

# 企業結合の法規制における企業の評価

— ドイツ株式法305条における公正な代償額算定をめぐって —

野 田 博

## I 序

支配・従属会社間で取引その他の措置が行なわれる場合、その公正性の判断および両会社の利益・不利益の調整は容易ではない<sup>1)</sup>。このことは、会社法上の結合企業規制——第1次的には従属会社の少数株主保護<sup>2)</sup>——を難しいものにしていく主たる要因の一つであると考えられる。一方で、支配会社と従属会社の間取引・措置等につき、個別事例ごとの公正性の具体的判断を必要とする規制の類型——アメリカの法規制はその典型である<sup>3)</sup>——が存する。他方、そのように個別事例ごとに吟味し、利益・不利益の調整をはかることが事

- 1) この点は、例えばドイツにおける事実上のコンツェルン規制の中心となる不利益補償制度（株式法311条）が機能しない要因として指摘される。Vgl. z.B. Mestmäcker, Verwaltung, Konzerngewalt und Rechte der Aktionäre, 1958, S. 305 f.; der, Zur Systematik der Rechts der verbundenen Unternehmen im neuen Aktienrecht, in : Das Unternehmen in der Rechtsordnung, Festschrift für Heinrich Kronstein, 1967, S. 129 f.; Kiehne, Konzernwirkungen und aktienrechtlichen Minderheitenschutz im faktischen Konzern, DB 1974, S. 321 ff.; Immenga, Schutz abhängiger Gesellschaften durch Bindung oder Unterbindung beherrschender Einflusses?, ZGR 1978, S. 275.; Kirchner, Ökonomische Überlegungen zum Konzernrecht, ZGR 1985, S. 231 f. またアメリカ法の規制のもとで、例えば支配・従属会社間で会社機会の侵害が問題になる場合の規制の困難さにつき、拙稿「支配・従属会社間における「会社機会」の帰属と従属会社少数株主の保護」一橋論叢94巻4号（昭60）513頁。
- 2) 江頭憲治郎『会社法人格否認の法理』（昭55）384頁。従属会社が倒産するとき、その債権者保護が前面に出る。
- 3) 包括的な研究として、江頭憲治郎「会社の支配・従属関係と従属会社少数株主の保護—アメリカ法を中心として(1)~(8)」法協96巻12号—99巻2号（昭54~57）。

実上不可能であるという認識を基礎に、そのような困難を回避しつつ、従属会社の少数株主、債権者の保護をはかろうとする規制類型が存し、その代表的なものとしてドイツ法の契約コンツェルン規制が知られている<sup>4)</sup>。

契約コンツェルン規制（株式法291条以下、とくに300条以下）において、企業契約なかんずく支配契約（同291条）が備えられることにより、支配企業の従属会社指揮力を法律上承認する。コンツェルン利益のために従属会社に対して損失となる指図をすることも認められる（同308条）。支配企業による柔軟でほとんど制限のない支配が可能となる。このように、支配契約の締結により、コンツェルン指揮とそれに支配された従属会社の少数株主および債権者との間の利益衝突が尖鋭化され、そしていわば制度化される<sup>5)</sup>。それゆえ、支配企業の自由な支配を補完するものとして、従属会社の少数株主に対しては、次のような特別の保護措置が用意される。

(i)補償支払い（同304条）。これは会社にとどまることを選択する株主に対する配当保証であり<sup>6)</sup>、その算定方式としては、従属会社のこれまでの収益状況および将来の収益予想を標準とする固定的算定方式（同条2項1文）と支配会社の配当水準を基礎とする可変的算定方式とがある。

(ii)代償（同条305条）。これは株主に会社からの離脱を認めるものであり、退社株主に対する代償は、支配会社株式の付与または金銭付与の形でなされる（同条2項）。従属会社株式と支配会社株式との交換の比率の確定については合併の場合に適用される原則——公正な合併比率——を準用し、金銭代償額の確定については、「公正な金銭代償は、当該株主総会決議の時点における会社の財産状況および収益状況を斟酌することを要する」と規定される（同条3項）。

上述の保護措置の実効性を担保するために、裁判所がその相当性を実質的に

4) Wälde, Parent-Subsidiary Relations in the Integrated Corporate System: A Comparison of American and German Law, 9 The Journal of International Law and Economics 455, 497 (1974)

5) Emmerich, Volker/Sonnenschein, Jürgen, Konzernrecht, 2. Aufl., 1977, S. 167.

6) 同条1項1文はいわゆる狭義の配当保証を定め、同条1項2文はいわゆる利益率保証を定める。

審査し契約内容を修正ないし補完することが認められている（同法306条）。

以上の契約コンツェルン規制において不可避免的に企業価値ないし企業持分価値評価の問題が生ずる<sup>7)</sup>。本稿では、退社株主に対する公正な金銭代償の確定のための企業評価<sup>8)</sup>に焦点を合わせた近時のドイツの諸議論を検討する<sup>9)</sup>。

そこで示される基本的な視角は、次のとおりである。退社する少数株主はその社員としての地位の喪失に対する「公正」(angemessen)な代償請求権を有する（株式法305条3項）。この公正な代償額は必ずしも株式の市場価格と一致するわけではない。その価値を突きとめなければならないことは、公正な代償確定のための裁判上の手続（同法306条）の困難さを意味する<sup>10)</sup>。法文上、いかに代償額算定がなされるべきかは、具体的に明確にされておらず、加えて代償額算定のための企業評価の困難性および専門的知識の欠如という理由から、裁判所は、しばしば評価専門家に全く依存しているとの印象が持たれる。企業評価について実務、経営学等で一般に承認された方法は存在せず、評価の裁量の余地は極めて大きい。それは、企業評価に関係する者に結果的に重大な法的不安定をもたらし、そしておそらくそれにとどまらず、法律上定められた公正な代償が実現されないことをも意味しよう<sup>11)</sup>。もちろん、企業評価に対し経営学等が大きな意義を有することには、疑いの余地がない。しかしそのことは企

7) Biedenkopf/Koppensteiner, in: Kölner Kommentar zum Akt G, 1970-1976, Vorb, § 304 Anm. 3.

8) 持分価値は、全体としての企業の価値から、その割分的持分として引き出される（間接的な方法）。それゆえ、持分価値は派生の企業価値といえる。これが原則的な方法であり、直接的な方法—対象となる持分を他の持分価値との比較等によって直接評価する方法—は、例外的な場合に利用されるにすぎない。Vgl. Grossfeld, Bewertung von Anteilen an Unternehmen, JZ. 1981, S. 769 f.

9) なお、代償の原則的形態である株式交換による代償と金銭代償の比較につき、Vgl. Beyerle, Zur Regelabfindung im Konzernrecht gemäß § 305 Abs. 2 Nr. 1 AktG, AG 1980, S. 317 ff. 同論文は、立法論としては、金銭代償だけが定められるべきであるとする。また、補償（株式法304条）による救済の問題性については、Vgl. z.B. Biedenkopf/Koppensteiner, aaO (Fn. 7), § 304 Anm. 22.

10) Dielmann/König, Der Anspruch ausscheidender Minderheitsaktionäre auf angemessene Abfindung, AG 1984, S. 57 f.

11) Ransch, Die Bewertung von Unternehmen als Problem der Rechtswinnschaften, AG 1984, S. 202.

業評価の法律問題としての性質を否定するものではない<sup>12)</sup>。以上の視点から、とりわけ、何が規範的に決せられねばならない法律問題であるかを明らかにし、そしてその規範的基準の内容を解明しようとの試みがなされていることが注目される。

この局面での評価問題は、「多数派株主支配の進展から派生する現代的株式評価問題<sup>13)</sup>」の1つととらえることができよう。評価の局面は異なるが、そうした観点からわが国の商法学の分野で近時示されている株式評価の諸研究<sup>14)</sup>と共通する問題が少なくないと思われる。

また、わが国の現行法規制のもとでは必ずしも問題にならないが<sup>15)</sup>、企業結合の法規制において、企業評価の問題は、規制の種類により重要性の度合の異なるにしても、一定の意義を有するとみることができよう。ドイツまたはヨーロッパ型<sup>16)</sup>の規制類型がとられた場合はいうまでもない。ある会社が、支配・従属関係に陥ることそれ自体に既に外部株主にとっては会社との関係を解消あるいは改訂する契機がある、との主張がなされることがあるが<sup>17)</sup>、その場合、同様に評価問題が生ずる。アメリカ型の規制類型のもとで評価問題が重要な問題として検討の対象となるのは、主に支配・従属会社関係の解消の態様に関する類型、例えば従属会社が支配会社に吸収合併されるような場合等

12) Grossfeld, Unternehmensbewertung als Rechtsproblem, JZ. 1981, S. 641 f.

13) 関俊彦『株式評価論』(昭58) 2頁以下。

14) 例えば、関・前掲注13) ; 江頭憲治郎「取引相場のない株式の評価」『法協百年論集3巻』(昭58) 所収445頁; 浜田道代「株式の評価」『現代株式会社法の課題(北沢還暦)』(昭61) 所収429頁, 等。

15) 但し、支配・従属会社間の合併が行なわれる場合、合併比率の決定および株式買取請求権が行使された場合の買取価額の算定に関しては、企業評価の問題は法的にも重要であろう。今井宏「親子会社の合併と少数株主の保護」『企業法の研究(大隅古稀)』(昭52) 205頁; 拙稿「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」一橋論叢92巻3号(昭59) 382頁等。また関・前掲注13) 356頁以下も参照。

16) ヨーロッパ型の規制類型については、森本滋『EC会社法の形成と展開』(昭59) 363頁以下; 同「企業結合」『現代企業法講座2(企業組織)』(竹内昭夫・龍田節編)(昭60) 所収97頁, 128頁以下, 等参照。

17) 宮島司「企業結合法における外部株主の保護」法学研究57巻4号(昭59) 1頁。

であるが<sup>18)</sup>、その他個別事例の判断が極めて困難な場合——たとえば、支配・従属会社間で会社機会の帰属が問題になるような場合——に、学説の中には分配ルールを提案する見解もみられる<sup>19)</sup>。それによれば、その際の公正な分配は両会社の企業価値を尺度とすべしとされており、そうした見解において企業評価は一定の意義を有する。

## II 代償額算定のための企業評価と法

代償額算定に関し企業評価が法律問題として把握されるとき、それはむしろ代償額の裁判外での決定に際し法律上与えられた評価基準に従うことを意味するが、それにとどまらず——そしてより重要なこととして——裁判官に割り当てられる決定の範囲を意味する、といわれる<sup>20)</sup>。

従来ドイツの判決では、法律問題をも鑑定人にゆだねる傾向がみられた<sup>21)</sup>。連邦通常最高裁判所<sup>22)</sup>は、「商事企業の評価のために一般に認められ、もしくは法律上規定された方法は存在しない。むしろ経営学説で主張された方法のなかで個々の場合に適切であると思われるものを選び出すことは、評価にたずさわる専門家の義務的判断に服する。そののち、彼らによって見出された結果を、事実審の裁判官 (Tatrichter) は無条件に認めなければならない」とする。その後の判決でも、例えばツェレ上級地方裁判所<sup>23)</sup>は、正当な評価方法を探索することは経営学等の任務であるという見解を明らかにしている。

確かに、企業評価についての経営学等の意義を否定する理由は存しない。しかし、時おり「鑑定人の数だけ価値がある<sup>24)</sup>」と辛辣にいわれるように、たとえ「ふつう用いられているもの」であるにせよ異なる評価方法の適用は、基

18) 江頭・前掲注3)「会社の支配・従属関係と従属会社少数株主の保護(8)」法協99巻2号(昭57)145頁、特に187頁以下。

19) 拙稿・前掲注1)85頁以下参照。

20) Ransch, aaO (Fn. 11), S. 203.

21) Vgl. z.B. Ransch, aaO (F. 11), S. 203; Grossfeld, aaO (Fn. 12), S. 642.

22) WPg 1978, 302, 304.

23) OLG Celle, AG 1979, 230, 231.

24) Grossfeld, aaO(Fn. 12), S. 642.

礎資料が同一であっても、個々の場合に重大な価値の相違に導く<sup>25)</sup>。そこで、結果として代償額が鑑定人の選択およびその鑑定人によって利用された評価方法次第、ということになれば、裁判官のある学説上の意見もしくは経済上の経験法則への拘束は存しないことに照らして、基本法<sup>26)</sup>に関する問題を生ずるとの指摘もみられる。その論者は続けて次のようにいう<sup>27)</sup>。「事実問題（ここでは、裁判官が法律問題の推論にとって必要であると想起しなければならない事情である）と法律問題（ここでは、裁判官に委ねられる決定の範囲である）の境界をはっきりさせようとする際、法律上の裁判官 (gesetzlicher Richter) についての原則的な規定（基本法101条1項2文）<sup>28)</sup>が考慮されなければならない。鑑定人に法規範的な判断が委ねられている場合、評価鑑定人への裁判官の職務の許されない移転がありそうに思われる」と。

近時、退社株主の代償額算定のための企業評価に対する法律問題としての理解が、判決および文献上みられるようになってきており、その際次のような観点が示される。まず、法規定自体が不確定の法律概念を含み、法学者にそれを満たすことを促す。ここで議論になっている代償はつねに「公正」でなければならないが、この規定の公正性は不確定の法律概念——典型的な一般条項——である。それは、憲法および会社法の上位の観点——所有権保障、平等取扱い原則等——を考慮に入れることによってのみ満たされる。したがって、それを満たすことは法律問題なのである<sup>29)</sup>。

さらに、企業評価は別の観点からも法律問題として捉えられる。企業評価は目的に結びつけられる<sup>30)</sup>。企業価値がすべての具体的な法律関係から離れて

25) Vgl. OLG Stuttgart, in: Koppenberg, Bewertung von Unternehmen, 1964, S. 57. ここでは、提出された7つの鑑定結果が、額面額の560%から1060%にわたっていた。吉見研次「ドイツ法における局外株主の代償(1)」法学雑誌1号(昭51)40頁, 58頁。

26) Art. 20 Abs. 3 GG. 「立法は、憲法的秩序に、執行権および裁判は法律及び法に、拘束される。」(基本法の条文の邦訳については、『岩波基本六法(昭61版)』所収の「比較憲法条文集」に依る。以下、同じ。)

27) Ransch, aaO (Fn. 11) S. 203.

28) 「何人も、その法律の定める裁判官〔の裁判をうける権利〕を奪われてはならない」

29) Grossfeld, aaO (Fn. 12), S. 642. ; Ransch, aaO (Fn. 11), S. 204.

30) Müller は、すべての価値の確定は一定の目的を追求する、と述べる。Welf Mül-

決定される場合、例えば潜在的な買い手がある企業またはその持分に対しどれだけ支払うべきかを決定する場合には、法律問題は生じない。しかしここで取扱う代償の場合は、そうした具体的な法律関係から切り離された企業価値の決定が問題なのではなく、むしろ法律上の特定の関係のうちの規範的な問題、すなわち一定の人のあいだの一定の法律関係の枠内での価値評価が問題なのである。決定的であるのはこれらの人の間に、評価の対象となる企業に関しすでに特定の法律上の関係が存在することである。価値の確定は、その具体的な法律上の関係——ここでは株主間の、すなわち多数株主と少数株主のあいだの法律関係——の一部をなし、それによって形成されることになる。このように、価値は画一的なものではなく、むしろその時々の評価の目的に関連したものである<sup>31)</sup>。それは、当事者の利益状態、法規制の意味および経済上の結果を適正に考慮しなければならないということを意味する<sup>32)</sup>。それゆえ退社株主の代償額算定のための企業評価は、たんに計算操作によるものではなく、価値評価を要求している法規定の目的および当該法律関係を形成する価値の観念（平等取扱い原則等）を基礎とする。ここでは裁判所の全く独自の任務が問題となる<sup>33)</sup>。鑑定の結果の相違は、鑑定人が法律問題をさまざまに判断することに帰因している場合も少なくない<sup>34)</sup>。企業評価がまず第一に法律問題であるとされるのは、以上のような理由からである。

### Ⅲ 公正な代償額算定の基礎

#### 1. 完全な代償の原則

株式法291条による企業契約の締結は少数株主の社員権を根本的に変容させる<sup>35)</sup>。このような場合に与えられる代償に不可欠の「公正性」(Angemessenheit)の解釈は、前述のように典型的な法律問題であり、上位の観点を考慮す

ler, Der Wert der Unternehmung, JuS 1973, S. 605.

31) Grossfeld, aaO (Fn. 12), S. 643.

32) Vgl. LG Hannover, AG 1979, 234, 235; Ransch, aaO (Fn. 11), S. 204.

33) Grossfeld, aaO (Fn. 12), S. 643.

34) Grossfeld, aaO (Fn. 12), S. 643.

35) Vgl. z.B. Beyerle, aaO (Fn. 9), S. 318.

ることによって答えられる。この関係で、まず憲法上の観点、すなわち所有権保障（基本法14条）が指摘される。連邦憲法裁判所<sup>36)</sup>は、Feldmühle 事件において、転換 (Umwandlung) により退社を強制された株主に与えられる公正な代償とは、退社する少数株主がその地位を喪失することに対する「完全な代償」(volle abfindung) でなければならない——その限りでのみ基本法と衝突しない——とした。この原則は、ここでの金銭代償にも株式代償にも同様に妥当すると考えられている<sup>37)</sup>。

連邦憲法裁判所は、さらに、完全な代償につき、「活動する企業に対する会社上の持分に値するもの」であるとしている<sup>38)</sup>。しかし、これで完全な代償の内容が明確になったとはいえない。経営学説等において、企業（またはその持分）の「価値」はその所有者に対して将来どのような利益を期待させるかということのみによって定まることが、以前より認められている<sup>39)</sup>。そしてこの理解は判決にも浸透してきている<sup>40)</sup>。この利益は、将来個々の持分所有者に評価対象から分配される利益の潜在的可能性に基づいて測定される。その理解によれば、完全な代償の内容は、より厳密には、次のように示されるといわれる。すなわち、「代償は、代償を受ける者に評価の対象が提供するのと同価値の利益の取得をもたらさなければならない」と<sup>41)</sup>。

## 2. 評価の基本的構想

### a. 主観的な企業価値

評価の対象から将来に期待される利益の算定は、その特別の専門知識にもと

36) BVerfGE 14, 263, 284.

37) Gansweid, Zur gerichtlichen Überprüfung der angemessenen Barabfindung nach § 305 AktG, AG 1977, S. 334, 335.; Ransch, aaO (Fn. 11) S. 204.

38) BVerfG 14, 263, 284.

39) Vgl. Winnefeld, Zukunftsbezogene Wertfaktoren bei der Ermittlung der Barabfindung nach § 305 AktG, DB 1975, S. 457, 458.

40) Vgl. OLG Celle, AG 1979, 230, 231; OLG Hamburg, AG 1980, 163, 164; LG Dortmund, AG 1981, 236, 238; OLG Düsseldorf, AG 1984, 216.

41) Ransch, aaO (Fn. 11), S. 205.



づいて、鑑定人に委ねられねばならない経営経済上の評価問題に属する<sup>42)</sup>。その際極めて多様な方法が用いられうる。デュッセルドルフ上級地方裁判所<sup>43)</sup>は、「鑑定人が個々の場合に有用で、そしてなるほどと思わせる方法を選択する場合」、それは許容されると判断した。しかしそれに対しては、確かに鑑定人はそのつど有用でなるほどと思わせる方法を選択するが、法律問題については異なった判断をするという理由から、異なった結果に至るということを見落としているとの、先述した指摘が妥当する。

このような裁判所の判断に留保され、鑑定人に前もって基準として示されるべき法律問題の一つは、評価の基本的構想の選択である<sup>44)</sup>。過去において、一般に客観的な企業価値が前提とされていた。そして今日もなお、そうした見解は判例、学説上みられる<sup>45)</sup>。それは、「通常の」、そしてすべての人に「共通に」基準となる企業価値が存在するというを前提とする。そのように理解される客観的な企業価値の確定において、買い手または売り手の「主観的な」価値評価は、考慮されてはならない。しかし、このような客観的価値論に対し、近時の学説は批判的である。一般に、価値は、ある人のある物に対する関係にもとづくのであり、またそれに加え交渉によって定まるものである。必然的に主観的なものとなる。企業の価値も、企業がその時々持分所有者に生ぜしめる利益に依存しており、常に主体に関連する。企業価値は、人によりさまざまな高さでありうる。企業評価において、売却する者と取得する者双方の状況を見捨てることはできない。このような理由から、企業価値は主体に関連した価値であるということが、まず確認されることになる<sup>46)</sup>。

ここで誤解されてはならないのは、主体に関連した価値を客観的に評価する

42) Ransch, aaO (Fn. 11), S. 205.

43) OLG Düsseldorf, AG 1984, 216.

44) Ransch, aaO (Fn. 11), S. 205.

45) 吉見・前掲注25)「ドイツ法における局外株主の代償(2・完)」法学雑誌23巻2号(昭51)212頁以下は、客観的な価値観念にもとづく企業価値評価の理論を分析する。

46) 以上につき、Vgl. Grossfeld, aaO (Fn. 12), S. 644 ff; Ransch, aaO (Fn. 11), S. 205 f.

こと、すなわち独立した第三者という観点から評価することは、主体に関連した価値という前提に矛盾するものではないということである。<sup>47)</sup>ことに、個人的な投資決定の準備のための評価と異なり、価値が複数の関係者に対して画一的に確定されるべき場合には、純粹の主観的な考察では事は片付かない。関係する者の個人的評価は、信頼できない「自己査定」であることもある。また、対象物に対して有する個人的心情のような、相手方との関係においてその時々法律関係の意味によっては注目され得ない、極めて個人的な種類に属する主観的な考慮も存在する。それらは、次に述べる合意価値の決定の基礎から除外される必要がある<sup>48)</sup>。ここで類型化(Typisierung)が求められる。企業評価において、その時々当該関係者にとって典型的であるとみなされる事情が前提とされるべきである。何が「典型的である」とみなされるべきか、すなわち類型化を形成する要素をいかに選択するかにつき、規範的评价が不可欠になる<sup>49)</sup>。

#### b. 公正な合意価格

主観的価値論を評価の前提とすれば、当事者の限界価格<sup>50)</sup>が異なる場合が生ずる。その際、裁判官による決定がなされるべき問題として、どこに価値の合意が見出されるべきか、の問題がある。それが、①退社する少数株主の限界価格に見出されるべきか、②多数株主のより高い限界価格に見出されるべきか、③これらの限界価格の間に見出されるべきか、である。これは、学説上非常に意見の対立する問題である。確かに、いくつかの(少なくとも二つの)異なる決定価値からすべての関係者に義務づけられるただ一つの合意価値に橋をかけるため、法の視点からの一定の方法が必要になってくる<sup>51)</sup>。

その際、代償を義務づけられる多数株主(支配企業)のより高い限界価格は

47) この点で、判例上、しばしば、評価は客観的な基準によって行なわれねばならないと述べられることが、必ずしも主観的価値を前提とすることに対立するものではない、と指摘される。Grossfeld, aaO (Fn. 12), S. 644.

48) Grossfeld, aaO (Fn. 12), S. 645 f.

49) Grossfeld, aaO (Fn. 12), S. 646.

50) 「限界価格」は、持分の売買に際し財産的損失を被らないで、買い手は最大限どれだけ支払うことができるか、売り手は少なくともいかなる価格であれば換金してよいか、によって決定される。

51) Grossfeld, aaO (Fn. 12), S. 645.

何にもとづくのかを確認しておくことが有益である。次のものが考えられる<sup>52)</sup>。

①企業の再編成ないし他の企業との協同による会社資産のより効率的な利用が生み出す将来の予想利益についてのよりよい情報。

②利益の移転および少数株主に不利益な一定の配当政策等によって、株式法60条1項に違反する形での不当な操作。

③直接に少数株主の退社と結びついた利益、例えば、従属報告書に対する検査費用および報告義務のある法律行為の把握のために必要な組織上の処理が省かれること。

④引受人が、少数株主の退社によって生ずる無制限の指揮力によって、当該結合企業に関して調達、生産、販売、財務政策等における合理化利益、協働的効果が得られること（いわゆる結合利益）。

限界価格の相違が上の①②に基づく場合には、代償を受ける者が退社しなければ参加してしかるべきであり、そしてその退社によって評価の対象のなかに残した利益が問題になっている。それゆえ、この利益分については、代償を受ける者が完全に填補されるべきであるといえることができる<sup>53)</sup>。

限界価格の相違が③④に基づく場合、その相違は、必ずしも多数株主が少数株主の犠牲において利益を得るということには結びついていない。この関係では、とくにいわゆる結合利益を合意価格を決定する際考慮すべきかどうか、すなわちこのような利益を分配すべきかどうか、の問題が重要である<sup>54)</sup>。判例では通常、結合利益の分配を否定する。例えば、ハンブルク上級地方裁判所<sup>55)</sup>は、株式法305条3項2文が被支配会社の収益状態および財産状態のみに焦点を合わせていることから、支配企業に対する結合の効果その他の利益は顧慮される必要はないとする。また、ドルトムント地方裁判所<sup>56)</sup>も結合利益の

52) Ransch, aaO (Fn. 11), S. 206.

53) Ransch, aaO (Fn. 11), S. 206.

54) Grossfeld, aaO (Fn. 8), S. 772; Ransch, aaO (Fn. 11), S. 206.

55) OLG Hamburg, AG 1980, 165.

56) LG Dortmund, AG 1981, 236, 239.

価値に対し消極的な判断をなしている<sup>57)</sup>。

学説上は、意見の対立がある。一方で、結合利益の一般的な分配に反対し、この関係では、代償を受ける者の限界価値での代償に賛成する見解がある。その一つは、結合利益の算定およびその分配の尺度を見出すことの困難さを理由とする実行可能性への疑問とならんで、憲法上の所有権保障が、持分の売却の際の何らかの「考える」見込みまたは経済的機会すべてを含むのではなく、ただ評価の対象それ自体の経済的発展の見込みおよび危険を包含するのみであることをあげる。すなわち、少数株主が、場合によってはその持分の売却を先にのばすことによって、より高い価格を得るとの見込みは憲法上の所有権保障の対象外であり、そしてその限りで、代償額の算定において考慮されるべきでないとの議論である<sup>58)</sup>。

それに対し他方で、退社株主の限界価格での代償は「公正」ではないとの見解も有力に主張されている<sup>59)</sup>。次のような理由があげられる。この効果は、たんに多数株主（支配企業）の措置に起因するだけではない。少数株主がその退社によって追加的な寄与をなすことも考えられる。さらに多数株主は、少数株主が退社しないでもこの経済的効果を達成することのできる場合がある。その場合少数株主は、多数株主がその利益に対する少数株主の取り分を削減するような手段をとらなければ、持分に応じてその成果の分け前にあずかるであろう。しかし、少数株主が多数株主の不公正な行為によって、この成果の分配を受けることを妨げられるとするなら、利益の増加分をすべて多数株主に帰属させる代償は公正とはいえない。このように、代償を受ける者を結合利益に参加させることは経営者の企業家的手腕への寄生的関与ではなく、結合利益は、当事者間でその利益状況に応じて分配されるべきであるとされるのである<sup>60)</sup>。

57) その他、OLG Celle, AG 1979, 233. ただし転換の事例で、公正性の観点から、結合利益を考慮する判決もある。OLG Hamm bei Koppenberg (Fn. 25), S. 99, 106.

58) Ransch, aaO (Fn. 11), S. 206 f. Vgl. auch, Kropff, Rechtsfragen der Abfindung ausscheidender Aktionäre, DB 1962, 155, 158.

59) Drukarczyk, Zum Problem der angemessenen Barabfindung bei zwangsweise ausscheidenden Anteilseignern, AG 1973, 357, 363; Grossfeld, aaO (Fn. 8), S. 772 f.

60) Grossfeld, aaO (Fn. 8), S. 773. なおこの問題に関し、アメリカ法において、特に

以上のように、学説上争いはあるが、いずれにせよ、「裁判官は、どの限界価格を基礎に代償額が算定されるべきであるか、そしてとりわけ結合利益が代償において考慮されるべきであるかどうか——されるとするなら、その分配の方式も含めて——を評価鑑定人に示す必要がある<sup>61)</sup>」といわれる。

### 3. 平等取扱い原則

企業評価の規範的基準として、株主相互間に存する法律関係もまた考慮されなければならない。この関係で、株主平等取扱い原則が重要である。株式法53 a 条は、「株主は同じ条件のもとで平等に取扱われねばならない」と定める。

この原則は、法律、契約または定款において不平等な取扱いが許容されない限り、すべての株主が同じ条件のもとで平等に扱われることを求める。もちろん、株主相互の関係で単一の企業価値を基礎とすることは、ここでの問題ではない。先述のように企業価値は主体に関連しており、異なる株主グループにおいて異なる高さになることが通常である。むしろ重要なことは、平等原則から規範的な評価基準が引き出されうるということである<sup>62)</sup>。

#### a. 完全配当命題

完全な代償の基礎となるものは、すでに述べたとおり、株主が評価対象から将来どれだけ利益を得ることを期待できるかである。それは、「将来の最大限可能な平均配当」によって形成される<sup>63)</sup>。

ところで、利益の一部を配当せず、任意準備金として積立てることが、一般にみられる<sup>64)</sup>。そこで、企業の配当政策に影響を有しない持ち分には、評価

---

影響力の大きいデラウェア州の判例法上、合併利益（共働的効果）が株式買取請求権に関する規定〔8 Del. C. § 262〕のもとで考慮されるべきことの示唆された Weinberger v. UOP, Inc., 457 A. 2 d 701 (Del. 1983) も参考になる。本事件につき、神田秀樹「合併と株主間の利害調整の基準——アメリカ法」『八十年代商事法の諸相（鴻還暦）』所収（昭60）331頁，348頁以下参照。

61) Ransch, aaO (Fn. 11), S. 207.

62) Ransch, aaO (Fn. 11), S. 207.

63) Moxter, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2 Aufl. 1984, S. 85 ff.; Grossfeld, aaO (Fn. 8), S. 770; Ransch, aaO (Fn. 11), S. 207.

64) Ransch, aaO (Fn. 11), S. 207.

に際し、「通常の場合」配当される利益のみを計算に入れるという考え方も出てくる。確かに、現実にそくした見方ではある。しかし、それが決定的な意義を有するわけではないとの主張がなされる。すなわち、引き出された結果が評価されるべき具体的な法律関係に照らして正当であるかどうかが決定的なのであり、そして上記の見解は、ここでは否定されねばならないというのである<sup>65)</sup>。配当されない留保利益は、少数株主が退社する必要がなければ参加するであろう将来のより大きな配当可能性の源を形成する。少数株主は現在の配当のみならず、将来のより高い配当を失う<sup>66)</sup>。したがって準備金を評価に反映させなければ、完全な代償の原則に反するばかりでなく、多数株主と少数株主の不平等な取扱いにもなる。

#### b. 少数株減価

株主平等の原則は、多数株主の持分と少数株主の持分の価値の相違が正当化されるかどうかの問題においても、重要な役割を演ずる。

任意の会社持分譲渡においては、業務執行への影響力行使を可能にするだけのひとまとまりの持分が、取引においてより高い価値を有するとみなされている。また、経営学等の文献においても、影響力を有する持分に対する約10%の価格の割増しまたは少数株主持分に対する10~30%程度の割引きが許されると考えられている<sup>67)</sup>。

価格の相違を肯定する見解は、それが現実に即したものであることに加えて、税法上の処理を拠り所とする<sup>68)</sup>。すなわち、いわゆるシュトゥットガルト方式 (Stuttgarter Verfahren) では資産価値から15%の減価がなされるが、それは

65) Grossfeld, aaO (Fn. 8), S. 770 f.

66) Moxter, aaO (Fn. 63), S. 79.

67) Vgl. Grossfeld, aaO (Fn. 8), S. 771; Ransch, aaO (Fn. 11), S. 207. また, Wirtschaftsprüfer-Handbuch 1977, S. 1145. において, 次のように記されている: 「持分評価において, 通常, 会社の業務および配当政策にいかなる影響力の行使がなされるかも考慮されねばならない。そのような影響力行使の可能性が減少するにつれて, 企業の総体としての価値から持分価値を導出する際なされる減価は, 通常大きくなる。」

68) Vgl. Grossfeld, aaO (Fn. 8), S. 771.

会社の資産が持分所有者に対し必ずしも企業それ自体に対するのと同じ価値を有するわけではないということを理由とする<sup>69)</sup>。しかしこの税法の処置は、ここでは考慮されるべきではない。納税義務者が過重に税を負担する事態が生じないとの目的も追求されており、それはここでの問題ではないからである<sup>70)</sup>。

評価の基礎として決定的であるのは、取引において通常のものではなく、規制の関係で追求される評価の目的である。それゆえ、評価の基礎とされるデータは、法秩序によって承認され、もしくはいずれにせよ、非とはされない範囲からのみ得られねばならない<sup>71)</sup>。

多数株主の見込配当額が、その業務執行への影響力によって配当の期待に影響を与えうることを理由に、少数株主のそれよりも高いことを認めるとするならば、それは多数株主について「最大限可能な」配当に、そして少数株主について「通常の」（もしくはより低い）配当に焦点を合わせることを意味するに他ならず、平等原則に直接違反する。判例・学説の多数は少数株主の持分に対して減価をなすことを否定し、その決定的な根拠として、平等取扱い原則を指摘する<sup>72)</sup>。

#### 4. 法文上の基準と学説上の議論

##### a. 会社の資産および収益状況

法文は、金銭代償額の算定において、「会社の資産および収益状況」を斟酌することを規定する（株式法305条3項2文）。これによって、ともかく取引所相場による機械的な評価は締め出されることが明らかになるにしても、いかに資産および収益状況が考慮されるべきかの本質的な問題は、未解決のまま残されている。

69) VStR Abschn. 77 Abs. 5. シェットウットガルト方式については、吉見・前掲注45) 219頁。また Dielmann/König, aaO (Fn. 10), S. 64 f.

70) Grossfeld, aaO (Fn. 8), S. 771. また、関・前掲注13) 133頁以下、参照。

71) Meincke, Das Recht der Nachlaßbewertung im BGB, 1973, S. 149.

72) 以上につき、Vgl. Grossfeld, aaO (Fn. 8), S. 771 f.; Ransch, aaO (Fn. 11), S. 207.

法文が基礎とする「資産および収益状況」から、企業価値は資産状況に対応する「資産価値」(Subsanzwert) および収益状況に対応する「収益価値」(Ertragswert) を組み合わせて算定されるべきであるとの立場が、今日もいくつかの判決において見出される<sup>73)</sup>。

学説の多くは、上記の立場に対し否定的である。その文言が抽象的であり、不確定の要素を有することは否定できない。それゆえ、立法者の意思が企業の資産価値および収益価値を同等に考慮することにあるとみることはできず、とされる。ここでは、理論によって決するほかはない<sup>74)</sup>。そして、判例・学説上、収益力が最良の評価指標であるとの見解が支配的になっている。ただ、「資産価値<sup>75)</sup>」もしくは「清算価値」にいかなる意義が認められるべきかについては、議論の余地がある。資産価値等に補助的なまたは監督的な機能が一定の場合に認められるとする見解も少なくない。例えば、清算価値——資産の解体価値を基準とする方式で算出された価値——が例外的に収益力を前提として算出された価値よりも高い場合には、清算価値によって企業価値が定められるという指摘がなされる。すなわち、清算価値は企業価値の最低限を画するということであり、支持する見解も多い<sup>76)</sup>。また、企業価値は継続企業の収益価値に経営に必要でない資産部分の処分価値を加算したものによって決せられるとする判決もある<sup>77)</sup>。さらに、自己の所有地を管理する不動産管理会社のように、その目的から資産に頼らざるを得ない場合、資産価値は、少くとも

73) OLD Düsseldorf, DB 1977, 296, 297; BGH, WPg. 1978, 302, 304; BGH, ZIP 1981, 1330; LG Berlin, AG 1983, 135.

74) Schubert/Küting, Unternehmungszusammenschlüsse, 1981, S. 303; Gansweid, aaO (Fn. 37), S. 336 ff.

75) „Substanzwert” という用語は、必ずしも統一的に使われているとはいえない。Vgl. Dielmann/König, aaO (Fn. 10), S. 61; Gansweid, aaO (Fn. 37), S. 336. また、江頭・前掲注14) 469頁以下参照。

76) Dielmann/König, aaO (Fn. 10), S. 62. 肯定する判決として、LG Frankfurt, AG 1983, S. 136 f; LG Berlin, AG 1983, S. 135 f. 異論を唱えるものとして、Gansweid, aaO (Fn. 37), S. 337.

77) 会社資産が全体として可能な限り有利に利用されることが前提とされるべきこと等の考慮が働いている。Vgl. z.B. LG Berlin, AG 1983, S. 135 f.; OLG Düsseldorf, AG 1984, S. 216.



同時に考慮されるべきであるとの意見もある<sup>78)</sup>、このように、公正な代償額算定のための企業評価において、原則的に収益力が基礎におかれるべきであることにはほぼ異論はないといえるが、例外的に他の方式をもって代用物とすることが考えられるか、または他の方式を併用すべき場合があるか、あるとすればそれはどのようにしてか、等については、なお議論を詰める必要がある。

#### b. 株主総会の時点

法文上、価値評価の期日として「株主総会の議決の時点」に照準が合わせられている（株式法305条3項）。この時点も不確定の、それゆえ解釈の必要な法概念であるとされる<sup>79)</sup>。

この関係で、代償額の算定にとって特に重要である——そして法の適用において議論の余地のある——のは、ある情報がその後もはや考慮されるべきではない時点として基準となる期日である。すなわち、どの積極的または消極的の事情が評価期日に予測可能であり、それゆえ評価において考慮されるべきであるかが問題となる。「予測可能な」企業展開と「予測不可能な」企業展開との境界をはっきりさせることは、完全な代償の原則に直接かかわるゆえ、その決定が鑑定人にゆだねられることのできない法律問題であると指摘される。もちろん、この問題は密接に経済的予測と関係しており、また裁判官が、通常企業の危険および経済的機会を判断することの極めて困難であることも無視できない。結局、裁判官は、企業の将来の予測の基礎とされるべき事情（価値要素）をどのようにして見出すかの基準を示さねばならないことになる<sup>80)</sup>。

判例は、これに関し、評価期日までの当事者の認識可能性を問題にする<sup>81)</sup>。

78) Dielmann/König, aaO (Fn. 10), S. 66. なお、アメリカで、関連した問題の争われた事件が存する。すなわち、用材を伐採し、それを需要のある製材品に加工する自然資産会社の株式の価値を評価する際、例外的に資産価値が支配的な要素とされるべきかどうか、が争われた事件である。Bell v. Kirby Lumber Co., 413 A. 2 d. 137 (Del 1980); aff'q 395 A. 2 d 730 (Del. Ch. 1978).

79) Ransch, aaO (Fn. 11), S. 208.

80) Ransch, aaO (Fn. 11), S. 208.

81) Vgl. OLG Celle, AG 1979, 230, 231; LG Hannover, AG 1979, 234; LG Dortmund, AG 1981, 236, 239; LG Berlin, AG 1983, 135, 136.

ふり返ってみてまがりなりにも因果の連鎖が評価期日前までたどって戻られるすべての展開が算入されてよいものではない<sup>82)</sup>。「評価期日後の事情に起因する展開をあとから算入することは、代償を受ける者に、彼らがまさにそこから解放されるべき経済的機会および危険を帰することになるであろう<sup>83)</sup>」ことからすれば、判例による解決は適切であると考えられる。

ただし、一定の場合に、上記の原則を修正ないし除外する必要が示唆される。予測は、その後の展開が評価期日前の事情に根ざしたもので、その時にすでに一般的な経済上の経験により予見できたとき、そしてその限りでのみ、評価期日後の事象にもとづいて修正されるべきであると、判例上いわれる<sup>84)</sup>。関連して学説でも、次のような見解が示されている。代償の義務を負う多数株主は、完全な代償の要素でなければならないが、同時に知覚・評価の特に困難な利益配当分を、その情報面での優位にもとづいて見込むことが可能な場合がある。このことは、鑑定による予測が、代償額を低くする情報を重視しすぎたり代償額を高くする情報を軽視しすぎて、現実の推移から懸け離れるとき、そしてその限りで、完全な代償の原則によって、基準となる評価期日を突破することを正当化するとの見解である<sup>85)</sup>。こうした見解に従うなら、一定の場合に、基準となる評価の時点は、事実上最終の口頭弁論期日に延ばされることになる。

#### IV 代償額の算定

公正な代償額算定のための企業評価において、収益力を基礎とする算定方法が原則的な方式として、判例・学説上承認されていることは、すでにみたとおりである。ここでは、この原則的な評価方式の内容を示し、検討する。なお、資産価値方式を併用すること等によりこの方式の修正を行なういくつかの判決がみられることには、若干の言及をした<sup>86)</sup>。その他、取引所相場による価値

82) LG Dortmund, AG 1981, 236, 239.

83) Ransch, aaO (Fn. 11), S. 209.

84) Vgl. z.B. LG Frankfurt, AG 1983, S. 136.

85) Ransch, aaO (Fn. 11), S. 209.

86) 本稿 III 4 a 参照.

評価については、判例・学説の大部分は否定的である<sup>87)</sup>。これらを含め、原則的方式と併用することまたはその代用物とすることが考えられる他の方式についても検討することは、有益であろうが、ここでは、紙数の関係上、次の指摘をしておくにとどめる。すなわち、収益力を基礎とする算定方式に修正を加え、また代用物として考えられる他の方式を利用する場合には、そのような処理がなされる理由を明らかにする必要があるということである<sup>88)</sup>。

### 1. 予測の問題——将来成果の確定

企業の価値は、その所有者が評価対象企業から将来得られる利益の期待によって定まる。この認識を基礎に、一般に収益価値法が原則的な方法として採用される。収益価値法は、将来に期待される企業利益または将来に期待される利益配当金額・残余財産分配額を資本還元の方法により現在の価値に置き換える方式である<sup>89)</sup>。将来の企業利益等の確定は法律学の認識手段をもって解決され得ない経済上の問題である。それが投機的性格を有することは、避けられない。考慮されねばならないのは、景気の動向、競争の状況もしくは技術革新のような外部的影響であり、また市場戦略、新製品の開発等の内部的影響でもある。これらの考慮は、不確実性を併う。しかし、それは規範的な法律問題とも密接に関連している。企業の危険および経済的機会の見積りは、資本還元されるべき将来の企業利益の高さ、したがって完全な代償の原則にも影響するからである。そのため、裁判官は、どのようにして企業展開の不確かさが評価において考慮されるべきであるかの基準を示すことを求められる<sup>90)</sup>。

通常、不確実性の問題につき、次のような対処がなされる。まず、将来の各

87) Vgl. Dielmann/König, aaO (Fn. 10), S. 65.

88) Dielmann/König, aaO (Fn. 10), S. 58. また江頭・前掲注14) 478-79頁も参照。

89) 代償額算定に関して、将来期待される企業利益が資本還元されるのが、通例である(但し、Ränsch, aaO (Fn. 11), S. 209 f.)。以下の記述は、資本還元の対象として利益値をとることを前提としているが、配当額をとった場合にもあてはまる議論である。なお、理論的な考察として、江頭・前掲注14) 452頁以下、参照。また、本稿Ⅲ 3 a も参照。

90) Ränsch, aaO (Fn. 11), S. 209.

事業年度に期待される利益の算定は、過去における年度成果を基礎にして行なわれる<sup>91)</sup>。過去の収益実績から平均値を確認し、それを資本還元する方法である。また、「持続する」、「中間的な」または「慎重に見積られた」収益の推移を基礎にすることもされる<sup>92)</sup>。

このようにして将来の利益を確認する時、個別的な場合に生ずるいくつかの問題が指摘されている。確かに、過去の成果が比較的に一定している場合、その将来への投影は高い程度の確実性を有するといえよう。これに対し、過去の成果に大きな変動がみられる場合、問題は容易でなくなる。平均値の確定は、どの事業年度の成果が評価に含められるかによる。異常な収益または費用を排除する試みがなされる。また、過去数年間の企業成果が考慮されなければならないということについては、一致している。しかしその年数は明確ではない。その確定は専断的にならざるを得ない。確かに、数年度の成果を考慮することによって大きな操作の危険は締め出されようが、年数のとり方によってさまざまな平均値が生ずることになる。

さらに、企業成果が過去の事業年度において持続的に上昇しまたは低下する場合、問題が生ずる。過去の成果からそのような傾向が確認される場合、その傾向を将来への投影において考慮しないことは、適切ではない。ただ、それが将来成果の算定にどのように反映されるべきかについては、一般的には述べられない。個別的な事例ごとに考えていくほかはない。企業の今後の推移を考慮することが投機的性格を有する——それは、収益力に焦点を合わせる評価方法に一般に付随する——のは避けられない<sup>93)</sup>。

なお、以上の方法で将来の利益を確認するのでは、将来のさまざまに考えうる利益の期待に関する情報を反映することはできず、完全な代償の原則に照らして問題であるとの指摘もある<sup>94)</sup>。

91) Vgl. OLG Celle, AG 1979, 230, 231; LG Dortmund, AG 1981, 236, 238; LG Frankfurt, AG 1983, 136, 137, Dielmann/König, aaO (Fn. 10), S. 59.

92) Vgl. Ransch, aaO (Fn. 11), S. 209.

93) 以上, Dielmann/König, aaO (Fn. 10), S. 59.

94) Ransch, aaO (Fn. 11), S. 209. いくつかのありうるとみなされる一連の予測値を取り出し、その確実性に応じて加重平均することが、求められる価値を明らかにす

## 2. 資本還元の問題

### a. 資本還元率

将来の利益（配当）の確定のあと、その資本還元の問題が生ずる。将来利益の資本還元の基礎となっているのは、期待される将来の企業利益に対応する収益を、確認されるべき利率（資本還元率）でもたらず代償額が退社株主に帰属するという考え方である<sup>95)</sup>。資本還元は、将来期待される平均利益を一定の資本還元率（割引率）で除して、または資本還元率の逆数（乗数）を乗じるという仕方で行なわれる。

ドイツの裁判所においては、この資本還元率として、国内通常利子率に対応する基本利率が採用されるが、それは、そのまま使用されるのではなく、通貨価値下落を考慮した引下げならびに企業上の危険にもとづくリスク・プレミアムの上乘せによる補正をうける<sup>96)</sup>。ツェレ上級地方裁判所<sup>97)</sup>が重要な観点を示す。問題は、現在の時点で株主に対して、将来彼が得るであろう利益に対する代償を、いかなる価額で与えるかである。それは、評価対象物を引き離すことによって株主に帰属しなくなる収益を、株主が他の資本投下により将来確実に得られるようにする額である。そのため資本還元率は、他の資本投下の場合の利率との比較から求められるべきである。これを前提として、同裁判所は、資本還元率を上述のような成分に分解し、これらを論理的にあとづけることができるよう吟味する。

収益価値の高さは、決定的に資本還元率に依存している。また資本還元率は、上記の三つの成分の高さに依存している。以下、これらの要素について検討していく。

### b. 基本利率

支配的な見解によれば、基本利率は国内通常利子率に対応する。これは、長

る上で、適切であるとする。

95) Dielmann/König, aaO (Fn. 10), S. 59.

96) OLG Celle, AG 1979, 230, 231. 本件につき, Vgl. Meilicke, Rechtsgrundsätze zur Unternehmensbewertung, DB 1980, S. 2121.

97) OLG Celle, AG 1979, 230; LG Dortmund, AG 1982, 257, 258.

期的で危険の低い資本投下の場合の資本収益率であり<sup>98)</sup>、抵当証券、地方自治体債、連邦債、州債等確定利付き有価証券への長期投資に見出される<sup>99)</sup>。この利率は容易に確かめられ、また現在の資本市場の状況を確かに反映するからである<sup>100)</sup>。通常の株式収益率が基準とされないということでは、一致している<sup>101)</sup>。

最終的に未決定のまま残っているのは、いつ国内通常利率が確定されるかの基準である。連邦通常裁判所<sup>102)</sup>は、利率に対しても評価期日の原則が適用されるため、評価基準日の利率が立てられるべきであるとの解釈を承認する。すなわち、原則として株主総会の議決の時点である。その際、国内通常利率は、銀行の情報、すなわちドイツ連邦銀行の月報によって知られる<sup>103)</sup>。

しかし上述のように固定した時点に照準を合わせることには、問題もある。利率もまた時のつれて変動する。裁判所が時間的に隔たっていないいくつかの評価期日に非常に異なる基本利率を決定したとしても、不思議ではない。しかしこれは、わずかの利率の相違が代償額に重大な影響をおよぼすことに照らしてみると、問題である。すなわち、例えば、将来の一事業年度100万DMの利益の見込みが6%の割引率で資本還元される場合、1670万DMの企業価値が算定されるが、8%の利率では、企業価値は1250万DMの額になるにすぎない。したがって、この利率は完全な代償の原則に直接かかわる<sup>104)</sup>。このことから、ツェレ上級裁判所<sup>105)</sup>は、利率がドイツ連邦銀行の金利政策によって強い変動

98) Dielmann/König, aaO (Fn. 10), S. 60. 吉見・前掲注45) 214頁。

99) 注97) にあげた判決参照。但し、国債および抵当証券の場合に関係づけることにつき、それらは経済上の舵取のために利用されることも考えられ、その限りで期待できる選択的な投資の場合を示さないことを理由に、許されないとする判決もある。LG Hannover, DB 1977, 1405, 1407.

100) BGH, ZIP 1981, 1330, 1331.

101) Ransch, aaO (Fn. 11), S. 210.

102) BGH, ZIP 1981, 1330, 1331; auch LG Berlin, AG 1983, 135; LG Frankfurt, AG 1983, 136, 138.

103) Dielmann/König, aaO (Fn. 10), S. 60.

104) Ransch, aaO (Fn. 11), S. 210 f.

105) OLG Celle, AG 1981, 234; 1979, 230, 232. なお、将来の利率の動向を考慮することが体系に矛盾するものでないことにつき、Dielmann/König, aaO (Fn. 10), S. 60.

を受けるとき、持続的に得られる利率が代償額算定の基礎とされるべきこと、そしてそれゆえ利率の将来の推移についての予測が行なわれるべきことを示した。ともかく、急激な利率の変動の場合には、退社株主は評価期日の利率が「不自然に」高いということを主張する機会が与えられる。そこで基準となるのは、「持続的に得られる利率」である<sup>106)</sup>。

### c. 通貨価値下落の考慮

完全な代償の原則により、代償は評価対象会社から将来得られるであろう利益の期待と同価値の利益が得られることを可能にしなければならない。企業投資の場合と他に採るべき国内通常利子率での資本投下の場合とを比較すると、特に後者の場合に、物価上昇の影響で、実質的にその回収額が低下することが考えられる。ここでも、いかにして通貨価値の下落が代償の決定において考慮されるべきであるかが、規範的基準の求められる法律問題としてあらわれる<sup>107)</sup>。

ところで、株式を通じての出資は絶対に物価上昇の影響をうけないというわけではない。会社によって保持されている財もまた価値の低下をまぬがれない。そのことは無条件に債権にあてはまり、また消耗財にもあてはまる。それにもかかわらず、後述するように判決において一部物価上昇を考慮した割引率の引下げがなされることは、次のことにより正当化される。すなわち、確定利付きの有価証券投資に対する通貨価値下落の危険は、企業——それは、債権その他の物価上昇に影響される財とならんで、価値低下の影響を全くまたはそれほど強い程度にはうけない不動産および施設を通常有する——への株式を通じての出資の場合よりも強く結果があらわれるということである<sup>108)</sup>。

以上によれば、物価上昇を理由とする割引率の引下げは、通貨価値下落を一般的に調整しなければならないわけではなく、むしろ物価上昇の影響が確定利付き有価証券投資の場合に、会社に対する資本参加の場合よりも強くあらわれる限りで、基本利率の補正を行なうものであるといえる。したがって、基本利

106) Dielmann/König, aaO (Fn. 10), S. 60.

107) Ransch, aaO (Fn. 11), S. 211 f.

108) Dielmann/König, aaO (Fn. 10), S. 60 f.

率から現実の物価上昇率を減ずることは、正当化されるものではない。適切な引下げは、むしろ、ドイツ連邦銀行の月刊誌から知られる生活基準指標の上昇未満でなければならないとされる<sup>109)</sup>。判例上、経営経済の実際を引き合いに出して、1%から3%の間の引下げがなされている<sup>110)</sup>。

以上の解決について、伝統的な資産価値の着想に結びついたものであるとの指摘もみられる<sup>111)</sup>。

なお、基本利率として役立つのが、長期の投資における評価期日の利率ではなく、持続的に得られる利率であるという見解がとられる場合、「持続して」存在すると見込まれる「平均的」通貨価値の下落を基礎とすることが、首尾一貫している<sup>112)</sup>。

#### d. 危険の考慮

企業価値評価における危険（不確実性）の問題が、将来利益の確定においてのみならず、利率の確定に際してもあらわれる。次の2点が問題となる。一つは、対象企業の有する危険度が利率においても考慮されるべきかどうかであり、いま一つは、互いに比較される投資の確実性の相違がいかに調整されるかである<sup>113)</sup>。

裁判所は、企業の危険の考慮の問題を利率に関してもさまざまに答えてきた。ツェレ上級地方裁判所<sup>114)</sup>は、一般的な企業危険を理由とするリスク・プレミアムの上乘せを拒んだ。特別な危険はすでに収益予測において考慮されていること、および一般的な企業危険に一般的な企業機会が等価で向かいあっていることが理由とされた。これに対し、一般的な企業危険にもとづいてリスク・プレミアムの上乘せが許されるとする判決もある<sup>115)</sup>。それらは、企業投資には、業種、業態に応じた危険その他の予測され得ない危険がともなうということ、

109) Dielmann/König, aaO (Fn. 10), S. 61.

110) Vgl. z.B. OLG Celle, AG 1979, 230, 232 = 1 % ; LG Dortmund, AG 1982, 257 = 2 %

111) Ransch, aaO (Fn. 11), S. 212.

112) Dielmann/König, aaO (Fn. 10), S. 61.

113) Ransch, aaO (Fn. 11), S. 211.

114) OLG Celle, AG 1979, 230, 232.

115) Vgl. LG Frankfurt, AG 1983, 136, 138 ; LG Dortmund, AG 1982, 257, 259.



またはその種の利率の引上げが企業評価の実務において通常であることを理由とする。

リスク・プレミアムの上乘せを否定する見解において、将来の企業利益の確定の際に企業危険はすでに考慮済みであるとされることは、一面では正しい。利率においても危険を考慮することは、危険（そして危険のみ）を二重に考慮することになる。ただ、将来期待される年度利益の確定において、判例上の解決によれば、異常な収益または費用が除外されることに注意する必要がある。このことが、より高い企業投資の危険にもとづくリスク・プレミアムの上乘せを正当化する理由としてあげられる。すなわち、対象企業固有の危険——それは通常過去の成果にも影響している——の注意深い分析によっても、収益の算定において考慮され得ない一般的な危険が、企業の経営にともなう。一つの例を1973年の石油危機が提供する。このような危険は、過去の成果において明らかにならず、また先述の比較される資本投下の場合には付随していない。そのため、企業投資にともなうこのような危険を調整する必要性が認められる<sup>116)</sup>、その際、通常0.5%のリスク・プレミアムの上乘せが適切であるとみなされうる、との指摘がなされている<sup>117)</sup>。

このような「一般的な」企業危険等を理由とする、一括した利率の引上げに対し、危険が傾向としてあまりに重視される結果のなるとの指摘もある。危険にもとづく利率の引上げにとって、他の選択的な資本投下の場合に比較して評価対象企業への投資がどの程度不確実であるかが決定的なのであり、例えば高度に多角化された企業のような場合には、危険の程度は非常に低くなることも考えられる<sup>118)</sup>。

## V 結 び

企業結合の法規制の局面でも、企業評価の問題は一定の意義を有することが考えられる。ドイツの契約コンツェルン規制において、企業評価は不可避免的な

116) Dielmann/König, aaO (Fn. 10), S. 61.

117) Dielmann/König, aaO (Fn. 10), S. 61.

118) Ransch, aaO (Fn. 11), S. 211.

問題としてあらわれる。本稿では、代償額算定のための企業評価に関して、近時ドイツにおいてなされている諸議論をみてきた。

企業評価はまず第1に法律問題であることが、明瞭に認識されている。評価は、立法者が代償の規定をもって実現しようとした目的に結びついており、また憲法上の所有権保障および会社法上の平等取扱い原則等上位の観点の考慮を欠くことはできない。そこから、規範的な価値および評価の基準——いかなる構想、方法または方式が相当であるかの基準——を導き出す試みがなされている。

この局面での評価問題は、Iでも指摘したとおり、近時わが国商法学の分野でもすぐれた研究のなされている「多数派株主支配の進展から派生する現代的株式評価問題の一つ」ととらえることができる。評価の局面は異なるが、本稿でみた議論も併せて考察することは興味深いと思われる。代償額算定に関する議論において、株主の所有権の擁護という観点から、株主の企業持分所有権者としての側面が強調されていることは、容易にみてとれる特色といえようか<sup>119)</sup>。理論的にみて、議論の余地は種々あると思われる。この点は、後日に期したい。

---

119) 吉見・前掲注45) 240-41頁参照。