

《研究ノート》

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

野 田 博

一 問題の所在

本稿は、支配・従属会社間合併⁽¹⁾において、合併条件の実体的公正に不満を持つ従属会社少数株主保護の方策を探究することを目的とする。合併が支配・従属会社間で行われる場合、相互に独立した会社間の合併に比し、次のような特殊性から従属会社少数株主の利益が損われる危険が極めて大きいといえる。

この場合、合併契約の締結にあたり、合併当事会社が相互に独立した立場で交渉するというよりも、支配会社が取引の両側に立つということができ、合併条件は支配会社経営者によって一方的に決定されることは避けられない。これに対し、従属会社の経営者に支配会社に対抗して少数株主の利益擁護を期待することはできず、また従属会社の株主総会にも利益擁護の力はない。ただし、従属会社の経営者は支配会社およびその株主へ

の義務を主たるものとみ、従属会社少数株主を外部者とみる傾向がある、との認識が自然かつ明白になされうるといえ、さらに支配会社が一殊にその経営者の意思にもとづいて一従属会社株式の議決権を行使する限り従属会社での合併承認決議の帰趨は常に決まっております。少数株主には実際上決定権はないに等しいからである⁽²⁾。

以上に鑑みれば、支配会社による一方的行為一合併比率等合併条件を一方的に設定し、それを承認する一が、利益相反の問題を提出し、従属会社の企業価値の評価はしばしば真正価値よりも低く定められ、結果として従属会社少数株主に割当てられる対価がその現在の価値を下廻ることになる危険は大きいといえ、従属会社少数株主の保護に特別の配慮が必要になってやう。その際、この分野で近年学説・判例上の発展、成果のみられるアメリカ法が注目される。

ところで、アメリカ法では、合併条件の実体的公正に不満を持つ株主が採るべき手段として二つの救済が考えられている。すなわち、制定法上の株式買取請求権による救済および合併の差止、取消あるいは損害賠償といった衡平法上の救済である。本稿では、このうち後者の救済に焦点をあてて論じていく。これは、アメリカ法が、特に支配・従属会社間合併の場合には、株式買取請求権以外に衡平法上の救済を求める道を開いており、それが従属会社少数株主保護の方策として主たる役割を演ずることが期待されていることに鑑み、わが国でもこうした救済手段を効果的に機能せしめる努力が必要ではないかと考えるからで

(6) がある。

さてわが国では、合併条件の実体的不公正を理由とするこうした救済はどのように考えられているであろうか。これまでのところ、判例上合併の公正さが争われたケースはまったく見当らない。学説上も、実体的不公正を理由にこうした救済を認めるか否か争いが存し、肯定する有力説にしてもその不公正がいかなる場合に救済が与えられるかの基準は厳格に制限されている。確かに、わが国では、会社訴訟により与えられる救済の型がアメリカ法のように柔軟ではなく、合併の効力発生後における法的安定性と合法性の保障の調整が必ずしも妥当とはいえないとの指摘が存すること等に鑑みれば、要件が厳格に制限されることはやむを得ないといえよう。

しかし、公正性の基準如何は救済手段としての有効性に決定的にかかわっている。救済を有効ならしめるとの本稿の意図からすれば、救済の型を、金銭上の救済一殊に、支配会社に損失填補の責任を負わせる道を開くのが妥当である⁽⁷⁾—を含めるなど弾力化するとともに、近年のアメリカ法の学説・判例の発展、成果を参照しつつ、公正基準につき再検討を加え、さらに「評価の泥沼 (valuation quagmire)」とも呼ばれる評価についての困難な問題への対応策を考察することによって右基準を有効なものにしてゆく努力が有益であると考える。ただ、アメリカ法においては少数株主締出し等特殊な問題があり、議論を難しくしている。本稿では、わが国法への示唆という観点から、従属会社少数株主に存続または新設会社株式が交付される場合

にも適用のある議論にしばって検討することにする。

二 公正基準

現在、アメリカ法は、実体的不公正に基づく衡平法上の救済を認容するかどうかの基準につき、支配・従属会社間合併の場合と相互に独立した会社間の合併の場合とで基本的に異なった対応をなしている⁽⁸⁾。これは、アメリカ法において、判例法上、多数株主は会社およびその少数株主に対しそれらの利益を尊重すべき忠実義務 (fiduciary duty) を負う、との理論が確立され、支配・従属会社関係が、従来より、この忠実義務理論の一部として取扱われていることによる⁽⁹⁾。

ところで、この理論の核心は、支配会社による従属会社の取扱いが公正であったかどうかに従って、衡平法上の救済が与えられるかどうかを決する基準である。探られる基準如何が、しばしば、裁判の結果に決定的な影響を有するからである。したがって、合理的な基準の選択が期待されることになる⁽¹⁰⁾。

さて、アメリカ判例法は、支配・従属会社間合併の場合において、「内在的公正 (intrinsic fairness)」基準を採用することに固まりつつある。支配会社がその従属会社との取引の両側に立つ状況においては、支配会社と従属会社少数株主との利害対立は明白であり、「一定の距離をおいた (at arm's length)」取引を排除するから、より厳密な吟味が要求されるといふ観点からは、徹底的で完全な吟味を要求する内在的公正基準の適用が

望ましいように思われる。事実、内在的公正基準は、利害対立の場合の工夫として生み出されたものである。すなわち、もととは、役員・取締役の兼任関係の存する会社間の契約は法的に無効であるとされてきたところ、会社の結合をおして経済的成長を可能にするために、それに代えて採用されたのが内在的公正基準である。その後、こうした状況についての司法上の取扱いが洗練されてくるにつれて、内在的公正基準は、より一般的に、支配に立つ会社、取締役あるいは株主が取引の両側に支配する時、適用されることになった。そして、その結果として、*Sering v. Mayflower Hotel Corp.* 事件⁽¹⁶⁾、*テラウエア*最高裁判決で確立されたルールが指摘されよう。すなわち、支配会社が①その取引の内在的（完全な）公正を立証する責任を負い、②その取決められた条件の公正さは裁判所の慎重な審査を受けると、というものである⁽¹⁷⁾。

しかしながら、この基準が少数株主を完全に公正に取扱うべきことを強調する時、何が公正であるか—実体的にいかなる場合に公正とするか—につき、従来ははっきりしない点が多かった。この点をとらえて、内在的公正基準は真の意味の基準とはいえず、むしろ問題となつている取引行為をより完全に裁判所が吟味するという性向の記述にすぎないと指摘し、司法適用の困難な、予測できない尺度であるとする批判もみられる。たしかに、内在的公正基準がこの点につき改善されるのでなければ、少数株主の無力さを補うものとしての裁判所の役割は相当制限されることになり、あるいはまた、事業運営の柔軟性に影響を与え

る結果になるであろう。

支配・従属会社間合併に際し合併条件に実体的公正の拘束が司法上課されるのは、合併条件が独立した第三者間で自由に取決められるのでなく支配会社が一方的に決定する状況による。したがって裁判所が課する公正基準は、そうした状況が不可能にした取引条件—独立した当事者間で交渉されるという仮説上の自由市場において取決められた合併条件—の代替物として機能することが期待される⁽¹⁸⁾。

では実際の運用はどうであろうか。従来、*テラウエア*裁判所は、完全な公正という文言のもとで合併条件の実体的公正を直接吟味する際、従属会社の少数株主が引渡す価値がその交換に受取る価値に等しいかどうかを検討する方式（*“give-get”*方式）を採用していることが一般的であった⁽²⁰⁾、といわれる。この判断基準は、合併とは切離して従属会社の合併前の価値に焦点を合わせるものであり、従属会社少数株主の合併自体から生ずる利益への参加を無視するものである。このような態度は、株式買取請求権以外に実体的不公正を理由として司法上の救済を認める意味を相当に狭める。

そこで、合併それ自体が価値のある行為である場合に、従来の公正基準の取扱いでは不十分であり、合併利益もまた公正に分配することにより実質的な平等性を実現すべきである、との主張がなされることになった。論者は、合併利益の発生源の確認・数量化の困難な状況のもとでは、いずれの会社も合併後の会社にその寄与する企業価値に比例して参加することを要求す

る比例的分配方式により、その分配の実質的平等性が最もよく実現される⁽²³⁾とする。そして、この比例的分配は会社設立時の株主の平等取扱いの基礎となっており、支配・従属会社間合併における各会社株主による比例的分配も同様にして達せられるとする。すなわち、両会社がその寄与する企業価値に比例した合併後の会社株式を割当てられ、その割当がさらに各会社株主間で持分あたり平等に分割されるとの分配方式である。ところでこの示唆の背景には、取扱っている状況について、支配会社側経営者が両会社を管理しており、最終的には両会社の株主に責任を負う一両会社のすべての株主は、それぞれに等しい責任を負う単一の経営者により平等に取扱われるべき構成要素である一との認識がある。そして、この単一の経営者は先に述べたようにして両方の株主に負う受託者としての義務を果たすことになるとするのである。

右の提案は、デラウェア州その他の判例に影響を与え、支配・従属会社間合併の公正性が争われた事例で合併利益の一定の分配を意図する判例も現われた。ただ判例は、依然公正な取扱いの意味につきあいまいさを残している⁽²⁴⁾。そして学説上、分配が必要あるいは適切であるかどうか、もしそうであるなら、各会社の企業価値をいかに決するか、さらに合併からの利益(あるいは損失)のどの部分が分配されるべきか、に関し問題が提起されることになった。以下、それらを検討してゆく。

まず、合併利益の平等な分配の必要性に疑問を提出する主張を検討しよう。論者は、ここでの忠実義務理論の内容として、

こうした利益の分配を要求する考え方が投資家の期待にそうものであるかを問い、むしろ忠実義務の具体化すべきものは利益の総量の最大化であり、こうした利益の不平等な分割がその要請にかなうとする。そして一般的に会社の支配に関する行為(corporate control transactions)から生ずる利益の分配の問題につき、ある利益を生み出す者は、他方当事者が少くともその行為以前の状態より不利にならない限りにおいて、その利益を保持することが許されるべきである。とのルールを提案する。そしてこの提案を支配・従属会社間合併にも適用し、次の三点をその主な正当化の論拠とする。

①合併利益の不平等な分配を許すルールが合併およびその利益の促進に必要である。すなわち支配会社が利益の実現にあたっての費用を引受け、期待した利益が実現しない場合でも少数株主より大きな比率の損失の危険を負うのに、利益が実現した場合には平等な分配が要求されるなら、合併は支配会社にとり魅力がなく差し控えられ、総体としての利益は減少するといえる。②投資家は、仮に主張どおり総体としての利益の一定部分を失うにしても、利益の平等ないし公正な分配からの利益を選択するのではないかとの疑問が存するが、現在のポートフォリオ理論の教訓から、投資家は投資を合理的に分散すること―具体的には、支配会社での利益の潜在可能性の獲得―により危険を減少できる。そして、それにより内部者が制度的に外部者を犠牲にして利益を得ることができるとの疑念に答え得るので、合併前にすべての投資家が利益を得べき機会を、完全に平等と

いえないにしても、有するといえ、このルールのもとでの事後の不平等性は不正ではない。結局、株主は、利益がいかに分配されるかに関係なく、論者の提案するルールを選択するといえる。③加えて、利益の公正な分配方式は、完全に予測可能な結果を生み出さず、公正な対価を決することが困難であることから、各投資家に利益のより大きな部分を得ようとするコストの大きな試みを誘発することが考えられる。

しかしながら、その論拠に対し、次のような批判がなされる。まず②に対しては、株式保有の分配の実際および投資家の一定程度の不合理性が観察されることに鑑み、完全な市場においてさえ、多くの投資は不当な偶発的経済的危険を排除するよう十分には分散されず、そしてされそうにもないとの指摘とともに、不利益取扱いを分散しようとする従属会社少数株主は、費用の面および適切な支配会社の探索の有効性が限られていることを理由に、先験的な障害に直面するとの指摘がなされる。⁽²⁷⁾①に対しては、まず、合併から予見できる利益を検討してみると、支配会社と従属会社を結合することで達せられる節約から生ずるものに限られ、その節約は両会社内に潜在しており、その実現が合併の原因となる以上、従属会社一般株主が支配会社に特別の恩恵を与える必要はなく、不平等な分配の必要性を合併およびその利益と結びつける理由は見出し難いとされる。また、こうした利益の実現にあたり、支配会社は、例えば買手または刷新の立案の探索でもたらされるような特別の費用、あるいは例えば新規事業を始めることに含まれるような特別の危険を負

うことはなく、仮にこうした費用なり危険の補償が必要だとしても、不明確な形ではなく、それを主張し、明確に正当化の試みを行い、その上で定まった額での分配が可能であるとされる。また③については、許容できる公正基準が実現不可能とすれば別だがそうでないなら、③のようにいったとしても、他に言訳のたない分配あるいは投資家の期待の不実現を正当化するものではない、と反論される。⁽²⁸⁾

以上のように、右提案は成功しているとは言いがたい。そしてこの提案を除けば、一定の分配が投資家の合理的な期待であり、またそうあるはずである、ということについてはそれほど疑問視されていない。比例的分配方式に対する批判は、主に、その分配方式に向けられる。

以下、主な批判をみてゆこう。すなわち、①合併利益への寄与の実際を考えてみると、みかけほど単純ではなく、合併利益の公正な分配の実現には、むしろその発生の源泉を分配の尺度とするのが自然である、との批判、②比例的分配方式が、分配の比率を決する価値の尺度として支配会社および従属会社の株式の市場価格をとると理解し、その際の株式市場価格の尺度としての有効性に疑問を提起するもの、③比例的分配方式が、利益にのみ目を向け、損失が生じた場合を考慮しようとしないのでないか、との疑問、④利益を比例的に分配するにしても、支配会社と従属会社の企業価値の比率に基づくことが唯一の方法であるか、との疑問、等がその主なものである。⁽²⁹⁾これらの批判に対し、次のような反論がなされる。①につい

ては、有効な指摘ではあるが、比例的分配方式に対する批判としてはあたらぬ、とされる。すなわち同方式は、利益のうち両会社の寄与が生み出した部分を説明できない場合、したがって批判のいうような分配にあたっての考慮が不可能な場合―それが通例であるが―を対象とするのである、と答えられる。②については、分配を決する際、支配会社および従属会社の株式市場価格に依存することが妥当でないのはそのとおりであるが、同方式が株式市場価格に依存するとは誤解であり批判はあたらぬ、とされる。③については、そうではなくて同方式は、損失が生ずる場合には、従属会社は、支配会社が企業価値および分配の割当を決する際非難されるべきであるというのではない限り、その損失を分担すべきであるとするのであって、問題はないとされる。④については、何が合併後の会社における普通株式の所有からなる危険にさらされるであろうかを考えれば、分配を各合併当事会社の寄与する企業価値の比率に基づくのが妥当で、批判は的を射たものではないとされる。

かように、批判は、比例的分配方式の明確化、精緻化に役だつにしても、その有効性を否定するものではない。仮に複数の分配方式が合理的に考えられ、そして比例的分配方式を含めそれぞれが批判を受けやすいということを認めるにしても、どの分配方式が最もふさわしいかを考えることはできるわけで、比例的分配方式は、現在考えうる最も有効な方式の一つといえるのではないだろうか。

ところで、このようにアメリカ法で合併利益の分配が重要な

問題となる理由として、一つには、現金が対価として交付される型の合併―したがって、合併後の会社の株式が交付されその割当比率にあたる合併利益が当然に取得できるということがない―が許されていることが挙げられよう。しかし、合併後の株式が交付される場合でも、その実体的不正を理由に金銭上の救済の道を開くなら、その損害賠償の算定にあたっては、当然この問題に直面することにならう。

なお、本稿の射程外ではあるが、支配・従属会社間合併において株式買取請求権が行使された際の買取価額算定にあたっては合併利益の分配を企図する公正基準導入の必要性を説く見解⁽³⁷⁾があり、興味深い。

三 評価の困難さへの対応

以上のように公正基準が確立されたとしても、なお、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際、その評価に不可避免的に併う困難に直面することになる。この困難が解決されるのでなければ公正基準を探究する上でめざした望ましい平等性ないしそれに近づくことの実現は不可能⁽³⁸⁾になる。論者の中には、公正性の判断基準が不可避免的に不明確になると指摘し、司法審査の基準として実体的公正性を課することの機能を次の二点で少数株主が保護されることに見出すことで満足せざるを得ないとするものもある。すなわち、司法審査が遅延および費用両面からのコストの可能性を生み出すから、多数株主は少数株主に最初からより高い対価を提供するこ

とが考えられ、また多数株主がその提供する対価の公正性の立証責任を負うという事実が少数株主に伝統的な評価技術の不十分性を埋合せるための追加的な作用を提供することも考えられるといふことである。しかしながら、支配・従属会社間合併における公正基準の意義は否定しえないと思われる以上、その基準を実効あらしめる評価技術の工夫が要請されること当然であり、右のような態度は妥当とはいえない。以上のように考えれば、評価技術につき公正基準を裁判上貫くことに向けた改善の方策を採ってゆく必要があるといえよう。

支配・従属会社間合併において株式の市場価格を価値の尺度とすることはできない。確かに、価値の尺度として株式市場価値に依存することは企業の内在的価値を決定することに併う困難を最小限にし、評価が相対的に簡単になる一機械的に自己達成しうる評価方法も可能になる一という利点を有する。しかしながら、市場が貧弱であるとか、市場操作がなされたとかあるいは情報の不開示ないし虚偽の情報といったいわば偶発的な要因による市場価格と真の価値の間の不一致は別にしても、支配・従属会社間合併の場合には、両会社間に支配・従属関係が存するという事実自体による従属会社株式市場価格への影響が、市場価格と真の価値との間の一般的な一致を分裂させるといふ指摘がなされる。すなわち、支配会社による従属会社の違法な利己の利用の可能性および内部情報の組織的利用ないし歪曲の可能性である。したがって、裁判上、立法上この認識を欠くなら、一般投資家から公正基準が適用された際の彼らの権利を奪

うことになる、ということができよう。

かように市場価格が価値の尺度としてせいぜい一要素としてしか考慮できないといふことは、支配・従属会社間合併への拘束として実体的公正を課するどんな努力であれ、たんに公正な取扱いといふことを規範的に述べるだけでなく、その公正基準を貫徹するため、「内在的価値」を探究する評価方法が要請されることになる。しかしながら、ここには、「評価の泥沼」とも呼ばれる困難な問題⁽⁴⁾—それは、内部者による企業の予想収益ないし危険の程度についての評価に挑戦する者に費用、障害を強いることになる—が存し、また裁判所は評価に関する意見の対立を解決するための訓練も能力も持たないとの指摘がなされる。そこで裁判所が単独で機械的に処理することのできる方式が見出されないにしても、何らかの代替的手段が要請されると思われる。

この方策には、ひとつには、内在的価値の修正ないし代替的尺度を用意することで、裁判所が内在的価値を探究する際費用がかかりすぎまた挫折しかねないことを回避することが考えられる。こうした方策として、①公開買付における焦点をあて—その対象となる株式の多数の所有者をしてその公開買付に応じさせるに十分な額は何であれ公正といえるとの理論に基づく—、買付者なら従属会社株式の支配的持分に支払ったであろう額を問うことよって価値を決する方策、②一般株主に合併後一〜五年にわたっての従属会社の価値への「事後的観察」を認め、仮に合併時での価値推定が支持されないなら、追加的

な支払を受取る資格を与えることによって数量化の困難さを減ぜようとする方策、が一応考えられるのであるが、①②いずれに對しても、その理論上の問題は別にしても、公正な合併に寄与する尺度として、内在的価値に比較して實際的であるとも実現可能であるともいえない、との指摘がなされる。とするならば、合併の評価において公正基準を貫くための改善策としては、別の方向での努力が必要になってくる。

そこで、二で挙げた比例的分配方式の提案者が次のような提案をなしているのが注目される。すなわち、裁判所が公正な専門家たる行政機関—具体的にはSEC—の助力を得られるように手続を変更することの提案である。これは、カリフォルニア州にみられる行政機関による事前審査制度—わが国でも既に紹介されている—とは異なり、裁判所が、その設定した公正基準適用の際、評価に関し照会し、助言を得られる制度を設け、その適用がより効果的、経済的に実現されることを企図するものである。ここでは詳論できないが、論者は、こうした制度の導入にあたり、独立性の確保・職員数、経験等能力面・行政機関に応答の義務を生み出すことへの立法上の配慮ないし財政面での配慮の必要・当事者が遅延および情報を追加的に得るための費用により被るコスト・行政機関が公正基準の設定に介入する可能性等を検討の上、この提案をなす。

先に指摘したように、公正性の尺度として企業の内在的価値に依存することに伴う困難の解決として、裁判所が単独で多少な機械的に処理することが実現可能な内在的価値の代用

となる尺度の得られないのが現状である。とすれば、右提案の示唆するところは、一定の公正基準を裁判上貫くための有力な処方箋といえるのではないだろうか。

四 結び

以上、支配・従属会社間合併に際し、合併の実体的公正に不満をもつ従属会社少数株主が衡平法上の救済を求める際のアメリカ法の努力—公正基準の再検討とそれを裁判上貫くための評価技術についての工夫—をみてきた。

ところで、これまでのところ判例上合併の公正さが争われたケースが全く存しないというわが国の実情に鑑みると、一つには、本稿でも言及したカリフォルニア州の行政機関による事前審査制度、あるいは株式買取請求権による救済の改革—特に評価基準の改善—といった方策も考えられよう。その際にも本稿二、三の議論は有益であると思われる。

しかし、争われたケースが存しないのは、会社訴訟による救済が効果的に機能するよう用意されていないことが原因であるとの見方もでき、その観点からの改善の方向としては、前述の理由より、救済の型に金銭上の救済を含めることが前提となるが、紹介したアメリカ法上の努力が有益な指針になると考える。

(1) ここでいう支配・従属関係とは、一方会社による他方

会社株式の過半数所有を必ずしも必要とするものではなく、

一方会社が有効に支配力を行使できるに足る数の株式所有により他方会社を支配する時にはその関係が存するとする

ものである。

- (2) 従って議論の対象は、従属会社に支配会社の他一定数の株式を保有する少数株主が存する場合に限られる。
- (3) Brudney & Chirelstein, Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers, 88 Harv. L. Rev. 297, at 298 (1974) および今井宏「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)』二〇六頁(昭五二)
- (4) Brudney & Chirelstein, *supra* note 3, at 298.
- (5) Ernst L. Folk, III, The Delaware General Corporation Law 331, 333—41 (1972); Singer v. Magnavox Co., 380 A. 2d 969 (Del. 1977) およびそれ以後の一連のデラウェア州判決参照。株式買取請求権制度が、殊にその合併利益を考慮に入れない価額算定の評価基準により、合併利益の分配をめぐる利害の対立に答え得ないことを指摘するものとして Brudney & Chirelstein, *supra* note 3, at 304—07 参照。
- (6) なお、こうした救済手段行使の手がかりを与える機能を有し、いわば側面から支えるものとして情報開示充実の必要性を指摘しておかねばならぬ。Brudney & Chirelstein, *supra* note 3, at 303—04; アメリカ法の展開については、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」『法協九九巻二号一七七一—一八九頁(一九八二)参照。
- (7) 神田秀樹「資本の多数決と株主間の利害調整」『法協

九九巻二号三〇〇頁(一九八二)

- (8) 合併無効につき注釈会社法(8)のII(増補版)七四頁(昭五五)、合併手続の差止につき同七五頁および矢沢博『企業会計法の理論』二二二頁(昭五六)、「決議取消につき喜多了祐「特別利害関係株主の議決権行使と総会の決議」金融・商事判例六五一号八六頁(昭五七)」等参照。
- (9) アメリカ法は、一般に、合併の効力発生後はもはや取消を認めず、金銭上の救済に限る。谷口安平「会社訴訟のための手続構造」『民商法雑誌五五巻五号七一五頁以下(昭四三)参照。
- (10) 『株式会社法の合併(増訂版)』(シヤリスマ選書)(昭三八)二五四頁矢沢発言参照。
- (11) 今井・前掲(3)二一四頁参照。
- (12) 独立した会社間の合併の場合には、経営判断を理由に裁判所は介入しなす。
- (13) Walde, Parent-Subsidiary Relations in the Integrated Corporate System: A Comparison of American and German Law, 9 The Journal of International Law and Economics 455, 457—59 (1974)
- (14) Id. at 465; Note, The Fiduciary Duty of Parent to Subsidiary Corporation, 57 Va. L. Rev. 1223, at 1231 (1971)
- (15) Walde, *supra* note 13, at 471—72
- (16) Id. at 472

- (17) 33 Del. Ch. 293, 93 A. 2d 107 (Sup. Ct. 1952); 又その判例については、竜田節「合併の公正維持」法學雜誌 八二卷二・三・四号二八八頁(昭四三)参照。
- (18) Walde, supra note 13, at 470
- (19) Brudney & Chirelstein, supra note 3, at 307
- (20) Id. at 310
- (21) Id. at 310—13; Brudney, Equal Treatment of Shareholders in Corporate Distributions and Reorganizations, 71 Calif. L. Rev. 1072, at 1103 (1983)
- (22) Ibid.; 本号論者はこの提案以前にその系とあるように「合併利益は同会社の寄与たる企業価値に比例して分配せらるべきである」との方法を提案しようとする。Brudney & Chirelstein, supra note 3, at 319—23, 現金交付型合併を「合併利益を分配する」というのがその本来的な意味を有するものと認める。
- (23) Brudney, supra note 21, at 1102—03
- (24) 本号論者は同様に Mills v. Electric Auto Lite Co., 552 F. 2d 1239 (7th Cir.), cert. denied, 98 S. Ct. 398 (1977)
- (25) Brudney, supra note 21, at 1104
- (26) Easterbrook and Fischel, Corporate Control Transactions, 91 Yale L. J. 698, at 698—715, 723—33 (1982)
- (27) Brudney, supra note 21, at 1099—1100
- (28) Id. at 1100—01

- (29) Id. at 1104 n. 95
- (30) Lorne, A Reappraisal of Fair Shares in Controlled Mergers 126 Pa. L. Rev. 955, at 974—76 (1978)
- (31) Id. at 977—79
- (32) Toms, Compensating Shareholders Frozen Out in Two-Step Mergers, 78 Colum. L. Rev. 548, at 570—71 (1978)
- (33) Lorne, supra note 30, at 971—73
- (34) 本号、少数株主を輸出する合併に適用の際の問題を指摘するが、本稿の対象とはならぬ。
- (35) Brudney, supra note 21, at 1104—05 n. 96
- (36) 比例的分配方式については、支配会社、従属会社各々の合併成立前の企業価値を p とし、合併利益を s とし、実際の従属会社への割当比率を r とし、 $r < \frac{s}{p+s}$ とし、従属会社株主の全体への損害額は $s - (p+s)r + a \left(\frac{s}{p+s} - r \right)$ とする。
- (37) Roland International Corp. v. Najjar 407 A. 2d 1032 (Del 1979) に於ける Quillen 判事の反対意見。本号別の解説を参照し、Bell v. Kirby Lumber Corp.: Ascertaining "Fair Value" Under the Delaware Appraisal Statute 81 Colum. L. Rev. 426, at 434—37 (1981)
- (38) Brudney, supra note 21, at 1106
- (39) Note, Singer v. Magnavox Co.: Delaware Imposes Restrictions on Freezeout Mergers, 66 Calif. L. Rev. 118,

- at 135 (1978)
- (40) Brudney, *Efficient Market and Fair Value in Parent-Subsidiary Mergers*, in 22 *Corporate Practice Commentator* (F. Hodge O'Neal ed. 1980) 263, at 263—72 参照。
(41) The *Journal of Corporation Law*, Vol. 4, No. 1, pp. 63—86 (1978) 46 載せられた (96288°)
- (41) Brudney, *supra* note 40, at 280
- (42) *Id.* at 264, 280—86 を参照せられた。
- (43) Brudney, *supra* note 21, at 1106
- (44) Brudney, *supra* note 40, at 283
- (45) *Id.* at 286—89
- (46) *Id.* at 289—97
- (47) 竜田・前掲(17) 二九三頁以下参照。
(一橋大学大学院博士課程)