

二段階買収による締出しにおける取引条件の公正

——デラウェア州法の近時の動向から——

片 山 志 乃*

要 旨

会社に少数株主が存する状況が生じた場合、経営の機動性を高める等の理由から、少数株主に対価を与え、株主としての地位を奪う、締出しが行われることがある。締出しそれ自体は、コスト削減などのメリットがあり、本来的に抑圧されるべきものではない。しかしながら、締出しが行われる場合、少数株主が締出されることに反対し、締出しが失敗した場合、支配株主から報復される恐れが指摘されている等、少数株主保護の必要性が高い。中でも、二段階買収による場合、少数株主は、公開買付けに伴う強圧性にもさらされることになる。現状では、公開買付けによる強圧性除去が十分とはいえない。しかしながら、日本法の現在の運用の傾向としては、当事者が定めた取引条件を尊重しうるかを判断する際、締出しが合併により行われるか、二段階買収によるものであるかを区別しない。日本法では、適切な開示を経ている等、一般に公正と認められる手続きにより行われた独立当事者間（に準ずる）取引がなされているかを当事者が定めた取引条件を尊重する基準としている。

一方、近年、デラウェア州判例法においては、独立当事者間による取引の中でも、マーケットチェックを経たか否かにより、当事者が定めた合併条件を尊重しうる状況と尊重しえない状況を区別する、との判断が下されている。日本法においても、MBOの局面では、マーケットチェックの活用の可能性が説かれ始めている。一方、二段階買収の場合には、公開買付け以前に支配従属関係にある場合は継続的に、ない場合には公開買付け後一時的に、支配株主が取引を通して生じることになる。ここから、MBO以外でも二段階買収による締出しの局面では強圧性及び利益相反状況が生じている。

以上より、本稿は、二段階買収による締出しが行われる場合、当事者の判断を尊重しうる程度に取引の公正が図られたと判断しうる局面を検討するものである。

目 次

I 問題の所在

II デラウェア州法における株式買取請求権の基本構造

III 独立当事者間の取引において当事者の判断を尊重しうる局面に関する検討

IV マーケットチェックを適用しうる取引の範囲とマーケットチェックの要否

V 結 語

I 問題の所在

会社に少数株主が存する状況が生じた場合、経営の機動性を高める等の理由から、少数株主に対価を与え、株主としての地位を奪う、締出しが行われることがある。締出しそれ自体は、コスト削減¹⁾やグループ経営のメリットを生かせるように

* かたやま しの 法学研究科民事法専攻博士
課程後期課程

2018年10月5日 推薦査読審査終了

第1推薦査読者 野田 博

第2推薦査読者 大杉 謙一

なる²⁾などのメリットがあり、本来的に抑圧されるべきものではない³⁾。しかしながら、締出しが行われる場合、少数株主が締出されることに反対し、締出しが失敗した場合、支配株主から報復される恐れが指摘されている⁴⁾等、少数株主保護の必要性が高い。

締出しを行う手段として主に想定されるのは、合併によるものと、公開買付けを前置して全部取得条項付種類株式の取得等を行う、二段階買収によるものである。このうち、二段階買収による場合、少数株主は、公開買付けに伴う強圧性にもさらされることになる。すなわち、公開買付けの提案を受けた株主が公開買付け価格に不満があっても、自分以外の他の株主がその公開買付けに応じてしまうことにより当該公開買付けが成立してしまい、自分は少数株主として取り残される不安あるいは公開買付けよりも低い価格で二段階目の締出しにあう不安から、不本意ながらも公開買付けに応じざるを得ず、その結果として非効率的な企業買収までもが実現してしまう恐れが指摘されている⁵⁾。ここから、二段階買収による方法は、他の合併による締出しと比べ、取引の強圧性を除去し、少数株主を保護する必要性が高い。

二段階目の取引として従前主に用いられてきたのは、現金を対価とする組織再編による方法と全部取得条項付種類株式を用いる方法である。そして、これらの手法による締出しが不公正である場合の主な救済は、株式買取請求権や取得価格決定の申立てによって図られる。以下、順に検討する。

株式買取請求制度は、昭和25年改正により、アメリカ法にならって導入された⁶⁾。当初は、「決議ナカリセバ有スベカリシ公正ナル価格」（以下、「ナカリセバ価格」という。）を保障するものであった。日本においては、株主の利益に重大な関係のある事項につき、多数決を認めるとともにこれを修正し、少数株主に投下資本を確実に回収する途を与えて救済する制度であると説かれる⁷⁾。しかし、株式買取請求権をはじめとする少数株主を救

済する制度に対しては、脆弱性が指摘されていた⁸⁾。こうした状況下で、学説においては、少数株主に対する救済制度の充実を図る方向性での議論⁹⁾や、合併条件の公正に関し議論がなされていた。

当初の合併条件の公正に関する議論においては、公正な合併条件とは、解散会社の株主が現在の自己の真の持分の価値に比例した存続または新設会社の真の持分を取得することであると考えられていた¹⁰⁾。その具体的な算定においては、将来の収益力が重視され¹¹⁾、従来の純資産額のみならず、将来の収益力を加味する立場¹²⁾がとられていた。その上で、公正な合併比率をどのようにして決めるかを模索する必要性が説かれていた¹³⁾。このように、当初より、企業価値の算定に当たっては、企業の継続的な価値を考慮して算定すべきことが説かれるなど、合併条件の公正に当たっては、対価の実質的公正の確保が重視されていた。

このような状況は、平成17年改正後、手続き的公正の重視へと変化を迎える。この改正により、保障される価格がナカリセバ価格から「公正な価格」と改められ、反対株主は株式買取請求権の行使により、シナジー分配価格を手にすることができるようになった。従来の株式買取請求権に対し、支配・従属会社間の交付金合併においてシナジーの公正な配分が必要であるという観点¹⁴⁾が参考とされたものと考えられている¹⁵⁾。この改正により、経営者や多数株主が行う決定に対するチェック機能の側面が高まったことが指摘されており¹⁶⁾、一定の局面においては、多数株主と少数株主との経済的利益の公平を図ろうとするものであると評価する余地があること¹⁷⁾から、少数株主救済の実効性確保手段としての位置づけが強まったと考えられる。

判例における運用では、近年、組織再編条件の公正を判断する際、手続き的公正が重視される傾向が強まりつつある¹⁸⁾。最高裁では、相互に特別の資本関係がない会社間での株式移転の事案にお

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、当該株主総会における株主の合理的な判断が妨げられたと認めるに足りる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」ことを示した¹⁹⁾。また、下級審では、企業価値や株主価値の毀損の有無に関して、株式交換により株式の市場価格が下落したかを指標とする立場がとられていたが²⁰⁾、本件では株式移転の公表以降の市場価格の下落によって、株主総会における株主の合理的な判断が妨げられたとはいえないと判断された²¹⁾。ここから、手続きの公正は専ら組織再編条件の形成過程から判断されることが窺われる。

組織再編の当事者に特別な資本関係がある場合の扱いは、最高裁によって明示されてはいない。この点、下級審裁判例によれば、「公正性を確保するための手厚い措置が講じられたより透明性の高い手続によって株式交換の効力が発生したと認められる場合には、株式交換により当該当事会社の企業価値ないし株主価値が毀損されたり、シナジーの適正な配分が行われなかったと疑わせるような事情がない限り、当該株式交換は当該当事会社にとって公正に行われたものと推認することができるというべきである」とされる²²⁾。上記の措置として、各当事会社が第三者機関の株式評価を踏まえるなど合理的な根拠に基づく交渉を経て合意に至ったものであり、子会社の少数株主の利益保護の観点から利益相反関係を抑制するための適切な措置が講じられ、かつ、適切な情報開示が行われた上で子会社の株主総会で少数株主の多数の賛成をもって承認されたことなどが想定されている²³⁾。

学説でも、株式買取請求権において公正な価格が要求されるようになった当初から、支配従属関係にある当事者間の合併により、企業価値が高まる場合に、(1) 独立した専門的評価人（監査法人

や証券会社など）の評価を受けているか、(2) 従属会社の側が、社外取締役など支配会社から独立した交渉人を立てているか、(3) 十分な開示の下に従属会社の少数株主の多数の賛成を得ているか、といった観点から対価の決定が公正になされたかどうかを審査すべきである、とする見解²⁴⁾が主張されるなど、手続きの公正の重要性が認識されていた。現状において、学説の多数説は、組織再編が独立当事者間で行われる場合には、原則として、当事者間の交渉の結果を尊重する²⁵⁾。その一方で、組織再編が親子会社間など支配従属関係にある会社間で行われる場合には、組織再編の対価の内容・額など組織再編条件の形成過程の公正さを審査するが、組織再編条件の形成過程が公正である場合には当事者間の交渉の結果を尊重する、との立場をとる²⁶⁾。多数説の特徴として挙げられるのは、独立当事者間交渉で決定される組織再編条件が「公正な価格」の基準とされていることと、公正な組織再編条件を客観的に算定することは著しく困難であるとの認識を背景に、組織再編条件が公正か否かを実質的に判断することに対して抑制的ということである²⁷⁾。ただし、多数説には、独立当事者間の組織再編と評価されるための条件、支配従属関係にある会社間の組織再編であるが組織再編条件の形成過程が公正であると評価されるための条件、裁判所が買取価格を決定する際の考慮要素などについて検討すべき課題が多く残されていると主張されている²⁸⁾。また、近年の裁判例に対して、手続きの公正の判断にあたり、特別委員会が設置されたとか、株価算定機関による株価算定書を得ているといった外形的事実の認定にとどまっているとの問題意識がもたれている²⁹⁾。学説では、手続きの公正をどのように確保すべきかに関する議論がなされてきている³⁰⁾。

また近年、二段階買収で、全部取得条項付種類株式の取得価格決定の申立てが行われた事案においても、手続きの公正を重視する決定がなされた(JCOM 事件最高裁決定)³¹⁾。

従来、このような事案においては、レックス・ホールディングス事件最高裁決定³²⁾以降、本件全部取得が行われなかったならば株主が享受しうる価値（以下、「ナカリセバ価格」という。）及び本件全部取得後に増大が期待される価値のうち既存株主が享受してしかるべき部分（以下、「増加価値分配価格」という。）との合算により求めるとの立場がとられてきた³³⁾。ナカリセバ価格に関しては、市場価格が存する場合には市場株価に依拠して決定がなされている³⁴⁾。一方、増加価値分配価格については、公開買付価格が参照可能であれば、公開買付価格が参照されている。おおむね、適切な開示や第三者機関の評価を踏まえた合理的根拠に基づく交渉等から、取引の手続き的公正が認められた事案において、公開買付価格を参照可能としたり、公開買付価格にMBO実施後の増加価値分配価格が適切に織り込まれていると判断されている³⁵⁾。また、「公正な価格」が公開買付価格を下回ることになると、公開買付けの強圧性の問題が生じることとなって妥当ではないとの主張がなされた事案において、「いわゆる公開買付けの強圧性と『公正な価格』とは本来的に次元を異にするものであり、公開買付けの強圧性については本来公開買付けに対する法規制によって対処すべきものである」としている³⁶⁾。このように、取得価格の算定に当たっては、締出される少数株主に対する政策的考慮をせずに独自に価格算定を行うことが多かった³⁷⁾。こうした立場に対し、学説では、公正な価格を算定する困難性から、合算自体を否定し、公開買付価格の形成過程が公正であるかどうかを審査し、公正であればそれを尊重すべき、との見解³⁸⁾が多くとられていた。また、取引条件の形成過程が公正である場合には、株価補正等をして裁判所が独自に取得価格を判断することに対しては、否定的な見解が多かった。少数株主はとりあえず非公開化取引に反対しておいて、その後、取得価格決定の申立て期限までに株式市場全体の相場が上昇し、それに伴って、現実の非公開化取引の価格

を上回る取得価格が決定されると期待できるようになった場合は、取得価格決定の申立てを行い、市場全体の相場が下落し、現実の非公開化取引の価格を上回る取得価格が決定されると期待しえなくなった場合は、取得価格決定の申立てをせずに、非公開化取引の価格を反映して形成されているであろう市場株価で株式を売却するという形でリスクのない投機をすることが可能なためである³⁹⁾。ここから、公開買付けの条件決定が公正な手続きを経て行われたと認められる限り、公開買付けの条件決定の時点で、二段階目の締出し取引の価格も、公開買付価格と同額にするという形で決定することに対し、公開買付けに対する応募株主の意思決定が、強圧性またはフリーライドの問題により歪められないようにするという点で合理性があり、それ自体、公正な条件であると解されている⁴⁰⁾。ただし、その一方で、株式買取請求権の行使には費用と時間がかかることから、「公正な価格」と公開買付価格とが数字として一致していても、「公正な価格」の価値のほうが高いことがありうることや、株式買取請求権によって強圧性の問題に対応しようとする努力には限界があることを指摘し、強圧性の解消は公開買付規制によるべきことを主張する見解⁴¹⁾がある。

このような状況に対し、上述のようにJCOM事件最高裁決定では、合算による価格算定を行わず、「独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ、公開買付けに応募しなかった株主の保有する上記株式も公開買付けに係る買付け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上記公開買付けが行われた場合には、上記公開買付けに係る買付け等の価格は、上記取引を前提として多数株主等と少数株主との利害が適切に調整された結果が反映されたものであるというべきである」、として株式買取請求事案において求められる措置よりは軽い手続きを求めるような文言ではあるが、

手続きの公正を重視する立場が示された⁴²⁾。これにより、二段階買収であって、かつ支配株主による少数株主の締出しの事案において、会社法172条1項の取得価格の算定方法を、株式買取請求の公正な価格の算定方法と統一したと解されている⁴³⁾。また、本決定の射程とされる取引に関して、本決定は、多数株主等と少数株主との間に利益相反関係が存在する状態を前提とした判示であり、MBOの場合にも本決定の射程が及んでいるとの見解⁴⁴⁾、支配株主の利益相反がある締出し取引の場面に拡張しておきながら、独立当事者間取引の場合に拡張しないとは考えにくいと、独立当事者間の二段階買収にも拡張されると解する見解⁴⁵⁾がある。このように、二段階買収の事案においても、当事者の利害関係の有無を問わず、手続きの公正が重視されていくであろうことが予想される。これに後続する下級審裁判例（二段階買収かつ多数株主による少数株主の締出し取引の事案）では、価格交渉過程において恣意的意思決定排除措置が具体的にどのように機能したかが明らかでないことから、その存在のみで公正な価格とせず第三者算定機関による算定や他の同種案件におけるプレミアム率との比較をも考慮して公正な価格と認定されており⁴⁶⁾、具体的にどのような手続きが求められるのかは必ずしも明らかではないものの、手続きの公正を重視する立場が引き継がれている。公開買付け以前に特別の資本関係がなかった事案でも、一般に公正と認められる手続きにより公開買付けが行われ、公開買付けと同額で株式等売渡請求がされた事案で、売買価格の決定に当たり、「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、上記の手續において基礎となった事情に予期しない変動が生じたなどの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」ことが示されている⁴⁷⁾。

以上のように、いずれの救済策によっても、適切な開示を経ている等、一般に公正と認められる

手続きにより行われた独立当事者間（に準ずる）取引がなされているかを取引条件を尊重する基準としている。

こうした日本法の状況に対して、近年、デラウェア州判例法においては、独立当事者間による取引の中でも、当事者が定めた合併条件を尊重しうる状況と尊重しえない状況を区別する、との判断が下されている。すなわち、独立当事者間の交付金合併やMBOに対する株式買取請求の事案において、当事者が定めた合併条件が公正なものとして尊重されるためには、合併に至る過程を通じてオープンに潜在的買収者の存在を認めるなどの、強固なマーケットチェックが行われていなければならないことが示されたのである⁴⁸⁾。日本法においても、MBOの局面でマーケットチェック活用の可能性が説かれ始めている⁴⁹⁾。一方、二段階買収の場合には、公開買付け以前に支配従属関係にある場合は継続的に、ない場合には公開買付け後一時的に、支配株主が取引を通して生じることになる。ここから、MBO以外でも二段階買収による締出しの局面では強圧性及び利益相反状況が生じることとなる。

本稿では、二段階買収による締出しが行われる場合、当事者の判断を尊重しうる程度に取引の公正が図られたと判断しうる局面を検討する。デラウェア州における株式買取請求権の判例や議論を比較対象として、検討を進める。Ⅱでデラウェア州における株式買取請求権の基本構造と締出しにおける算定の運用について概観する。Ⅲでマーケットチェックに関する判例の運用と、対応する議論から、独立当事者間取引において当事者の判断を尊重しうる局面を明らかにする。Ⅳで、マーケットチェックを適用できる取引の範囲を検討し、マーケットチェックの要件を付加する必要性があるかを検討する。Ⅴで結語を述べることにする。

Ⅱ デラウェア州法における株式買取請求権の基本構造

1. デラウェア州法における株式買取請求権

デラウェア州において、不公正な締出しから少数株主を保護する手段としては、主に、取締役や支配株主に対して信託義務違反に基づく責任追及をする方法と、会社に対し、株式買取請求権を行使する方法が考えられる。

このうち、株式買取請求権は、合併が株主全員の同意なく行われるようになったことに伴い、成立した。当初、アメリカにおいては、コモンローの原則により、会社の合併や営業譲渡、会社の目的の変更など基本定款の基礎的変更にあたっては、株主全員の同意がなければならなかった⁵⁰⁾。しかしながら、南北戦争後、農業国から工業国への転換がおき、株式会社の巨大企業化と株主数の増大により、会社の金融活動について高度の機動性が要望されるようになった⁵¹⁾。株主全員の一致が要求されれば、圧倒的多数の株主が賛成してもわずか1人の株主が反対すれば、会社にとって有利な合併であってもその合併は成立しないことになり、反対株主が自己の株式を不当な価格で買い取るように会社に要求する恐れが出てくる⁵²⁾。結果的に、各州で制定法を設け、株主の一定数の多数の賛成により、上記の決定を行うことができるようにした⁵³⁾。そこで、株式買取請求権は、会社の基礎的変更に対する株主の拒絶を喪失したことに対する代償であると一般的に説明される⁵⁴⁾。株式買取請求権の主要な機能は、少数株主の保護ではなく、多数株主に対し、合併を行うにあたり、機動性を高める機能を与えるものであるといわれる⁵⁵⁾。また、少数株主保護の目的が説かれる一方で、合併により、投資している会社を変更することは、所有者の同意なしに合憲的に行えないと考えられていたことを前提に、合併に関する法の合憲性の維持の観点より、株式買取請求権が分析される⁵⁶⁾。いずれにせよ、デラウェア州では、1899年に多数

決による合併と株式買取請求権が認められている⁵⁷⁾。

こうした緩和傾向がさらに推し進められたことに伴い、デラウェア州では、以下の制定法の修正により、締出し合併を行いうることが明示された。まず、1957年に一般会社法253条において親会社の子会社の90%以上の株式を所有する場合に略式合併が認められるようになった⁵⁸⁾。次に、1967年には、通常の合併規定に列挙されている対価の種類に現金が加えられることとなった⁵⁹⁾。このように、締出し合併を明示的に認めるように制定法を修正した各州の立法府における主要な目的は、企業結合をなす場合に、会社経営者により高い柔軟性を提供するためであったと考えられている⁶⁰⁾。

締出し合併が行われる場合にも株式買取請求権は認められる。流動性の提供という点では、市場性がある株式は問題がないため⁶¹⁾、株式買取請求権は、市場性がある株式のように流通している株式には認められないという例外規定がある⁶²⁾。ただし、合併の対価が株式以外のものである場合や、親子会社間の略式合併の場合には例外の例外として株式買取請求権が認められる⁶³⁾。現金が対価である場合には締め出される少数株主に十分な対価が渡されない恐れがあるからである⁶⁴⁾。よって、締出しが行われる場合には、例外の例外に該当し、株式が市場性がある株式であったとしても、株式買取請求権が認められることになる。

株式買取請求権は、従前はあまり用いられてこなかった⁶⁵⁾。しかしながら、締出し合併における少数株主の救済方法の性質を考えるに当たっては、株式買取請求権によるべきであるとされている⁶⁶⁾。株式買取請求権は、締出しの局面における経営者と株主との間のエージェンシー問題に対処しようとするものである、と *Weinberger v. UOP, Inc.* 判決によって結論付けられたと解する見解⁶⁷⁾があり、少数株主の保護目的は現在でも内容をかえつつも維持されている。また、詐欺や違法といった状況がない場合にも機能することから、そのような局

面においては排他的な救済方法と位置づけられている⁶⁸⁾。近年の傾向として、株式買取請求権の濫用的行使（いわゆる「appraisal arbitrage」）が行われていること⁶⁹⁾、2011年以降、株式買取請求が増加していること⁷⁰⁾が挙げられる。

2. 縮出しにおける公正価値の算定

デラウェア州一般会社法 §262 (h) においては、公正価値の算定に関して、「吸収合併または新設合併の遂行または期待から生ずる価値の要素を除く株式の公正な価格を…支払わなければならない。公正な価格の算定に当たっては、すべての関連する要素を裁判所は考慮しなければならない。」と定められている。この制定法に基づき、判例においては、株式買取請求権を行使した反対株主に対して、企業の継続価値に対する持分が支払われる⁷¹⁾。公正価値の算定に当たっては、上記の通り、合併の遂行または期待から生ずる価値の要素が排除される。

買取価格の算定手法に関して、裁判所は、証券市場を脆弱なものとし、企業固有の価値を過小評価する外部的な影響を受けると考えていたため、市場価格に対して懐疑的であった⁷²⁾。企業と市場とで情報が非対称である場合が想定され、常に市場が効率的であるわけではないと考えられるから、市場価格を信用しない立場は支持しうる。また、株価が下がった時点を狙って支配株主が縮出しを行う等、市場価格が企業の継続価値を適切に反映しえない状況が存在しうる。特に、親子会社間で縮出しが行われる場合には、開示情報や経営判断のタイミング等を親会社がコントロールできること、独立当事者間で行われるような交渉が期待できないこと等から、特に市場価格が信用性が低くなる⁷³⁾。

裁判所においては、従来、株式評価の算定手法にはデラウェア・ブロック・メソッドが用いられていた⁷⁴⁾。しかしながら、従来用いられていたデラウェア・ブロック・メソッドは、いくつかの算

定手法を割合的に組み合わせて算定を行うが、判例において算定における割合が定められているか不透明であるといった欠陥が指摘されていた⁷⁵⁾。*Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701, 712-713 (Del. 1983) により、株式買取請求の株式評価にあたっては、デラウェア・ブロック・メソッドは排他的な方法ではなく、金融界で受け入れられているあらゆる評価方法を考慮してよいことが示されたことで、株式評価は主にDCF法に基づくものを中心として行われるようになった。DCF法による企業価値評価は、評価対象企業の事業活動によって生み出される将来のキャッシュ・フロー（フリー・キャッシュ・フロー）を、想定割引率を用い現在価値に割り引くことで価値を推計する方法であるところ⁷⁶⁾、将来の不確定な状況に左右されるという特徴があり⁷⁷⁾、事業計画に信用性が乏しい場合等には常に採用が可能なわけではない。

Ⅲ 独立当事者間の取引において当事者の判断を尊重しうる局面に関する検討

本章では、デラウェア州において、独立当事者間で組織再編が行われた場合、当事者の判断が尊重される局面はどのような場合か概観し、検討する。日本法においては、独立当事者間の取引が取引条件の公正の指標とされる。そこで、本章での検討を通して、日本法における独立当事者間での取引、という指標は適切なものであるのかを検討する。

1. デラウェア州判例法における近年の傾向

近年、独立当事者間の合併を問題とする株式買取請求訴訟において、裁判所が行う株式評価によらず、当事者が定めた合併対価を、公正価値として採用する（以下、「merger price rule」という）事案がみられる。Ⅱ 2 で言及した通り、公正価値の算定に当たっては、合併から生じるシナジーを除外しなければならない。ここから、merger price rule が適用される場合には、当事者が定めた合併

対価からシナジーを減じた価格が公正価値とされる⁷⁸⁾。merger price ruleの採用にあたっては、判例上、強固なマーケットチェック（オークション等）を経ているべきことが一貫して求められている⁷⁹⁾。こうした事案の特徴として、他の複数の算定法を検討した上で、比較可能な他の取引や会社がないことを認定したり⁸⁰⁾、経営見通しに信用性がないことが言及されたり⁸¹⁾、類似取引比較法やDCF法による算定が信用できないという判断がなされる⁸²⁾等している。他の手法による算定も同様に信頼しうるものである場合にいかなる判断がなされるのかは必ずしも定かではないが、少なくとも、当事者の判断が尊重されるためには適切なマーケットチェックを経ている必要がある。この基準は、利益相反が生じていない当事者間の取引の事案やMBOの事案で言及されている。

merger price ruleは、株式買取請求権の濫用的行使の事案において、多く採用されている。公開会社に関連する株式買取請求権の行使はデラウェア州において激増しており、株式買取請求権訴訟を専門に行う事情に精通した者による行使がなされている⁸³⁾。そもそも、株式買取請求権の利用が促進された要因として、取得者が基準日以後、承認決議以前に株式を取得した場合、それぞれの株式に関し、合併承認決議で賛成していないことを証明せずとも、基準日株主が決議において反対もしくは棄権した株式数を下回る数の株式数の株式買取請求権の行使であれば、株式買取請求権の行使を認めるとの判断がなされたこと⁸⁴⁾が挙げられる⁸⁵⁾。このように、基準日後に株式を取得しても株式買取請求権が認められることは、濫用的行使を行う者にとっては新たな情報を得られることや取引リスクを減らせることにつながり、濫用的行使と親和的に解されている⁸⁶⁾。その他に、株式買取請求権の濫用的行使が促される要因として、判例におけるDCF法の算定が比較的高額になることが考えられている⁸⁷⁾。また、濫用的行使の直接の要因かは議論の余地があるものの、デラウェア州

法における利息率の高さは、濫用的行使を行う者にとって利益となると考えられている⁸⁸⁾。merger price ruleが採用された場合、請求権者は合併対価と同等の額しか受け取れないため、株式買取請求を行う意味がなくなる。ここから、株式買取請求権の濫用的行使を抑制する効果があると考えられる。

株式買取請求権の濫用的行使に対しては、賛否両論がある。株式買取請求権の濫用的行使を肯定的に解する見解は、その理由として、濫用的行使を活発に行える環境が整っていれば、合併対価が公正な価格から離れると株式買取請求権の濫用的行使が起こることになるため、少数株主が搾取されていないかを確認するのに効果的になることなどを挙げる⁸⁹⁾。一方、批判的な見解には、株式買取請求権の濫用的行使は、少数株主保護という制定法上の株式買取請求権の目的がないがしろにするものであるととらえる見解⁹⁰⁾がある。濫用的行使による弊害として、買収者や他の株主から、濫用的行使を行う者に対してひどく有害な価値の再分配が生じること⁹¹⁾や、株式買取請求訴訟の懸念は有益な取引を減少させること⁹²⁾が述べられる。現状では、濫用的行使に批判的な見解をとる論者が多い。merger price ruleに対しては、裁判所が株式買取請求権の濫用的行使に否定的な姿勢を打ち出したものであるととらえる⁹³⁾。しかしながら、merger price ruleの採用が想定されているのは株式買取請求権の濫用的行使の事案ばかりではなく⁹⁴⁾、また、濫用的行使が問題となる以前からmerger price ruleの考え方に言及されている事案⁹⁵⁾はある。ここから、merger price ruleの考えは、濫用的行使の事案に限定されるものではないと考えられる。そこで、merger price ruleの判例上の運用を検討する。

取引価格を信用しうるかに関連して、会社が、強固で効率的なプロセスでかつ、あらゆる自己利益や不忠実から解放された状態で潜在的買収者に対して売り込まれている場合、その売却プロセス

の結果は意味があるものであると述べられている⁹⁶⁾。現状で、merger price rule が採用された事案は、すべて独立当事者間での取引の事案であり、自己利益や不忠実が存在すると結論付けられたものはない。これらの事案には、合併に至る過程で複数の入札者が存在した事案⁹⁷⁾や、複数の入札者が存在しており、入札を通じて値上げ交渉や値上げがなされた事案⁹⁸⁾、実際に入札がなされたわけではないが、敵対的買収の過程で取締役会が潜在的買収者を積極的に探しており、敵対的買収者が提示価格を引き上げた事案⁹⁹⁾等がある。一方、契約後の対象会社が他のオファーを受ける機会を設けたとしても、事前にそのような機会を確保するのに比べ、信用性が低くなることが示唆されている¹⁰⁰⁾。後述するように、MBO の事案においても高い水準のマーケットチェックが要求されていることも併せると、取引条件の信用性を確保することを企図して、形式的に他の潜在的買収者に接触するだけでは適切にマーケットチェックがなされたとは認められないであろう。

非独立当事者間取引（MBO）でも、取引価格の信用性が検討されることがある。デラウェア州判例法においては、会社の解体が避けられなくなった場合、取締役会は、株主の利益のために会社の売却価格を最大化する義務を負うことになる¹⁰¹⁾。この義務はレブロン義務と呼ばれており、現在、適用が想定される局面として、（1）会社が会社自体の売却を求めて積極的な入札手続きを開始するか、会社の明確な解体を含む事業の再編成を行おうとする場合、（2）入札者の提案に応じて、対象会社が長期的な戦略を放棄し、会社の解体を含む他の取引を探す場合、（3）取引の承認により支配権の売却または異動が生じる場合、の少なくとも3つがある¹⁰²⁾。この点、レブロン義務をみたしているだけでは公正価値であるとの保証はなく、取締役の動機や行動の合理性ではなく、取締役が到達した結果が公正価値であるかどうかの判断の対象となることが明示されている¹⁰³⁾。以上より、当

事者が利益相反関係にある場合に、取引価格を信用しうる程度に買収市場でのチェックが行われたとの判断がなされるには、単にゴーショップ条項を付与することや、レブロン義務を順守するだけでは不十分であり、潜在的買収者の探索が適切になされた上で定められた取引価格であるかが実質的に判断されるようである。

では、取引価格が信用されるためには、具体的にどのような態様で取引が行われるべきであろうか。取引価格の信用性が検討された事案¹⁰⁴⁾で、衡平法裁判所は、対象会社が他のオファーを受ける機会を設ける、いわゆる、ゴーショップ条項が付与されており、潜在的買収者が存在したにもかかわらず¹⁰⁵⁾、売却プロセスに疑問を呈し、取引価格を信用しなかった¹⁰⁶⁾。これは、取引がLBO 価格決定モデルをとっていることや、市場価格に本来的価値が一致していないことから取引価格が企業価値を適切に反映していないことや、事前に競合する買収者がいなかったこと、MBO においては情報の非対称性や価値ある経営者の存在等により、ゴーショップ条項があっても競合する買収が十分に行われるか疑問がある状況であったこと等を主な理由とする判断である¹⁰⁷⁾。一方、州最高裁は、代わりの経営陣の選定の可能性が買収者によって検討されていた等、現経営陣の価値がゴーショップの過程に対し有害な効果をどのようにもたらしていたかを見分けることが困難であること等を挙げ、衡平法裁判所で取引価格を信用しえないとした根拠に依拠することは誤りであると判断した¹⁰⁸⁾。MBO であれば、取引価格を信用しえないことにはならず、取引価格の信用性はケースバイケースで判断されるようである。ただし、どのような売却プロセスを経ていれば取引価格が信用しうると判断されるのかは、現時点では必ずしも明らかではない。

2. マーケットチェックの信用性と merger price rule の適用範囲

学説において、以上に述べたマーケットチェックに関して、信用性が肯定的に解される局面と、比較的懐疑的に解される局面とが明らかにされつつある。これらの議論を検討し、merger price rule を採用するためにマーケットチェックの他に要件を付加すべきか、マーケットチェックの信用性が確保される局面はいかなる局面であるのか、を明らかにする。

まず、独立当事者間で合併が行われる場合には、少なくとも、マーケットチェックが行われていれば、merger price rule を採用する余地を認める見解¹⁰⁹⁾がある。この見解においては、merger price rule がとられるには、マーケットチェックが行われていることの他に、DCF法による算定に必要となる情報が信用できないとの要件を付加すべきことを主張する¹¹⁰⁾。この要件は、現状の判例法における運用から導き出されている¹¹¹⁾。実際、現状のデラウェア州判例法の運用においても、DCF法その他の算定法による算定が信用性に乏しい場合に merger price rule が適用されているが、判例上、会社を直接価格付ける市場の機会という見地からすれば、DCF法といった代わりとなる算定法の利用はどうしてもセカンドベストな方法となることが示されており¹¹²⁾、この見解が主張するような要件を付加する必要があるかは疑問である。

また、本来的に merger price rule の採用を限定的にとらえるべきことを主張する見解¹¹³⁾においても、マーケットチェックが取引価格の信用性を高めることが示唆されている。この見解では、merger price rule は、株式買取請求権を無効にするものであると説かれており¹¹⁴⁾、merger price rule が採用される場合には、裁判所で独自の算定がなされる場合と比べて、買取価格と、株主が期待する退出価格の2つが下がると主張する¹¹⁵⁾。ただし、買収者の数が増えると、merger price rule の弊害が十分に小さくなると主張されており¹¹⁶⁾、merger price

rule が最適となりうる状況として、健全な数の他の買い手を勧誘するインセンティブがある状況や、圧倒的多数の株主による承認が求められる状況¹¹⁷⁾が挙げられている¹¹⁸⁾。このように、merger price rule を限定的に解すべきにとらえる見解においても、十分な買収者の勧誘がなされることは取引価格の尊重に値しうるととらえられる¹¹⁹⁾。判例においても、マーケットチェックの適切性や透明性に関して比較的厳格に判断しようとする傾向が表れている¹²⁰⁾。独立当事者間の取引であっても、交渉力の差から不公正な取引を強いられる恐れを考慮すると、判例水準のマーケットチェックの採用が公正な取引条件の形成に一定程度寄与しうることが考えられる。

少なくとも、独立当事者間の合併においては、判例の運用に基づくマーケットチェックが適切に行われることが合併対価を信用するための一要件であるという点は比較的肯定的に解されている¹²¹⁾。その一方で、非独立当事者間取引においては、信用性があるマーケットチェックが行われるかには疑義がある。MBOの事案を主な対象として分析を行う見解では、マーケットチェックの信用性に懐疑的なものがある¹²²⁾。経営陣と他の買収者が対等ではないため、マーケットチェックがそれ自体で信用しえなくなる要因として、(1)情報の非対称性、(2)価値ある経営者の存在、(3)高値の入札を思いとどまらせようとする経営者の金銭的動機、(4)契約締結後に対象会社が他のオファーを受ける機会を設けた場合、経営者以外の入札者に取引を検討する十分な時間がないこと、の4つが挙げられている¹²³⁾。(2)価値ある経営者の存在に関しては、会社の継続的な成功に経営者の存在が重要な要素であるという状況であり、こうした状況下にある場合には、経営者が特有の利益を有しており、第三者は必ずしも同様の価値ある経営を行わない点で、より良い提示をすることができなくなることにつながることを示されている¹²⁴⁾。この要因は、適切なマーケットチェックを阻害する

要因の中でも、この要因が存在しなければ、他の3つの要因はほぼ解消される¹²⁵⁾という点で、マーケットチェックの信用性を落とす主要な要因である。こうした阻害要因は、MBOの場合は、特別委員会や契約条項等の活用により、軽減される¹²⁶⁾。

一方、例えば、継続的に支配従属関係にある会社間での合併では、独立当事者間の事案やMBOの事案とは異なり、マーケットチェックの要件をそのまま適用することは困難である。他方で、公開買付けのアナウンス以前には独立の当事者（に準ずる）と認められる場合には、独立当事者間での合併の場合のように、公開買付けが行われるに当たり判例が要求する態様でのマーケットチェックを行う余地がある。

Ⅳ マーケットチェックを適用しうる取引の範囲とマーケットチェックの要否

本章では、マーケットチェックが適切に機能する二段階買収はいかなる取引かを明らかにし、そうした取引において、マーケットチェックを行う必要性はあるかを検討する。

1. マーケットチェックが効果を発揮しうる取引

Ⅲより、当事者間に公開買付けのアナウンス以前から継続的に支配従属関係がある場合には、有用なマーケットチェックを行うことは困難である。一方、公開買付け以前に支配従属関係がない当事者間では、二段階買収による場合でも、公開買付けが行われるに当たり、効果的なマーケットチェックを行いうる。そこで、ここでは、二段階買収による締出しにおいて当事者が定めた取引条件を尊重しうる取引とは、いかなる態様で行われる取引であるべきかを検討する。まず、公開買付けのアナウンス以前には独立の当事者（に準ずる）と認められる当事者間で行われる取引について明らかにしたのち、マーケットチェックが適切に行われるために必要な他の要件を検討する。

公開買付け以前には独立の当事者（に準ずる）と認められる当事者間で行われる二段階買収とはいかなる取引であろうか。想定しうるケースには、公開買付開始時には支配株主は存しないものの、MBOのように取引に構造的な利益相反問題が生じているケースと、そのような利益相反問題が生じていないケースとがある。順に検討する。

まず、取引に構造的な利益相反問題が生じているケース（MBO）に関してである。ここで問題となるのは、買収対象会社及びその株主のために行動することを期待される対象会社の取締役が買収者と共通した利益を有するという意味での利益相反である¹²⁷⁾。このケースの場合、実務では、独立役員や社外有識者からなる特別委員会（第三者委員会）に取引の公正さを審査（ときには、取引条件について交渉）させたり、独立の株価算定機関による株価算定書を取得するなど、利益相反を回避し、取引の公正さを担保する措置がとられる¹²⁸⁾。こうした措置がとられるなど、手続きの公正が認められる場合には、裁判例においても取引条件を尊重する形で「公正な価格」が決定される¹²⁹⁾。これは、手続きの公正が認められる場合には、独立当事者間の場合に準じ、当事者の交渉結果を尊重するとの学説の多数説¹³⁰⁾に沿う立場がとられているといえる¹³¹⁾。そして、判例上、利益相反が生じている二段階買収の事案で、利益相反回避措置がとられていたり、公開買付けに応募しなかった株主の保有する株式も買付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きで公開買付けが行われた場合には、買付価格には締出しを前提として多数株主等と少数株主との利害が適切に調整された結果が反映されたものと解することが示された¹³²⁾。このうち、残存株主から買付価格と同額で保有株式を取得することを明示する点については、強圧性の排除と解する立場¹³³⁾や、第一段階の価格に第二段階における締出しという要素を織り込んだ上で買付価格が取得日における公正な価格であるとみることができると

の立場¹³⁴⁾がある。二段階目の明示は、公開買付けの条件を形成するにあたり、内在する問題を解消しようとするものであり、取引における構造的利益相反問題の解消とはかかわりが無い。ここから、利益相反回避措置が適切にとられた上で買付価格が決定されていれば独立当事者間の取引に準ずる取引であると言える。

ただし、Ⅲ 2 で言及したように、MBO のケースにおける 4 つの阻害要因から、MBO の場合にマーケットチェックの有用性に疑義を示す見解¹³⁵⁾が主張されている。この見解では、合併契約締結前にマーケットチェックを行うこと¹³⁶⁾や、特別委員会から潜在的買収者に対する情報提供の働きかけ¹³⁷⁾等の手続きが経営陣と他の買収者が対等な状況で取引を行いうるために必要であると述べられる。一方、判例においては、Ⅲ 1 で述べた通り、どのような措置がとられていれば取引価格を信用しうる売却プロセスがとられたと断言するのに関しは蓄積が待たれる。ただし、少なくとも、州最高裁では買収に関する契約締結後に行われた潜在的買収者との交渉を信用する余地を論じるなど、学説上要求されるよりも緩やかな手続きでも信用性を認めているようである¹³⁸⁾。MBO においては、利益相反が解消されており、潜在的買収者が現経営陣と対等にオークションに参加しうる程度に阻害要因が解消されている場合には、有用なマーケットチェックがなされうる。ただし、特別委員会に財務アドバイザーの選任権限が与えられ、それが行使されることが稀な日本の現在の実務¹³⁹⁾に鑑みると、有用なマーケットチェックがなされる範囲は限定されることが想定される。また、阻害要因がいかなる場合に解消されていると判断されるかは、判例や学説の蓄積が待たれる。この場合、特別委員会に関して、阻害要因の除去のための働きかけという観点からその活動を評価する必要性が生じうる。

次に、取引に構造上の利益相反が生じていない場合に関してである。この場合には、特段利益相

反回避措置をとらずとも、公開買付けのアナウンス以前には独立当事者であるといえる。また、特段の阻害要因も生じていないため、マーケットチェックを適用しうる取引といえよう。

それでは、公開買付けのアナウンス以前に利益相反状況と阻害要因が解消されていること以外に、いかなる態様で取引が行われているべきであろうか。この点、マーケットチェックが第一段階の価格に影響を及ぼすものであることに鑑みると、縮出し取引の条件を尊重しうるためには、公開買付けと二段階目の取引が一体のものである必要があろう。日本法の議論においても、一定の場合には、公開買付けと二段階目の取引とを一体のものとしてとらえる見解がある。例えば、取得価格決定における取引の公正さの判断の基準時は、公開買付け時点で取得対価が確定している場合には、原則として、第一段階の公開買付けと二段階目の取引を一体としてとらえ、公開買付け時点とすべきとの見解¹⁴⁰⁾や、従前は支配株主でなかった者が公開買付けによってはじめて支配権を取得し、直後にそれと同額で縮出しを行う場合には、取引を全体としてみれば独立当事者間の取引と理解すべきである、との見解¹⁴¹⁾がある。ただし、前者は判断基準時に関連した形での言及であり、取引の一体性自体を対象として論じているものではない。前者の説に対しては、二段階買収において、「企業価値が増加しない場合」があるとすれば、ナカリセバ価格の算定の問題として基準日が重要になってくるはずであり、その限りで、上記見解の妥当範囲は、企業価値が増加する場合の二段階買収に限定される¹⁴²⁾、との指摘がある。しかしながら、ナカリセバ価格での算定を求めるような対価で縮出しが行われる場合に、公開買付け自体が成功することはそもそも考え難い¹⁴³⁾。

二段階で行われる取引を一体のものと判断しうる取引の態様について検討する。こうした見解においても、公開買付けの終了と縮出しとの間が不当に長期であるとか、公開買付け終了後に予期し

ない変動が生じ当初の計画を修正せざるを得ない特別な事情が生じたケースにおいては、取引の一体性が否定されるようである¹⁴⁴⁾。現状では、どのような場合であれば一体の取引としての二段階買収といえるのか、すなわち、どのような場合に全体が一体の取引であると法的に評価できるかについて、より具体的な基準を構築する必要性が指摘されている¹⁴⁵⁾。

この点については、まず、公開買付けの後に、公開買付けと同額の対価で二段階目の取引が行われることが公開買付け段階で明らかにされていることが必要であると思われる。公開買付けが成立すれば、対象会社が公開買付者の意思と反する意思決定を行うことはあり得ない状態となるため、公開買付けの成立を条件とするならば、公開買付者は、公開買付け公表時に二段階目の取引の対価を公開買付価格と同額にすることを保障しうる¹⁴⁶⁾。これにより、二段階目の取引が行われず、少数株主として取り残される不安、公開買付けよりも低い価格で二段階目の締出しにあう不安から生じる公開買付けへの強圧性¹⁴⁷⁾がある程度除去される¹⁴⁸⁾。このように、締出しの取引条件を尊重するか、という点と関連し、二段階目の取引で同額が保障されていることが一要素として必要である。また、二段階目の取引の有無が公表されずに締出し取引が行われる場合には、単なる支配権取引なのか、締出しであるのかが判断しえない。よって、株主が公開買付価格を受け入れるべきかを判断する前提が欠けていたことになるため、二段階目の取引の存在がアナウンスされる必要がある。

次に、二段階目の取引が行われる時期に関してである。この点、デラウェア州一般会社法251条(h)項による場合、公開買付け後、可及的すみやかに合併が行われなければならないことが要請されている¹⁴⁹⁾。これは、対象会社株主に対する強圧性を除去する一要素としてとらえられており¹⁵⁰⁾、例えば、市場での価格変動が大きい場合¹⁵¹⁾等、現在どのような運用がなされるかが不透明なケース

をなるべく引き起こさないためにも、公開買付け後、すみやかに二段階目の取引を行う必要がある。実際、デラウェア州一般会社法251条(h)項による二段階買収の事案においては、十分な情報を得た利害関係のない株主が、強圧性がない状態で応募した公開買付けについて、二段階買収に対する過半数の承認を表すものとして、強圧性がない状態で利害関係を有しない株主の過半数が十分な情報に基づき合併を承認した場合と同様の汚染除去効果を認めた事案¹⁵²⁾があり、取引の一体性が肯定されるようである。ただし、公開買付けの時点で締出しの時期がいつになるかが全く明らかになっていなかった場合には、市場の価格変動が買付価格に織り込まれているとは言えなくなる¹⁵³⁾。また、強圧性の問題も残るため、取引の一体性は否定されよう。

また、二段階買収の過渡的な期間において、買収者により、継続企業に付加された価値は全株主の利益となるものであり、合併日の株式買取請求手続きに含められなければならないとされる¹⁵⁴⁾。この事案は、公開買付け後、対象会社の資産の一部を売却することが計画されたが、公開買付けから二段階目の合併が行われるまでに約二か月の期間しかなかった事案であった¹⁵⁵⁾。これに対し、第一段階のたった二か月後に第二段階の合併が行われた場合、新たな事業計画が二段階買収前に会社の利益ベースに影響を与える十分な時間があつたとは言えないだろうことが指摘されている¹⁵⁶⁾。また、株式買取請求において、一度に取引が行われる場合よりも高い買取価格を二段階目の合併後に支払わなければならない可能性があるため、二段階買収を用いるインセンティブをそぐ効果をもたらすといった指摘があり¹⁵⁷⁾、慎重な運用が求められることが窺われる。このように、運用の仕方に疑義がないわけではないが、公開買付け後、買収者により新たな価値が付加される場合には、対価の同一性の根拠が揺らぎかねない。したがって、買収者による価値の付加が生じる以前に二段階目の取

引を行う必要があるように思われる。

2. 二段階買収においてマーケットチェックを行う必要性

MBOの文脈においてであるが、対象会社株主は価格に不満であれば公開買付けに応募しなければよく、非強圧的な状況（公開買付開始公告等で第二段階の取引価格が公開買付価格を下回らないことを明らかにした上で、対象会社の利害関係のない株主の過半数に相当する応募数があることを公開買付け成立の条件にすることが想定されている）で株主の多数派が賛成したMBOについても取引の公正さについて規制すると、企業価値の増加につながるMBOをも抑止することになりかねない、ともいい得ることが指摘される¹⁵⁸⁾。では、独立当事者間で一般的に非強圧的と考えられている公開買付けを経て二段階買収が行われる場合には、当事者が定めた取引条件を信用しうるのであるか。

これに関連して、相互に特別の資本関係がない会社間の取引であるとしても、締出しの場合には会社と株主の利益が一致しないため、取締役の義務内容もはっきりしない点があり、それにより、どこまで株主の利益が守られると期待してよいか現時点でははっきりとしないことや、締出し対価として保証した上でなされる公開買付けが株主総会決議とどこまで完全に同視できるか、あまり立ち入った検討がなされていないことが指摘されている¹⁵⁹⁾。ここから、二段階買収による締出しが行われる場合、公開買付開始時点において締出しの実行側が株式の相当数を保有していない限り（そしてMBOでない限り）、利益相反回避措置がとられていなくても、一般に公正と認められる手続きによる公開買付けが行われれば、裁判所は公開買付価格を尊重すべきであるといつてよいかは、検討が必要であるといわれる¹⁶⁰⁾。

締出しが公開買付けを前置して行われる場合、少数株主は、対象会社の取締役会が条件等の交渉

を行うことが予定されている合併の場合に比べて、低い価格しか提示されない危険性（不利益）が典型的に存在している¹⁶¹⁾。この点、締出しを伴う公開買付けは、買付価格に関していえば、支配プレミアムは相対的に高い傾向にある¹⁶²⁾。しかし、支配プレミアムは公開買付けに対する株主の応募率に正の影響を持つが、その影響は予測されるほど明確な影響ではない¹⁶³⁾。むしろ、締出しが行われるとの意図表示が行われることが、株主を一気に公開買付けへの応募に駆り立てている、との実証研究がある¹⁶⁴⁾。締出しに伴う対価が公開買付価格と同一であるとの記載があったかによって、実質応募率には統計上有意な差が生じていない¹⁶⁵⁾。ここから、学説上想定されている強圧性除去手段がとられていても、実際には締出しがアナウンスされたこと自体により、強圧性が生じている。公開買付けの強圧性への対応として、事前に公開買付けの成立の是非に関する賛否の意思表示と公開買付けが成立した場合に応募するか否かの意思表示を分離すべきことが説かれており¹⁶⁶⁾、公開買付規制による対応も検討されている。ただし、現状の公開買付規制では強圧性や、情報の非対称性に対する懸念がある。このように、独立当事者間で行われる締出しといえども、二段階買収の手法によって締出しが行われる場合には、二段階買収によらない締出しと比べて少数株主が公正な条件での取引を確保するための措置を確保する必要性が高まる。

この点、マーケットチェックに関して、売却プロセスが理想的なものでもなくとも、DCF分析を何らかのマーケットチェックにさすことは、効果的であることが指摘されている¹⁶⁷⁾。機関投資家を含む市場参加者が対象会社の財産や戦略の価値を十分に理解することができないかもしれないことがありうるが、公開会社の価値が高度な投資家から隠され続けることは可能でありそうもないと述べられる¹⁶⁸⁾。これに関連して、企業の真の経済的価値は、十分な情報を有する取締役には明らか

なものであるが、株主や潜在的買収者には明らかではないとの考え方¹⁶⁹⁾がある。この考えによると、買収市場における価格は信用できないものであると考えられ得る。その理由として、買収者は対象会社の将来見通しについて過度に懐疑的であること、買収市場はしばしば非競争的であること、会社は公になっていない計画や将来見込みについてその多くを、競争者（多くの場合買収者）に告げることにより乗気ではないこと、対象会社の経営者が比類ないスキルを有していれば、買収者より大きな価値を生み出せることが挙げられている¹⁷⁰⁾。しかしながら、株価の潜在的不正確性を認識している金融経済学者でさえ、不完全な株式価格を導く多くの情報の非対称性は潜在的買収者によるデューデリジェンスによって治癒され得ると主張するであろうことが指摘されている¹⁷¹⁾。一方で、経済学者は、真の価値が買収者に見分けられることが困難である困窮している会社や、特定の産業に従事する会社にとっては買収市場が活況ではない場合があることを是認するであろうことも述べられている¹⁷²⁾。ここから、活況な買収市場において行われた適切なマーケットチェックには、取締役によって隠された価値を明らかにする機能が期待しうる。よって、独立当事者間での取引においてマーケットチェックが行われることは、マーケットチェックが行われなかった場合と比べると、情報の非対称性の解消に役立つと考えられる。二段階目の取引の存在をアナウンスして行われる公開買付けでは、実質的に株主が公開買付けに応募するか否かを選択する余地がないのと同視しうる状況に陥る。マーケットチェックが行われていれば、隠された価値が明らかにされ得る点で、取引条件の公正が確保されうる。これらより、公開買付けが行われるにあたり適切なマーケットチェックがなされることで、公開買付け価格の公正さが確保される。そこで、公開買付けと二段階目のキャッシュアウトが一体であると認められるのならば、公正な価格で締出しがなされたことと信用する根拠とな

りうる。

V 結 語

本稿では、二段階買収による締出しが行われる場合、当事者の判断を尊重しうる程度に取引の公正が図られたと判断しうる局面はいかなる局面かを検討した。その際、独立当事者間取引でも尊重しうる取引とそうでない取引を区分するという、デラウェア州判例法においてとられているマーケットチェックの考え方を検討した。

マーケットチェックは、継続的に支配従属関係にある会社間で二段階買収が行われる場合に適用することは困難であるものの、公開買付けのアナウンス以前には独立の当事者（に準ずる）と認められる場合においては、公開買付けがなされるにあたり有用に機能しうる余地があった。ただし、MBO の場合には、経営陣と潜在的買収者が対等に参加することを阻害する要因が解消されていることが必要となろう。そのためには、かなり厳格な手続きの公正を要求する見解もあり、マーケットチェックが有用に機能する範囲は限定されることが想定される。

一方、公開買付けのアナウンス以前に構造的利益相反問題が生じていない独立の当事者間で二段階買収が行われる場合、他の手段による場合と比べ、取締役に対する責任追及といった株式買取請求や買取価格決定申立て以外の少数株主保護手段がどのように機能するかが判然としないこと、二段階買収が行われることが事前にアナウンスされている公開買付けにおいては、実質応募率が一気に高まる傾向があること等、少数株主保護の必要性があった。ここから、二段階買収における取引条件の公正を厳格に求めることが必要である。この点、マーケットチェックには会社の隠された価値を明らかにする機能が期待されており、二段階買収における取引条件の公正を確保する一助となることが期待される。よって、少なくとも、公開買付けのアナウンス以前に構造的利益相反問題が

ない独立の当事者間で行われる二段階買収による縮出しであり、公開買付けと二段階目の取引に一体性が認められる場合には、当事者の判断を尊重しうるのである程度に取引の公正が図られたと判断されるために、公開買付けが行われるにあたり適切なマーケットチェックを経ていることを要求する余地がある。

今回の検討では、MBOにおける阻害要因除去のための具体的方策と、公開買付けのアナウンス以前より継続的に支配従属関係にある会社間で二段階買収による縮出しが行われる場合に関して立ち入った検討を行えなかった。今後の課題とした。

〔付記〕本稿は、平成29年度公益財団法人石井記念証券研究振興財団の研究助成による研究成果の一部である。深く御礼申し上げます。

脱稿後、*In re Appraisal of Solera Holdings, Inc., C.A. No. 12080-CB, 2018 WL 3625644 (Del. Ch. July 30, 2018)* 及び *Blueblade Capital Opportunities LLC v. Norcraft Companies, Inc., C.A. No. 11184-VCS, 2018 WL 3602940 (Del. Ch. July 27, 2018)* に接しました。

- 1) 藤田友敬「企業再編対価の柔軟化・子会社の定義」ジュリスト1267号103頁, 107頁 (2004)。
- 2) 田中亘「組織再編と対価柔軟化」法学教室304号75頁, 77頁 (2006)。
- 3) 少数株主排除の実務上のニーズの高さに言及する文献として、藤縄憲一「企業再編における実務上の課題と取組み〔下〕」商事法務1656号79頁, 81頁 (2003) がある。
- 4) *See In re Pure Resources Inc. Shareholders Litigation*, 808 A.2d 421, 436-443 (Del. Ch. 2002)。
- 5) 飯田秀総「買収手法の強圧性にとりうる法の対処法」田中亘編著『数字でわかる会社法』222頁, 231-232頁 (有斐閣, 2013)。
- 6) 鈴木竹雄＝石井照久『改正株式会社法解説』132頁 (日本評論社, 1950), 島本英夫「株式買取請求権—米国法と比較して—」同志社商学2巻2号226頁, 226頁 (1950)。
- 7) 森本滋編『会社法コンメンタール18—組織再編,

合併, 会社分割, 株式交換等 (2)』95-96頁〔柳明昌〕(商事法務, 2010), 西島彌太郎「株式買取請求権」田中耕太郎編『株式会社法講座 第三巻』981頁, 983頁 (有斐閣, 1956), 鈴木竹雄＝竹内昭夫『会社法 第三版』251頁 (有斐閣, 1994)。ただし、ナカリセバ価格の保障と投下資本回収の保障との間には距離があることを指摘する見解として、神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事法務1879号4頁, 5頁 (2009) がある。また、株式買取請求権を忠実義務の中に位置づけるべきと説く見解として、神田秀樹「合併と株主間の利害調整の基準—アメリカ法」鴻常夫還暦記念『八十年代商事法の諸相』331頁, 355頁 (有斐閣, 1985) がある。

- 8) 龍田節「合併の公正維持」法学論叢82巻2・3・4号262頁, 301頁 (1968) 等。また、会社法下における指摘として、例えば、落合誠一編『会社法コンメンタール12—一定款の変更・事業の譲渡等・解散・清算 (1)』100頁〔柳明昌〕(有斐閣, 2009) がある。
- 9) 例えば、行政機関における事前審査制度の導入を説くもの (龍田・前掲注8) 301頁) や、特に親子会社の合併に関して事前審査制度や独立の専門家による合併条件の調査を説くもの (今井宏「親子会社の合併と少数株主の保護」大隅健一郎古稀記念『企業法の研究』205頁, 219-221頁 (有斐閣, 1977)), 企業評価の瑕疵に関して差止, 取消, 損害賠償請求といったアメリカ法のような救済方法の設置の検討可能性等を説くもの (岸田雅雄「企業結合における公正の確保 (四)」神戸法学雑誌27巻1号84頁, 141-143頁 (1977)) 等がある。また、近年、会社から独立した専門的知識を有する算定人による算定制度の確立等, 立法による救済制度の再構築を説くものとして、受川環大「組織再編対価の公正性の確保—組織再編対価等算定制度の導入—」岸田雅雄古稀記念『現代商事法の諸問題』89頁, 99頁以下 (成文堂, 2016) がある。
- 10) 矢沢惇「合併貸借対照表における資産評価」企業会計5巻9号1241頁, 1246頁 (1953)。
- 11) 矢沢・前掲注10) 1247頁。
- 12) 川合安雄「合併比率と合併差額」同志社商学7巻2号105頁, 110-111頁 (1955), 鈴木竹雄編『株式実務V合併 (新版)』43頁 (有斐閣, 1963) 等。ただし、限定的な局面においてのみ当該立場を支持する見解として、星野孝「合併比率について」産業経理13巻11号141頁, 143頁 (1953) がある。

- 13) 龍田・前掲注8) 301頁。ただし、各合併当事会社が合併後の会社に寄与するそれぞれの企業価値を評価することの困難性が指摘されている（野田博「支配・従属会社間合併における公正基準とその実効性確保—アメリカ法からの示唆—」橋論叢92巻3号382頁, 387頁（1984））。その他、買取価格の決定に関して、価格評価の基準や評価人の選任方法がなく不備であることを指摘する見解として、青木英夫「コンツェルンにおける吸収合併と株主保護」獨協法学2号37頁, 53-54頁（1970）がある。
- 14) 江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』272-273頁（有斐閣, 1995）。
- 15) 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（1）」法学協会雑誌129巻3号505頁, 516頁（2012）。
- 16) 藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」江頭憲治郎還暦記念『企業法の理論（上巻）』261頁, 276頁（商事法務, 2007）。平成17年改正以前よりこの機能に言及する文献として、木俣由美「株式買取請求権の現代的意義と少数派株主の保護（一）」法学論叢141巻4号30頁, 31-32頁（1997）がある。
- 17) 弥永真生「反対株主の株式買取請求権をめぐる若干の問題」商事法務1867号4頁, 4頁（2009）。
- 18) 最決平成28年7月1日裁判所時報1655号1頁, 2頁参照。
- 19) 最決平成24年2月29日金融・商事判例1388号16頁, 22頁。
- 20) 東京地決平成22年3月1日金融・商事判例1344号36頁, 44-45頁, 東京高決平成23年3月1日金融・商事判例1388号24頁, 26-27頁。
- 21) 最決平成24年2月29日金融・商事判例1388号16頁, 22頁。
- 22) 東京地決平成23年3月30日金融・商事判例1370号19頁, 28頁。
- 23) 東京地決平成23年3月30日金融・商事判例1370号19頁, 28頁。
- 24) 田中・前掲注2) 80頁。
- 25) 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）。
- 26) 加藤・前掲注25) 5頁。
- 27) 加藤・前掲注25) 5頁。
- 28) 加藤・前掲注25) 6頁。
- 29) 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＝辺見紀男編『企業再編の理論と実務—企業再編のすべて—』205頁, 229頁（商事法務, 2014）。
- 30) 例えば、白井正和ほか『M&Aにおける第三者委員会の理論と実務』92頁以下（商事法務, 2015）、伊藤吉洋「独立当事者間取引を基準としたMBO等における第三者委員会についての考察」近畿大学法学63巻3・4号1頁（2016）、寺前慎太郎「支配株主による締出しの場面における特別委員会のあり方」同志社法学65巻5号1581頁, 1621頁以下（2014）がある。
- 31) 最決平成28年7月1日裁判所時報1655号1頁, 2頁。
- 32) 最決平成21年5月29日金融・商事判例1326号35頁, 46-47頁。
- 33) 例えば、東京地決平成27年3月25日金融・商事判例1467号34頁, 46-47頁がある。
- 34) ただし、市場株価への依拠の仕方は事案によりさまざまである。例えば、公開買付けの影響を受けていない一定期間の株価の平均をとるもの（大阪地決平成20年9月11日金融・商事判例1326号27頁, 32頁等）や、公開買付けの公表日と全部取得条項付種類株式発行に伴う定款変更の効力発生日との間に相当程度の時間的間隔が存在することを理由に、日経平均株価や類似会社比準法を用いた補正を行うもの（大阪地決平成23年1月28日金融・商事判例1390号38頁, 51-52頁）、公開買付けの公表から株式取得までに半年弱の期間があることから、公表前の市場株価をそのまま参照するのではなく、回帰分析を行うもの（東京地決平成27年3月25日金融・商事判例1467号34頁, 47-48頁）等がある。
- 35) 例えば、東京地決平成21年9月18日金融・商事判例1329号45頁, 63頁, 東京地決平成27年3月25日金融・商事判例1467号34頁, 48-50頁等がある。一方、公開買付価格にM&A等の取引の際に付される一般的なプレミアムよりも高率のプレミアムが付されていることを理由に、取得価格を公開買付価格と同額とすることを肯定した事案として、札幌地決平成22年4月28日金融・商事判例1353号58頁, 63頁がある。
- 36) 大阪地決平成23年1月28日金融・商事判例1390号38頁, 55頁。
- 37) ただし、東京地決平成21年3月31日金融・商事判例1315号26頁, 35頁では、三角株式交換における株

- 式買取価格決定の事案において、公開買付けが株式交換の前提として行われたものであり、株式交換比率の算定に合理性が認められることから、公正な価格は公開買付価格に等しくなる、とされた。
- 38) 林天宇「MBOにおける全部取得条項付種類株式の取得価格」ジュリスト1408号176頁, 178頁(2010), 太田洋「サイバードホールディングス事件東京高裁決定の検討」商事法務1921号27頁, 33頁(2011), 宍戸善一「判批」ジュリスト1437号92頁, 94頁(2012), 飯田秀総「判批」商事法務2136号50頁, 54頁(2017)等。一方、合算自体は支持する見解として伊藤吉洋「判批」法学75巻2号198頁, 213頁(2011), 山本真知子「判批」法学研究86巻2号73頁, 86頁(2015)がある。
- 39) 田中亘「判批」ジュリスト1489号110頁, 112頁(2016), 前田雅弘「判批」ジュリスト1492号111頁, 112頁(2016)等。
- 40) 田中・前掲注39) 113頁。
- 41) 飯田秀総「公開買付規制の改革—欧州型の義務的公開買付制度の退出権の考え方を導入すべきか?」『公開買付規制の基礎理論』189頁, 197頁注22(商事法務, 2015)[初出2011]。
- 42) 最決平成28年7月1日裁判所時報1655号1頁, 2頁。この判断に対し、より厳格な手続き的公正を要求すべきと主張する見解として、玉井利幸「株式等売渡請求、キャッシュ・アウト、取締役の義務(3・完)」南山法学40巻3・4号353頁, 392-396頁(2017)がある。また、特別の資本関係がある場合にも、手続きの公正の重視ではなく、実質審査を重視すべきことから是認しえないとする見解もある(黒沼悦郎「株式買取請求権に関する一省察」江頭憲治郎古稀記念『企業法の進路』405頁, 430頁(有斐閣, 2017))。
- 43) 玉井・前掲注42) 390頁, また、藤田友敬「公開買付前置型キャッシュアウトと株式の取得価格」論究ジュリスト20号87頁, 92頁(2017)においても、最決平成24年2月29日金融・商事判例1388号16頁と整合的な発想であると解されている。
- 44) 金融商品取引法研究会「公開買付前置型キャッシュアウトにおける価格決定請求と公正な対価」金融商品取引法研究会研究記録58号25頁〔藤田友敬報告〕(2016)。
- 45) 玉井・前掲注42) 419頁注226。一方で、そのように解することに慎重な見解もある(藤田・前掲注43) 93頁)。
- 46) 大阪地決平成29年1月18日金融・商事判例1520号56頁, 63頁。
- 47) 東京地決平成30年1月29日金融・商事判例1537号30頁, 44頁。
- 48) *E.g.*, *Merlin Partners LP v. AutoInfo, Inc.*, C.A. No. 8509-VCN, 2015 WL 2069417, at *11 (Del.Ch. Apr. 30, 2015)。
- 49) 白井正和「非独立当事者間の企業買収における公正な価格の算定—ジュビターテレコム事件決定を踏まえて」法学教室447号82頁, 87頁以下(2017)。
- 50) 深見芳文「アメリカ会社法における株式買取請求権制度」法学論叢64巻5号50頁, 50頁(1958)。See also Elliott J. Weiss, *The Law of Take Out Mergers: A Historical Perspective*, 56 N. Y. U. L. Rev. 624, 626 (1981)。E.g., *Livingston v. Lynch*, 4 Johns. Ch. 573, 573 (N.Y. 1820)。その後、株主全員の同意が緩和する過程で、特に、資産の全ての売却に関して、会社が利益を上げておらず、事業が無益なものである場合には、株主の過半数の賛成によりこれを行うことが可能であるとされた(*E.g.*, *Bulter v. New Keystone Copper Co.*, 10 Del. Ch. 371, 377 (1915)。See also *Gedds v. Anaconda Copper Mining Co.*, 254 U.S. 590, 595-596 (1921)。
- 51) 富山康吉「アメリカ会社法における株主の地位の変遷」『英米会社法研究』144頁, 154-155頁(有斐閣, 1950), 深見・前掲注50) 50頁。See also Weiss, *supra* note 50 at 629; Irving J. Levy, *Rights of Dissenting Shareholders to Appraisal and Payment*, 15 CORNELL L. Q. 420, 420 (1930)。
- 52) 伊藤紀彦「アメリカにおける株式買取請求権の発生と発展」中京法学1巻1号257頁, 259頁(1966)。
- 53) 深見・前掲注50) 50頁。See also E. Merrick Dodd, *Statutory Developments in Business Corporation Law, 1886-1936*, 50 HARV. L. REV. 27, 37 (1936)。
- 54) Barry M. Wertheimer, *The Purpose of The Shareholders' Appraisal Remedy*, 65 TENN. L. REV. 661, 662 (1998)。See also Mary Siegel, *Back to The Future: Appraisal Rights in The Twenty-First Century*, 32 HARV. J. ON LEGIS. 79, 91 (1995)。
- 55) Bayless Manning, *The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Cooker*, 72 YALE L. J. 223, 227 (1962)。See also HENRY WINTHROP BALLANTINE, *BALLANTINE ON CORPORATIONS* 701 (1946); Norman D. Lattin, *Remedies of Dissenting Stockholders under*

- Appraisal Statutes*, 45 HARV. L. REV. 233, 237 (1931).
- 56) See Manning, *supra* note 55 at 246-248.
- 57) 21 Del. Laws ch. 273, §56 (1899). 1899年当時は買収価格に関して、「fair value」ではなく、「the value of the stock」と記されていた。また、デラウェア州の株式買取請求権の制定法の歴史的変遷に関して詳しい文献として、Randall S. Thomas, *Revising the Delaware Appraisal Statute*, 3 DEL. L. REV. 1, 3-10 (2000) がある。
- 58) 51 Del. Laws, ch. 121, §6 (1957).
- 59) 56 Del. Laws, ch. 50 (1967).
- 60) Weiss, *supra* note 50 at 649.
- 61) See RODMAN WARD, JR. ET AL, FOLK ON THE DELAWARE GENERAL CORPORATION LAW vol. 2 183 (4th ed. 2006).
- 62) Del. Code Ann. tit. 8 §262 (b) (1) (2016).
- 63) Del. Code Ann. tit. 8 §262 (b) (2), (3) (2016).
- 64) See Daniel R. Fischel, *The Appraisal Remedy in Corporate Law*, 1983 AM. B. FOUND. RES. J. 875, 885 (1983).
- 65) See David Berger, *Fair Value*, 34 INTL FIN. L. REV. 48, 48 (2015); Steven Epstein et al, *Keeping Current: Delaware Appraisal: Practical Considerations*, 2014 BUS. L. TODAY 1, 2 (2014).
- 66) *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701, 703 (Del. 1983).
- 67) See Paul G. Mahoney & Mark Weinstein, *The Appraisal Remedy and Merger Premiums*, 1 AM. LAW. ECON. REV. 239, 240 (1999).
- 68) See James Vorenberg, *Exclusiveness of the Dissenting Stockholder's Appraisal Right*, 77 HARV. L. REV. 1189, 1208 (1964).
- 69) See Charles R. Korsmo & Minor Myers, *Appraisal Arbitrage and The Future of Public Company M&A*, 92 WASH. U. L. REV. 1551, 1572 (2015).
- 70) See *id.* at 1567.
- 71) *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701, 713 (Del. 1983) *citing* *Tri-Continental Corp. v. Battye*, 74 A.2d 71, 72 (Del. 1950).
- 72) 酒井太郎「デラウェア・ブロック・メソッドの凋落と株式買取請求権の変容—米国の株式評価理論と買取請求権—」一橋論叢112巻1号112頁, 118頁 (1994)。例えば, *In re Emerging Communications, Inc. Shareholders Litigation*, No. Civ. A. 16415, 2004 WL 1305745, at *23 (Del. Ch. May 3, 2004) では, 市場価格にはマイノリティ・ディスカウントが反映されていることや, 重要な情報が市場に知られていない可能性を理由として, 市場価格の採用を退けている。
- 73) See Elliott J. Weiss, *Balancing Interests in Cash-Out Mergers: The Promise of Weinberger v. UOP, Inc.*, 8 DEL. J. CORP. L. 1, 32-33 (1983).
- 74) *E.g.*, *Tri-Continental Corp. v. Battye*, 74 A.2d 71, 72 (Del. 1950).
- 75) See Victor Brudney, *Efficient Markets and Fair Values in Parent Subsidiary Mergers*, 4 J. CORP. L. 63, 78 (1978)。また, この手法が株式を過小評価することになると批判するものとして, Elmer J. Schaefer, *The Fallacy of Weighting Asset Value and Earnings Value in the Appraisal of Corporate Stock*, 55 S. CAL. L. REV. 1031, 1040 (1982) がある。
- 76) 梅村秀和「企業価値をめぐる最近の諸問題—M&Aにおける評価の注意点—」事業再生と債権管理117号 8頁, 9頁 (2007)。
- 77) 梅村・前掲注76) 9頁。
- 78) *E.g.*, *LongPath Capital, LLC v. Ramtron International Corporation*, C.A. No. 8094-VCP, 2015 WL 4540443, at *25 (Del. Ch. Jun. 30, 2015)。ただし, シナジーの調整を行わないと判断した事案 (*e.g.*, *Merlin Partners LP v. AutoInfo, Inc.*, C.A. No. 8509-VCN, 2015 WL 2069417, at *17 (Del. Ch. Apr. 30, 2015)) もあり, 常にシナジーの調整を行う必要があると判断されるわけではない。
- 79) *E.g.*, *Huff Fund Investment Partnership v. CKx, Inc.*, C.A. No. 6844-VCG, 2013 WL 5878807, at *11 (Del. Ch. Nov. 1, 2013)。
- 80) *E.g.*, *id.* at *9 & *11。
- 81) *In re Appraisal of Ancestry.com, Inc.*, C.A. No. 8173-VCG, 2015 WL 399726, at *17 (Del. Ch. Jan 30, 2015)。
- 82) *E.g.*, *LongPath Capital, LLC v. Ramtron International Corporation*, C.A. No. 8094-VCP, 2015 WL 4540443, at *9-20 (Del. Ch. Jun. 30, 2015)。
- 83) Korsmo & Myers, *supra* note 69 at 1553.
- 84) See *In re Appraisal of Transkaryotic Therapies Inc.*, No. Civ. A. 1554-CC, 2007 WL 1378345, at *3-4 (Del. Ch. May 2, 2007)。
- 85) Jay B. Kesten, *The Uncertain Case for Appraisal*

- Arbitrage*, 52 WAKE FOREST L. REV. 89, 102 (2017).
- 86) See Gaurav Jetley & Xinyu Ji, *Appraisal Arbitrage—Is There A Derivative Advantage?*, 71 BUS. LAW. 427, 437–440 (2016).
- 87) See *id.* at 449.
- 88) See *id.* at 454–455 & 457.
- 89) Korsmo & Myers, *supra* note 69 at 1599. 一方で、公正でない価格での取引が株式買取請求権によって阻止されるということ自体に懐疑的な見解もある (See Kesten, *supra* note 85 at 112.).
- 90) See Desiree M. Baca, *Curbing Arbitrage: The Case for Reappraisal of Delaware’s Appraisal Rights*, 13 N.Y.U. J.L. & BUS. 425, 442 (2017). See also Kesten, *supra* note 85 at 109–111.
- 91) Kesten, *supra* note 85 at 127.
- 92) Baca, *supra* note 90 at 443. See also Charles Korsmo & Minor Myers, *Reforming Modern Appraisal Litigation*, 41 DEL. J. CORP. L. 279, 284 (2017).
- 93) See Korsmo & Myers, *supra* note 92 at 301–302.
- 94) E.g., *Global GT LP v. Golden Telecom, Inc.*, 993 A.2d 497, 508 (Del. Ch. 2010); *Golden Telecom, Inc. v. Golden GT LP*, 11 A.3d 214 (Del. 2010).
- 95) E.g., *Union Illinois 1995 Inv. Ltd. Partnership v. Union Financial Group, Ltd.*, 847 A.2d 340, 357 (Del. Ch. 2004) citing *M. P. M. Enters., Inc. v. Gilbert*, 731 A.2d 790, 797 (Del. 1999); *Cooper v. Pabst Brewing Co.*, Civ. A. No. 7244, 1993 WL 208763, at *8–10 (Del.Ch. June 8, 1993); *Van de Walle v. Unimation, Inc.*, Civ. A. No. 7046, 1991 WL 29303, at *17 (Del. Ch. Mar. 7, 1991).
- 96) *Merlin Partners LP v. AutoInfo, Inc.*, C.A. No. 8509-VCN, 2015 WL 2069417, at *11 (Del.Ch. Apr. 30, 2015) citing *Huff Fund Investment Partnership v. CKx, Inc.*, C.A. No. 6844-VCG, 2013 WL 5878807, at *13 (Del. Ch. Nov. 1, 2013). See also *LongPath Capital, LLC v. Ramtron International Corporation*, C.A. No.8094-VCP, 2015 WL 4540443, at *21 (Del. Ch. Jun. 30, 2015).
- 97) *Huff Fund Investment Partnership v. CKx, Inc.*, C.A. No. 6844-VCG, 2013 WL 5878807, at *13 (Del. Ch. Nov. 1, 2013).
- 98) E.g., *Union Illinois 1995 Inv. Ltd. Partnership v. Union Financial Group, Ltd.*, 847 A.2d 340, 348–350 (Del. Ch. 2004); *In re Appraisal of Ancestry.com, Inc.*, C.A. No. 8173-VCG, 2015 WL 399726, at *3–6 (Del. Ch. Jan. 30, 2015).
- 99) *LongPath Capital, LLC v. Ramtron International Corporation*, C.A. No.8094-VCP, 2015 WL 4540443, at *6–8 (Del. Ch. Jun. 30, 2015).
- 100) *Huff Fund Investment Partnership v. CKx, Inc.*, C.A. No. 6844-VCG, 2013 WL 5878807, at *13 (Del. Ch. Nov. 1, 2013) citing *In re Orchard Enterprises, Inc.*, C.A. No.5713-CS., 2012 WL 2923305, at *5 (Del. Ch. July 18, 2012).
- 101) See *Revlon Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173, 182 (Del. 1986).
- 102) See *Arnold v. Society for Sav. Bancorp, Inc.*, 650 A.2d 1270, 1289–1290 (Del. 1994).
- 103) See *In re Appraisal of Dell Inc.*, C.A. No. 9322-VCL, 2016 WL 3186538, at *26–27 (Del. Ch. May 31, 2016).
- 104) *In re Appraisal of Dell Inc.*, C.A. No. 9322-VCL, 2016 WL 3186538 (Del. Ch. May 31, 2016), *aff’d in part, rev’d in part sub nom.* *Dell, Inc. v. Magnetar Global Event Driven Master Fund Ltd*, 177 A.3d 1 (Del. 2017).
- 105) See *In re Appraisal of Dell Inc.*, C.A. No. 9322-VCL, 2016 WL 3186538 (Del. Ch. May 31, 2016) at *3–4 & *13.
- 106) *Id.* at *51.
- 107) See *id.* at *28–44.
- 108) See *Dell, Inc. v. Magnetar Global Event Driven Master Fund Ltd*, 177 A.3d 1, 24–34 (Del. 2017).
- 109) Daniel E. Meyer, *Maybe Publius Was Right: Relying on Merger Price to Determine Fair Value in Delaware Appraisal Cases*, 165 U. PA. L. REV. 153, 157 (2016).
- 110) *Id.* at 192.
- 111) See *id.* at 189.
- 112) *Union Illinois 1995 Inv. Ltd. Partnership v. Financial Group, Ltd.*, 847 A.2d 340, 359 (Del. Ch. 2004). See also *Merlin Partners LP v. AutoInfo, Inc.*, C.A. No. 8509-VCN, 2015 WL 2069417, at *11 (Del. Ch. Apr. 30, 2015).
- 113) Albert Choi & Eric Talley, *Appraising The “Merger Price” Appraisal Rule 4* (2017) available at http://www.shareholderforum.com/appraisal/Library/20170105_Choi-Talley.pdf.
- 114) *Id.* at 5.

- 115) *Id.* at 35.
- 116) *Id.* at 23.
- 117) 取引が承認されるか否かの結果を握る重要な株主による算定の結果がオークションがなされた場合の最適最低競売価格を超える場合に merger price rule が最適となりうると言及されており、そうした状況をみたま取引の例示として、伝統的に第一段階の公開買付けにおいて少なくとも90%の対象会社株主の応募を要求するデラウェア州における二段階買収が挙げられている (*See id.* at 30).
- 118) *See id.* at 35.
- 119) *See id.* at 34.
- 120) *E.g.*, Global GT LP v. Golden Telecom, Inc., 993 A.2d 497, 508 (Del. Ch. 2010)
- 121) *See Meyer, supra* note 109 at 157; Korsmo & Myers, *supra* note 69 at 1608.
- 122) *E.g.*, Guhan Subramanian, *Deal Process Design in Management Buyouts*, 130 HARV. L. REV. 590 (2016).
- 123) *See id.* at 592 & 611-612.
- 124) *See id.* at 620.
- 125) *Id.* at 622.
- 126) *See id.* at 648.
- 127) 加藤貴仁「MBOと親会社による子会社の非公開化の規制は同一であるべきか？」田中亘＝森・濱田松本法律事務所編『日本の公開買付け—制度と実証』193頁、194頁（有斐閣、2016）。
- 128) 田中・前掲注29）228頁。
- 129) 田中・前掲注29）228-229頁。
- 130) 加藤・前掲注25）5頁。
- 131) 田中・前掲注29）228-229頁。
- 132) 最決平成28年7月1日裁判所時報1655号1頁、2頁。
- 133) 松中学「JCOM最高裁決定と構造的な利益相反にある二段階買収における『公正な価格』」商事法務2114号4頁、10頁（2016）。
- 134) 弥永真生「全部取得条項付種類株式の取得価格」ジュリスト1498号2頁、3頁（2016）。
- 135) Subramanian, *supra* note 122, at 613-631.
- 136) *See id.* at 634.
- 137) *See id.* at 639.
- 138) *See Dell, Inc. v. Magnetar Global Event Driven Master Fund Ltd*, 177 A.3d 1, 24-34 (Del. 2017).
- 139) 白井正和「利益相反取引における利益相反回避措置の現状」田中亘＝森・濱田松本法律事務所編『日本の公開買付け—制度と実証』357頁、373頁（有斐閣、2016）。
- 140) 田中・前掲注29）224頁注39、藤田・前掲注43）91頁。
- 141) 田中亘「なぜ私は心配のし通しで防衛策を好きに出来ないのか」金融・商事判例1290号18頁、20頁注8（2008）。
- 142) 船津浩司「判批」民商法雑誌153巻3号445頁、452-453頁（2017）。
- 143) 金融商品取引法研究会・前掲注44）48頁〔藤田友敬発言〕参照。
- 144) 藤田・前掲注43）91頁注19。また、東京地決平成21年10月19日金融・商事判例1329号30頁参照。
- 145) 石塚明人「二段階買収（公開買付け後の株式交換）に関連した株式買取価格決定事件における『公正な価格』の評価」青山ローフォーラム2巻2号1頁、13頁（2013）。
- 146) 水野信次＝西本強『ゴイング・プライベート（非公開化）のすべて』193頁（商事法務、2010）。
- 147) 飯田・前掲注5）231-232頁。
- 148) 井上光太郎「TOB（公開買付け）と少数株主利益」商事法務1874号34頁、43頁（2009）は、日本の公開買付けが全体として強圧性を持つことを示し、少数株主の保護として、事後合併の計画がある場合のその条件を含めた詳細な開示義務と、事後合併の条件を公開買付価格を下回らない価格と定めることが最低限必要であると主張する。
- 149) Del. Code Ann. tit. 8 §251 (h) (2017).
- 150) 行澤一人「株主の承認による汚染除去効果の二段階合併手続きへの適用」商事法務2156号45頁、48-49頁（2018）。
- 151) 桑原聡子ほか「ジュピターテレコム事件最高裁決定の検討—二段階取引による非公開化に係る価格決定手続きにおける公正な価格—」商事法務2114号16頁、23頁（2016）。
- 152) *See In re Volcano Corp. Stockholder. Litg.*, 143 A.3d 727, 747 (Del. Ch. 2016).
- 153) 弥永・前掲注134）3頁。
- 154) *Cede & Co. v. Technicolor Inc.*, 684 A.2d 289, 298-299 (Del. 1996).
- 155) *See id.* at 293.
- 156) Jesse A. Finkelstein & Russell C. Silberglied, *Technicolor IV: Appraisal Valuation in a Two-Step Merger*, 52 BUS. LAW. 801, 813 (1997).

- 157) *See id.* at 807.
- 158) 田中亘「MBOにおける『公正な価格』」金融・商事判例1282号20頁, 20頁 (2008).
- 159) 藤田・前掲注43) 93頁.
- 160) 藤田・前掲注43) 93頁.
- 161) 西本強「フリーズアウトに関するデラウェア州法上の問題点〔I〕」商事法務1793号20頁, 22頁 (2007).
- 162) 井上光太郎=小澤宏貴「公開買付けにおける支配プレミアムと株主の応募行動」田中亘=森・濱田松本法律事務所編『日本の公開買付け一制度と実証』305頁, 333頁 (有斐閣, 2016).
- 163) 井上=小澤・前掲注162) 333頁.
- 164) 井上=小澤・前掲注162) 333頁.
- 165) 井上=小澤・前掲注162) 328頁.
- 166) 飯田・前掲注41) 196頁.
- 167) *See* Jetley & Ji, *supra* note 86 at 452.
- 168) *Id.*
- 169) *See* Bernard Black & Reinier Kraakman, *Delaware's Takeover Law: The Uncertain Search for Hidden Value*, 96 Nw. U. L. Rev. 521, 521-522 (2002).
- 170) *Id.* at 532.
- 171) *Id.* at 554.
- 172) *Id.*