

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——

酒 井 太 郎

I 問題の所在と本論文の構成

一九世紀中盤に米国で成立した株式買取請求権制度は、多数決原理に基づく会社の能動的な組織変更を可能にするために、⁽¹⁾ 会社の意思決定に対する株主の拒否権を奪う代償として設けられたものである。⁽²⁾ 買取請求権が行使された場合、会社の合併や定款変更などの決議に反対する株主には、裁判所による評価に基づき、当該株主の所有株式の「公正価格(fair value)」が与えられることとなる。⁽³⁾ しかし、株式の価値、そしてその適切な評価方法については、確たる説が現在においても見られず、⁽⁴⁾ それゆえ株式評価は買取請求権を取り巻く問題の中でも解決困難なものとして立ちはだかってきた。

その中で、一九五〇年、デラウェア州最高裁判所によってなされた *Tri-Continental* 判決は、⁽⁵⁾ 株式買取請求権上の株式評価の中心に据えられるべきひとつの理念を提示し、一定の方向付けを行なった。株式価値を形成すると考えられるすべての要素が評価を行なう者の視野に収められなければならない、単一の価値指標が株式全体の価値を体现することはない、⁽⁶⁾ との本判決の考え方は、その後の判決および学説の広く参照し、追随するところとなる。

複数の価値要素を加重平均して一株当たりの株式価格に還元する「デラウェア・ブロック・メソッド」(Delaware Block Method)を法廷で評価法として取り上げるに当たり抛り所とされたのがリーディング・ケースた

る Tri-Continental 判決であったこと、その他にも簡便かつ明快であるという利点を有していたことから、ブロック・メソッドによる株式評価は米国において一時隆盛を誇った。しかし、単純で統一的に利用可能な方法であると考えられていたブロック・メソッドにも数多くの批判がなされ、また、株式買取請求権上の株式評価で支配的評価方法となっていたブロック・メソッドを回避するために、⁽⁷⁾反対株主が株式買取請求権を行使せず、衡平法上の訴権に基づいて損害賠償 (rescissory damages)⁽⁸⁾を求めるという新たな手法も出現した。ブロック・メソッドその他の既存の株式評価方法に対する批判は、株式買取請求権上の株式評価においていかなる技術を用いるべきかという、制度の枠内での問題に留まるのに対し、衡平法上の「準株式買取請求権 (quasi-appraisal remedy)⁽⁹⁾」の登場は、これまでの株式買取請求権的目的および内容の解釈に大きな修正を迫り、制度自体の再考を促す契機となった。

株式買取請求権を条文の字義どおりに、そして従来の解釈のとおり理解すれば、株式の公正価格は、合併や定款変更などの会社行為がなかったならば存したであら

う額であり、裁判所は当該会社行為の是非については論じる必要がなく、一般的な株式評価法を個別に検討し、会社の状態等を勘案して妥当な方法を指定するだけでよかった。そのうえ、ブロック・メソッドが評価法の主流をなしていた時期は、それ以外の方法はなきものとして取り扱うことが可能であったから、⁽¹⁰⁾評価鑑定人が計算した複数の一株当たり価値を加重平均するだけで済んでいた。しかし、株式買取請求権による救済 (つまりブロック・メソッドによる株式評価) では満足できなくなった株主は、自己所有の株式の価値を取り戻すためにそれ以外の訴訟の場 (forum) を開拓し、裁判所が追認するに至る。それ以後、同様の内容 (いずれも結果的には株式価格の決定と買取) をなすものであるにもかかわらず新しい救済と株式買取請求権を別個の制度として併存させておくことをめぐって議論が繰り広げられ、既存の株式買取請求権に新たな解釈を加えることで「準株式買取請求権」を包含するべきではないかという見解⁽¹²⁾が出されるに至った。一九九二年三月発行の American Law Institute (以下 ALI) の Principles of Corporate Governance: Final Draft でも、会社多数派と少数派株主との

利害調整を旗印に、制定法上の株式買取請求権および衡平法上の「準株式買取請求権」の両方を取り入れたと考えられる提言がその第七部第四章でなされている。

会社多数派と少数派との利害調整という制度の目的は訴訟で考慮されることなく、裁判所は判例により確立された方法(すなわちブロック・メソッド)に依存し、法学者は株式評価の技法の優劣のみを競っている間、制度に対する信頼が失われ、株主が買取請求権以外の救済に走るようになってしまったのは、皮肉というべきであろう。そして、株主の後を追うようにして「準株式買取請求権」を認め、制度として確立しようとしている裁判所および法学者の現在の対応もまたかつての態度と比較して興味深いものであるが、法による少数派株主の保護という機能を充実させるための制度装置をいかにして改良してゆくかという姿勢は注目に値する⁽¹³⁾。本論文は、株式買取請求権を巡るこうした米国の状況を、株式評価問題を軸に概観するものである。

本論文は次のように構成される。まず、時間の流れを一九七七年のSinger判決⁽¹⁴⁾で区切ることとする。ブロック・メソッドに対する引退勧告は一九八三年のWein-

berger判決⁽¹⁵⁾でなされたけれども、株主がブロック・メソッドを回避し、「準株式買取請求権」に訴えることに成功した最初の判決であるという意味で、Singer判決を通過点と考えるのがその理由である。それ以前をブロック・メソッド全盛期と捉え、いかなる評価がなされたかを簡単に見る。そしてSinger事件以降の時期については、Weinberger判決とあわせてブロック・メソッドに対する批判的検討を加え、最終的には、ALIの提言をとおして現時点における株式買取請求権上の株式評価について議論してゆきたい。

II ブロック・メソッド (Singer判決以前)

1 Tri-Continental判決

本判決は、ブロック・メソッドの裏付けとして用いられた一方、Weinberger判決ではブロック・メソッドを葬り去るための道具としても用いられたので、概要を最初に記しておく。

Tri-Continental Corp. はその子会社である General Shareholders Corp. を吸収合併したが、当該合併において子会社の少数派株主の締め出し (squeeze-out) を

行なった。七人の少数派株主は、Tri-Continental Corp. が株主に支払った対価に異議を唱え、買取請求権を行使した。衡平法裁判所は株主の主張に基づき評価人の評価額に変更を加えたが、デラウェア州最高裁判所は次のように判示してこの変更を破棄し、評価人による評価結果を支持した。すなわち、吸収される会社は継続企業として評価されなければならない⁽¹⁶⁾、清算価値のみで評価されてはならない、と。さらに裁判所は、反対株主の株式の真実価値または固有価値を決めるにあたって、すべての関連要素を考慮する必要があると指摘した⁽¹⁷⁾。したがってこの「Tri-Continental」基準は、裁判所が、吸収される会社の価値に合理的に影響を与えると考えられるすべての要素を意識することを要求するものであるといえる。単一の評価法の採用を強制しない、このより広範な評価手法は、裁判所に対して、資産価値、収益還元価値、市場価格、成長見込、配当性向、企業の現状そしてその個別産業における相対的地位といった要素、そしてその他のすべての関連要素を考察の枠に入れることを可能にした⁽¹⁸⁾。

2 ブロック・メソッドの内容と適用例

株式の価値を構成すると思われる要素を一株当たりの額に還元することで、当該価値要素から見た株式価格が計算される。一般に、企業の収益（または株主の受け配当）を資本還元したもの、企業の資産を発行済株式数で除して一株当たりの額を求めたもの、取引価格、これらが今日、株式評価に際して参照される。単一の要素を以て対象株式を評価することも理論上は許されるが⁽¹⁹⁾、デラウェア・ブロック・メソッドでは、これらのすべてを価格算定に取り入れ、評価対象企業の置かれた状況を按分率に反映させ加重平均する。例えば、ある会社の一株当たり収益還元価値が二〇ドル、資産価値が一五ドル、株式取引価格が二二ドルであるとき、それぞれに対する按分率を六〇％、三〇％、一〇％とすると、株式価格は $(20 \times 0.6) + (15 \times 0.3) + (22 \times 0.1)$ すなわち一八・七ドルとなる⁽²⁰⁾。ただし、ここで注意しておきたいのは、「Continental 判決が「すべての関連要素を考慮する必要がある」と判示したにもかかわらず、ブロック・メソッドで用いられる価値要素は、上に示した収益、資産、市場の三つが専らであったということである⁽²¹⁾。反対株主、

会社、あるいは評価人がこれら以外の価値指標を示しても斥けられることが多い。⁽²²⁾

ブロック・ルールによる評価でもっとも重要なのは、複数の価値要素にそれぞれだけの按分率を付与するかという点である。これは裁判所の裁量の枠内にあるとされ、⁽²³⁾ 評価人の按分率が不相当と考えられる場合には裁判所による変更が加えられることもある。⁽²⁴⁾ さらに、裁判所による具体的な加重平均ないし資本還元のための乗数設定は個々の事例に依じてなされるべきであるとされ、普遍的かつ数学的なモデルを設定して評価を行なうことはできないとされる。⁽²⁵⁾ 次に、それぞれの価値要素についてどのような按分付与がなされていたかを見る。

(1) 資産価値について

資産は、収益、配当を産み出す源泉として会社の重要な部分を形成するとみなされ、ブロック・メソッドの成分として一般に高いウェイトが置かれている。⁽²⁶⁾ しかし、その他の価値に比べて高いウェイトが与えられるとはいえず、常にそうであったわけではなく、⁽²⁷⁾ 高すぎるウェイトに対して修正がなされる場合もあった。⁽²⁸⁾ なぜならば、資

産価値に高い比重を付与することが、「清算と同視する」という、誤った目的⁽²⁹⁾ から株式買取請求権上の評価を捉えることに結び付き、Tri-Continental判決で示された、継続企業価値に基づくという趣旨から外れることとなるからである。

だが、一定の理由に基づき、資産価値に一〇〇%のウェイトが置かれた事例も存在する。例えば Cerole Petroleum Corp. 事件では、会社がベネズエラ政府によって国有化されようとしており、資産価値(資産が将来もたらす収益面も資産価値として算入)が公正な価値を形成するとの評価人の決定が裁判所により認容されている。⁽³⁰⁾ また、Robbins & Co. v. A. C. Israel Enterprises 判決でも、資産価値に対する一〇〇%の比重付与が認容されている。⁽³¹⁾

(2) 収益還元価値について

ブロック・メソッドにおいては、収益還元価値を参照するに当たり実績値を用いるべきであるとされ、将来の予想収益によることには消極的である。たとえば、Universal City Studios, Inc. 事件では、⁽³²⁾ 反対株主側が、

合併直近の収益を参考とするのが証券実務上の慣行であり、過去五年間の収益を使用すべきでないと主張したが、「証券アナリストの間で利用されている収益還元法が実務慣行上妥当であるとしても、説得力を持つものではない。現在の慣行がどのようであるうと、デラウェア州における基本姿勢は、合併直前の五年間の収益を平均することにある、これに例外はない」と、デラウェア州衡平法裁判所は断じている。⁽³⁴⁾ なお、配当は通常、収益に含めて論じられる。収益と配当がほぼ同一の価値を示すと考えられているためである。⁽³⁵⁾ けれども配当に独立した地位を与えてウェイツィングを行なった事例も幾つか見られる。⁽³⁶⁾

一株当たりの収益実績値を資本還元するためには還元値を設定することが必要だが、従来デラウェア州の裁判所は、Dewingの見解をもとに様々な資本還元率を採用していた。だが、「Dewing教授の説が世に出てから二〇年のあいだに、利率、通貨供給量および賃金の相互連関が大きく変化し」ており、「ことに今日の財務論の流れにおいて柔軟な対応が必要とされて以来、Dewing教授の資本還元公式は、的確に問題を把握することができ

なくなつた」ことを理由に、デラウェア州最高裁判所は、この分析から導かれるDewing式乗数を用いることを放棄してしまつた。⁽³⁹⁾ その代わりに、裁判所は合併等取引着手時を基準にした株価収益率をもととする資本還元率を採用した。⁽⁴⁰⁾ これはその後の判決でも踏襲されているようである。⁽⁴¹⁾

(3) 取引価値（市場価格）について

デラウェア州では、株式が市場で流通しているときであっても、その取引価格に対して「敵意」ある態度をとっていた。⁽⁴²⁾ 一九二〇年代後半の証券取引の活況、そしてそれに続く一九二九年以降の株価の暴落といった経験から、あまりに突発的な事象が株価を決定し、正常な状態にあり、経済的な外圧がかかっていないときであっても、こうした事象が株価を過敏に騰落させると考えられ、それゆえ、市場価格を受け入れることは、株式の真の価値にかかわると考えられない状況から評価を導くことになつて不適当である、というのがその理由である。⁽⁴³⁾ また、Delaware Racing Association 事件¹⁾は、当該株式の取引される株式市場で十分信頼に値する取引が行われて

いるならば、評価の対象となる反対株主所有株式の価値にそこで形成される市場価格が含まれなければならないといとつ、市場価格は株式の固有の価値を絶対的に示す要素とはならないとも述べている。⁽⁴⁵⁾なお、買取請求権をもたらず会社行為がなされる前の時点の株式の取引が活発でないようなとき、市場価格算定にあたって取引の実績は信頼できないものとされる。同様に、取引が活発であっても、外部からの影響が見られるときは信頼が与えられない。このように、裁判所は株式の公正価格を算出するにあたって市場価格にあまりウェイトを置かないものといえる。合併その他会社行為の以前に自由に取引される市場がなかったときは、市場価格を完全に排除してもよいとされる。⁽⁴⁶⁾

3 ブロック・メソッドに対する批判

ブロック・メソッドに対する批判としては、ブロック・メソッド適用の過程に着目したものと、ブロック・メソッド自体が評価法として不適格であるとするものがある。前者は批判というよりは、ブロック・メソッドの改良すべき点を指摘したものといえなくもない。プロッ

ク・メソッド自体の誤りを指摘するものとして、市場で形成される価格は数人の裁判官の計算よりはずっと信頼できるという見解⁽⁴⁶⁾が代表的であり、効率的市場仮説を武器に法廷での株式評価の困難さ・不十分さを突いている。また、収益力に乏しく、資産価値が収益価値よりも高い場合には、企業資産の最適利用の見地から会社は清算されるのが望ましく、株式の価格決定においてもこの考え方が導入されるべきであると説くものがある。以下、二つに分けてブロック・メソッドに対する批判を見てゆく。

(1) ブロック・メソッド適用の過程に着目した批判

株式を構成する価値として代表的な四つの価値を加重平均しようにも、評価対象株式が閉鎖会社により発行されたものであれば、通常配当および市場価格がそこには存せず、あったとしても信頼できるだけの根拠を以てこれを採用することが可能なケースは限られる。取引相場のある公開会社株式であっても、市場価格を価値構成要素とすることに裁判所は懐疑的であった。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少評価せしめる外部的な影響を受けると考えている。こうして、

たいていの場合ブロック・メソッドの四要素は実質的に三つか二つに限定されてしまうこととなる。⁽⁴⁷⁾ 反対株主または会社が別個の価値指標を提示しても採用されることはまれであったため、⁽⁴⁸⁾ 複数の価値を総合する折衷評価法としてのブロック・メソッドも、評価要素を固定化することで、実質的には資産・収益平均法ともいふべき特定の評価手法を志向していたにすぎないことになる。⁽⁴⁹⁾

先にも述べたように、加重平均にあたっての按分の仕方⁽⁵⁰⁾は裁判所の裁量の枠内にあり、事例ごとに異なる。しかも、いかなる理由に基づいて判決に示される按分率が導かれたのかは明確でなかった。⁽⁵¹⁾ それゆえ、按分率を操作することで、裁判所は思いのままに評価結果を導くことができる。さらにブロック・メソッドが株式買取請求権上の中心的評価法である限り、例えば現金買収における多数派株主は少数派に対する優位（低コスト）⁽⁵²⁾（＝株式買取価格）での株式取得⁽⁵³⁾を確信できるといふ。反対株主が株式買取請求権以外の救済に走った理由の一端がここに見られる。

また、過去五年間の収益実績値を収益還元価値算定に当たり裁判所が採用し続けたことは、株式の価値が基本

的に将来⁽⁵⁴⁾、産み出される収益の集積体であることを無視したものであり、問題がある。無論、将来収益の予測はあくまでも「見解（opinion）」の域を出ず、⁽⁵⁵⁾ 代用値としてだれの目にも明らかな実績値を採用することは、説得力を確保するためにやむを得ないことであると考えられなくもない。⁽⁵⁶⁾ しかし、実績値を以て将来の予想収益（期待収益）に代えても、それが将来にわたって続くということ⁽⁵⁷⁾を説明できなければ、所詮は予測上の将来収益と同じ問題を抱えることとなる。⁽⁵⁸⁾ また、ブロック・メソッドにおいては過去の収益実績を平均した値を用いていたが、ここで成長中の企業の収益価値を正確に評価しえないという問題が生じる。⁽⁵⁹⁾

(2) ブロック・メソッド自体が評価法として不適格であるとする見解⁽⁶⁰⁾

Schaefer⁽⁶¹⁾はブロック・メソッドがまやかしであることを次のように述べている。収益価値や資産価値がそれぞれ異なる値を示す場合、企業の価値はそのうちの高いほうと同等でなければならない。なぜならば、この高いほうの価値は、会社の資源がより多くの収益を生むため

にとるべき活動の結果と考えられるからである。ブロック・メソッドが株式買取請求権上の株式評価に適用されることの問題は、企業価値を示す異なる指標の間で折り合いをつけることが誤りであるから、ということではない。資産価値や収益価値が同時に企業の真実価値の指標たりうる、とすることが誤りなのである。⁽⁵⁸⁾ なぜならば、資産価値と収益価値は、企業がとりうる行動の結末を描くものであるからである。つまり、清算か事業の継続かということである。同時にこの二つは選択できるものではない。資産価値が収益価値を上回るとき、企業資源の最適利用の見地からすれば、より高い収益を導くことのできる者に企業は譲渡されなければならない、その時の株式価格は資産価値によるべきである。逆に、収益価値が資産価値よりも高いとき、事業は継続されるべきであるから、収益価格をもとに株式価格を算定しなければならない。⁽⁵⁹⁾ 両者の平均値をとることは、採用すべき高いほうの額を水割りすることに等しい、と。

このように、企業の最適利用価値 (Best-use value) がすなわち企業価値であるとしているのであるが、市場価格が企業価値の偏見のない見積もりとしてみなされう

るならば、最適利用価値(資産価値または収益価値のいずれか高いほう)と市場価格との加重平均は、合理的であるといえる、とも述べられている。⁽⁶¹⁾ しかし Schaefer 自身は市場価格にそれほど信用をおいていないようである。⁽⁶²⁾

Schaefer は、ブロック・メソッド正当化の理由として説かれている見解に一つ一つ批判を加えている。

①まず、少なくとも三つの要素を按分することは、それぞれの要素の抱える欠点による影響を最少化するのに役立ち、反対株主に対する公正な配慮をなすことができる、と説く者がある。⁽⁶³⁾ しかし先にもふれたように、複数の指標が同時に企業価値を表わすことはない、その併用は許されないと Schaefer は述べている。⁽⁶⁴⁾

②次に、ブロック・メソッドにおいて、市場価格、収益価値、資産価値に割り当てられたウェイトは、株主が所有株式を売却する可能性、一定の期間に株主が所有株式から利益を得る可能性、企業の清算の可能性をそれぞれ表わすといわれる。⁽⁶⁵⁾ これについても上述したように、適切に運営されている企業が清算か事業の継続かの選択に直面したとき、当該企業がとりうる行動は見返りの大

きいものに限られ、それ以外を選択する可能性はゼロといわなければならないと批判する⁽⁶⁶⁾。

③ このように Schaefer の批判する二番目の考え方を発展させたのが、ブロックメソッド正当化の理由の第三である。すなわち、株式価格は株主が得ることのできる資産面、収益面、市場取引面の利益の可能性を加重平均の形で算入することにより導かれるが、資産価値がその他の価値よりも高く、清算することが望ましい場合であっても、少数派株主は清算をなさしめる力を持たないのであるから、資産価値に与えるウェイトは経営側がそれを意図していたかどうかには左右される、という見解である⁽⁶⁷⁾。会社資源の最適利用が経営者の専属事項であるならば、経営判断の原則が彼らの意思決定を防御する役割を果たし、詐害行為や利益の衝突、重大な権限濫用の事実がない限り少数派株主はその決定に逆らえない。ここで Schaefer が問題とするのは、少数派株主の締め出し (freezeout) のような、多数派と少数派との対立が顕著と思われる場合であっても、これを株式買取請求権の手に委ねてしまうと経営判断の是非を考慮に入れることが不可能になる、ということである。裁判所が締め出し

行為のような利害対立の濃厚な状況を放置し、かつ企業の最適利用価値に基づいて株式評価を行なうのではなくブロック・メソッドを強制するならば、経営側は締め出し行為の前に会社を非効率的に運営しておこうという誘惑に駆られることとなる⁽⁶⁸⁾。この点については、多数派と少数派の対立が見られる場合に、企業の最適利用価値に基づく評価や、合併等取引の成立後に期待される利益の反対株主への分配を求める ALI の提言と関係してくると思われるので、後に詳しく論じることとしたい。

④ 四つめとして、二段階合併の第一段階で適正な対価で支配権が取得された場合、第二段階の締め出し行為において企業の真実価値よりも低い対価で少数派株式を買収することは、ゴネ得に与ろうとする株主を排除するのに役立ち、経営に難のある会社に対するテンダー・オフアーを促進することができる、という見解がある。ブロック・メソッドによる株式の (真実価値に比べての) 過少評価は是認されるべきであるとこの見解は説く⁽⁶⁹⁾。これに対して Schaefer は、現時点において、合併に反対する株主は買取請求権を通じて株式の真実価値を得ることができるのであって、それは当該合併が二段階合併の第

二段階であるかどうかとは関係ない、と一蹴している。⁽⁷⁰⁾

⑤株主 (locked-in outsiders) によって株式を売却する以外にとりうる道がなく、しかもその時提供された締め出し価格が市場価格を越えているのならば、株主にとり締め出し合併は有利なものとなりうるが、もし株式買取請求権上の評価が企業の実価値を正確に測定しうるものであるとすれば(締め出し価格以上の対価が要求されるので)締め出し行為を行なおうとする者に冷水を浴びせるのと同じことになってしまい、当該株主が株式を手放す機会を奪うことが十分ありうる、と説く見解がブロック・メソッド正当化の第五の理由として掲げられる⁽⁷¹⁾。Schaeferは即座に、株式買取請求権の目的はこのような株主を会社の支配者がバーゲン価格で買取することにあるのではなく、また、仮に株主が最適利用価値に基づく価格よりも低い対価で持株を売り渡す用意があったとしても、法はそれを彼らに強制するべきでない、と論駁している。⁽⁷²⁾

最後に、ブロック・メソッドが判例の積み重ねにより、遵守すべき評価法となりえたことについて、ブロック・メソッド容認の先駆けとなった判例、およびブロック・

メソッドを使用した代表的判例を批判的に吟味すること
で Schaefer は応えつゝ⁽⁷³⁾。

III Singer 判決以後

1 買取請求権(＝ブロック・メソッドによる評価)からの離脱(Singer事件)

合併等取引の是非を少数派株主が争うにしても、解釈上彼らの利用可能な救済は買取請求権に限定されていた⁽⁷⁴⁾。しかし、そこで彼らが補償として受ける株式の対価は問題の多いブロック・メソッドにより算定されていたから、買取請求権は十分な救済とはいえない面もあった。その中で、合併の(価格を含めた)公正性は、完全なる公正さ(entire fairness)を基準に判断されるべきであり、多数派株主は制定法上の買取請求権に少数派を追いやってだけではその信認義務を果たしたとはいえない、と判示したSinger判決は、信認義務が履行されたか否かを吟味する新たなテストを設けたと同時に、従来の株式買取請求権に対する裁判所の不満を明らかにしたものである⁽⁷⁵⁾。本判決、およびこれを継承する判決の結果、合併に際して株主に支払われた対価が公正なものであるか否

かを検討するに際し、裁判所は当該合併全体の公正性にかかわるものとして、ブロック・メソッドで使用される三つの要素以外の価値関連要素をも吟味の対象とするところとなった。⁽⁷⁶⁾従って少数派反対株主は、不公正な価格で少数派を買収したというような不適切な事業目的を明らかにするだけで、合併の公正性を衡平法上の訴権に基づき代表訴訟または派生訴訟で争い、株式買取請求権（ひいてはブロック・メソッドによる株式評価）によることなく現状回復に相当する損害額（rescissory damages, ⁽⁷⁷⁾ここでは株式の公正価格）を得ることができる。しかしこのような傾向に対して、Najjar 判決⁽⁷⁸⁾の反対意見の中で Quillen 判事は次のような警告を発している。買取請求権に裁判上の制約があることを口実に、必要のない損害賠償訴訟を裁判所が助長するべきではない。買取請求権の手続は、それとは別の損害賠償訴訟の必要性を排除するために考えなおされなければならない。⁽⁷⁹⁾と。

2 Weinberger 事件⁽⁸⁰⁾

Weinberger 事件は、被告 UOP とその過半数の株式を保有する訴外 Signal との合併の公正性をめぐる事例

である。原告少数派株主は、合併計画遂行に際し UOP の取締役が忠実義務を果たさなかったとして、当該合併の取消もしくは原告の被った損害の賠償を求めた。主たる争点は、合併の公正さを担保するために取締役にはいかなる義務が課せられるかということであったが、合併対価の決定がいかにしてなされれば適法であるかについてもこれと関連して判示されている。なお、予備的請求たる損害賠償は、株式買取請求権による株式対価の支払と同様に論じられるとした。

判旨のうち、本論文が検討の対象とする公正な株式価格決定にかかわるものは以下のようにいう。現金買収における少数派株主への救済は、株式の公正な価値を決定するという買取請求権であり、⁽⁸¹⁾この公正価格は、合併がなされた後に発生するかあるいは合併がなされることを前提にして発生する将来の価値要素を除外した、すべての関連要素に基づく。⁽⁸²⁾しかし、本件のように、合併取引に際して詐害行為、不実表示、自己取引、会社資産の浪費または著しい不行跡がある場合には、株式買取請求権による救済は不適切である。従って、裁判所は現状回復に代えた損害賠償をも含めて、適切な衡平法上の金銭に

よる救済方法を採用することを要する。⁽⁸³⁾そして、評価手法としてのデラウェア・ブロック・ルールまたは加重平均法は、買取価格決定においてもはやその支配的な地位を有し得ないというべきである。⁽⁸⁴⁾と。

なお、Weinberger 判決で裁判所は、収益評価の手法である割引キャッシュ・フロー分析⁽⁸⁵⁾と呼ばれるものを導入した。その後の判決でも、本方式を用いたものが出始めている。⁽⁸⁶⁾

Weinberger 判決により、ブロック・メソッドは新たな評価手法へその座を譲ることを余儀なくされた。⁽⁸⁷⁾現代的な株式評価慣行を判決に取り入れ、予測上の将来収益を評価にあたって採用することを認容⁽⁸⁸⁾し、ブロック・メソッドによらないことで恣意的な按分率付与の危険性を排除したという点などが、Weinberger 判決の特徴として挙げられる。⁽⁸⁹⁾

しかし、最後に付言するならば、ブロック・メソッドは無視できない長所も有していたことにもまた注意するべきである。すなわち、単純な法的ルールの確立をもたらした点である。評価要素が限定されていたことは確かに議論を呼び起こしたが、個々の評価局面に見られる評

価関連要素のどれに注目するかという法的判断上の指針を示したことで、評価手続に必要な時間的負担を軽減するという効用があったといわなければならない。⁽⁹⁰⁾それゆえ、株式評価における裁判所の視界が Weinberger 判決によりひらけたとしても、その視界をより鮮明にするための幾つかの示唆がブロック・メソッドの経験から得られる、と考える見解も一方で存在するのである。⁽⁹¹⁾

3 株式買取請求権の拡張

Singer 判決から Weinberger 判決への流れは、多数派と少数派との利害対立の濃厚な支配権取引における少数派の救済手段として衡平法上の訴えを認めるという、買取請求権以外の新たな枠組みを提供するものとして捉えられる。⁽⁹²⁾そして同時に、株式の公正価格の決定という結果的に同一の判断を行なうために、裁判所が複数の訴訟に対応しなければならぬことは避けられるべきであるとの考えから、衡平法上の「準買取請求権」を既存の買取請求権の中へ包含しようとする動きも見られる。ここでは、ALI が一九九二年三月に Final Draft の形で明らかにした Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations を素材に、支配権争奪の

場合における新しい買取請求権を見ることとする。まず、その七・二二条を示しておく。

七・二二条（公正価格の決定基準）

(a) 七・二一条にいう公正価格は、株主たる資格を有する者の会社における割合的な持分価格であり、少数派株式であることおよび市場性の欠如を理由にしたいかなる減額もなされない。

(b) 項および(c)項の場合、買取請求権を発生させる状況で同様の株式評価に供せられるところの、証券市場および金融市場で一般に採用されている慣習的な評価概念および技術を用いて、公正価格は決定される。

(b) 買取請求権を発生させる事業結合で、五・一〇条（会社と支配株主との取引）、五・一五条（取締役または主席上級経営役員が利害関係を有している支配権の譲渡）、または五・二五条（支配株主が当事者であるところの、企業結合を含む支配権の譲渡）を除く場合、当社会社の取締役会により承認される価格総額は、原告が明白かつ有力な証拠を提示できない限り、会社の公正な価格または資産取引の場合における売却資産の公正な価格

と推定される。

(c) 買取請求権を発生させる取引が五・一〇条、五・一五条、または七・二五条に関わる場合、裁判所は特別な事情が存しない限り、取引の意思および能力があり、完全な情報を有する買手が会社全体を購入するために提示する現実的価格のうちの最高価格に、相当な考慮を払うものとする。当該買手が支払うと想定される額を決定するにあたり、裁判所は、事業結合から発生すると合理的に予測される全ての利益の割合的持分を、特別な状況により当該利益の配分が不合理なものとならない限り、算入することができる。

さて、本条が特定の株式評価技術を特に推奨していないことは、ブロック・メソッドによる硬直的な株式評価への反省を踏まえたものであると同時に、何を以て株式の公正価値とすべきかが明言されない限り、価格算定技術を云々しても制度の目的とするところが達成されないことを意味している。⁽⁹³⁾ 通常の取引に際して支払われるべき公正価格については、何に基づき決定されるべきかを(b)項で明らかにしていないが、これは、多様な取引状況

により公正価格の定義が異なるために総合的な評価基準を提示できないことを意味するものである。⁽⁹⁴⁾(b)項では、取締役会の価格に関する決定を遵守すべきことが示されており、評価に関する取締役会の専門的な判断能力を尊重することで公正価格の定義およびその評価方法に関する問題が回避されている。⁽⁹⁵⁾通常の取引における取締役会の決定に従うことで、裁判所が検討すべき問題となるべく限定し、手続全体にかかる時間的な損失を減少させる効果を与えたともいえるだろう。⁽⁹⁶⁾

これに対し、当該取引が利益の衝突または支配権の争奪に関わるとき(c)項、裁判所は取締役会の決定に従従すべきでなく、取引意思と能力があり、完全な情報を有する買手による、会社全体の購入価格を十分考慮すべきであるとされる。当該価格は会社資産の最も効率的な運用を反映したものであると同時に、対等な地位にある第三者との取引により提示されるであろう価格と定義される。⁽⁹⁷⁾

また、具体的な算定公式は提示されていないものの、合併その他の取引が達成されたときに発生する協働効果(synergy)利益を反対株主に分配することが、(c)項に

おいて認められている。買取請求権の行使を決断し、企業から退出するのであるから、反対株主は企業に留まることを選択した者が受け取る利益には与りえないとするのが禁反言に基づく伝統的な考え方であったが、ALIのFinal Draftでは、少数派株主が締め出し合併において多数派株主や経営者によって排除されるとき、少数派の手にすることのできる持分と、多数派ないし経営者が手にすることのできる持分には違いがあり、さらに、当該局面で少数派株主が企業を退出しようという積極的な意思を持つことは困難であるという理由からこのような禁反言の法理は適用されるべきではないとして、協働効果利益分配の正当性が主張されている。⁽⁹⁸⁾

IV おわりに

以上、米国における株式買取請求権上の株式評価理論および判例について、過去から現在までを概観した。評価の方法が制定法により明らかにされないなかでブロック・メソッドが判例法上確立したことは、それまでまちまちであった評価手法の選択において法的ルールを定立しえたという意味で評価することができる。しかし、排

他のにブロック・メソッドが適用されたことでその有する欠点が顕著に認識されるようになり、それを嫌った少数派反対株主が新たな救済を買取請求権以外に求めた時点で、ブロック・メソッドのみならず、買取請求権の内容にまでも再検討の必要が生じた。従来の買取請求権の一連の手続は、それを発生させた取引の内容とは無関係に遂行されるものと考えられてきた。しかし、経営者・多数派株主が少数派株主の駆逐を図るという尖鋭な対立局面で、買取請求権の中立的立場は、制度の目的とする多数派と少数派との利益調整とは反対の方向に作用してしまった。取引の内容を吟味できない既存の買取請求権および株式価値の水割りを結果的にもたらすブロック・メソッドを利用して、多数派株主は少数派の駆逐によって生ずる利益を独占することができた。一方、裁判所がSinger判決で衡平法に基づく訴えを認め、少数派株主を買取請求権のくびきから解放したことに端を発して、株式買取請求権類似の制度が生まれることとなった。ここで「準買取請求権」のなす役割は、少数派反対株主に對し、取引の内容と関係なく単に取引前の株式価値を与えて企業からの退出を認めることではなく、多数派の推

進する計画が少数派の退出により達成できたことを踏まえて、取引成立に少数派が関与した分を分け与えるものに変わった。しかし、制定法に定めのある制度とそうでない類似の制度とを混在させることは両者の射程の違いを曖昧にし、本来は与えるべきでない利益を反対株主に期待させ、制度創設の理由であった多数派による柔軟な経営活動を阻害する危険性がある。そこに登場したのがALIの提言であった。ALIが買取請求権の適用範囲を利益衝突・支配権争奪の場合とそうでない場合に二分し、それぞれについて考慮すべき反対株主の利益を規定したことは、いかなる場合にいかなる救済がなされるべきかをより明確にしたものと考えることができる。ただ、当該利益をいかにして算定するかは相変わらず不明のままである（今後何らかの具体的な提言が追加される可能性があるわけではないが）。割引キャッシュ・フロー分析に注目が集まっているものの、この方法をいかに財務論のモデルから法学のモデルへと加工するかについて卓越した見解が見られない現在、安易に多用することはブロック・メソッドの轍を踏むことにもなろう。

(1) 全員一致の原則から多数決原理への移行を図る際にこ

のような代償としての権利を創設することへの批判として、鈴木竹雄「株式会社法改正の法理」私法二二号、三七—三八頁(一九五〇)参照。また、株式の自由譲渡が保障されていることを理由に株式買取請求権に反対する説がある。

See Manning, *The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker*, 72 Yale L. J. 223, 233-235 (1962). 一定規模以上の証券市場に株式が上場されている会社については制定法上株式買取請求権を認めない州がある。これは上の考え方を受けたものである。株式買取請求権の証券市場適用除外については後掲注40参照。

(2) *Latin, Minority and Dissenting Shareholders' Rights in Fundamental Changes*, L. & Contemp. Prob., at 307 (1958). なお、全員一致の原則については Trustees of Dartmouth College v. Woodward, 17 U. S. 518 (1819) 参照。

(3) 「公正な市場価格」(カリフォルニア州会社法第二三章)しかしその評価は市場価格に拘束されなく。See *Meadows v. Biodynne Corp.*, C. A. 9 (Cal. 1986), 785 F. 2d 670. あるいは単に「価格」(テラウウェア州会社法第二六(二)条)と定義する立法もある。なお、本論文では、market price と market value は区別せず、ふたれも「市場価格」と訳出した。この点については和座一清「株式買取請求権における株式評価理論の展開——アメリカ会社法における学説・判例を通じて——」北沢還暦五七七頁以下(一九八

三) 参照。

(4) *Banks & Carnes, Share Valuation—A Chance for Financial Literacy*, 23 Cal. W. L. Rev. 192, 541 (1987).

(5) *Tri-Continental Corp. v. Battye*, 74 A. 2d 71 (Del. Sup. 1950).

(6) *Id.* at 72.

(7) フロマン・メンタルは構造的に株式価値の過少評価をきたすという事その理由の「いづれも」。See text accompanying notes 51, 60 *infra*.

(8) 合併その他の行為が不正になされた場合の「現状回復」に相当する金銭的賠償。See *Black's L. Dic.*

(9) *Kahan v. Household Acquisition Corp.*, 591 A. 2d 166 (Del. Sup. 1991) 以下の言葉を引用せよ。 *id.* at 176.

(10) See *infra* note 48.

(11) 衡平法上の訴権に基づいて訴訟を提起する場合、主たる請求は合併の取消・無効であり、二次的請求として株式の公正価格の決定および支払が主張される。時には合併後に発生した利益を容認した判決が出た。See *Lynch v. Vickers Energy Corp.*, 429 A. 2d 497 (Del. Sup. 1981); *overruled by Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A. 2d 701; see also Fischel, *The "Race to the Bottom" Revisited: Reflections on Recent Developments in Delaware's Corporation Law*, 76 Nw. U. L. Rev. 913, 929-935 (1982); *Choper Coffee & Morris, Cases and Materials on Corporations*, at 1214-43 (3rd ed. 1989).

- (12) See *infra* note 79 and accompanying text.
- (13) 株式買取請求権の存在意義をめぐり議論として Manning, *supra* note 1; Eisenberg, *The Structure of the Corporation*, at 69-84 (1977) 参照。
- (14) Singer v. Magnavox Co., 380 A. 2d 969 (Del. Sup. 1977).
- (15) Weinberger v. UOP, Inc., 457 A. 2d 701 (Del. Sup. 1983).
- (16) *Tri-Continental*, 74 A. 2d at 72.
- (17) *Ibid.*
- (18) Coleman, *The Appraisal Remedy in Corporate Freeze-Outs: Questions of Valuation and Exclusivity*, 38 Sw. L. J. 775, 778 (1984).
- (19) 通常の継続企業のための価値が収益力にあると考えられる(川合一郎『株式価格形成の理論』一八頁(一九八一))、収益還元価値を専ら用いるべきであろう。後述の「割引キャッシュ・フロー分析」はこの考え方に類似するものである。ブロック・メソッドが多用される以前は、資産価値および市場価値が公正価格決定に際して参照されていた。関俊彦『株式評価論』二七—二八頁(一九八三)、和座、前掲論文五八七—五八九頁。
- (20) Note, *Valuation of Dissenters' Stock under Appraisal Statutes*, 79 Harv. L. Rev. 1453, 1468-71 (1966).
- (21) See *infra* notes 47, 49 and accompanying text.
- (22) See *infra* note 48.
- (23) See *infra* note 25.
- (24) See *infra* notes 27, 28.
- (25) *In re* Valuation of Common Stock of Libby, McNeill & Libby, 406 A. 2d 54, 60 (Me. Sup. 1979). 本一九七一年の Kirby Lumber 事件ではニュージャージー州衡平法裁判所判決(Bell v. Kirby Lumber Corp., 395 A. 2d 730 (Del. Ch. 1978)) によつて、収益価値は資本還元価値を超過するものが法的判断の領域に属し、かかる還元価値を与えるべきであるが、確固たる即決的な基準は決つて存在しないと明示されている。 *Id.* at 740.
- (26) 関、前掲書五八頁注一五三参照。 See also Brudney & Chirlestein, *CORPORATE FINANCE—CASES AND MATERIALS*, at 709-10 (4th ed. 1993).
- (27) See *Heller v. Munsingwear, Inc.*, 98 A. 2d 774, 777 (Del. Ch. 1953).
- (28) See *In re* General Realty & Utilities Corporation, 52 A. 2d 6, 15 (Del. Ch. 1947).
- (29) *Heller*, 98 A. 2d, at 777; *Libby*, 406 A. 2d, at 66.
- (30) *In re* Creole Petroleum Corp., C. A. No. 4860 (Del. Ch. Jan. 11, 1978), *reprinted in* 3 Del. J. Corp. L. 606 (1978).
- (31) Robbins & Co. v. A. C. Israel Enterprises, C. A. No. 7019, *slip op.*, at 10 (Del. Ch. Oct. 2, 1985).
- (32) Francis I. duPont & Co. v. Universal City Studios, Inc., 312 A. 2d 344 (Del. Ch. 1973), *aff'd*, 334 A. 2d 216

(Del. Sup. 1975).

(33) その目的は収益データを歪める恐れのある異常な損益を平準化するにありとされる。 *Id.* at 349.

(34) *Id.* at 348-349.

(35) 配当価値と収益価値が同じことと言ひ換えにすぎないことを財務論の目から指摘したものととして、森昭夫「企業評価の理論と現実——末上場株式の評価に関連して——」国武経済雑誌一五二巻四号五六頁(一九八五)参照。

(36) *See supra* note 26.

(37) Dewing, FINANCIAL POLICY OF CORPORATIONS, Vol. 1 (5th ed. 1953).

(38) *Universal City Studios*, 334 A. 2d 216, 219 (Del. Sup. 1975).

(39) *Ibid.*

(40) 株価収益率を同業他社と比較することが可能かどうかという点に問題が残る。詳しくは Clark, CORPORATE LAW, at 454-455 (1986) 参照。

(41) Folk, FOLK ON THE DELAWARE GENERAL CORPORATION LAW, Vol. 2 at 172 (3rd ed. 1992).

(42) Seligman, *Reappraising the Appraisal Remedy*, 52 Geo. Wash. L. Rev. 790, 842 (1984).

(43) *Chicago Corp. v. Munds*, 172 A. 2d 452, 455 (Del. Ch. 1964). 一定の要件を満たす市場において株式が流通しているときは、そこで形成される価格は公正価格として信頼するに足り、反対株主の出資回収の手段が完備されてい

るとして買取請求権を認めない、いわゆる証券市場適用除外を設けている州がある。模範事業会社法も一九六九年に証券市場適用除外規定を新設したが、後にこれを撤廃した(一九七八年)。詳しくは Model Bus. Corp. Act. Ann., at 1367-69 (1988 Supplement), 33 Bus. Law. 2587, 2595-96 (1978) 参照。

(44) Application of Delaware Racing Association, 213 A. 2d 203, 211 (Del. Sup. 1965).

(45) *Sporborg v. City Specialty Stores*, 123 A. 2d 121, 124 (Del. Ch. 1956).

(46) *See infra* note 56; Clark, *supra* note 40, at 447-48.

(47) Banks & Carnes, *supra* note 4, at 530-531.

(48) *See e. g.* Felder v. Anderson, Clayton & Co., 159 A. 2d 278, 282 (Del. Ch. 1960).

(49) 可能な限り沢山の価値要素を糾合しなければならないというべきである。Tri-Continental判決の説く「すべての関連要素への考慮」は必ずしも「すべての関連要素の折衷」を意味しない。Schaefer, *The Fallacy of Weighting Asset Value and Earnings Value in the Appraisal of Corporate Stock*, 55 S. Cal. L. Rev. 1031, 1070-71 (1982)。また疑問のある価値指標を排除するのではなく、低く按分率を付与して取り入れるべきというロバート・メンナーの真の問題である。American Law Institute, PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE: ANALYSIS AND RECOMMENDATIONS—PROPOSED FINAL DRAFT 1992 (*hereinafter*

- cited as* ALL, Final Draft), Reporter's Note 2 to § 7.22. このことは、信頼可能な取引市場がなければ、仮想上の市場価格 (reconstructed market value) を採用する必要があるとされる。Seligman, *supra* note 42, at 846.
- (50) Brudney, *Efficient Markets and Fair Values in Parent Subsidiary Mergers*, 4 J. Corp. L. 63, 78 (1978).
- (51) Weiss, *Balancing Interests in Cash-Out Mergers: The Promise of Weinberger v. UOP, Inc.*, 8 Del. J. Corp. L. 1, n. 141 (1983). 企業の特定の価値要素が著しく高べつたを唯一の指標として使用するものが望ましく、その他の価値要素は水割り (平均) であるべき。株式の過少評価がもたらされる。 *Id.* at 23-24.
- (52) Folk, *supra* note 41, at 170.
- (53) 関、前掲書三八頁。
- (54) Banks, *A Selective Inquiry into Judicial Stock Valuation*, 6 Ind. L. Rev. 19, 40-41 (1972).
- (55) See Seligman, *supra* note 42, n. 101 and accompanying text.
- (56) 株式市場が公正価格形成装置たりうるかに関する議論については、Brudney 論文 (前掲注 50) と Seligman 論文 (前掲注 42) を代表的なものとして掲げることである。また、株式買取請求権上の株式評価について触れたものではないが、吉本健一「会社支配権の価値と新株発行価額の公正性」商事法務一三三八、三九、四一号 (一九九一) 参照。
- (57) Schaefer, *supra* note 49.
- (58) See *infra* note 64.
- (59) Schaefer, *supra* note 49, at 1038-40.
- (60) *Id.* at 1038.
- (61) *Id.* n. 196.
- (62) *Ibid.*
- (63) Note, *supra* note 20, at 1468.
- (64) Schaefer, *supra* note 49, at 1070-71.
- (65) Cf. Note, *supra* note 20, at 1468-69.
- (66) Schaefer, *supra* note 49, at 1074-75.
- (67) Schaefer, *supra* note 49, at 1075; *In re Behrens*, 61 N. Y. S. 2d 179, 183 (N. Y. Sup. Ct. 1946), *aff'd*, 271 A. D. 1007, 69 N. Y. S. 2d 910 (1947). 関「株式譲渡と企業価値論争」法論 (東洋大学) 五四巻一四頁 (一九九〇)。
- (68) Schaefer, *supra* note 49, at 1075-77.
- (69) Grossman & Hart, *Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and Theory of the Corporation*, 11 Bell J. Econ. 42 (1980).
- (70) Schaefer, *supra* note 49, at 1080.
- (71) Borden, *Going Private—Old Tort, New Tort, or No Tort?*, 49 N. Y. U. L. Rev. 987, 1002-03 (1974); Hetherington, *When the Sleeper Wakes: Reflections on Corporate Governance and Shareholder Rights*, 8 Hofstra L. Rev. 183, 240, 251-52 (1979).
- (72) Schaefer, *supra* note 49, at 1081-82.

- (73) Schaefer, *supra* note 49, at 1082-91.
- (74) 株式買取請求権の救済としての唯一性を巡る議論について、岸田雅雄「企業結合における公正の確保(一)——アメリカ法を中心として——」神戸法學雑誌二六卷二号(三三—一九五頁(一九七六)参照。買取請求権を明文を以て唯一の救済とするものとしては、模範事業会社法一三・〇一(b)条、カリフォルニア州会社法一三〇〇、一三一一、一三一二、一四〇〇条、デラウェア州会社法二六二(a)、(b)条、ニューヨーク州事業会社法八〇六条(九一〇条が挙げられる。
- (75) Singer, 380 A. 2d, at 977-78 (事実については省略); Coleman, *supra* note 18, at 785.
- (76) Coleman, *supra* note 18, at 786; Weiss, *The Law of Take Out Mergers: A Historical Perspective*, 56 N. Y. U. L. Rev. 624, 671-680. Singer判決は、完全なる公正をの要件を賦課すること、少数派反対株主が買取請求権に与らずとも衡平法に基づき訴えを提起することができると説いたものである。完全なる公正さを測るためにブロック・メンツァーによらない評価技術を採用すべきことを示唆した。Roland International Corp. v. Najjar, 407 A. 2d 1033 (Del. 1979) 判決であり、株式の市場価格や株式評価要素の動向を横目に見つつ合併のタイミングを図ることのできる多数派の優位を考慮に入れない、従来の買取請求権上の株式評価手続を批判している。Najjar, *id.* at 1034, 1037; Weiss, *id.* at 672. See also *supra* note 11.
- (77) Coleman, *supra* note 18, at 785; Fischel, *supra* note 11, at 923-928 (既存の買取請求権が支配権の移動を円滑にしている理由にSinger判決を批判)。
- (78) 407 A. 2d 1032.
- (79) Najjar, 407 A. 2d, at 1040 n. 12.
- (80) 457 A. 2d 701 (Del. Sup. 1983).
- (81) Weinberger, 457 A. 2d, at 703-704.
- (82) *Id.* at 713 (Tri-Continental判決を引用)。
- (83) *Id.* at 714.
- (84) *Id.* at 712-13.
- (85) 割引・キャッシュ・フロー分析に関する詳細は、村松司叙『合併・買収と企業評価』(一九八七)・ローブランド他著・伊藤邦雄訳『企業評価と戦略経営——キャッシュ・フロー経営への転換』(一九九三)参照。
- (86) See Cede & Co. v. Technicolor, Inc., C. A. No. 7129 (Del Ch. Oct. 22, 1984), Dermody v. Stico, 465 A. 2d 948 (N. J. Super. 1983), Pioneer Bancorporation, Inc. v. Waters, 765 P. 2d 597 (Colo. App. 1988).
- (87) (i) 同、Weinberger判決は評価人の提出した割引・キャッシュ・フロー分析に基づく評価結果を認容しただけで、具体的にどのようなルールに基づき株式が評価されるべきかを明らかにしたわけではなく、Weinberger判決以降のものにうつてもしかりである。Folk, *supra* note 41, § 262, 9.3 (ふかかなる手法もモデル内でのみ有効なのであるから裁判断がいかなる評価手法を用いるかは、それぞれの手法

- の前提条件および評価局面を吟味した上でなければならぬ(指極); ALI, Final Draft, Reporter's Note 3 to § 7.22.
- (88) 割引キャッシュ・フロー分析は、その名の通り、将来のある時点のキャッシュ・フローを現在価値に割り引く手法である。なお、長期間にわたる収益実績が用いられていた場合には、企業の収益能力を見直すようデラウェア州最高裁判所は衡平法裁判所に審理を差戻した。457 A.2d, at 712-714.
- (89) Banks & Carnes, *supra* note 4, at 550-51.
- (90) Banks & Carnes, *supra* note 4, at 551.
- (91) *Ibid.*
- (92) Weinberger 判決のこの立場は一見保守的である。See Clark, *supra* note 40, at 457-58.
- (93) Bechuck & Kahan, *Fairness Opinions: How Fair are They and What can be Done About It?*, 1989 Duke L. J. 27; ALI, Final Draft, Comment d to § 7.22, par. 2.
- (94) それゆえ、七・一二条(c)項第二文の「買取請求権を発生させる状況」を斟酌すべきことが強調される。ALI, Final Draft, Comment d to § 7.22, par. 8.しかし、(c)項で明らかにされた第三者売買基準は、(b)項の場合であっても(主導的な評価方法ではないにせよ)採用される余地があるといえる。ALI, Final Draft, Comment a to § 7.22, par. 2.
- (95) ALI, Final Draft, Comment d to § 7.22, par. 3.
- (96) See e.g. Model Bus. Corp. Act. §13.25 (Payment); ALI, Final Draft, § 7.23 (c) (Mandatory Prepayment). See also ALI, Final Draft, Comment c to § 7.22, par. 1.
- (97) ALI, Final Draft, Comment d to § 7.22, par. 4, 11.
- (98) 企業結合過程での信託義務違背を争う訴訟における公正の基準について一致した見解が見られなく、協働効果利益を少数派反対株主にも分配せざるという、価格面から一定の解決策を示したのが Brudney や Chirelstein である。Brudney & Chirelstein, Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers, 88 Harv. L. Rev. 297 (1974). See also Lorne, *A Reappraisal of Fair Shares in Controlled Mergers*, 126 U. Pa. L. Rev. 955 (1978); Brudney, *supra* note 50, at 63, 72.

(一橋大学大学院博士課程)