

《研究ノート》

ドイツのコンツェルン規整

における従属会社株式の評価

——ドイツBFBUP誌主催のシンポジウムから——

酒井 太郎

一 はじめに

会社法上、持分の払戻を通じて株主に会社から脱退する機会を与える制度が、少数派株主保護政策の一環として設けられている。なかでも、日本や米国における株式買取請求権、ドイツコンツェルン法における代償措置が代表的である。

ドイツ株式法コンツェルン規定では、ある会社が他の会社の指揮監督を受け、あるいは利益を供出する旨契約(以下これを企業契約と呼ぶ)するとき、従属会社の少数派株主(局外株主)は、持分価値に相当する給付(代償)を受けて従属会社から脱退することができる(三〇五条)。代償の具体的内容は、支配会社株式への持株交換もしくは現金による従属会社株式の払戻の二種である。

日本や米国の株式買取請求権制度で株式価格の算定が困難とされるのと同様、コンツェルン法上の株式払戻手続においても、払戻の対象となる株式の価値評価は、企業評価理論に関する知

識と、コンツェルン規整という法政策上の目的とをあわせて視野に収めて論じなければならぬために、扱いにくい問題であるといわれてきた。

企業契約においては、会社が代償措置のための評価規定を条項に盛り込むことが通常であるが、少数派株主の請求により、株式法第三〇五条・三〇六条に基づき、裁判所が、非訟事件手続法の枠組みのなかで、払い戻される持分の価格を算定するケースが多い³⁾。ただし、三〇五条によれば、算定される価格は相当でなければならぬとの指示の他に、とくに評価のための方法が指定されているわけではない。

一九六五年株式法が施行されて十一年目にあたる一九七六年、「経営学—研究と実務(Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis: BfPr)」誌は、「現代の企業評価」そしてその適正な実施のための基本原則」と題した会合を開催した。そこでは企業評価理論の当時の成果が多く研究者により報告されるとともに、企業・株式の評価が法律上求められる局面で発生している問題点の摘出と、その解決のための方向を見出すべく議論が交わされた。

そのなかでも、株式法三〇五条に関連し、当事者たる企業および少数派株主の適切な利害調整となりうる株式評価のあり方を論じたシンポジウム³⁾では、代表的な学者・実務家によって有意義な提言が数多くなされた。本研究ノートは、このシンポジウムの議事録を下敷きとし、その後の状況の変化を補足しつつ、株式法三〇五条における株式評価問題を概観するものである。

なお、代償措置としてなされる株式交換、現金払戻について

は、これが従属会社からの脱退に伴う給付であるという意味を踏まえ、以下、「払戻」の用語で統一して取り扱うこととする。

二 シンポジウム

「株式法三〇五条、三二〇条、三七五条、三八八条および組織変更法一二条、一五条に定められた『相当な代償』規整は、その目的たる少数派株主と支配株主との調整機能を果たしているか？」と題されたシンポジウムでは、議論に先立ち、つぎに掲げる四つの主題が設けられた。

- i 法律に期待されている少数派株主と支配株主との調整機能は、具体的な問題局面において有効に作用しているか。
- ii 価格決定手続のなかで今日採用されている評価鑑定にはいかなる意義が見出せるか。また、個別的な問題として、(1)一方の当事者である企業が要求する営業秘密の保持と、裁判において求められる公開原則とをどのように調整するか、そして、(2)将来収益の予測を立てた結果、評価鑑定から複数の価格がもたらされた場合に、これらをどのようにして取捨選択するか。
- iii 収益還元価値を計算する前提として、利益があった場合、そのすべてが配当されるものとみなしてよいか。あるいは、企業独自の配当政策をまず念頭におくべきか。また、株式はすべて企業全体の価値を等分した価値を有するという、世界的な実務慣行とは異なる観点に立って、少数派持分も論じるべきか。
- iv 払戻額の基礎となる企業価値を算定するに際し、法人税はいかなる影響力を有するか。

以下、発言内容を整理し、必要最少限の事項を補足しながら、

主要な論点を見てゆくこととする。⁽⁴⁾

二—i 法に期待される調整機能をいかにして發揮させるかさて、株式法三〇五条にいう相当な払戻額の決定を裁判所から得るまでに、株主は数年もの歳月を訴訟に費やさなければならぬといわれる。それゆえ、株主は払戻手続の継続を途中でやむなく断念したり、会社側の買収の申し出を飲まざるをえない立場に置かれていた。また、鑑定内容の公表形式が定められていないため、価格決定の基礎資料を当事者が必ずしも入手しえず、かりに入手できたとしても、算定結果を推測しうる内容を有していないことが往々にしてあるともいわれる。よって、現在の状況は、当事者たる企業および少数派株主にとり、経済的に割に合わず、手続に踏み切ったとしても、納得のゆく結果を得られるか疑問である。この限りで、法に期待される会社と少数派株主との調整機能が十全に作用しているとはいえない。

そのかわらで、現行の非訟事件手続はこれまで柔軟に発展を遂げており、期間がかかりすぎる点を除けば、あえてこれを排さなければならぬ理由はない。よって、評価鑑定に必要な期間を短縮できるような制度として現行の手続を再構成する必要がある。その方法の一つとして各国の制度の優れた部分の導入が考えられてもよい。

しかし、各国の法制度を参照する場合、その基本となる体系が大きく異なっていることに注意を払わなければならぬ。ヨーロッパや米国にも、株式の払戻額算定という点では似通った事例が確かに存在するのだが、コンツェルン規整の一環として

なされているわけではないからである。ゆえに比較は困難といわざるをえない。

しいて言うならば、ロンドンのシティ・コードによる手続が参考になるであろう。シティ・コードは株式公開買付を規律する自主ルールであり、企業契約を対象としたものではない。しかし、シティ・コードによれば、オフラーを受ける側の株主の判断材料を提供する意味で、買付対象会社の利益予想に関する情報開示が重視される。具体的には、対象会社の利益予測や資産の評価は、可能な限りの注意を払って取締役がなすべきこと、対象会社株主へその内容を開示するにあたっては、いかなる考へに基づいて取締役が利益予測を行ったか文書中に記載すべきこと、そして、予測に際して用いた会計基準と計算については、会計検査役(株式法にいう決算検査役)または顧問会計士が審査し、報告を行うべきこと、などが各則一六で定められている。

株式公開買付に先立ってこうした価格に関する調査と情報提供をなさしめるのと同様、企業契約締結の前に、少数派株主への補償額・払戻額を定めさせる手続を置き、当事者間で払戻に向けた持分評価が行われるようにすれば、少数派株主にとって時間的、費用的に納得のゆく解決が図られるかもしれない。具体的には、持分払戻にかかる評価鑑定手続を、企業契約承認決議に際して行なわせるのである。評価鑑定の担い手は、裁判所のほか、当事者が合意した第三者であってもよい。

では、シティ・コードにならって評価手続を企業契約の前に置いた場合、いかなる問題が発生するだろうか。

まず、シティ・コードは法的拘束力を持たない証券・金融業

界の自主ルールであることに注意が必要である。すなわち、シティ・コードでは、裁判所ではなく任意団体である取引所組織に監督権限が与えられているため、法政策的な配慮を十分にしうるかという点で疑問が残る。しかも、利益予測が適正になされているかをチェックするのは会計検査役または顧問会計士であって、一介の銀行マンにすぎない顧問会計士に監督権限が与えられる場合も有り得る。したがって、払戻額の評価を企業契約の締結前に行なう場合にも、裁判所の役割が期待される。

また、手続を前置しても、評価手続が長引いて企業契約の実行が遅延すれば、当事者にとって好ましくない結果が発生する。たとえば裁判所に審査を委ねた場合、企業契約内容の吟味や、少数派株主への意見聴取が裁判官の手に余り、長い期間を要するのであれば、改善の意義がなくなる。もっともこの点に限って言えば、企業評価に習熟した裁判官に処理を委ねるか、裁判官を補佐する者を任命することで解決の糸口は見出されよう。だが、そのためには裁判所構成法の改正が必要になる。

企業契約承認決議時に評価のすべてを裁判所に委ねることが難しいとすれば、会計検査会社(Wirtschaftsprüfungsgesellschaft)に委嘱することが他方で考えられる。企業結合に際しては、契約当事会社双方の公認会計士と、契約当事者とは利害関係を持たない第三者が企業財産の評価にあたるという慣行がある。この、利害関係を持たない第三者がすなわち会計検査会社である。会計検査会社はおおむね、当事会社の住所地たる州以外に所在し、これらの会社とは一切の関係を持たない。それゆえに中立的な立場を維持しうるものであり、評価手続の公正

を図り、少数派の利益を考慮することができるとであろう。⁽¹⁷⁾

二—ii 評価鑑定形式・鑑定人の責務

ここでの論点は、払戻に向けて企業契約当事者が作成した鑑定結果 (Parteiautachten) が、いかなる形式を備えているのが望ましいか、そして訴訟上、これを証拠としてどの程度尊重したらよいかということである。

企業契約に際し、持分払戻額算定のための鑑定がなされ、この鑑定結果が公認会計士によって適切であるとの認定を受けた後、会社から払戻額の申し出が行なわれる。だが、鑑定内容自体が公表されなかったり、かりに公表されても、払戻額の算定にあたって用いられた方法と、算定の基礎となったデータが公表されないために、少数派株主は、当該払戻額の相当さが満たされているかどうかを自ら吟味することができず、あらためて裁判所の手続にこれを委ねざるをえなくなるのである。すなわち、企業が行なった評価鑑定の内容がわかりやすく株主側に開示され、株主がそれを見て自ら相当であるか否かの判断をすることができれば、裁判所が評価問題に介入する必要性も減る。

では具体的に、評価鑑定はどのような形式を備えていれば理想的であるといえるだろうか。ヨーロッパ会社法三二二条以下によると、株式交換や持分払戻が相当であることを確保するために、①鑑定は取締役が選任した検査役が行なうこと、②検査役は当該コンツェルンと無縁であること、③設立検査役に準じた資格要件、などが定められている。一方、払戻を受ける側の少数派株主は、検査役の独立性に疑問があるとき、これに代わ

る者の選任を裁判所に求めることができる。さらにヨーロッパ会社法に関する第三指令五条では、合併時に株主の閲覧に供すべき資料のうち、企業評価に関する部分の報告書について、①裁判所または行政庁から選任された独立性を有する鑑定人が作成すべきこと、②評価を裏付ける資料および方法は少なくとも五条で指定された内容を含むべきこと、が定められている。⁽¹⁸⁾ これらは立法化されてはいないものの、相当な払戻の判断を可能な限り当事者に委ね、裁判所の介入の余地を減らすという点では、今後の正しい方向を示唆するものであると考えられる。⁽²⁰⁾

さらに、こうした手続に関わらず、裁判所に当該払戻の相当さの吟味が求められた場合、契約当事者によって行なわれた評価鑑定の内容を、証拠としてどの程度尊重するかが問題となる。払戻に著しく不当な内容が含まれていたり、鑑定結果が事実と反した内容を含んでいない限り、株式法三〇四条三項を類推適用して、裁判所は当事者の行なった評価鑑定結果に基づいて相当な払戻額を算定するようにすれば、決定手続も簡略なものになる⁽¹⁹⁾。しかし、現行法の規定の上では、当事者による鑑定に裁判所を拘束するような証拠力 (Beweiskraft) はない。⁽²¹⁾ しかも、相当な払戻の内容を定めるためには、どうしても鑑定内容のすべてを精査する必要がある、加えて当該鑑定がいかなる根拠に基づいて作成されたかまで調べるべきであるから、裁判所は当該鑑定が正当であるとの推定を前提に手続を進めることはできない。⁽²²⁾ よって、当事者が決定した払戻額に代わって裁判所が相当な払戻額を決めるにおいて、当事者による鑑定結果に裁判所は拘束されず、当事者鑑定以外の資料を裁判所が用いる条

件として、当事者が定めた払戻が相当でない旨をあえて裁判所が「証明」する必要はないのである。

裁判所が、当事者の作成した資料に拘束されず、自由に相当な払戻の内容を形成できるならば、実際の裁判手続の中で、会社の営業秘密に関する事項の開示が必要となる可能性がある。

株主の会社に対する解説請求権を規定した株式会社法一三一条は、総会以外の場で特定の株主に情報の開示がなされたとき、他の株主の請求により、会社が当該情報を総会の場で公にすべき旨、四項で定めている。ここで、相当な払戻額をめぐる決定手続において株主が知り得た情報も、他の株主の求めに応じて株主総会で明らかにすべきなのだろうか。現在、裁判所は、営業秘密に関する事項を会社から提出させる場合には、訴訟当事者に秘密保持の誓約を取り交わさせることでのいである。払戻額の評価では、確定した営業報告書や株主総会で報告されたもの以外の、最新の企業状態に関するものが重視されるため、とくに企業が公表を望まない内容が明るみに出たおそれがある。したがって、制度的に営業秘密を外部に漏らさない装置が必要である。

これについては、特許侵害訴訟で用いられている方法が参考になると思われる。すなわち、ある者が他人の特許を侵害し、特許権者の顧客を奪い取った場合、侵害者に損害賠償の訴えが提起される。ここで侵害者は自らの顧客情報を特許権者、いうならば自己の競争者の目前にさらす必要に迫られる。さて、実際の裁判では次のような解決策がとられる。まず、侵害者が特許権者に顧客の一覧を開示する必要はない。そして特許権者は、

公認会計士か弁護士のような、守秘義務が職務上要求される者に処理を代行させなければならない。この代理人は特許侵害に関するすべての情報を相手方から受け取り、損害額を算定するが、侵害者が公表を望まない内容については、依頼人たる特許権者に明かさなくともよい、とするのである。

二―iii 収益還元価値と配当政策との関係・少数派ディスク

ウント

企業から脱退を迫られる株主への補償の目的で企業評価をなすにあたっては、一般に、将来にわたり継続的に取得可能な「配当可能」利益を基礎とするものとされている。しかしながら、配当可能利益がいかなる基礎および定式から導かれるのか、つまり、配当可能利益を得るために、どこまで収益を差し引いてゆけばよいのかということは不明である。また、資産維持、生産能力維持、企業金融政策、減価償却政策、独自の配当政策、これらが念頭におかれているか否かで収益減額のやり方も非常に異なる。

三〇五条をはじめとした株式会社上の現金払戻は、獲得収益の完全な配当を理想的な出发点として、これが可能になるのは、継続して取得可能な企業収益が完全な形で算定され、かつ配当可能利益を減額する要素が考える限りでまったく発生しないときである。ことに、安定配当維持を目的とした利益留保政策は、完全な配当を想定した企業評価においては排除される。

脱退を迫られる少数派株主が会社に参加していたときには、従前の配当利益に満足していたのだから、現実取得可能な配

当を基礎として払戻額の評価がなされるべきではないかとも考えられる。だが、これは正当とはいえない。というのも、彼らが継続して会社に残れば、留保利益に由来する持分価値の増加にあずかっているかもしれないからである。

つぎに、大量取引に由来する価値割増(パケット割増)または少量の取引を理由とした価格割引(少数派ディスカウント)は、株式法三〇五条などの場合における払戻しにおいて許されるかという問題がある。まず、ここでも安定配当維持政策は排除されなければならない。つぎに完全な払戻しは、均等な持分権を有する会社構成員に平等な払戻しを行うことを出発点とする。同額の持分である限り、払戻しの額に構成員個々人の関係が影響することはない。他方、一般の取引であれば、売買当事者は企業における自己の影響力を持分評価に及ぼすことができよう。しかし、株式法の払戻しで対象になるのは、つねに会社構成員としての影響力が等しく存する個々の株式、ないし少数の株式である。よってパケット割増がここで問題になることはない。そして現金払戻を論ずるにおいて、法が株式の財産的価値のみに着目し、議決権行使上の影響力を考慮しないことは、正当と認められる。少数派ディスカウントがなされれば、次のような結果がもたらされる。すなわち、少数派株主には、会社に対する影響力に欠けることを理由として低額の払戻しかなされない一方、譲受人には当該株主の有する持分の影響力の除去(—会社からの放逐)——最終的には、単独社員もしくは企業契約上の地位に基づく企業支配権の専有——を達成せしめる強制的持分取得が可能となる。これはどう見ても不当であるといわなければならない。

らない。³⁰⁾

三 検討

シンポジウムの大半を費やして論じられたのは、当事者間で払戻額をめぐる交渉が円滑に進むような手続はどのようなものか、株式法三〇五条に期待される利害調整機能が裁判所のみによって果たされるものとは考えられていない。むしろ、現行の裁判手続に対する少なからぬ不満がうかがえる。とはいえ、当事者の交渉に解決を委ねることで、直ちに自由売買で生み出される価格に基づく払戻額が導かれるとも考えていないようである。これは少数派ディスカウントを評価から除こうとする議論を見ても明らかである。株式法三〇五条を通じて少数派株主に持分払戻の機会を保障することは、株式の譲渡(そして退社)を法が強制的に成立させることをも同時に意味しているから、取引を断念させる要素、もしくは取引を躊躇させる要素はこの場合度外視せざるをえない。

しかも「相当な」払戻の内容は、法的公正を満たすものでなければならぬ。よって相当な払戻額は、経済的な価値計算のみならず、評価を要求している法規定の目的ならびに当該法律関係を規律する価値の観念(平等取扱原則等)を基礎とする³¹⁾。評価を要求する法が少数派株主の地位をどのように見ているかで、法的公正³²⁾、ひいては払い戻される持分の相当さの内容が左右されるのである。すなわち、少数派株主の利益が尊重されるべきか、あるいは会社の利益が優先されるべきかが実際の評価

に影響する(より高い次元から見たとき、少数派と会社との利益調整は、企業集中を抑制するかまたは促進するかという政策観にも結び付く)。こうして、相当な払戻額の評価では、法的に正当であることがまず要求され、その枠内で経済的な合理性が追求されることとなる。

ゆえに、企業契約の当事者が払戻額を評価するに際しては、経営学の知識に精通するだけでなく、法的な正当さを吟味しうる者に鑑定を委ねることとなる。しかしながらこの点に関して法学理論が寄与するところは意外に少ない。ヨーロッパ会社法も、払戻の相当な確保の一環として、評価任務を遂行する鑑定人の資格については定めをおくものの、評価目的と評価結果との関連性を鑑定人に立証させるところまでには至っていないからである。その結果鑑定人は、実務慣行にそって自己流の評価法を用いざるをえない立場に置かれる。適正な(ordinungsma-ßig)企業評価のためには、「正規の簿記の原則」に代表される企業会計上の諸原則のような、法の目的と具体的技術とを融合させた明確な表現が必要であらう。

さて、いまのところ、法的正当性を加味しうる評価上の指針として、ドイツ経営学における機能的企業評価論が参考になる。機能的企業評価論では、株式法三〇五条に基づき払戻を受ける少数派株主の、自由意思によって退社を選んだのではないという地位に注目し、これら株主に対する完全な補償の定義が種々になされている。たとえばMoxiorによれば、払戻の基礎として将来受けうる配当可能利益額を採用する。そして、少数派株主には配当還元価値による完全な補償が確保されるのみなら

ず、さらに会社側が提示可能な支払限度額と、少数派株主が受け入れ可能な対価の最低限との差額も適正に分配されるべきであると説く。なぜならば、強制的に退社を迫られるという不利な立場にありながら、当該株主に自己の受入可能最低額しか与えられず、しかも取引の断念が選択肢として認められていないのは、あまりに酷といわざるをえないからである。

しかしながら、相対による売買をモデルとする経営学上の評価理論は、需給の原則の例外を設け、しかも個々人の主観を抜き去った統一的株主像を要求する法学理論を前に、理論的整合性をいかに保つか苦心しているのも事実である。他方、少数派ディスプレイカウントやシナジー利益の分配をめぐる個別的な論点については、法学理論上「相当な払戻」に向けた解釈がなされつつある。それゆえ、これらを集めて実際の評価との橋渡しの役割を果たす準則を定立することが、経営学理論の当惑を解消し、企業評価の任に当たる者(終局的には裁判官)を規律するうえでの処方箋とならう。

四 おわりに

相当な払戻に関する立法の提言は上述したようにいくつか見られるが、これらが今後成立する公算は高くないようである。したがって、コンツェルン規程における払戻額の相当さの解釈については、ドイツの学説・判例・実務を参照し続ける必要がある。なお、本研究ノートで扱わなかった判例の推移、実務上の対処については、稿を改めて他日検討することとしたい。

- (1) 株式交換には、結合する両方の企業の評価が交換比率算定において必要であり、従属会社の評価のみが問題となる現金払戻と比較してその困難さを増す。株式交換による払戻措置を設けることにつき、ドイツ法曹会議ならびに経済諸団体は反対の立場であった。詳細は、『西独株式法』慶応義塾大学法学研究会四七二頁（一九八二）参照。
- (2) Vgl. *Beyerle*, Die Unternehmensbewertung im gerichtlichen Verfahren, in: Fünfzig Jahre Wirtschaftsprüferberuf, über die Jubiläumstagung vom 21. bis 23. Oktober 1981 in Berlin, 1981, 248.
- (3) Expatengespräch über die Frage: "Erfüllt die gesetzliche Regelung der 'angemessenen Abfindung' nach den §§ 305, 320, 375, 388 AktG und den §§ 12, 15 UmwG die ihr zugedachte Vermittlungsfunktion zwischen Minderheits- und Hauptaktionären?", mit Dr. W. Dörner, Prof. Dr. E. Gehler, Dr. R. Goerdler, Dr. W. Günther und Dr. W. Meilicke, in: Goetzke/Sieben (Hrsg.), *Moderne Unternehmensbewertung und Grundsätze ihrer ordnungsmäßigen Durchführung*, GEBBERA-Schriften Bd. 1, 1977, 121 (zit. Gesprächsbeitrag).
- (4) 紙幅の制限から、四つめのテーマである法人税と企業評価との関連については割愛せざるをえなかった。この部分では一九七七年になされることとなるドイツ法人税法の改正が取り扱われ、企業評価との関連では、合併差益課税額を企業評価額からあらかじめ天引きする点をめぐって議論がなされた。
- (5) 一九八五年の時点で、三〇五条の払戻に関する手続は全部で十八件係争中であったが、そのうちの七件は五年以上も第一審での決定の見込みがつかないままであった。また、一九八五年までの三年間で終了した十三件のうち、八件は株主により取り下げられたものである。Vgl. *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 11. April 1985; *Gehler*, *Aktengesetz Kommentar*, 1993, § 305 Rn. 1.
- (6) *Dörner*, Gesprächsbeitrag, 123.
- (7) *Goerdler*, Gesprächsbeitrag, 125.
- (8) *Goerdler*, Gesprächsbeitrag, 124.
- (9) 詳細は、石山卓磨「テイクオーバーと合併に関するシティ・ロード（一九八一年二月改正版）獨協法学一八卷二八八頁以下（一九八三）」。小林成光「支配権の取得を目的とする株式買付——イギリス法」法学雑誌二八卷二号六一頁以下（一九八二）参照。
- (10) *Günther*, Gesprächsbeitrag, 128.
- (11) *Dörner*, Gesprächsbeitrag, 131.
- (12) シティ・ロードの運用と遵守の状況について、布井千博「ECにおけるM&Aの法規制（上）——株式公開買付に関するEC会社法第13指令を中心として」国際商事法務一九卷二号一五〇頁（一九九一）参照。
- (13) *Goerdler*, Gesprächsbeitrag, 124.
- (14) *Goerdler*, Gesprächsbeitrag, 125.

- (15) *Meitcke*, Gesprächsbeitrag, 128.
- (16) *Meitcke*, Gesprächsbeitrag, 130.
- (17) *Dörner*, Gesprächsbeitrag, 131.
- (18) *Gebler*, Gesprächsbeitrag, 133.
- (19) 詳細は、森本滋『ECC会社法の形成と展開』商事法務研究会四一四頁以下(一九八四)、山口幸五郎『ECC会社法指令』同文館一四〇頁以下(一九八四)参照。
- (20) *Goerdler*, Gesprächsbeitrag, 140.
- (21) *Günther*, Gesprächsbeitrag, 137-38.
- (22) *Gebler*, Gesprächsbeitrag, 142.
- (23) *Meitcke*, Gesprächsbeitrag, 140.
- (24) *Gebler*, Gesprächsbeitrag, 140.
- (25) 秘密に属する事柄の解禁に「Gesbler, Gesprächsbeitrag, 143.
- (26) *Günther*, Gesprächsbeitrag, 143-44.
- (27) 以下 *Meitcke*, Gesprächsbeitrag, 144-45.
- (28) *Gebler*, Gesprächsbeitrag, 148-49.
- (29) *Großfeld*, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht: Zur Barabfindung anscheidender Gesellschafter, 3. Aufl, 1993, 110-11; Urteil v. 7. August 1962-1 BvI 16/60 - BVerfGE 14, 263, 284; *Beyerle*, a. O., 253. 株式会社法政府草案理由書「の」の一九六二年の Feldmühle 判決が引かれ「の」『独占株式会社』四七二頁。
- (30) 以上 *Gebler*, Gesprächsbeitrag, 148-49. なお、留保
- 利益を配当還元価値に繰り入れる配当還元価値法の一方法として、コートン・モデルと呼ばれるものがある。河本一郎ほか『非公開株式の評価鑑定事例』別冊商事法務二〇一、二二頁以下(一九八八)参照。
- (31) 野田博「企業結合の法規制における企業の評価——ドイツ株式法三〇五条における公正な代償額算定をめぐって」商学討究三七巻四号五五頁(一九八七)。
- (32) この場合、会社多数派の利益は少数派株主を排除することに存する。そして少数派の利益はその正反対の位置にある。この利益の対立状況を前に、株式法は多数派の利益を優先し、排除の可能性を与えたことに留意すべきである。法の形式自体がすでに多数派の利益を容認するものとなつてゐるのであるから、具体的な評価で多数派の利益を再び顧慮することは許されなう。 *Beyerle*, a. O., 255.
- (33) *Großfeld*, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 6-9.
- (34) Vgl. *Großfeld*, Elemente der Unternehmensbewertung, in: FS für Meiyer-Hayoz, 1982, 193.
- (35) Moxtor, Die sieben Todsünden des Unternehmensbewerbers, in: Goetzke/Sieben (Hrsg.), Moderne Unternehmensbewertung und Grundsätze ihrer ordnungsmäßigen Durchführung, GEBBERA-Schriften, Bd. 1, 1977, 253.
- (36) 評価目的に応じて企業評価は異なつた機能を果たす。企業の価値は、それゆゑ、それぞれの機能に関連した相対

- 的な概念である。Coenberg, Unternehmensbewertung aus der Sichts der Hochschule, in: Fünfzig Jahre Wirtschaftsprüferberuf, 241. 機能的企業評価論に関する詳細は、柴田和史「機能的企業評価論」竹内遼歴記念・現代企業法の展開、四三三頁以下（一九九〇）参照。
- (87) *Moxtor*, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 1. Aufl., 1976, 35. 柴田、前掲論文四六六頁参照。
- (88) *Dörner*, Gesprächsbeitrag, 147-48; *Meiticke*, Gesprächsbeitrag, 146; 払戻を受ける株主個々人の主観的利益を

- 評価対象とみなす（ちなみに株主に応じて異なる払戻額を導く）*Seeber*, *Sieben*, Der Anspruch auf angemessene Abfindung nach § 12 UmwG, AG, 1966, 10; 柴田、前掲論文四六四頁参照。
- (89) Vgl. *Großfeld*, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, ff. 109.
- (90) *Hommelhoff*, Konzernmeingangs-Schutz durch Take-over-Recht?—Eine Betrachtung zur europäischen Rechtspolitik, in: FS für J. Semler, 1993, 454-55. (一橋大学大学院博士課程)