織再編行為によって得られる以上の額は得られない」ことになるだろうと指摘する<sup>151)</sup>。

藤田教授は、「独立な会社同士の企業再編であれば、……余剰を当事会社間でどのように分配するかは当事会社の交渉の内容次第であり、——適切な情報開示を前提とするなら——、自由に決めてよい。その場合、当事会社間の交渉力の強弱、交渉のなされる状況……によって、当事会社の株主の取り分は偏ることがありうるが、これは取引当事者間において常にある余剰の分配の問題に過ぎず、組織法上、特に介入する理由のある現象ではない」と指摘している<sup>152)</sup>。

飯田准教授も、「日本法では……シナジーの分配についても裁判所が判断することになるところ、シナジーの分配という余剰の分配について裁判所が介入すべき場面は限定的であってしかるべきだという抑制が働く」と論評している<sup>153)</sup>。

加藤教授は、「裁判所が、独立当事者間交渉で決定される組織再編条件よりも有利な条件を『公正な価格』とすることは、現実社会において実現可能性が著しく低い利益を株主に保障することになる。実現不可能な利益を株主に保障することは、特別の事情が存在しない限り、株主の合理的な期待に含

---

150) 田中亘「組織再編と対価柔軟化」法学教室304号75頁、79頁（2006年）。

151) 同上。

152) 藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」黒沼悦郎＝藤田友敬編『江頭憲治郎先生還暦記念：企業法の理論（上巻）』261頁、289頁（商事法務、2007年）。

153) 飯田・前掲注（37）427頁。

まれず棚ぼたと評価されるべきものである」と指摘し、「独立当事者間交渉を経て決定された組織再編条件が十分な情報開示を前提に株主総会で承認された以上、反対株主も原則として拘束されるべきである」と主張している<sup>154)</sup>。

最高裁判所は、前述したように、取引の条件については、取締役会と株主の判断を尊重するという態度を示している。このような裁判所の態度は学説からの支持を得ているといえるだろう。

他方、企業価値の増減について裁判所が判断することには疑問がある。買収によって企業価値が増加するかどうかを判断することは、困難な作業であるし、裁判所は適切に判断する能力を欠いているかもしれない。それにもかかわらず、裁判所が積極的に企業価値について判断する姿勢を示せば、投資家にナカリセバ価格による買収を期待させ、買収請求権を行使するインセンティブを過度に与えてしまうおそれがある<sup>155)</sup>。

このような懸念は、「独立当事者間の企業再編において、適切に情報開示がなされた上で適法に株主総会により承認されるなど一般に公正と認められる手続により企業再編が行われた場合には、特段の事情がない限り、当該企業再編は企業価値を増加させるものと取り扱ってよい<sup>156)</sup>」という見解を採用すれば解消されるだろう。

そうすると、買収が独立当事者間で行われる場合、手続の公正性を認定できるのであれば、当該買収は企業価値を増加させ、条件は公正であることを

---

154) 加藤貴仁「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討 [中] ——『公正な価格』の算定における裁判所の役割」商事法務1876号4頁、5頁(2009年)。

155) 藤田友敬「株式買取請求権をめぐる諸問題——会社法制定後10年の経験を経て」黒沼悦郎＝藤田友敬編『企業法の進路：江頭憲治郎先生古稀記念』433頁、450-451頁(有斐閣、2017年)参照。ただし、実際には企業価値の毀損を認定することができなかった事例が多く、このような傾向は今後も続くと思われている。同上451頁参照。

156) 石綿学「テコム株式買取価格決定事件最高裁決定の検討 [下] ——株式買取請求権制度における『公正な価格』の判断枠組み」商事法務1968号13頁、17頁(2012年)。飯田准教授も同様の見解を述べる。飯田秀総「株式買取請求・取得価格決定事件における株式市場価格の機能」商事法務2076号38頁、40頁(2015年)参照(「手続の公正性が認定できる場合には……、当該組織再編は企業価値を増加させるものと推認してよいと考えられる」)。

前提にして、裁判所は公正な価格を決定することになるだろう<sup>157)</sup> (このような考え方を採用する場合、裁判所は、企業価値の増減について実質的な判断をしないことになる)。独立当事者間買収において、取締役会によって承認され、必要な情報が開示されたうえで株主総会で承認されるなど公正な手続がとられている場合、株主はシナジーを含んだ対価を得ることになる (少なくとも株主の利益は害されない) と予想される。したがって、上記の考え方を採用しても問題はないだろう。

マーケット・チェックが実施されていたならば、買収価格は高い価格であると推測することができ、手続の公正性を認定しやすい。しかし、マーケット・チェックは、手続の公正性を認定するための必須の要件だと考えるべきではない。買収が事業会社間で行われる場合、当事会社間で交渉が進められるという傾向があり、この傾向は日米で共通しているといえる。

そこで、次善の策として、次のことを提案したい。すなわち、他の買収提案が出されていないならば、当初の買収価格は十分高い価格であることを意味すると考えることは可能なので (他の買収提案の出現を過度に妨げる措置がとられていないことを前提とする)、裁判所は、他の買収提案が出されていないかどうかを審査するべきである。そうすることで、買収価格の信頼性を高めることができるだろう。

他の買収者が現れ、買収提案を出したとしても、対象会社との交渉は上手くいかないかもしれないが、もとの買収者が対抗して買収価格を引き上げるかもしれないし、他の買収者は株主の投票行動に影響を及ぼすことができると考えて、買収提案を続けるかもしれない。

テクモ事件においては、前述したように、平成20年8月29日、スクエニがテクモに対し、友好的公開買付けを提案したが、9月4日、テクモはその提案を断った。

テクモとコーエーは、11月18日、経営統合契約を締結し、その旨を公表し

---

157) 田中亘「総括に代えて——企業再編に関する若干の法律問題の検討」土岐敦司=辺見紀男『企業再編の理論と実務——企業再編のすべて』226頁 (商事法務、2014年) 参照。

た。平成21年1月26日、テクモの臨時株主総会で株式移転が承認された。テクモによると、「スクエニに対し、同社の公開買付けの提案について賛同できない旨の結論を伝えるや、同社は提案を撤回し、その後も何らの提案もされなかった」という<sup>158)</sup>。

つまり、テクモの株主総会では、株主にはコーエーとの経営統合、すなわち株式移転を承認するか否かという選択肢しかなかった。テクモの経営陣は、Ⅱ序2のサンタフェ事件のように、防衛策を用いてスクエニの提案をしりぞけたわけではない。したがって、テクモ事件は、他の買収提案が出されていたと評価できるような事例ではないといえるだろう<sup>159)</sup>。スクエニが株主総会のときまで提案を続けていれば、テクモの株主は、スクエニとの買収の可能性を勘案して投票することができただろう。スクエニはそうにしなかった。テクモ事件において、裁判所が、取締役会と株主の判断を尊重したことは支持できる。

## IV む す び

以下で本稿のポイントを確認しておこう。買収が独立当事者間で行われる場合、最終的な承認を与えるのは株主だが、買収の交渉など取締役会が重要な役割を担うことについては意見が一致している(本稿Ⅱ序1のC&J判決、Ⅱ-2のALIの見解、Ⅲ-1および2の裁判例、Ⅲ二1のテクモ事件決定、Ⅲ二2の学説)。

頑強なプロセスがとられていた場合、裁判所が公正な価格を決定する際に取引価格を用いることで、そのようなプロセスをとるように会社(取締役会)に動機づけるという規制手法がある。

たしかに、マーケット・チェックが行われていた場合、買収価格が高いこ

---

158) 金判1344号43頁。

159) 伊達隆彦「第三者の対抗オファーと『公正な価格』——テクモ事件決定を踏まえて」法学教室450号80頁、85頁(2018年)参照。



とが推測され、手続の公正性も認定しやすくなるだろう。しかし、事業会社どうしの間で買取が行われる場合、当事会社間で交渉が進められ、頑強なプロセスがとられないことが多いので、頑強なプロセスをとるように促すことは現実的ではないだろう。

そこで、次善の策として、消極的なマーケット・チェックの考え方を採用してはどうだろうか。他の買取提案が出されていたとは評価されない場合、買取価格は十分な額であると考えられることができる。このような審査をすることで、現実の取引の条件の信頼性を高めることができるだろう（本稿Ⅲ二。Ⅲ一2の裁判例も参照）。株式買取請求権の目的は、独立当事者間取引が行われた場合に与えられるだろう価格を株主に保障することにあるという判示もみられる（本稿Ⅱ五）。したがって、積極的なマーケット・チェックを行うことが必須だと考える必要はないだろう。

以上を要するに、買取が独立当事者間で行われる場合、頑強なプロセスがとられていなかったとしても、裁判所は、取締役会と株主の判断を尊重して（判断に必要な情報が株主に開示されていることを前提とする<sup>160)</sup>）、公正な価格を決定すればよいだろう。その際、裁判所は、他の買取提案が出されていなかったかどうか（他の買取提案の出現を過度に妨げる措置がとられていないことを前提とする）、買取提案が出された場合の会社の対応について審査すべきである。

※校正時に「公正な M&A の在り方に関する指針」案に接した。

---

160) 公開買付けが先行する場合は、縮出しの際の対価は、公開買付価格と同額とすることが必要であり、さらにいえば、買付後に3分の2以上の所有者にするほどの応募があることを公開買付けの条件とすることが望ましい。