

【会社法制分野】

◆ 優 秀

「米国デラウェア州の Dell 事件において、MBO に際して決定された
取引価格が「公正な価値」の算定の際に尊重されるための考慮要素」

津田 裕介（大阪大学大学院法学研究科 博士後期課程）

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

「公正な価格」の決定について、日本の判例は、公開買付けを前置する二段階買収を用いた M&A 取引において、対象会社側で「一般に公正と認められる手続」を履践すれば、公開買付価格を「公正な価格」であると認めてよいとした（最決平成 28 年 7 月 1 日民集 70 卷 6 号 1445 頁、ジュピター・テレコム事件最高裁決定）。そして、この「一般に公正と認められる手続」については、第三者委員会の設置等の利益相反回避措置が実施されたかが重要な考慮事項となっている。

もともと、日本では、利益相反回避措置が機能したか否かは、第三者委員会が設置されたかや、公開買付価格がフィナンシャル・アドバイザーの株式価値算定書の算定レンジに収まっているかなど、形式的に判断される傾向が強い。これでは、当該公開買付価格が、真に構造的利益相反関係が解消された状況で形成されたといえず、少数株主に公正な価格が保障されないことにつながるおそれがある。したがって、日本においても、利益相反回避措置が実質的に機能したか、すなわち公開買付価格の形成過程を実質的に検討する必要があると思われる。

一方で、米国デラウェア州では、株式買取請求権 (appraisal right) が行使された場合に、株主に対して公正な価値 (fair value) を支払わなければならないとされているところ、公正な価値を決定するに際して、構造的利益相反関係のある M&A 取引や MBO において合併対価等の買取当事者が決定した価格（取引価格）を尊重することができるかについて、相当程度の判例法理が蓄積されている。米国デラウェア州の判例法理では、あくまでも取引価格を尊重するか、すなわち公正な価値の算定に際して取引価格にどの程度のウェイトを置くべきかが議論されており、日本のように一般に公正と認められる手続が履践されていれば、取引価格が直ちに公正な価格となるわけではないという違いがある。そのため、米

国デラウェア州の判例及び裁判例を検討することで、裁判所は、どのような条件が揃えば、公正な価値の算定に際して取引価格を尊重できるか（あるいは取引価格を尊重してはならないか）をより深く理解することが可能となり、ひいては、利益相反回避措置の在り方についての示唆を得ることにつながり得るように思われる。たとえば、比較的最近下された重要なデラウェア州最高裁判例として、DFC 事件 及び Dell 事件 があり、既に日本の先行研究でも言及されている。しかし、Dell 事件については、衡平法裁判所及び最高裁判所の双方の判示内容を詳細に比較した文献は、管見の限り見つからなかった。Dell 事件の事実と裁判所の判断を紹介することは、日本における取引価格の位置付けや、利益相反回避措置が実質的に機能したかの一つのメルクマールを提供するという点で、一定の意義があると思われる。

本稿の検討は、以下のような順番で行った。まず、一般論として、米国デラウェア州における公正な価値の算定において取引価格がどのように位置づけられているかに関し、公正な価値の判断枠組みを紹介した。そして、Dell 事件の事実の概要を紹介し、当該事実を前提とした上で原審及び最高裁がそれぞれどのような結論を下したかを確認した。これを踏まえた上で、取引価格が公正な価値の証拠として尊重されるために米国デラウェア州の株式買取請求において問題とされる点について、可能な限り詳細な検討を展開した。最後に、今後の検討課題や展望を示した。