

# 米国州会社法における 事業再編の展開と SEC の関与(1)

清水 真人 (徳島大学大学院ソシオ・アーツ・アンド・サイエンス研究部)

はじめに

- 一．事業再編における利益相反問題
    - 1．経営者との間における利益相反
    - 2．投資銀行家との間における利益相反
    - 3．弁護士との間における利益相反
    - 4．ストーン連邦最高裁判事による意見表明
    - 5．一般投資家の利益を代表する独立機関の設立構想
    - 6．小 括
  - 二．州会社法の規制緩和とその諸問題
    - 1．州会社法の規制緩和競争の展開
      - (1) 1899年以前のデラウェア州会社法
      - (2) 1899年以後のデラウェア州会社法
      - (3) 他州による会社法の規制緩和の展開
    - 2．州会社法による各手法とその諸問題
      - (1) 株式発行対価の柔軟化
      - (2) 無額面株式の発行
      - (3) 議決権制限株式・無議決権株式の発行
      - (4) 非累積的優先株式の発行
      - (5) 払込剰余金からの利益配当
      - (6) 自己株式の取得
      - (7) 株式買受権の発行
      - (8) 定款変更
      - (9) 合 併
      - (10) 会社財産全部の譲渡
      - (11) ピラミッディングによる会社支配 (以上, 本号)
    - 3．Liggett v. Lee 事件におけるブランダイズ判事の反対意見
    - 4．小 括
  - 三．SEC による具体例事例の調査
  - 四．州会社法における一般株主保護制度とその問題点
- 結 語

## はじめに

本稿の課題は、1930年代において米国証券取引委員会（以下「SEC」という）により公表された「保護および組織再編委員会に関する調査報告書<sup>1</sup>」（以下「本報告書」という）の検討を通じて、1920年代から30年代にかけての米国州会社法における事業再編の展開と、それに対するSECの関与につき論ずることである。SECは州会社法が緩和され事業再編の自由度が高まったこの時代に、一般投資家保護の観点から州会社法における事業再編に関する調査を行い、当時の資本市場法制、州会社法の諸規定、コーポレート・ガバナンスの状況に関する詳細な検討を踏まえた上で、本報告書を公表し制度改革につき勧告を行っていることから、本報告書の検討を通じて当時の法的状況を考察することにより、これからのわが国の企業法制のあり方を考える上で重要な示唆を得ることができると考えられるからである。

米国においては19世紀末から展開された各州による会社法の規制緩和と競争の結果、会社法の様々な規定を用いた濫用的な事業再編により、一般投資家

---

<sup>1</sup> Securities and Exchange Commission, Report on the Study and Investigation of the Work, Activities, Personnel and Functions of Protective and Reorganization Committees: Part I Strategy and Techniques of Protective and Reorganization Committees (1937); Part II Committees and Conflicts of Interest (1937); Part VII Management Plans without Aid of Committees (1938); Part VIII A Summary of the Law Pertaining to Equity and Bankruptcy Reorganizations and of the Commission's Conclusions and Recommendations (1940). [hereinafter SEC, Protective Committee Report Part I, Part II, Part VII, Part VIII] 「保護および組織再編委員会に関する調査報告書」は、1934年証券取引所法第211条に基づき、当時SEC委員長であったダグラスの主導により行われた保護委員会の機能、活動、人的構成、役割に関する調査結果を纏めたものであり、全8部から構成されている。本稿は州会社法における事業再編を扱った第7部、総論部分である第1部および第2部、結論部分である第8部を中心に検討する。

保護委員会は、倒産処理手続において一般投資家のために組織され、法人受託者の選任および解任、受託財産の管理運営に対する監督、経営者および投資銀行家に対する訴え提起に向けての調査、各証券保有者間の利害調整、事業再建計画の承認の決定、事業再建計画の遂行といった役割を果たす。SEC, Protective Committee Report Part II, *supra* note 1, at 1-10, 495-497. ただし、州会社法における事業再編では保護委員会は組織されず経営者から個々の投資家に対して直接事業再編計画への賛成が勧誘される場合が多く、また、たとえ保護委員会が組織された場合であっても経営者または投資銀行家のために組織される場合がほとんどであった。SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 1, at 1-22.

の権利侵害、経営者の保身目的による倒産回避<sup>2</sup>、公的な倒産処理手続に則った事業再建の妨害<sup>3</sup>、投資ファンドによる会社支配<sup>4</sup>といった弊害が問題とされるようになった。そこで SEC はこのような当時の法的状況を米国企業法制が抱える根本的な問題と位置付け<sup>5</sup>、研究調査を行い、本報告書を公表した。

州会社法における事業再編が適正に行われるためには、事業再編手続全体の適正性および事業再編計画の公正性、公平性、実行可能性、経済的健全性 (fair, equitable, feasible, and economically sound) を如何に確保するかが課題となる<sup>6</sup>。しかし、当時はカリフォルニア州およびミシガン州といった少数の例外を除き<sup>7</sup>、州会社法における事業再編に対する公的機関による監督は行われていなかった<sup>8</sup>。そこで、これらの要請を実現するために、とりわけ次の点に如何に対処するかが問題とされた。

第一に、如何にして州会社法の濫用に歯止めをかけるかという点である<sup>9</sup>。事業再編の過程では、まず事業再編計画策定前の準備段階において複雑な金融スキームが組成され<sup>10</sup>、次に事業再編計画策定段階において資本再

---

<sup>2</sup> SEC, Protective Committee Report Part I, *supra* note 1, at 4-6; Part VII, *supra* note 1, at 11-12, 33-34.

<sup>3</sup> SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 1, at 16.

<sup>4</sup> *Id.* at 198-352.

<sup>5</sup> SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 1, at 21.

<sup>6</sup> SEC, Protective Committee Report Part I, *supra* note 1, at 2-3; Part VII *supra* note 1, at 20; E. Merrick Dodd, Jr., *Fair and Equitable Recapitalizations*, 55 Harv.L.Rev. 780, 792 (1942) [hereinafter Dodd, *Fair and Equitable Recapitalizations*].

<sup>7</sup> カリフォルニア州では会社局長官が事業再編計画の内容について事前審査を行うこととされ、またミシガン州では公共信託委員会 (Public Trust Commission) が社債等の負債性証券に関する保護委員会の活動に対し監督を行うこととされていた。SEC, Protective Committee Report Part VIII, *supra* note 1, at 367-417. カリフォルニア州の制度については、龍田節「カリフォルニアの証券行政—合併を中心に見た投資家保護」インベストメント20巻6号2頁以下(1967), 同「カリフォルニア会社証券法の改正」インベストメント21巻4号2頁以下(1968), 川内克忠「カリフォルニア州会社証券法と投資者保護」星川長七先生還暦記念『英米会社法の論理と課題』251頁以下(日本評論社, 1972), 上村達男「証券取引における開示の機能的限界—会社支配権移転行為に対する規制のあり方を巡って」早稲田法学会誌27号110~116頁(1976)を参照。

<sup>8</sup> SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 1, at 13-16, 108, 205-206.

<sup>9</sup> *Id.* at 21-22.

<sup>10</sup> *Id.* at 24-33.

構成 (recapitalization) が計画され、優先株式の累積未配当利益の排除およびその他の権利内容の変更、株主間の議決権の再配分、社債の満期延長、利息条項の変更、償還準備金条項の修正等が提案される。そして、交換買付け、定款変更、合併、会社財産全部の譲渡等の手続において一般投資家に対して事業再編計画への賛成が勧誘され、交換買付けへの申込または株主総会決議による事業再編計画の承認を経て、最終的に投資家の権利が変更されることになる<sup>11</sup>。これらの過程において州会社法の様々な規定が用いられることにより、事業再編の過程は複雑となり、それに対する一般投資家の判断は困難となる<sup>12</sup>。また、事業再編の過程で株式の水増しが行われると同時に、資本構成の複雑化に伴い証券保有者間で利害対立が生ずることになる<sup>13</sup>。これら州会社法の規定の濫用により生ずる弊害は当時の米国企業法制の主要論者により問題とされ、これらに対し如何に歯止めをかけるかが議論された<sup>14</sup>。また、株主総会における議決権行使、および違法行為の差止め、反対株主の株式買取請求権等の少数株主保護制度も一般株主の利益確保のためには不十分であると考えられていた<sup>15</sup>。

第二に、事業再編計画の策定に際して一般投資家の利益を如何に代表させるかである。事業再編の場面では金融および法律に関する問題が複雑に絡み合うため、その遂行には経営者、投資銀行家、弁護士等の専門家の関与が必要不可欠であるが、他方、一般投資家とこれらの者との間には潜在的な利益相反関係が存在し、人間性の本質からこれらの者は独立の立場から一般投資

---

<sup>11</sup> *Id.* at 2–3, 16–17.

<sup>12</sup> *Id.* at 32, 108.

<sup>13</sup> *Id.* at 33–44, 148–176.

<sup>14</sup> E. Merrick Dodd Jr., *Dissenting Stock Holders and Amendments to Corporate Charters*, 75 U.Pa.L. Rev. 585, 723 (1927); Note, *Constitutional and Equitable Limitations on the Power of the Majority to Amend Charters so as to Affect Shareholders' Interest in the Corporation*, 77 U.Pa.L.Rev. 256 (1928); A. A. Berle Jr., *Corporate Powers as Powers in Trust*, 44 Harv.L.Rev. 1049(1931); Norman D. Lattin, *Equitable Limitations on Statutory or Charter Powers Given to Majority Stockholders*, 30 Mich. L.Rev. 645(1932).

<sup>15</sup> SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 1, at 18–19, 195–196, 540–556, 590–610.

家の利益を代表することはできないと考えられていた<sup>16</sup>。また、当時の取締役は監督責任を遂行しておらず<sup>17</sup>、また独立取締役制度も存在していなかったため、コーポレート・ガバナンスは未確立の状態であった。そこで、事業再編の場面でどのような制度を構築し、一般投資家の利益を代表させるかが議論された<sup>18</sup>。

第三に、事業再編の過程において一般投資家に対し委任状勧誘または交換買付けへの申込の勧誘が行われる際に、虚偽または誤解を招くような情報開示<sup>19</sup>、株価操作等の市場阻害行為<sup>20</sup>、二段階買収等の強圧的な勧誘が問題となったことから<sup>21</sup>、如何にして一般投資家の健全な投資判断を確保し、証券市場の健全性を維持するかが問題とされた。

SEC は、以上の問題に対する当時の主要論者による議論の成果を踏まえ、制度改革のために次の四つの勧告を行った。

第一に、各州による会社法の規制緩和競争の防止である<sup>22</sup>。州会社法の規制緩和競争を防止することにより、各州が一般投資家保護の観点から再び厳格な会社法を制定することができると考えられた。そして、当該目的達成のためには、緩い会社法を有する州への企業の移動を阻止する必要があり、そのためには連邦会社法を制定し州際通商に従事する企業に対し一律の規制を課すか<sup>23</sup>、または連邦政府による課税権力行使により会社設立州を変更する

---

<sup>16</sup> SEC, Protective Committee Report Part II *supra* note 1 ; SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 1, at 12–13, 149–153,.

<sup>17</sup> William O. Douglas, *Directors Who Do Not Direct*, 47 Harv.L.Rev. 1305 (1934) [hereinafter Douglas, *Directors Who Do Not Direct*]; William O. Douglas, *Democracy and Finance* 56 (1940) [hereinafter Douglas, *Democracy and Finance*].

<sup>18</sup> William Z. Ripley, *Main Street and Wall Street* 132–155 (1927); Adolf A. Berle Jr., *Studies in the Law of Corporation Finance* 38–39 (1928) [hereinafter Berle, *Corporation Finance*]; Douglas, *Directors Who Do Not Direct*, *supra* note 17, at 1330–1334; Bernard J. Reis, *False Security* 269–272 (1937); Douglas, *Democracy and Finance*, *supra* note 17, at 46–55.

<sup>19</sup> SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 1, at 248–266.

<sup>20</sup> ダグラスは、虚偽の情報開示は投資家を欺くのみならず、資本主義体制にとって必要不可欠な自由経済制度を破壊する行為であると指摘している。Douglas, *Democracy and Finance*, *supra* note 17, at 56.

<sup>21</sup> SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 1, at 230, 266–292.

<sup>22</sup> *Id.* at 412–413.

ことによる経済的魅力を奪う必要があると主張された。

第二に、一般投資家の利益を代表する独立機関の創設である<sup>24</sup>。州会社法における事業再編では裁判所等の公的機関による監督を受けずに手続が進められ、事業再編計画も経営者の視点から策定される場合がほとんどであることから、一般投資家の利益を代表する独立機関が事業再編計画の策定に関与し、かつ事業再編の手続全体を監督する必要があると主張された。

第三に、事業再編が行われる際の情報開示の強化である<sup>25</sup>。法による強制がなされない場合には、事業再編への賛成の勧誘が行われる際に、経営者により虚偽または誤解を招くような情報開示が行われ一般投資家の投資判断が歪められる危険性があること、経営者およびその関係者が当該事業再編計画に対して有する利害関係は開示されない場合がほとんどであること、さらに当時の1933年証券法および1934年証券取引所法による情報開示制度は州会社法における事業再編に対してはほとんど適用されなかったことから、これらの法の適用範囲を拡大し、かつ開示内容も充実させるべきであると主張された<sup>26</sup>。

第四に、事業再編計画への賛成の勧誘を行う際の勧誘者の資格および勧誘内容に対する規制強化である<sup>27</sup>。事業再編計画への賛成の勧誘がなされる際に、一般投資家に対し強圧的な勧誘が行われる危険性があることから、勧誘

<sup>23</sup> 1930年代後半は、米国において20世紀初頭から展開されていた連邦会社法制定運動が再度活発化した時期であり、その流れの中でSECは第一の勧告を行ったと言われている。この点については、Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street 205-210* (3d ed. 2003) (本書の邦訳として、ジョエル・セリグマン(田中恒夫訳)『ウォールストリートの変革[上巻]』253~259頁(創成社, 2006)がある。)を参照。20世紀初頭からの連邦会社法制定運動の展開とその背景については、矢沢惇『企業法の諸問題』352頁以下(初出、矢沢惇「アメリカにおける反トラスト法の形成(一)~(三・完)一獨占禁止法の制定を機縁として」法時19巻4号20頁以下、5号73頁以下、7号22頁以下(1947))、久保田安彦「二〇世紀初頭のアメリカにおける連邦会社法の制定運動の高まりとその背景」酒巻俊雄先生古稀記念『21世紀の企業法制』341頁以下(商事法務, 2003)、同「二〇世紀初頭のアメリカにおける連邦会社規制の展開と株主の法的位置づけ」名経法学14号47頁以下(2003)を参照。

<sup>24</sup> SEC, *Protective Committee Report Part VII*, *supra* note 1, at 413-414.

<sup>25</sup> *Id.* at 414.

<sup>26</sup> ただし、SECは情報開示の強化はあくまでも最低限の要請であり、情報開示の強化のみでは事業再編に伴う弊害を除去することはできないと考えていた点に注意する必要がある。SEC, *Protective Committee Report Part VII*, *supra* note 1, at 197, 414-415.

<sup>27</sup> *Id.* at 414-415.

者の資格を限定し、勧誘内容についても規制する必要があると主張された。また、一定の事業再編計画は裁判所その他の機関による審査を受けるべきであり、そのような審査により事業再編計画が承認されるまでは当該事業再編計画への勧誘は禁止されるべきであると主張された<sup>28</sup>。

本報告書が公表された当時の思想的背景には、これらの問題が放置され、株式会社制度が人間支配のための道具として利用されるならば、それにより、少数の人間により大多数の人間が支配される社会秩序が出現してしまうとの危惧感がある。このような秩序は米国社会を支える資本主義体制および民主主義を破壊するものであり、競争、個人の創意工夫、機会の自由といった米国社会を支える基本理念と相容れないものと考えられた<sup>29</sup>。

本報告書の検討から強調されるべき点は、第一に、当時 SEC が州会社法における事業再編の分野においては、開示規制は二次的な役割を有するに過ぎず、一般投資家の利益を代表した独立機関による事業再編手続への関与が必要不可欠であると考えていた点である。この点は、米国における事業再編法制の歴史的展開を研究する上で重要であると思われ、このような構想が後の事業再編法制の展開に如何なる影響を与えているのか、とりわけ過半数の独立取締役から構成される取締役会が事業再編の場面で独立機関としての役割を担っていると評価できるかどうかについて、さらに研究する必要があるように思われる。

第二に、SEC が当時から、一般投資家の利益確保の観点から州会社法の濫用を懸念していた点である。当時の主要論者は、一般投資家に対する権利侵害は緩い州会社法に起因していることから、1933年証券法および1934年証券取引所法による情報開示制度のみではこれらの問題に十分に対処できないと考えていた<sup>30</sup>。このような問題意識が本報告書においても随所に見られ、緩い州会社法への批判が展開されている。そして、このような問題意識に基

---

<sup>28</sup> SEC, Protective Committee Report Part I, *supra* note 1, at 906.

<sup>29</sup> Douglas, Democracy and Finance, *supra* note 17, at 15–16.

<sup>30</sup> William O. Douglas & George E. Bate, *The Securities Act of 1933*, 43 Yale L.J.171 (1933); A. A. Berle, Jr., *High Finance: Master or Servant*, 23 Yale Rev. 20, 42 (1933).

づいて1940年米国投資会社法は制定され、そこでは一般投資家の利益確保の観点から州会社法が大幅に修正され、投資会社に対する様々な規制が設けられたものと思われる。すなわち、1940年米国投資会社法には、証券の発行対価規制<sup>31</sup>、種類株式規制<sup>32</sup>、交換買付け規制<sup>33</sup>、自己株式取得規制<sup>34</sup>、ガバナンス規制<sup>35</sup>、資本構成規制<sup>36</sup>、配当規制<sup>37</sup>、ストック・オプション規制<sup>38</sup>、組織再編規制<sup>39</sup>、ピラミッディング禁止規定<sup>40</sup>等、様々な規制が導入されているが、これらが1940年当時を実現したのは、本報告書による影響が大きいと思われるのである<sup>41</sup>。

本報告書は事業再編の分野における米国州会社法の濫用の歴史を物語るものであり、近年における一連の規制緩和により米国州会社法の会社法を採用したわが国の株式会社法制<sup>42</sup>のあり方を考える上で重要な示唆を与えてくれるように思われる。事業再編の分野では、会社法のあらゆる規定が用いられることから、この分野において会社法の濫用を如何に防止するかは現在のわが国の株式会社法制が同様に抱える問題であり、このような問題に対処するにあたり、米国企業法制の歴史的経緯および思想的背景にまで遡った考察を行うことで、米国と同じ失敗を繰り返すことなくわが国に適合的な制度を

<sup>31</sup> 15 U.S.C. § 80a-22(g), 23(a).

<sup>32</sup> 15 U.S.C. § 80a-18.

<sup>33</sup> 15 U.S.C. § 80a-11.

<sup>34</sup> 15 U.S.C. § 80a-23(c).

<sup>35</sup> 15 U.S.C. § 80a-10(a)(b)(c)(d), 15(a)(b)(c)(f).

<sup>36</sup> 15 U.S.C. § 80a-18.

<sup>37</sup> 15 U.S.C. § 80a-19.

<sup>38</sup> 15 U.S.C. § 80a-18(d).

<sup>39</sup> 15 U.S.C. § 80a-25.

<sup>40</sup> 15 U.S.C. § 80a-12(d).

<sup>41</sup> SECによる投資信託および投資会社に対する研究調査は本報告書に関する研究調査と同時並行で行われており、両調査で取り扱われている事実は共通するものが多い。また、投資信託および投資会社に関する調査報告書では、本報告書が随所で引用されている。これらの規制が1940年当時を実現した経緯については、本稿に引き続き研究成果を順次公表する予定である。なお、1940年投資会社法の立法経緯に関する研究として、川島いづみ「1940年投資会社法の研究－立法に至る経緯を中心として－」比較法学39巻3号1頁（2006）がある。

<sup>42</sup> 浜田道代「会社立法の歴史的変遷」中央経済社編『新「会社法」詳解』27～28頁（2005）、岩原紳作「新会社法の意義と問題点 I 総論」商事1775号6頁（2006）

構築することができると思われるからである<sup>43</sup>。

本稿の構成は次の通りである。第一章においては、事業再編の場面における利益相反問題について検討する。第二章においては、デラウェア州会社法を中心に、州会社法の規制緩和競争の展開および州会社法の各規定が有する諸問題について、当時の判例および主要論者の見解も踏まえて検討する。第三章においては、本報告書で問題とされた具体的事例の検討を行う。第四章においては、州会社法における一般株主保護制度とそれに対する SEC の評価について検討する。最後に、本稿のまとめを行い今度の研究課題について検討する。

## 一. 事業再編における利益相反問題

本章においては、州会社法における事業再編の場面で問題とされる利益相反について検討する。この利益相反問題と次章で検討する緩い州会社法の規定が相まって、一般投資家の利益を侵害する様々な事例が問題とされたことから、この問題の検討は当時の法的状況の背景を理解する上で重要であると思われる。

州会社法における事業再編手続においては、交換買付け、定款変更、合併、会社財産全部の譲渡といった州会社法の規定が用いられ、それにより株主および社債権者の権利内容が変更されることになる。そして、一般投資家にとってはたとえ事業再編により自らの権利が削減・縮小されることになったとしても、各利害関係人間の公平性に配慮しつつ、迅速かつ経済的に事業再編を遂行し会社事業を立て直すことにより、長期的には一般投資家にとって利益となる。また、事業再編と同時に、経営者の法的責任を追及し、また不適格な経営者を交替させることで、事業の健全化を図ることができる。さらに、公的な倒産処理手続による事業再建が必要と判断される場合には、それらの手続に素早く移行することにより、手続全体に要する費用を安く抑えること

---

<sup>43</sup> 上村達男・金児昭『株式会社はどこへ行くのか』45～46頁、64～65頁、356頁（日本経済新聞出版社、2007）

ができる<sup>44</sup>。このように州会社法における事業再編が迅速かつ適正に行われることにより、一般投資家の利益は促進されることとなる。

ただし、これらの手続は、破産手続、財産保全管理手続、受戻権喪失手続といった公的な倒産処理手続とは異なり、裁判所その他の公的機関の監督を受けずに行われることから、如何にして事業再編手続の適正性および事業再編計画の公平性・公正性・実行可能性・経済的健全性を確保し、一般投資家の利益を代表させるかが問題となる。この点について、経営者、投資銀行家、弁護士といった専門家が一般投資家の利益のために事業再編に関与することで、これらの目的達成に資するとも考えられる。しかし、これらの専門家と一般投資家との間には潜在的な利益相反関係が存在し、人間性の本質から、これらの者は一般投資家の利益を代表することはできないと当時の主要論者は考えた。具体的には次のような利益相反が問題とされた。

### 1. 経営者との間における利益相反

事業再編手続においては事業経営に関する高度の判断が要求されることから、どのような方法により事業再編を実行するかは、経営のプロである経営者の判断に委ねられている。そして、経営者が会社の経営状況を的確に把握し、当該会社にとって最適な事業再編の方法を選択し、証券保有者の賛成を得てそれを的確に実行することにより、事業再編を成功させ、それにより一般投資家の利益に資することとなる。しかしながら、経営者は一般投資家とは異なった利害関係を有し、それにより経営者による権限濫用の危険性が問題とされた<sup>45</sup>。

まず、経営者は会社に対する支配権を維持することにより様々な経済的利益を得ることができることから、会社支配権の維持を目的とした事業再編が行われる危険性がある。例えば、経営者は会社支配権の維持を通じて巨額の報酬その他の役得を得ることができ<sup>46</sup>、また当該会社の取引関係や内部情報

---

<sup>44</sup> SEC, Protective Committee Report Part I, *supra* note 1, at 2.

<sup>45</sup> SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 1, at 11.

を利用することで経営者には様々な利益がもたらされる<sup>47</sup>。さらに、投資銀行家が当該会社の経営陣を兼任している場合には、事業再編に際して発行される証券の引受・分売に関与し多額の手数料を徴収したり、当該会社に対し様々なサービスを提供することで多額の対価を得ることができる<sup>48</sup>。このように会社支配権を維持することにより様々な利益がもたらされることから、会社支配権の維持は事業再編後も継続して行われることになる。そのため的手段として、経営者による委任状機構の支配が行われ、経営者は株主総会における取締役選任決議を事実上支配することにより、会社支配を永続させることが可能となる<sup>49</sup>。

ただし、会社が公的な倒産処理手続に入った場合には、経営者はその地位を失い、かつ一般投資家または会社から法的責任を追及される可能性があり、その結果、経営者は会社支配権を失ってしまうことになる<sup>50</sup>。そこで、このような事態を回避するために、公的な倒産処理手続による事業再建を阻止することを目的とする事業再編に着手したり<sup>51</sup>、また、会社の経営状況の実態を隠し通すために経営者にとって不都合な情報の不開示や誤った財務情報の開示等を行う危険性がある<sup>52</sup>。

また、事業再編により、経営者が直接利益を得る場合もある。例えば、経営者が当該会社の発行するある種類の証券に利害関係を有している場合、一般投資家の犠牲の下に、当該種類の証券保有者にとって利益となるような事業再編計画が策定される可能性がある<sup>53</sup>。また、株式の買集めにより他の会

<sup>46</sup> SEC, Protective Committee Report Part II, *supra* note 1, at 12, 377, 502; SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 1, at 173.

<sup>47</sup> SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 1, at 34–35, 57.

<sup>48</sup> SEC, Protective Committee Report Part I, *supra* note 1, at 30–40; SEC, Protective Committee Report Part II *supra* note 1, at 12, 200, 208, 498–499.

<sup>49</sup> Douglas, Directors Who Do Not Direct, *supra* note 17, at 1315–1317; SEC, Protective Committee Report Part I, *supra* note 1, at 5; SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 1, at 11, 111, 175.

<sup>50</sup> SEC, Protective Committee Report Part II *supra* note 1, at 11, 14, 17, 23–31, 187, 201, 500–501; SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 1, at 11–12, 30–31, 174.

<sup>51</sup> SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 1, at 3, 30–31, 73.

<sup>52</sup> SEC, Protective Committee Report Part II, *supra* note 1, at 12.

社の支配権を獲得し、その後被支配会社を合併または解散させることにより、巨額の利益を得ることができる<sup>54</sup>。これらの場合、一般株主に対し事業再編計画へ賛成するよう強圧的な勧誘が行われ、また少数株主の締め出しが行われる危険性がある<sup>55</sup>。

## 2. 投資銀行家との間における利益相反

事業再編においては金融に関する高度の専門性が要求されることから、金融の専門家である投資銀行家の事業再編手続への関与が不可欠となる。そこで、事業再編に際して投資銀行家は経営者に対し助言を行い、共同して事業再編計画の策定を行う<sup>56</sup>。そして、一般投資家に対して事業再編計画への賛成を勧誘するにあたり、投資銀行家が事業関係を有しているブローカー・ディーラーの全国的な支店網を駆使することにより、事業再編計画の承認がより確実に行われることになる<sup>57</sup>。また事業再編において新たに発行される証券を引き受け、それを投資家に分売することにより事業再編後の会社の資金調達の円滑化に資することになる。このように、投資銀行家はその専門性を発揮して事業再編に関与することにより、一般投資家の利益は促進されることとなる<sup>58</sup>。

しかし、事業再編の場面においては多くの点で経営者と投資銀行家との利害が一致していることから、投資銀行家と一般投資家との間には潜在的な利益相反関係が存在すると言われている。なぜならば、投資銀行家は事業再編において経営者側につくことにより様々な利益を得ることができるからである。例えば、事業再編により発行される証券の引受・分売に際して多額の手数料を徴収し、また事業再編後も当該企業へ継続的にサービスを提供することにより、巨額の報酬をその対価として取得することができる<sup>59</sup>。そこで、

---

<sup>53</sup> SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 1, at 3, 148–153, 376–382.

<sup>54</sup> *Id.* at 204, 224, 230, 294–336.

<sup>55</sup> *Id.* at 266–267, 294–336.

<sup>56</sup> SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 1, at 3.

<sup>57</sup> *Id.* at 3, 233–244.

<sup>58</sup> SEC, Protective Committee Report Part II, *supra* note 1, at 165.

投資銀行家はたとえ一般投資家の利益を損なうような事業再編が行われる場合であっても、経営者に口を挟むことは稀であると言われている<sup>60</sup>。

また、ある特定の投資銀行家と事業会社との間に長期継続的關係が構築される場合には、当該会社の意思決定が投資銀行家により支配される恐れがある<sup>61</sup>。すなわち、投資銀行家が当該会社の取締役会構成員となり、会社経営に対し重大な影響力を行使する場合には、当該会社および一般投資家の犠牲において投資銀行家自らの利益のために取締役会の権限行使がなされる危険性が生じるのである<sup>62</sup>。このような場合、合理的な経済的理由に基づくことなく投資銀行家の利益のために事業再編が実行される危険性がある<sup>63</sup>。

### 3. 弁護士との間における利益相反

事業再編においては様々な法制度および事実関係が複雑に絡み合うことから、これらに適正に対処するためには事業再編手続への弁護士の関与が不可欠である。そこで、弁護士は事業再編計画の策定に関与し、一般投資家に対し事業再編計画への賛成を勧誘するにあたって経営者および投資銀行家に対して助言を行い、さらには事業再編計画の実行にあたって生ずる様々な法的問題に対処する。このように弁護士がその専門性を発揮することにより、事業再編は適正に行われ、一般投資家の利益に資することになる<sup>64</sup>。ダグラスは、事業再編手続において弁護士が果たす役割の重要性を次のように表現している。

「舞台の裏側には弁護士が控えている。彼は劇の監督であるだけではない。彼は舞台設定を自らの責任で行い、台本を書き上げ、そして俳優を選抜

---

<sup>59</sup> SEC, Protective Committee Report Part II, *supra* note 1, at 306, 512–513, 516–517; SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 1, at 88–103, 242–244.

<sup>60</sup> SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 1, at 8.

<sup>61</sup> SEC, Protective Committee Report Part II, *supra* note 1, at 506.

<sup>62</sup> SEC, Protective Committee Report Part II, *supra* note 1, at 506–507; Douglas, Democracy and Finance, *supra* note 17, at 7, 32–33.

<sup>63</sup> Douglas, Democracy and Finance, *supra* note 17, at 7, 9–10.

<sup>64</sup> SEC, Protective Committee Report Part II, *supra* note 1, at 521–522; SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 1, at 13.

し、トレーニングを施すのである。彼は劇の全体的な感じ、特性、そして締めくくりについて責任を負っている。このように事業再編は彼の作品であり、よって彼を研究することなくして事業再編の研究を行うことはできない。彼を研究せずに保護委員会について研究することは、全く現実離れた研究になってしまう。彼を研究せずに事業再編計画について研究することは、これらの計画の公正性の問題を数学の公式に形式的に当てはめるようなものである。彼を調査せずに保護委員会の方針の調査を試みることは、方針策定者を排除するようなものである。彼を中心に事業再編手続全体が展開するのである。彼が率先し、そして機動力および一部分ではあるが利益に対する動機付けを彼が提供することで、事業再編手続は勢いを増し、力強いものとなるのである。<sup>65]</sup>

しかしながら、一般投資家と弁護士との間においても潜在的な利益相反関係が存在すると言われている。なぜならば、彼らに仕事を依頼し、それを継続するかどうかを決定するのは経営者だからである。そこで、弁護士は事業再編の場面において経営者と同じ視点で職務に従事することとなり、その結果、一般投資家の利益と経営者の利益とが対立する場合に、弁護士は経営者の利益を優先させてしまう危険性があると指摘されている<sup>66</sup>。このような状況は弁護士が投資銀行家により雇われている場合でも同様である。

#### 4. ストーン連邦最高裁判事による意見表明

事業再編の場面では以上のような利益相反が問題とされるが、その背景には、これらの職業専門家が巨大企業によりもたらされる巨額の経済的利益の誘惑に駆られ、その従者として職務に従事するようになっていく状況が存在していた。そして、このような状況が深刻化するにつれ、建国時代から米国社会の発展を支え一般市民の利益に奉仕してきた職業専門家の精神が廃棄し、それにより米国市民社会にもたらされる深刻な影響が懸念されるようになった。当時、連邦最高裁判事であったストーンは、これらの問題に対する

---

<sup>65</sup> Douglas, *Democracy and Finance*, *supra* note 17, at 231.

<sup>66</sup> SEC, *Protective Committee Report Part VII*, *supra* note 1, at 13.

懸念を次のように表現している。

「私はあえて次のように述べさせていただきたい。すなわち、まさに終わりに近づいたこの金融時代の歴史が書き記されるとき、ほとんどの誤りおよび主たる過ちは受託者原則 (fiduciary principle) を順守しなかったことに起因するのである。すなわち、昔から聖書の教えにあるように、『一人の人間は二人の主人に仕えることはできない (A man cannot serve two masters.)』のである<sup>67</sup>。1世紀以上前に、衡平法はこの原則を好意的に受け入れ、そしてコモン・ローもすぐさまこの原則を承認したのであった。道理をわきまえた者なら誰しも、この原則に忠実であることなくして、企業を土台に構築されている経済が永久に持続できるとは信じないであろう。経営と所有が分離され、企業構造の発展により零細で何も知らない大多数の投資家からの出資金に対する支配が行われている状況において、現代における企業社会が適正にその役割を発揮するためには、当該原則に対する敬虔かつ積極的な信仰が喫緊に求められているのである。名目上は受託者として職務に従事しているにもかかわらず、狡猾な法的手段により、自らがその利益を代表することとされている者を保護する義務から免れている者、株主の承認それどころか株主に知らせることすらなく会社財産から巨額のボーナスを自らに支給している会社役員および取締役、自らが支配している証券保有者の利益よりも他の利益を促進させるために組織された組織再編委員会、たとえ考慮するとしても自らがその資産に対して支配を及ぼしている者の利益のみを最後に考慮し、その際に無数の方法による操作を行う金融機関、これらは如何に我々が当該原則から必要とされる示唆を無視してきたかを示すものである。個人を悩ませている損失および苦難、また企業およびその廉潔性に対する依拠を土台に構築されている社会秩序に対する危害は計り知れない。これらの害悪に対する責任を負うべきであると法曹界がすでに認識していることを示すもの

---

<sup>67</sup> ストーン判事のこのような言い回しは、エンロン事件後の制度改革を論じる際にも援用されている。Joel Seligman, *No One Can Serve Two Masters: Corporate and Securities Law After Enron*, 80 Wash.U.L.Q. 449 (2002).

はほとんど存在しない。しかし、我々がこれらの事実に直面した際には次のことを認識しなければならない。すなわち、このような受託者原則からの乖離は、我々職業法律家の積極的な関与なしには通常は起こり得ず、そしてこのような乖離が数多く繰り返されるのは法曹界の従順性なくしてあり得なかったという点である。これらの者は私的利益を気にすることにどっぷり浸かっているあまり、受託者原則からの乖離がどのような重大な意味合いを有するかを考慮し、または職業専門家としてこれらの乖離を猜疑的な観点から考察し、『やってはならない』こととして警告を発することができないのである。<sup>68]</sup>

職業専門家の本来のあるべき姿とは、同じく当時連邦最高裁判事であったブランドイズによると、高度の知的な専門教育を受けた者が、自己の利益のためではなく他人の利益のために奉仕し、そして職業専門家としての成功は一般市民の利益に奉仕したその程度で判断されるべきものと説かれていた。また、職業専門家が仕事の対価として得た金銭はあくまでも職務に付随するものに過ぎず、お金儲けそれ自体が職業の目的とはなりえないとも言われていた<sup>69</sup>。しかし、人間の欲望から、金儲けそれ自体が目的であり、そして職業専門家としての成功が職務で得た金銭の額で評価されるような風潮が当時の金融界には蔓延していたのであった<sup>70</sup>。

米国の司法制度において最高の権威を有し、国民の基本的権利を擁護する立場にある連邦最高裁判事がこのような意見表明を行ったことから、当時の企業金融の分野における利益相反状況は相当深刻であったと推測できる。本報告書においても「一人の人間は二人の主人に仕えることができない」との表現が随所で用いられており<sup>71</sup>、事業再編の場面における利益相反問題の重大性を表現しているように思われる。

<sup>68</sup> Harlan F. Stone, *Public Influence of the Bar*, 48 Harv.L.Rev. 1, 8-9 (1934).

<sup>69</sup> Louis D. Brandeis, *Business A Profession* 1-12 (rep ed. 1971).

<sup>70</sup> Stone, *supra* note 68, at 6.

<sup>71</sup> SEC, *Protective Committee Report Part II*, *supra* note 1, at 183, 315, 448, 513, 520.

## 5. 一般投資家の利益を代表する独立機関の設立構想

州会社法における事業再編では以上のような利益相反が問題となることから、この問題に如何に対処し、一般投資家の利益を代表させるかが SEC により喫緊の課題とされた。この点につき、株主総会において選任された取締役が取締役会構成員として株主である一般投資家の利益を代表するのが本来のあるべき姿であるが、現実には委任状機構の支配により経営者が取締役選任に強い影響力を有しており、また当時の取締役会には監督責任を遂行しない取締役が数多く存在していたことから、それらの者に一般投資家の利益を代表させることは期待できない状況にあった<sup>72</sup>。そこで、SEC は、当時の主要論者による議論を参照して、一般投資家の利益を代表する独立機関を設立し、このような機関が事業再編計画の策定への関与および事業再編手続全体の監督を行い、それにより一般投資家の利益を確保すべきであると考えた<sup>73</sup>。本節では当時の主要論者による独立機関設立構想について検討する。

当時の主要論者は、株主の利益を代表する常設の独立機関が経営者を監督し、また株主の利益に影響を与える事項について当該機関が経営者と対等の立場に立って交渉を行うことにより、一般株主の利益を保護しようとの構想を有していた<sup>74</sup>。このような考えの背後には、大規模公開会社において一般株主は会社経営にほとんど関心を示さず、また議決権行使についても経営者の委任状勧誘に応じ、自ら積極的に議決権を行使しない場合がほとんどであることから<sup>75</sup>、このような株主像を前提とした制度改革を行わなければ投資家保護の実効性を上げることはできないとの問題意識がある<sup>76</sup>。そこで、このような機関の創設が一般株主の利益確保のための喫緊の課題とされたので

---

<sup>72</sup> Douglas, *Directors Who Do Not Direct*, *supra* note 17, at 1305–1329; Douglas, *Democracy and Finance*, *supra* note 17, at 46–51. この問題については、拙稿「Douglas による Public Director の構想について (1) (2・完)」早大法研論集116号103頁以下 (2005)、117号115頁以下 (2006) で検討した。

<sup>73</sup> SEC, *Protective Committee Report Part VII*, *supra* note 1, at 413–414.

<sup>74</sup> Ripley, *supra* note 18, at 132–155; Berle, *Corporation Finance*, *supra* note 18, at 38–39; Douglas, *Directors Who Do Not Direct*, *supra* note 17, at 1330–1334; Reis, *supra* note 18, at 269–272.

<sup>75</sup> Douglas, *Directors Who Do Not Direct*, *supra* note 17, at 1316–1317.

<sup>76</sup> Ripley, *supra* note 18, at 154; Douglas, *Directors Who Do Not Direct*, *supra* note 17, at 1334.

ある<sup>77</sup>。

そして、一般株主の利益を真に代表するためには、他の会社または金融機関等との利害関係を一切排除する必要がある。そこで、このような機関は政府による承認または後ろ盾を受けて設立される営利を目的としない準公開会社 (quasi-public corporation) である必要があり、また当該会社の取締役は他の企業または金融機関と利害関係を一切有しない者により構成されるべきであると考えられた<sup>78</sup>。また、政府が当該会社の運営に過度に関与するのは政府関係者の視点から事業運営が行われる危険性があり好ましくないことから、連邦取引委員会または証券取引委員会の委員長が当該会社の取締役を兼任する形態が適当であると主張された。さらに、当該機関の運営は一般株主の費用負担により行われることになるが、それは一般株主の利益保護という真のサービスに対する対価の支払いであり、無駄な負担ではないとも言及されている<sup>79</sup>。

次に、経営者に対する監督を実効的に行うためには、会社から提供された財務その他の情報を一般株主の視点から十分に分析できる能力を有していなければならない。そこで、当該機関は法律、経済、会計の専門家を抱え、これらの者が会社から提供された財務情報等の分析を行うとされた<sup>80</sup>。そして、このような分析結果に基づいて一般株主に適切な助言を行うことにより<sup>81</sup>、一般株主の権利行使が実効性あるものになると同時に、経営者の違法行為および不当経営を未然に防止し、一般株主の視点に立った経営を行うよう促すことができると考えられた<sup>82</sup>。

さらに、以上のような監督業務が適正に遂行されることで、一般株主の権利に影響を与える提案が経営者からなされる場合にも、独立の立場から経営者と対等の力関係で交渉を行うことが可能となる。例えば、州会社法におけ

<sup>77</sup> SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 1, at 413-414.

<sup>78</sup> Douglas, *Directors Who Do Not Direct*, *supra* note 17, at 1332; Reis, *supra* note 18, at 270.

<sup>79</sup> Douglas, *Directors Who Do Not Direct*, *supra* note 17, at 1333.

<sup>80</sup> Reis, *supra* note 18, at 270.

<sup>81</sup> Ripley, *supra* note 18, at 147-148; Reis, *supra* note 18, at 270-271.

<sup>82</sup> Douglas, *Directors Who Do Not Direct*, *supra* note 17, at 1333.

る事業再編においては、経営者が提示した事業再編計画を綿密に審査し、その内容について経営者と交渉を行う<sup>83</sup>。そして、場合によっては当該独立機関が自ら一般株主から委任を受けて議決権行使を行うこともある<sup>84</sup>。それにより、一般株主にとって不利な提案がなされることを防止することができる<sup>85</sup>と考えられた<sup>85</sup>。

また、このような機関の創設は一般投資家の利益のみならず、経営者の利益も促進することになると当時の主要論者は考えた<sup>86</sup>。すなわち、このような独立機関の監督を受けることで一般投資家からの信頼を確保することができるようになり、その結果、一般投資家からの資金調達および委任状勧誘もより円滑に行うことができるようになる<sup>87</sup>。さらに、最も重要な点として、経営者には株主による経営責任追及からの保護が与えられることになると強調されていた<sup>88</sup>。すなわち、このような独立機関の存在により、ブラックメイラーやストライカーからの嫌がらせ訴訟を防止できるのみならず、たとえ会社に不測の損害が生じた場合であっても株主からの責任追及に対して法的保護が与えられることになり、その結果、経営者はより大胆に経営判断を行うことが可能となるのである<sup>89</sup>。他方、このような機関による監督が行われる場合であっても、会社経営に不当な干渉が加えられることはなく、健全な運営が行われている会社にとっては何ら負担にはならない点も強調されている<sup>90</sup>。

以上のように、当時の主要論者は独立機関の設立を構想しており、SEC はこれらの見解を踏まえ第二の勧告を行ったのである。このような独立機関の設立がこの時代に提唱されていたという事実は、米国の企業法制の歴史的展開を研究する上で重要であると思われ、このような構想が後の米国にお

---

<sup>83</sup> Reis, *supra* note 18, at 270.

<sup>84</sup> Douglas, *Directors Who Do Not Direct*, *supra* note 17, at 1333.

<sup>85</sup> *Id.*

<sup>86</sup> Ripley, *supra* note 18, at 144; Douglas, *Directors Who Do Not Direct*, *supra* note 17, at 1332–1333.

<sup>87</sup> Ripley, *supra* note 18, at 144.

<sup>88</sup> *Id.*

<sup>89</sup> *Id.* at 152–153.

<sup>90</sup> Douglas, *Directors Who Do Not Direct*, *supra* note 17, at 1333.

る事業再編法制に如何なる影響を与えているのか、とりわけ過半数の独立取締役から構成される取締役会がこのような独立機関としての役割を果たしていると評価できるかどうか、さらに研究する必要があると思われる。

## 6. 小 括

事業再編の場面においては、以上のような利益相反問題が存在し、その状況は深刻であったと推測することができる。そこで、一般投資家の利益を代表させるための独立機関の創設が喫緊の課題として勧告されたのである。

以上の本章における検討結果を踏まえ、第二章では州会社法の規制緩和とそれに伴う諸問題について検討する。上述の利益相反問題が顕在化するのが緩い州会社法の規定を用いて経営者およびその利害関係者の利益のために事業再編が行われる場面であり、独立機関設立構想もこれら州会社法の規制緩和に伴う諸問題と関連させて理解する必要があると思われるからである。

## 二. 州会社法の規制緩和とその諸問題

本報告書において SEC が各州による会社法の規制緩和競争の防止を勧告した背景には、各州が自州への企業誘致による歳入増加を図るために州会社法の規制緩和競争を行った結果、緩い州会社法の下で様々な金融手法が可能となり、それらが事業再編において濫用され、多くの問題事例を引き起こしたとの問題意識がある<sup>91</sup>。そこで本章においては州会社法の規制緩和とその諸問題について検討を行う。第1節では、州会社法の規制緩和競争を勝ち抜き、一般投資家の利益確保の観点から最も問題とされたデラウェア州会社法の展開を中心に、州会社法の歴史的展開について検討を行う。第2節では、デラウェア州会社法を中心に、当時の州会社法の諸規定および当時の主要判例について、当時の主要論者の見解も踏まえ検討を行う。第3節においては州会社法の規制緩和競争に懸念を示した *Liggett v. Lee* 事件<sup>92</sup>におけるブラ

<sup>91</sup> SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 1, at 21, 33, 398, 412, 462.

<sup>92</sup> *Louis K. Liggett Co. v. Lee*, 288 U.S. 517 (1933).

ンダイズ判事の反対意見について検討を行う。最後に第4節において小括を行い、本章を締めくくる。

## 1. 州会社法の規制緩和競争の展開<sup>93</sup>

### (1) 1899年以前のデラウェア州会社法

1897年デラウェア州憲法改正以前は、デラウェア州で会社を設立するには、特別立法または一般会社法に基づき、厳格な会社設立手続を順守しなければならなかった。1776年デラウェア州憲法には会社設立に関する規定は存在しなかったが、当時は1720年英国泡沫法 (English Bubble Act of 1720) が適用され、同法は国王の特許状または議会による制定法に基づく会社設立のみ許容していたことから、会社設立はデラウェア州議会による特別立法によらなければ設立することができなかった<sup>94</sup>。1792年デラウェア州憲法により会社に関する規定が初めて設けられ、「会社の有する諸権利、諸特権、免除、および資産は当州憲法が改正されなかったものとして存続するものとする」と規定された<sup>95</sup>。

1831年デラウェア州憲法第2条第17節において初めて会社設立に対する規定が設けられ、会社設立には上下院それぞれ3分の2以上の賛成による承認が必要であり、会社の存続期間は公益促進目的の会社を除き20年と定められた<sup>96</sup>。

---

<sup>93</sup> 以下の論述でデラウェア州会社法に関する部分は、Russel Carpenter Larcom, *The Delaware Corporation* (1937); S. Samuel Arsh, *A History of Delaware Corporation Law*, 1 *Del.J.Corp.L.* 1, 1-13 (1976); Joel Seligman, *A Brief History of Delaware's General Corporation Law of 1899*, 1 *Del.J.Corp.L.* 249, 249-252, 271-276 (1976); Andrew G.T. Moore II, *A Brief History of the General Corporation Law of the State of Delaware and the Amendatory Process*, in *The Delaware Law of Corporations & Business Organizations* H-1-13 (R. Franilin Balotti & Jesse A. Finkelstein eds., 3d ed. 1998 & Supp. 1999, 2001). に依拠している。

<sup>94</sup> Randy J. Holland, *The Delaware State Constitution A Reference Guide* 196 (2002).

<sup>95</sup> *Del. Const.*, art. VIII, § 8 (1792).

<sup>96</sup> *Del. Const.*, art. II, § 17 (1831). 「現存する会社の会社設立法を更新する場合を除き、両院のそれぞれ3分の2以上の賛成がない場合には、以後如何なる会社設立法も制定してはならない。立法者には会社設立取消に関する権限が留保されなければならない。以後制定される如何なる会社設立法も、立法者により再度制定がされない限り、20年を超えてその効力を有してはならない。ただし、公益促進のための会社設立はこの限りでない。」

そして、1871年に一般会社設立法が制定され、販売目的のために州内で収穫された果物その他の生産物の乾燥、缶詰め、加工のための会社設立が認められた。資本金の上限額は100,000ドル、最低額は10,000ドルと定められ、会社名、資本金総額、営業所在地を記載した設立許可状を州当局に提出することにより設立手続は完了するものとされた。同法は包括的な立法ではなく、1875年に廃止された<sup>97</sup>。

1875年のデラウェア州憲法第2条第17節改正により、一般会社法による会社設立規定が追加され、宗教、慈善、出版、製造業のための会社、動物および農作物の保存のための会社、住宅金融組合、低地干拓のための会社を一般会社法により設立することが認められるようになった<sup>98</sup>。そして同憲法に基づき、二つの一般会社法が制定された。第一の会社法は1875年に制定され、1883年に廃止された。続いて第二の会社法が1883年に制定された。二つの一般会社法により会社の権限が拡大されたことに伴い、より詳細な設立許可状の取得手続が要求された。すなわち、設立許可状申請者は許可状申請日の30日以前に会社設立目的を新聞で一般に公表しなければならず、そしてその公表後に、主たる営業所在地を管轄する上級裁判所の裁判官に設立許可状の申請がなされ、会社設立目的は適法かどうか、当該会社設立目的により一般公衆の利益が害されないかどうか、設立許可状は適式かどうか、当該会社設立目的との関係で発行株式数および会社財産の価値評価は適正かどうか、発起人の数が3人以上でありその3分の2以上が善意のデラウェア州居住者であるかどうかについて審査を受けることとされていた。そして裁判官による承認を経て、設立許可状は州財務長官事務所に提出され、会社設立手続は完了するものとされていた<sup>99</sup>。

<sup>97</sup> Larcom, *supra* note 93, at 3-4.

<sup>98</sup> 憲法の条文に、次の文言が追加された。「立法者は、宗教、慈善、出版、製造業、動物および農作物の保存、住宅金融組合、低地干拓のための会社設立につき規定する一般会社設立法を制定する権限を有する。一般会社設立法またはその他の方法により、本節において立法者に留保された会社設立取消に関する権限を制限し、または条件を付す如何なる企てもされてはならない。」Del. Const., art II, § 17 (1875).

<sup>99</sup> Larcom, *supra* note 93, at 15-16; Arsht, *supra* note 93, at 4-5.

以上のような州当局による厳格な会社設立手続が要求されていたのは、人々の株式会社に対する不信感が根強く残っており、株式会社制度に伴う弊害から一般市民、会社債権者、株主の利益を保護すべきであると考えられていたからである<sup>100</sup>。当時は英国会社による植民地支配および1720年の南海バブル崩壊の歴史から、人々は株式会社に対して強い不信感を抱いており<sup>101</sup>、独立戦争後も連邦政府が会社設立権限を濫用することにより商業活動を独占し、人々を支配することが恐れられていた<sup>102</sup>。そこで、株式会社に対する規制は各州に委ねられることとされたのである。アメリカ合衆国憲法制定議会では連邦政府に会社設立権限を付与すべきであるとの主張もなされたが、株式会社による独占に対する懸念から、このような考えは採用されなかった<sup>103</sup>。

## (2) 1899年以後のデラウェア州会社法

しかしながら、デラウェア州の立法者はウォール街と密接な関係を有する弁護士事務所および金融機関からの働きかけにより、1897年に従来からの厳格な会社法を緩和するとの方針転換を打ち出した<sup>104</sup>。それにより、デラウェア州に新規産業を誘致し自州を産業発展で繁栄させると共に、全米で事業展開を計画している者、および厳格な州会社法を有する州において会社設立を企図している者に対し定款を発行することにより、自州の歳入を増加させようと思われたからである<sup>105</sup>。また、設立許可状の申請数が増加するにつれ、特別立法による会社設立には両院の3分の2以上の賛成確保のために多くの不正が行われるようになったことから<sup>106</sup>、会社設立の機会平等を確保するた

---

<sup>100</sup> Adolf A. Berle & Gardiner C. Means, *The Modern Corporation & Private Property* 122 (Murray L. Weidenbaum and Mark Jensen eds., 1991) [hereinafter, Berle & Means].

<sup>101</sup> Berle, *Corporation Finance*, *supra* note 18, at 15; Berle & Means, *supra* note 100, at 122.

<sup>102</sup> Simeon E. Baldwin, *American Business Corporations Before 1789*, *Ame.His.Rev.* 449, 464-465 (1902).

<sup>103</sup> *Id.* at 464-465.

<sup>104</sup> Larcom, *supra* note 93, at 9-10.

<sup>105</sup> *Id.* at 10.

<sup>106</sup> Randy, *supra* note 94, at 198; John A. Munroe, *History of Delaware* 170 (5th ed. 2006).

めに、特別立法による会社設立を禁止し、一般会社法に基づく会社設立を強制すべきであると主張されるようになった<sup>107</sup>。そこでデラウェア州は1897年に憲法を改正し、合衆国における35番目の州として一般会社法による会社設立を強制するようになった<sup>108</sup>。

翌年1898年に、新会社法制定のための特別部会が招集され、その下に組織された非公式の委員会により新会社法の起草作業が行われた。当該委員会はニューヨーク州所在の新聞社の金融担当記者1名、ニューヨーク州弁護士1名、デラウェア州弁護士2名から構成されていた。これらの委員によりニュージャージー州会社法を模倣して新会社法草案が起草され、当該草案は議会に提出された<sup>109</sup>。1898年に提出された法案は上院の不承認により成立しなかったものの、翌年議会に提出された新会社法草案は全会一致で可決され、新会社法は成立した<sup>110</sup>。

新会社法制定に伴い、デラウェア州は他州との企業誘致競争を勝ち抜くために、ニュージャージー州を模倣して3つの基本方針を採用した。第一に、会社設立を容易にするために会社設立手続を簡素化した。すなわち、3人以上の者が基本定款に署名し、公証人またはデラウェア州法により権限を付与された他の役人による認証を受け、次に当該基本定款を州務長官に提出し、主たる事業所所在地の郡の登録課に当該定款の写しを記録してもらい、最後に免許税を納付することにより、会社設立手続は完了するものとされた。こ

<sup>107</sup> Larcom, *supra* note 93, at 4-7.

<sup>108</sup> Del. Const., art. IX, § 1 (1897). 「如何なる会社も、一般法により又は一般法に基づく場合を除き、以後特別法により設立され、修正され、更新され、若しくは復帰されてはならない。現存の如何なる会社定款も、一般法により又は一般法に基づく場合を除き、特別法により修正され、更新され、又は復帰されてはならない。ただし、以上の規定は、地方公共団体、銀行、又は慈善、刑罰、矯正、教育目的のための会社であり、その一部又は全部が州により行われているものには適用しない。州議会は、一般法により、会社権限、特典、特権の濫用、悪用、又は不行使を理由とする全ての会社に対する定款の取消し、又は失効につき規定するものとする。定款の取消又は失効の手続は、法律で定めるところにより、司法長官が行うものとする。州議会における両院全議員のそれぞれ3分の2以上の承認に拠らなければ、如何なる一般会社設立法及び会社設立特別法も制定することはできない。」

<sup>109</sup> Larcom, *supra* note 93, at 15, 29-30.

<sup>110</sup> *Id.* at 8-9.

これらの手続は24時間以内に完了し、会社設立費用は1931年時点で約90ドルであった<sup>111</sup>。また、会社設立時の最低資本金額は1,000ドルと定められた。これらの手続は発起人が自ら行わず、居住者代理人である専門会社または弁護士により行われることもしばしばであり、これらの者は、発起人に代わり、創立総会での取締役選任および附属定款の採択までをも行った。また居住者代理人は会社設立後も、事業所の維持、会社署名の提示、二重商品有高帳の開帳および維持等、会社法による要求事項を代行した。以上により、会社設立手続に関する発起人の負担は最小限となり、州外者が容易に会社を設立することができるようになった<sup>112</sup>。

第二に、他州に比べ会社設立税や手数料を低く抑え、とりわけライバルであるニュージャージー州よりも発起人にとって魅力的になるよう会社設立手数料や会社特権税が定められた<sup>113</sup>。これらの手数料および特権税は無額面株式の登場や発行済株式数の増加に応じて随時見直された<sup>114</sup>。また法人所得税、株式の発行および譲渡に対する印税の賦課、非居住者が保有する株式に対する課税、および非居住者株主に対する相続税の賦課も行われなかった<sup>115</sup>。

第三に、授權法として会社内部者に広範な権限を付与した。この点がデラウェア州会社法の最も重要な特徴であり<sup>116</sup>、立法者により大々的に宣伝された<sup>117</sup>。すなわち、デラウェア州会社法により設立された会社は、①複数の事業を営むことができる、②存続期間に制限はない、③出資は金銭以外の財産、役務によっても認められ、取締役による出資財産の価値評価は現実の詐欺が存在しない限り反証は許されない、④株式の券面額を自由に決定することが

---

<sup>111</sup> Corporation Service Company, *Digest of The Delaware Corporation Law* 8 (18th ed. 1931).

<sup>112</sup> Larcom, *supra* note 93, at 16.

<sup>113</sup> Larcom, *supra* note 93, at 17–20, 23–26.

<sup>114</sup> *Id.* at 20.

<sup>115</sup> Corporation Service Company, *supra* note 111, at 4–5; Josiah Marvel, *Delaware Corporations and Receiverships* 536–538 (6th ed. 1939).

<sup>116</sup> Larcom, *supra* note 93, at 25.

<sup>117</sup> Corporation Service Company, *supra* note 111, at 4–5; Marvel, *supra* note 115, at 536–538.

できる、⑤無額面株式を発行することができ、その場合、株主は追加払込責任を負わず、かつ取締役が発行価額を自由に決定することができる、⑥数種の株式を発行することができる、⑦株券上のサインは自筆である必要はない、⑧払込金の資本組入れにつき広い裁量が認められる、⑨自己株式を取得し、保有、売却、譲渡することができる、⑩株主総会および取締役会を州外で開催することができる、⑪必要な場合には累積投票で株主総会決議を行うことができる、⑫取締役会の定足数は全取締役会構成員の3分の1以上であり、⑬数量制限なしに社債、無担保債券、その他の負債証券を発行することができる、⑭数量制限なしに、また州の内外に関係なく、他社の株式、社債、その他の証券、および不動産、動産を保有することができる、⑮利害関係人の氏名は開示されない、⑯年次報告書は簡易であり、会社の財務状況を開示する必要はない、⑰株主名簿の原本およびその写しの作成を除き、全ての帳簿および記録の作成は州外で行うことができる、⑱純利益のみならず剰余金からも利益配当を行うことができる、⑲剰余金の資本組入れを自由に行うことができる、⑳株式配当を行うことができる、㉑取締役は附属定款を作成し、変更することができる、㉒適宜基本定款の変更を行うことができる、㉓他の会社と合併することができる、㉔取締役は利益配当を行うにあたり会社の会計帳簿および公式文書を信頼したとの抗弁により利害関係人による責任追及から保護される、㉕議決権信託を設定することができる、㉖会社債務による責任から株主の個人財産は保護される等の利点を享受できると強調された。また、実務の要請に迅速に応えるため、会社法改正作業にはウォール街と密接な関係を有している弁護士が加わることが慣行とされた<sup>118</sup>。

以上の基本方針を採用した結果、デラウェア州会社法に基づく定款付与数は激増し（表1）、会社設立手数料、会社特権税による歳入も増加した（表

<sup>118</sup> A.A. Berle, Jr., *Investors and the Revised Delaware Corporation Act*, 29 Colum.L.Rev. 563-564 (1929) [hereinafter Berle, *Revised Delaware Act*]; John T. Flynn, *Why Corporations Leave Home*, *The Atlantic Monthly* 268, 274-276 (September 1932); Seligman, *supra* note 93, at 272.

2)。そして、ニューヨーク証券取引所およびニューヨーク・カーブ証券取引所に上場する企業の多くがデラウェア州会社法に基づき設立されるようになった(表3, 表4)。また、以上の要因に加えて、1913年にニュージャージー州ではウィルソンにより七姉妹法(Seven Sisters Act)が制定され、発起人にとってニュージャージー州会社法の魅力が低下したこと<sup>119</sup>、および1921年にニューヨーク州で詐欺的な証券発行を厳格に取り締まるマーティン法(Martin Act)が制定されたために、詐欺的な証券販売業者がデラウェア州に移動したと言われていることも<sup>120</sup>、デラウェア州会社法に基づく会社設立数を増加させた要因と考えられる。以上のような企業誘致活動を行ったデラウェア州は、今日におけるタックスヘイブンの先駆けであると評価されて

表1 デラウェア州における年度毎の定款付与数および失効定款数

年 度	定款付与数	失効定款数	年 度	定款付与数	失効定款数	年 度	定款付与数	失効定款数
1899	421		1912	1,427	775	1925	5,053	3,800
1900	552		1913	1,613	811	1926	4,778	3,635
1901	734		1914	1,661	943	1927	5,424	3,026
1902	872		1915	1,916	966	1928	6,250	3,230
1903	746		1916	2,549	1,079	1929	7,537	3,057
1904	493		1917	3,341	1,225	1930	5,611	3,459
1905	550		1918	2,477	1,232	1931	4,235	3,463
1906	587		1919	4,776	1,509	1932	3,564	5,184
1907	671		1920	5,747	2,026	1933	3,094	4,632
1908	872		1921	4,568	1,750	1934	2,476	4,488
1909	1,318		1922	5,095	2,577	1935	2,398	3,182
1910	1,325		1923	5,072	3,938	1936	2,598	3,125
1911	1,342		1924	4,379	4,007			

出所：Russel Carpenter Larcom, *The Delaware Corporation* 156 (1937)。

<sup>119</sup> Flynn, *supra* note 118, at 270; Larcom, *supra* note 93, at 155.

<sup>120</sup> *Securities Act of 1933: Hearings on S. 875 Before the Comm. on Banking and Currency*, 73d Cong. 1st Sess. 170 (1933) (statement of William C. Breed, Counsel for the New York, New Jersey & Connecticut Investment Bankers' Association).

徳島大学社会科学第24号

表2 デラウェア州の年度毎の歳入総額および会社設立手数料、特権税による歳入が占める割合

年度	会社設立 手数料	特権税	会社設立関係に よる歳入の合計	歳入総額	会社設立手数料および特権 税が歳入に占める割合(%)
1899	36,000(ドル)		36,000(ドル)	511,767(ドル)	7.0
1900	70,740	8,308(ドル)	79,048	384,881	20.5
1901	50,845	25,865	76,710	381,350	20.1
1902	70,601	39,205	109,806	441,855	24.9
1903	57,966	64,924	122,890	452,058	27.2
1904	37,024	90,450	127,474	464,437	27.4
1905	39,440	105,601	145,041	495,337	29.3
1906	45,744	103,118	148,862	485,796	30.6
1907	42,988	109,819	152,807	623,304	24.5
1908	42,104	60,732	102,836	654,075	15.7
1909	75,539	35,027	110,566	680,470	16.2
1910	95,420	38,689	134,109	603,817	22.2
1911	72,427	52,797	125,244	671,428	18.7
1912	105,693	62,551	168,244	697,625	24.1
1913	108,486	70,942	179,428	719,005	25.0
1914	78,257	87,354	165,611	727,042	22.8
1915	117,389	94,723	212,112	851,904	24.9
1916	205,720	108,550	314,270	945,706	33.2
1917	351,611	141,311	492,922	1,355,425	36.4
1918	200,544	176,533	377,077	1,720,388	21.9
1919	1,051,589	227,247	1,278,836	3,552,406	36.0
1920	1,236,685	333,935	1,570,620	4,719,151	33.3
1921	585,471	611,858	1,197,329	4,173,551	28.7
1922	841,766	753,721	1,595,487	4,585,385	34.8
1923	741,221	758,311	1,499,532	2,061,573 ※	
1924	684,126	849,569	1,533,695	7,801,088	19.7
1925	917,341	908,702	1,826,043	6,921,760	26.4
1926	1,065,541	996,551	2,026,092	8,039,080	25.2
1927	824,484	1,252,544	2,076,828	8,513,220	24.4
1928	1,459,980	1,799,126	3,259,106	8,417,651	38.7
1929	3,300,698	2,270,496	5,571,194	13,109,398	42.5
1930	1,297,094	3,832,252	5,129,346	13,310,072	38.5
1931	605,194	4,528,919	5,134,113	12,757,566	40.2
1932	293,020	4,089,641	4,382,661	11,819,914	37.1
1933	171,090	3,799,045	3,970,135	11,286,227	35.2
1934	127,270	3,205,652	3,332,922	10,976,339	30.4

※ 1月1日から6月30日までの数字である。その後7月1日から翌年6月30日までが一会計年度とされた。出所：Russel Carpenter Larcom, The Delaware Corporation 167 (1937)。

米国州会社法における事業再編の展開と SEC の関与(1)

表 3 1932年時点におけるニューヨーク証券取引所上場企業の設立州およびその数

設立年度	合計	デラウェア	ニューヨーク	ニュージャージー	オハイオ	メリーランド	ペンシルバニア	ヴァージニア	ミシガン	イリノイ	メイン	マサチューセッツ	その他※
1850-1879	8		2				3						2
1880-1884	4			1						1			2
1885-1889	6		2	2	1								1
1890-1894	21		1	9			2	1		2			6
1895-1899	36	1	3	23			3	1			1		4
1900-1904	54	1	6	22	4	1	5		2	3	3		5
1905-1909	34	4	6	7	3		1		5	1	1	1	5
1910-1914	70	11	21	11	4		4	4	3	1	4	4	3
1915-1919	126	46	30	4	7	4	1	15	4	2	2	4	5
1920-1924	99	42	18	2	7	6	6	2	3	6		3	4
1925-1929	139	96	9	6	3	11	3	1	6	1		1	2
1930-1931	8	6	1										1
合計	606	209	99	87	29	22	28	24	23	17	13	15	40
割合 (%)	100	34	16	14	5	4	5	4	4	3	2	2	7

※その他には、ワイオミング、ルイジアナ、ウィスコンシン、カリフォルニア、アリゾナ、ミネソタ、テキサス、ミズーリ、ロードアイランド、ケンタッキー、ウエストヴァージニア、サウスダコタ、ネヴァダ、ノースカロライナ、インディアナ、コネチカット、モンタナの各州が含まれる。

出所：Russel Carpenter Larcom, The Delaware Corporation 175 (1937).

表 4 1932年時点におけるニューヨーク・カーブ証券取引所上場企業の設立州およびその数

設立年度	合計	デラウェア	ニューヨーク	ニュージャージー	オハイオ	メリーランド	ペンシルバニア	ヴァージニア	ミシガン	イリノイ	メイン	マサチューセッツ	その他※
1850-1879	15			2	1	1	3		1	2			5
1880-1884	7		2	1	1		1			1			1
1885-1889	10		1	1	1		2			2	1		2
1890-1894	18		4	5	2		1			1			5
1895-1899	16	2	3	4			1		3		1		2
1900-1904	30	1	3	9	2		1	1	2	3	2	1	5
1905-1909	30	1	8	5	3		1	1	2	2	3		4
1910-1914	37	8	11	1	2		1		3		3	6	2
1915-1919	62	19	13	1	6	2		2	2		6	3	8
1920-1924	77	39	14	1	2	3	5	1	2		2	3	5
1925-1929	194	116	19	4	7	15	4	1	3	7		3	15
1930-1931	7	5					2						
合計	503	191	78	34	27	21	22	6	18	18	18	16	54
割合 (%)	100	38	15	7	5	4	4	1	4	4	4	3	11

※その他には、ワイオミング、ルイジアナ、ウィスコンシン、カリフォルニア、アリゾナ、ミネソタ、テキサス、ミズーリ、ロードアイランド、ケンタッキー、ウエストヴァージニア、サウスダコタ、ネヴァダ、ノースカロライナ、インディアナ、コネチカット、モンタナの各州が含まれる。

出所：Russel Carpenter Larcom, The Delaware Corporation 176 (1937).

いる<sup>121</sup>。

### (3) 他州による会社法の規制緩和の展開

デラウェア州会社法による定款付与数が激増した結果、デラウェア州会社法に基づき設立された会社が州外会社として他州で事業活動を展開するようになり、このことが各州による会社法の規制緩和に拍車をかけることとなった。

各州は自州の市民を州外会社の事業活動に伴う害悪から保護し、また州内会社を州外会社との過当競争から保護するために<sup>122</sup>、州外会社に対し会社法、税法その他により規制を及ぼすことが可能であり、州外会社がある州で事業活動を展開するためには、州法の定めに従い申請手続<sup>123</sup>および年次報告書の提出を行い<sup>124</sup>、さらには各種手数料<sup>125</sup>および税金を納付しなければならなかった<sup>126</sup>。そして州外会社がこれらの規定に違反した場合には、州は当該会社およびその役員、従業員、代理人等に対して罰金および刑罰を科すことができ<sup>127</sup>、さらには当該会社が締結した契約を無効とし、または取消すことが可能であった<sup>128</sup>。

しかし、州外会社が州際通商に従事する場合には、合衆国憲法上、州の管轄外とされていることから、たとえデラウェア州会社法に基づき設立された州外会社が自州で主たる事業活動を展開している場合であっても、各州はそれらの会社の活動に対し如何なる規制も及ぼすことができなかつた<sup>129</sup>。ま

---

<sup>121</sup> Christian Chavagneux & Ronen Palan, *Les Paradis Fiscaux* 33 (nouvelle éd. 2007). (本書の邦訳として、クリスチアン・シャヴァニュー&ロナン・パラン(杉村昌昭訳)『タックスヘイブン—グローバル経済を動かす闇のシステム』54~55頁(作品社, 2007)がある。)

<sup>122</sup> H. A. Haring, *Corporations Doing Business in Other States* 40 (1927).

<sup>123</sup> *Id.* at 130–172.

<sup>124</sup> *Id.* at 173–260.

<sup>125</sup> *Id.* at 173–260.

<sup>126</sup> *Id.* at 28–51.

<sup>127</sup> *Id.* at 95–103.

<sup>128</sup> *Id.* at 103–110.

<sup>129</sup> *Id.* at 28, 55–58, 130.

た、自州所在の企業が会社設立州を自州からデラウェア州に変更することを阻止する有効な手段も有していなかった<sup>130</sup>。さらに、当時デラウェア州にはブルー・スカイ・ローは存在していなかった<sup>131</sup>。そこで、従来からの厳格な会社法を採用する州も、自州のさらなる歳入減少を防止し、自州で事業を展開する企業に対する規制を確保するために、会社法を緩和するようになった<sup>132</sup>。例えば、1931年改正カリフォルニア州会社法に関して、バレンタインは次のように述べている。

「1931年カリフォルニア州新会社法は、カリフォルニア州法曹協会の委員会による3年間に及ぶ活動の成果であり、目的および方針につき細心の均衡を表したものである。新会社法の主たる目的は、株式会社に關する合法的全ての利点および便益につき、デラウェア州、ネヴァダ州、その他の会社設立州に対し、カリフォルニア州を競争関係に立たせる法律を制定することであり、それにより、カリフォルニア州所在の会社が会社設立に關して他州に訴える必要性を事前に除去することである。<sup>133</sup>」

このような結果、各州の会社法が会社設立者および経営者にとってより使い勝手の良いものとなり、これらの者に対し広範な権限が付与されることとなった。他方、これらの会社法は一般投資家の利益確保をほとんど行っておらず<sup>134</sup>、また既存株主および債権者の利益確保の観点からも問題があると当時の主要論者により批判された。そして、このような州会社法の規定が事業再編の場面で濫用され様々な問題を引き起こすこととなったのである。次に、事業再編の場面における州会社法に基づく各手法とその諸問題について検討する。

---

<sup>130</sup> SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 1, at 412.

<sup>131</sup> Marvel, *supra* note 115, at 536; Louis Loss & Edward M. Cowett, Blue Sky Law 39 (1958).

<sup>132</sup> Ripley, *supra* note 18, at 28-37; Larcom, *supra* note 93, at 68-69, 93-95, 112-113, 132-134.

<sup>133</sup> Henry Winthrop Ballantine, *Questions of Policy in Drafting a Modern Corporation Law*, 19 Cal. L.Rev. 465, 466 (1931).

<sup>134</sup> SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 1, at 412, 462.

## 2. 州会社法による各手法とその諸問題

州会社法における事業再編で様々な金融手法が用いられることにより、事業再編の内容は複雑となり、それに対する一般投資家の判断は困難となる<sup>135</sup>。また事業再編の過程で十分な抛出財産による裏付けのない水増し株が発行され<sup>136</sup>、さらには資本構成の複雑化により証券所有者間に利害対立が生ずることとなる<sup>137</sup>。第2節においては、網羅的ではないものの、事業再編の場面においてSECおよび当時の主要論者によりとりわけ問題とされた州会社法の諸規定および当時の主要判例について、当時の主要論者による議論の成果も踏まえながら検討する。

### (1) 株式発行対価の柔軟化

従来の厳格な州会社法の下では、株式引き受けの対価は金銭が原則とされていた<sup>138</sup>。金銭出資が確実に行われることで会社財産が確保され、それにより会社債権者を保護すると共に、出資を行わない者に対する事業収益の分配を防止することができると考えられたからである<sup>139</sup>。しかし、抛出された金銭で直ちに会社財産を購入することができることから、金銭以外の財産を対価とした株式発行も許容されるべきと考えられるようになり、裁判所も株式発行の対価として、財産、契約、役務、無体財産等の金銭以外による払込も認めるようになった<sup>140</sup>。そこで州の一般会社法上も明文で金銭以外の財産による出資が認められることとなった。このような規定が事業再編において活用され、投資銀行家に対して役務を対価とする株式発行が行われるようにな

---

<sup>135</sup> *Id.* at 32, 108.

<sup>136</sup> 株式の水増しにより過大な資本表示が行われ、それにより会社債権者、社債権者、既存株主の利益が害されるのみならず、当該会社から最終的に高い製品を購入しまたは質の悪いサービスの提供を受けた消費者も損害を蒙り、さらには資本資源の適正分配を妨げ、当該会社の倒産により経済的混乱が生ずると、当時の論者は警鐘を鳴らしていた。David L. Dodd, *Stock Watering* 17 (1930).

<sup>137</sup> SEC, *Protective Committee Report Part VII*, *supra* note 1, at 33-44, 148-176.

<sup>138</sup> Edward H. Warren, *Safeguarding the Creditors of Corporations*, 36 *Harv.L.Rev.* 509, 526 (1923).

<sup>139</sup> Berle & Means, *supra* note 100, at 123, 131.

<sup>140</sup> *Id.* at 132.

り<sup>141</sup>、また事業再編で用いられる株式の交換買付けは、旧株式を対価とする新株式の発行と理解することができる<sup>142</sup>。

金銭以外の財産を対価として株式を発行する場合、当該財産の価値評価が問題となる。この問題に関して、裁判所は当初、信託基金理論<sup>143</sup>に基づいて真実価値原則 (true-value rule) を採用し、取締役会は出資財産を真実価値で評価しなければならず、また出資財産の価値評価を巡って争いが生じた場合には、裁判所自らが当該価値評価の相当性につき判断を行うものとされていた<sup>144</sup>。1897年デラウェア州憲法第9条第3節においても、当初は、出資財産は現実の価額 (actual value) で評価されなければならないと規定していた<sup>145</sup>。しかし、このような厳格な規制は株式会社制度の利用促進を妨げるだけでなく<sup>146</sup>、現実には、裁判所は出資財産の価値評価を適正に行うことはできないと認識されるようになり<sup>147</sup>、そこで裁判所は次第に、自ら出資財産の価値評価は行わず、取締役会による価値評価を尊重するようになった。このような立場は誠実性原則 (good-faith rule)<sup>148</sup>と呼ばれ、取締役会による出資財産の価値評価が現実の詐欺に該当しない場合には、当該財産を対価として有効に株式を発行することができ、たとえ事後的に取引の時点における出

---

<sup>141</sup>A.A. Berle, Jr., *Compensation of Bankers and Promoters through Stock Profits*, 42 Harv.L.Rev. 748, 749 (1928).

<sup>142</sup>Arno C. Becht, *The Power to Remove Accrued Dividends by Charter Amendment*, 40 Colum. L. Rev. 633, 637 (1940).

<sup>143</sup>信託基金理論とは、会社資産を債権者のための信託基金と考え、分配された信託基金に対して債権者の権利行使を認めるものである。森淳二郎「信託基金理論の変貌と債権者保護」大阪府立大学経済研究19巻4号84頁以下(1974)、柴田和史「19世紀から20世紀初頭にかけてのアメリカにおける会社債権者保護の法理としての Trust Fund Doctrine」信研28号35頁以下(2003)を参照。

<sup>144</sup>Dodd, *Stock Watering*, *supra* note 136, at 63–65.

<sup>145</sup>Del. Const., art. IX, § 3 (1897)。「如何なる会社も、払い込まれた金銭、提供された労務、当該会社により実際に取得された動産、不動産、又はそれらの賃貸を対価とする場合を除き、株式を発行してはならない。労務の提供、財産の譲渡、又は権原取得がなされた時点におけるそれらの現実の価額を超えた価額で証券を発行し、労務又は財産を受領してはならない。」

<sup>146</sup>Dodd, *Stock Watering*, *supra* note 136, at 65.

<sup>147</sup>Berle & Means, *supra* note 100, at 132.

<sup>148</sup>真実価値原則の場合には、原告は出資財産が過大評価されているとの事実のみを立証すれば良いのに対し、誠実性原則の場合には出資財産の過大評価が現実の詐欺に該当することを立証しなければならない。James C. Bonbright, *The Dangers of Shares Without Par Value*, 24 Colum.L.Rev. 449, 453 (1924); Dodd, *Stock Watering*, *supra* note 136, at 58–59.

資財産の価値が株式発行の対価として不均衡であったことが判明したとしても、当該株式発行は有効であり、かつ取締役は当該株式発行に対して何ら責任を負わないとされた。さらに、当該価値評価が現実の詐欺に該当することの立証責任は債権者が負担しなければならなかった。このような立場が、1899年のデラウェア州新会社法制定時に明文上採用されるに至った<sup>149</sup>。

このように取締役会による出資財産の価値評価が尊重される場合、取締役会による監督が十分機能していない場合には、経営者が会社事業に全く無知の取締役に資財産の過大評価をさせることが可能となる<sup>150</sup>。それにより十分な出資財産の裏付けのない株式が一般公衆に売付けられると同時に<sup>151</sup>、債権者および既存株主の利益が害されることになる<sup>152</sup>。このような危険性は、無額面株式が発行される場合には一層高くなる<sup>153</sup>。

また、交換買付けが行われる場合に投資家の利益を確保するためには、交換買付けにより交付される株式に関する真実の情報が十分開示されなければ

<sup>149</sup> Del. Rev. Code (1935) c. 65, § 14. 「本州の法に基づき組織され、又は組織されることとなる会社の株式引受け又は買受けの対価は、その全部又は一部を、金銭、労務、又は動産、不動産若しくはそれらの賃貸により支払うことができる。当該発行株式は完全に払い込まれ追加払込の責任を負わないものと宣言され、そして取り扱われる。また当該株式保有者は本章の規定による如何なる追加払込の責任も負わない。当該取引において現実の悪意が存在しない場合には、取締役の、当該労務、財産、不動産、又はこれらの賃貸に対する価値評価につき反証は許されない。」

当初、誠実性原則はデラウェア州憲法上違憲であるとの主張がなされていた。そこで1903年に憲法が改正され、「現実の価額」という文言が削除された。また、会社法の規定には当初「詐欺」という文言が用いられていたが、当該文言が「現実の詐欺」を意味するのか「擬制詐欺」を意味するのか、若しくは「理論上の詐欺」を意味するのかについて争いが生じていた。そこで1905年に会社法が改正され「現実の詐欺」という文言に改められた。Larcom, *supra* note 93, at 86–87.

<sup>150</sup> *Securities Act of 1933: Hearings on S. 875 Before the Comm. on Banking and Currency*, 73th Cong. 1<sup>st</sup> Sess. 80–82 (1933) (statement of Hon. Huston Thompson, Attorney at Law, Washington D.C.).

<sup>151</sup> William W. Cook, “Watered Stock” –Commissions– “Blue Sky Laws” –Stock Without Par Value, 19 Mich. L.Rev. 583, 584–585 (1921).

<sup>152</sup> Berle & Means, *supra* note 100, at 133. このような危険性から裁判所は解釈上、出資財産に一定の制限をかけ、(a)個人の氏名、名聲、影響力、(b)取締役の通常の義務の範囲内の役務、(c)取締役就任の合意に基づく将来の役務、(d)会社の財務行為との関連で発起人および取締役が行う当該会社発行の手形の裏書、(e)実効性が怪しい事業計画、(f)未承認の製法、商標、その他発明で会社法の出資規制に対する抜脱目的と認められるもの、(g)会社株式の売付けに関連する役務等を対価とする株式発行は認めていない。Dodd, *Stock Watering*, *supra* note 136, at 51, 54.

<sup>153</sup> Ripley, *supra* note 18, at 48.

ならず、また交換される旧株式と新株式の価値が均衡していなければならない。しかし、交換買付けを勧誘する者は投資家が交換買付けに応じるよう、当該株式の流動性、配当利益等に関して虚偽または誤解を生じさせる情報開示を行う可能性がある<sup>154</sup>。また、交付する株式の価格を高く維持することにより、交付する株式数を少なくするよう動機付けられることから<sup>155</sup>、作為的な相場形成を行い、その結果、実体価値のない株式が投資家に交付される危険性が生じる<sup>156</sup>。

## (2) 無額面株式の発行

1912年にニューヨーク州会社法で無額面株式の発行が認められる以前は、額面株式の発行のみが許容されていた。そして、信託基金理論を根拠に、株式引受人は払込金額の最低額として額面価額を払い込まなければならない、払込を怠った株式引受人は、当該会社が破産した場合、その未払込金額につき会社債権者に対して責任を負うとされていた<sup>157</sup>。また、当該責任はたとえ債権者が株主の未払込につき悪意であったとしても免れることはできず<sup>158</sup>、また、会社と株主間で払込が完全になされたとの合意が行われていたとしても、このような合意は会社の権限外の行為として無効であり<sup>159</sup>、さらに、券面額の払込がなされていない株式の発行は会社の権限外の行為であり無効であるとの抗弁により払込責任を免れることもできないと解されていた<sup>160</sup>。以上のような厳格な払込責任により株式の水増しを未然に防止し、会社債権者および既存株主の利益を保護することができると考えられた<sup>161</sup>。

しかし、額面株式は券面額未満で発行することは原則としてできないこと

---

<sup>154</sup> SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 1, at 266–273, 282–290.

<sup>155</sup> *Id.* at 231, 287.

<sup>156</sup> *Id.* at 290–291.

<sup>157</sup> Berle & Means, *supra* note 100, at 132.

<sup>158</sup> *duPont v. Ball*, 11 Del. Ch. 430, 443–447, 106A. 39, 45–47 (1918).

<sup>159</sup> *Id.* at 438–440, 106A at 43.

<sup>160</sup> *Id.* at 440, 106A at 44.

<sup>161</sup> Ripley, *supra* note 18, at 48; Berle & Means, *supra* note 100, at 133.

から<sup>162</sup>、株価が券面額を下回る場合には新たな資金調達が困難となる<sup>163</sup>。このような不都合を回避し額面株式を実質的に券面額未満で発行するために、水増し株を完全な払込がなされたものとして発起人に一旦引き受けてもらい、当該株式を会社が金庫株として再度取得し、その後券面額未満で当該金庫株の譲渡を投資家に対して行うという方法が行われていた<sup>164</sup>。また、合併により額面株式が発行される場合、新設会社または存続会社の資本金が巨額になるとの不都合も指摘されていた<sup>165</sup>。他方、株式は株主の会社事業への参加割合を示すものであり、必ずしも券面額は必要でないばかりか<sup>166</sup>、券面額は投資家に対し株式の価値につき誤解を与える危険性がある点も問題とされた<sup>167</sup>。そこで、これらの問題点に対処するために無額面株式の発行が要請されるようになり、1912年改正ニューヨーク州会社法により無額面普通株式の発行が認められ、デラウェア州会社法においても1917年会社法改正により無額面普通株式の発行が認められるようになった。その後、1925年改正デラウェア州会社法により無額面優先株式の発行も認められるようになった<sup>168</sup>。事業再編においても無額面株式を活用して資本再構成を行うために、定款変更

<sup>162</sup> *Handley v. Stutz* 事件において、連邦最高裁は州法に特別の規定がない限り、取締役会が善意で調達可能な最高価額で新株を発行すれば、発行価額が額面以下であっても株主は追加払込の責任を負わないと判示した。*Handley v. Stutz*, 139 U.S. 417 (1891)。この点については、大森忠夫「アメリカ株式会社法の一特色」京都大学商法研究会編『英米会社法研究』（有斐閣，昭和25年）11～12頁，長浜洋一『アメリカ会社法概説』153～154頁（商事法務研究会，昭和46年）を参照。

<sup>163</sup> A.A. Berle, Jr., *Problems of Non-Par Stock*, 25 *Colum.L.Rev.* 43, 57 (1925) [hereinafter *Berle, Non-Par Stock*]; Berle, *Corporation Finance*, *supra* note 18, at 82–83. Ripley, *supra* note 18, at 48. 島本英夫「無額面株式制度」京都大学商法研究会編『英米会社法研究』（有斐閣，昭25）52頁，64頁

<sup>164</sup> 金庫株はすでに払込が完了している株式であることから、新株を新たに発行する場合とは異なり、券面額未満で発行することも可能とされていた。Henry Winthrop Ballantine, *Ballantine on Corporations* 472 (rev. ed. 1946) [hereinafter *Ballantine on Corporations*].

<sup>165</sup> 島本・前掲注（163）「無額面株式制度」65頁，長浜・前掲注（162）「アメリカ会社法」155頁

<sup>166</sup> 島本・前掲注（163）「無額面株式制度」51頁

<sup>167</sup> Henry W. Ballantine, *Nonpar Stock—Its Use and Abuse*, 57 *Am.L.Rev.* 233, 234 (1923); Ripley, *supra* note 18, at 49.

<sup>168</sup> *Del. Rev. Code* (1935) c. 65, § 14. 「全ての会社は、一種類若しくは数種類の株式…を発行することができ、その種類の一部又は全部を額面株式又は無額面株式とすることができる。…」

により額面株式を無額面株式へと変更し<sup>169</sup>、また無額面株式を用いることで投資銀行家に対し労務の対価またはボーナスとして普通株式の発行をより容易に行うことができるようになった<sup>170</sup>。

無額面株式は、定款に最低払込金額および資本組入額につき定められている表示無額面株式 (stated value non-par stock) と、発行株式数のみが定められている真正無額面株式 (true non-par stock) とに分類され、前者の場合には、最低払込金額が定款で確定していることから額面株式と同様に扱われる<sup>171</sup>のに対し、後者の場合は最低払込金額について規定されていないことから、①新株発行の際の払込金および合併等の組織再編で存続会社に引き継がれた会社財産のうち、どの部分が資本金となり、どの部分が払込剰余金として組み入れられるのか、②株式引受人は会社破綻時において会社債権者に対し如何なる責任を負うのか、③既存株主の利益確保のために発行価額はどのように決定されるべきか、といった点が問題となる。

①については、当時のデラウェア州会社法上の最低資本金額である1,000ドル<sup>172</sup>を超える部分については、出資財産が金銭の場合には払込時に、出資財産が金銭以外の財産の場合には出資金の払込がなされてから60日以内に、取締役会は資本金および払込剰余金に組み入れる金額を決定することとされていた<sup>173</sup>。よって、払込が金銭以外の財産でなされた場合、株式引受人は引受時に自己の出資金がどのような割合で資本金および払込剰余金に組入れられるかを知ることはできなかった。また、合併等の組織再編が行われる場合については、消滅会社が有していた剰余金は存続会社または新設会社の資本金に組み入れられるのが原則であったが、あらかじめ特約を締結することに

---

<sup>169</sup> Cornelius W. Wickersham, *The progress of the Law on No Par Value Stock* 37 Harv.L.Rev.464, 465-469 (1924). SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 1, at 125.

<sup>170</sup> Berle, *Compensation of Bankers and Promoters through Stock Profits*, *supra* note 141, at 751-753.

<sup>171</sup> Berle, *Non-Par Stock*, *supra* note 163, at 44, 46-47, 51-52, 57-58, 63; Berle, *Corporation Finance*, *supra* note 18, at 66, 68-69, 74-75, 82-83, 90-91, Ripley, *supra* note 18, at 50-51.

<sup>172</sup> Del. Rev. Code (1935) c. 65, § 5 (4).

<sup>173</sup> Del. Rev. Code (1935) c. 65, § 14.

より消滅会社の剰余金をそのまま存続会社または新設会社の剰余金に組み入れることが可能であった<sup>174</sup>。

このように、取締役会に剰余金の設定について広範な裁量が認められる場合、デラウェア州会社法ではその種類を問わず剰余金からの利益配当も認められていることから<sup>175</sup>、剰余金による利益配当を行うことにより株価を吊り上げ<sup>176</sup>、またある種類の株主が拠出した払込剰余金から、他の種類の株主へ利益配当を行うことが可能となる<sup>177</sup>。さらに、剰余金の資本組入れにより株式配当を行い、会社の資本構成を変更することもできることから、無額面株式がこれらの権限と組み合わせて用いられる場合、株式の水増しが行われると同時に、ある種類の株主から他の種類の株主へと富の移転が行われる危険性が高くなる<sup>178</sup>。

②については、無額面株式の引受人は、会社設立当初定款に定められていた資本金額については会社債権者に対し責任を負うものとされ、会社設立後の新株発行の場合においても会社と引受人との間で合意された引受価額については会社債権者に対して責任を負うものとされていた<sup>179</sup>。ただし、引受価額の取り決めがなされていない場合は会社法上規定がなく、この点につき争われた *Johnson v. Louisville Trust Co.* 事件<sup>180</sup>において裁判所は、「当裁判所は、債権者の請求権および破産手続に係る費用の弁済のために、当該不成功に終わった事業に従事した者に対し回復を求める本件破産管財人の主張には全く賛成することができない。…無額面株式制度は『信託基金理論』および『表示理論』を廃棄することが目的とされている。…裁判所は会社により発行された無額面株式の対価の支払を強制すべきことはもちろんであるが、本

<sup>174</sup> Berle, *Non-Par Stock*, *supra* note 163, at 49–52; Berle, *Corporation Finance*, *supra* note 18, at 72–76.

<sup>175</sup> Del. Rev. Code (1935) c. 65, § 34.

<sup>176</sup> Ripley, *supra* note 18, at 52; S. Rep. No. 73–1455, at 100 (1934).

<sup>177</sup> SEC, *Protective Committee Report Part VII*, *supra* note 1, at 29, 268–269.

<sup>178</sup> A.A. Berle, Jr., *Corporate Devices For Diluting Stock Participations*, 31 *Colum.L.Rev.* 1239, 1246–1253 (1931); Berle & Means, *supra* note 100, at 149–157.

<sup>179</sup> Del. Rev. Code (1935) c. 65, § 20.

<sup>180</sup> *Johnson v. Louisville Trust Co.* 293 Fed. 857 (C. C. A. 6th Circ. 1923).

件においては当該会社および発起人の想定する対価が支払われているだけでなく、当該無額面株式は実体価値を有していないようにも思われるのである。」と判し、株式引受人は債権者に対し何ら責任を負わないと判断した。

本件の結論は妥当であると評価されているが<sup>181</sup>、このようにボーナスとしての無額面株式の大量発行はそれ自体には拠出財産の裏付けがないため、水増し株発行の手段として濫用される危険性があり、また既存株主の持分価値の希薄化を招くことから、このような株式発行が許容されるか否かは事例毎に判断されるべきであると考えられた<sup>182</sup>。その後、Stone v. Young 事件<sup>183</sup>においてニューヨーク州裁判所は、優先株式発行に付随するボーナスとしての無額面普通株式の無償交付は、1909年ニューヨーク州会社法55条に違反すると判断した。

③については、定款に発行価額が規定されている場合には当該価額とされ、そのような定めがない場合には、取締役会が適宜発行価額を決定することができることとされていた。取締役は株主に対して信認義務を負っていることから、既存株主の利益を考慮して公平に発行価額を決定しなければならないとされている<sup>184</sup>一方、取締役会は当該株式の公正な市場価格その他取締役会が適当と考えるところに従い新株を発行することができ、資金調達のための場合によっては当該証券の市場価格および帳簿価額を下回る価額で新株発行を行うことも可能であると解されていた<sup>185</sup>。また、Bodell v. General Gas and Electric Co. 事件<sup>186</sup>においてデラウェア州最高裁判所は、「たとえ当該会社の取締役が授権株式の発行価額を決定する権限が絶対的なものと明示されている場合であっても、衡平法は新株引受権原則を基礎付ける理由を類

<sup>181</sup> Berle, *Non-Par Stock*, *supra* note 163, at 56; Berle, *Corporation Finance*, *supra* note 18, at 81.

<sup>182</sup> Berle, *Non-Par Stock*, *supra* note 163, at 56; Berle, *Corporation Finance*, *supra* note 18, at 81.

<sup>183</sup> Stone v. Young, 210 A.D. 303; 206 N.Y.S. 95 (1924).

<sup>184</sup> Ballantine on Corporations, *supra* note 164, at 475.

<sup>185</sup> Berle, *Non-Par Stock*, *supra* note 163, at 58-59; Berle, *Corporation Finance*, *supra* note 18, at 87.

<sup>186</sup> Bodell v. General Gas and Electric Co. 15 Del. Ch. 119, 132A. 442 (1926). *aff'd*, 140A. 264 (1927). 本判例は、長浜・前掲注(162)「アメリカ会社法」149頁において検討されている。

推することにより、取締役が無額面株式を新たに外部者または内部のある特定集団に発行するためにその価格を決定する際に、既存株主が現在有している株式の持分価値が合理的な理由なく毀損されることから既存株主を保護するために介入するであろう」と言及し、既存株主の利益を考慮しつつも、事業上正当な理由があり、株主を差別的に取り扱うことを意図せず、かつ当該株式発行が利害関係者全員の利益となる場合には、同時に同種類の株式を異なる価額で発行することも許容されると判断した。さらに、連邦第三巡回区控訴裁判所は *Hodgman v. Atlantic Refining Co.* 事件<sup>187</sup>において、「当該会社により公正かつ十全な事業上および会社運営上の理由により発行される場合には、異なる価額で行われた株式の売付けはデラウェア州法上適法である。」と判示し、事業上の合理性が認められる場合には、同時に同一種類の株式を異なる価額で発行することも適法であると判断した。

以上のように裁判所は会社の資金調達 の便宜を重視し、取締役会による新株の発行価額決定につき広範な裁量を認めていた。このような取締役会の権限は金銭以外の出資財産の価値評価に対する権限と組み合わせられることにより、さらに広範なものとなる<sup>188</sup>。このような状況において既存株主に新株引受権が付与されていない場合<sup>189</sup>、または取締役会の監督機能が十分発揮されない場合には、株式の水増しおよび既存株主の持分価値の希薄化が行われる危険性が高まることになる<sup>190</sup>。

このような当時の法的状況において、バーリは新株発行価額決定に関する

<sup>187</sup> *Hodgman v. Atlantic Refining Co.*, 300 Fed. 590 (D. Del., 1924), *rev'd*, 13 F.2d 781 (3d Cir. 1926).

<sup>188</sup> Ballantine on Corporations, *supra* note 164, at 233.

<sup>189</sup> 1927年デラウェア州会社法改正により、定款の定めによる既存株主の新株引受権の排除が認められるようになった。Del. Rev. Code c. 65, § 5 (10) (1935).

<sup>190</sup> Berle, *Non-Par Stock*, *supra* note 163, at 54-55; Berle, *Corporation Finance*, *supra* note 18, at 84.

<sup>191</sup> バーリの理論については、高柳賢三「不在株主の保護と受託者倫理」曹時2巻1号5～6頁(1950)、伊藤紀彦「会社の概念に関する Berle と Dodd の対話について」中京商学論叢12巻3号52～53頁(1965)、赤堀光子「取締役の忠実義務(一)」法協85巻1号20～21頁、23～24頁(1968)、森田章『会社法の規制緩和とコーポレート・ガバナンス』24～25頁(中央経済社、2000)(初出、森田章「米国における企業の社会的責任の展開(一)」民商70巻3号41～42頁(1974))を参照。

取締役会の権限行使に一定の歯止めをかけるため、取締役会が有する権限はたとえ制定法上絶対的なものとされている場合であっても、その行使は衡平法上の制限に服するとの理論を展開した<sup>191</sup>。そして、そのような理論から、「株式を発行する権限は、常時、その株式発行が既存株主および将来の株主の比例的利益を保護するよう行使されなければならないとの衡平法上の制限に服する」との原則が導き出され、さらに当該原則から、(1)新たに株主となる者は、その有する株式に従い参加が認められる程度に応じた拠出を行わなければならないとの法理、および(2)株式が発行された後に株式の追加発行が行われる場合は、(a)既存株主の持分が保護される価額または状況下において、または(b)既存株主が追加発行された株式をその有する持分に従い比例的に引き受けることによりその持分を保護する仕組みに従う場合にのみ、株式の追加発行は許容されるとの法理が導き出されると主張した<sup>192</sup>。

### (3) 議決権制限株式・無議決権株式の発行

嘗ての所有と経営が一致していた時代には、議決権は排除することのできない株主の本質的権利と考えられ<sup>193</sup>、株主は議決権行使を通じて会社経営に影響を及ぼすことが可能であった<sup>194</sup>。1898年から1903年にかけて企業結合が進展した時代においても無議決権株式の発行はほとんどなされなかったと言われている<sup>195</sup>。しかし、企業結合により株式会社の規模が増大し、所有と経営の分離により議決権行使に関心を示さない一般株主が増加するにつれ、少数者が会社支配を確保するための制度が要請されるようになり、このような制度として委任状機構支配による議決権行使および議決権信託が発達し、その後、一般会社法により無議決権株式および議決権制限株式の発行が許容さ

<sup>192</sup> Berle, *Corporate Powers as Powers in Trust*, *supra* note 14, at 1050–1060; Berle & Means, *supra* note 100, at 221–230.

<sup>193</sup> 富山康吉「アメリカ会社法における株主の地位の変遷」京都大学商法研究会編『英米会社法研究』（有斐閣、昭和25年）150頁（初出、富山康吉「アメリカ会社法における株主の地位の変遷」論叢75巻1号59頁（1950））

<sup>194</sup> 久保田安彦「初期アメリカ会社法上の株主の権利（一）」早法74巻2号98～99頁（1999）

<sup>195</sup> W. H. S. Stevens, *Stockholders' Voting Rights and the Centralization of Voting Control*, 40 Q.J. Econ. 353, 354（1926）

れるようになった<sup>196</sup>。当初無議決権株式は優先株式として発行される場合がほとんどであったが、次第に無議決権普通株式も発行されるようになった<sup>197</sup>。

無議決権普通株式はクラス A 普通株式として社債権者および優先株主に次ぐ優先順位を有するものとして一般投資家に対し発行され、他方、議決権普通株式はクラス A 株式に劣後するクラス B 株式として投資銀行家に対して発行されるのが一般的であった<sup>198</sup>。このような議決権普通株式は「銀行家の株式 (bankers' shares)」または「経営者株式 (management stock)<sup>199</sup>」と呼ばれ<sup>200</sup>、事業再編において投資銀行家に会社支配権を集中させるための手段として利用された<sup>201</sup>。このような無議決権普通株式の発行は1916年頃から行われるようになり、1917年から21年にかけて徐々に浸透し、そして1921年以降広く用いられるようになった<sup>202</sup>。当時のデラウェア州会社法には、このような無議決権株式発行に対する数量規制は存在しなかった<sup>203</sup>。

このような議決権普通株式はほんの僅かの対価で発行される場合が多く、これにより議決権株式保有者である投資銀行家は出資を殆ど行うことなく、

<sup>196</sup> Berle & Means, *supra* note 100, at 129–131. 富山・前掲注 (193) 「アメリカ会社法における株主の地位の変遷」 156頁

<sup>197</sup> Stevens, *supra* note 195, at 357–360.

<sup>198</sup> Stevens, *supra* note 195, at 360–361 (1926) ; Ripley, *supra* note 18, at 86 ; Franklin S. Wood, *The Status of Management Stockholders*, 38 Yale L.J. 57, 59 (1928) ; Ballantine on Corporations, *supra* note 164, at 418.

<sup>199</sup> 経営者株式の保有者は取締役を選任する権限を有するのみであり、会社経営を行うわけではないことから、経営者株式という名称は誤解を招くものであると指摘されている。Wood, *supra* note 198, at 57.

<sup>200</sup> A. A. Berle, Jr., *Non-Voting Stock and "Bankers' Control"*, 39 Harv.L.Rev. 673 (1926) [hereinafter, Berle, *Non-Voting Stock*]; Berle, *Corporation Finance*, *supra* note 18, at 41. 菱田政宏「無議決権株 (一)」関法10巻2号36頁, 38–39頁 (1960)

<sup>201</sup> Berle, *Compensation of Bankers and Promoters through Stock Profits*, *supra* note 141, at 748 ; Ripley, *supra* note 18, at 86. SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 1, at 535.

<sup>202</sup> Summaries of Business Research, *The Development of Class A and Class B Stocks*, 5 Harv.Bus. Rev. 332, 334–335 (1927).

<sup>203</sup> Del. Rev. Code (1935) c. 65, § 13. 「全ての会社は、一種類若しくは数種類の株式…を発行することができ、…その種類の一部又は全部を完全議決権付株式又は制限議決権付株式、若しくは無議決権株式とすることができる。…」

取締役会に自らの代表者を送り込み、また株主総会決議を通じて、会社全体を支配することが可能となる<sup>204</sup>。

他方、議決権株式により投資銀行家に対し会社支配権を集中させる場合に、他の無議決権普通株式保有者は議決権行使を通じて経営者を監督することができないばかりか、その地位は議決権株主の支配権行使に大きく左右されることになる。また議決権株式保有者により選任された取締役は単なる名目的な存在に過ぎず、投資銀行家により影から操られていると評価できる場合もある<sup>205</sup>。そこで、このような場合に議決権株式保有者による支配権行使を如何に適正ならしめるか、また支配に伴う責任をどのように負わせるべきかが問題とされた。投資銀行家と被支配会社との利益が常に一致するとは限らず、事業再編との関係で投資銀行家が被支配会社の犠牲の下に自らの利益を追求する危険が存在し、例えば、手数料や報酬目的のための証券発行、自己の関連会社に有利となるような契約の締結、自己が保有する証券の価値増大のための資本再構成や相場操縦等の目的で支配権行使が行われる危険性が当時の論者によって問題とされていた<sup>206</sup>。また、投資銀行家は自ら出資をほとんど行わずに事業成功の成果を享受できることから、他人の金銭で投機を行いその成果を一般投資家から寄生的に奪っているとも批判された<sup>207</sup>。

しかし、当時は支配的地位にある投資銀行家に対し支配に伴う責任を確保する法的制度は存在せず、このような責任なき支配に伴う濫用の危険性はペコーラ委員会において投資銀行家自身によっても証言されていた<sup>208</sup>。そこで、これらの問題に如何に対処すべきかが論じられ、リプリーは会社法改正または裁判所の厳格な態度により情報開示制度が強化されるべきであると主張し

---

<sup>204</sup> Berle, *Corporation Finance*, *supra* note 18, at 51–63, 190.

<sup>205</sup> Berle, *Non-Voting Stock*, *supra* note 200, at 690–691; Berle, *Corporation Finance*, *supra* note 18, at 60–61.

<sup>206</sup> Louis D. Brandeis, *Other People's Money and How the Bankers Use It* 9–27 (1914); Berle, *Non-Voting Stock*, *supra* note 200, at 676–677, 689–690; Berle, *Corporation Finance*, *supra* note 18, at 44–45, 59.

<sup>207</sup> Berle, *Non-Voting Stock*, *supra* note 200, at 683–684; Berle, *Corporation Finance*, *supra* note 18, at 52–53.

<sup>208</sup> S. Rep. No. 73–1455, at 120–121 (1934) (Statement of Otto H. Kahn, Kuhn, Loeb & Co.); Ferdinand Pecora, *Wall Street Under Oath* 208 (1939).

た<sup>209</sup>。またバーリは、このような議決権株式保有者による支配権行使は衡平法上の制限に服するとの理論を展開し、①経営者は、完全な情報開示を行うことなく1または2以上の種類株主が他の種類株主による拠出金を自らの利益のために流用する会社の状況を許容してはならない、②経営者株式保有者は、取締役および受託者としての資格を有するその他の者の権限行使に制限を加える全てのルールに従い議決権を行使しなければならない、③経営者株式保有者は、取締役の行動に同意していたものと推定され、この推定が反証されない場合には事業運営の失敗に対し取締役と連帯して責任を負う、との法理が確立されるべきであると主張した<sup>210</sup>。さらにダグラスは、全ての無議決権株式および議決権制限株式は廃止されるべきであると主張した<sup>211</sup>。

以上のように、議決権普通株式が発行されている場合における無議決権普通株式は一般投資家にとって不利益を与える可能性が高いことから、ニューヨーク証券取引所は1926年に、無議決権普通株式の上場を認めないの方針を採用した<sup>212</sup>。

さらに別の問題として、定款変更による議決権剥奪が州会社法上許容されるかどうかの問題とされ、*Morris v. American Public Utilities Co.* 事件<sup>213</sup>においてデラウェア州衡平法裁判所は、「議決権は一般に留保された権限に基づく権利変更によって生じる一方的な権利変更という効果から適用除外される財産権の変更には該当しない。議決権の剥奪は、単に当該会社の内部運営に関する変更に過ぎず、授権された一般的变化権限の範囲を超えるものでは

<sup>209</sup> Ripley, *supra* note 18, at 109–110.

<sup>210</sup> Berle, *Non-Voting Stock*, *supra* note 200, at 682–693; Berle, *Corporation Finance*, *supra* note 18, at 51–63.

<sup>211</sup> Douglas, *Directors Who Do Not Direct*, *supra* note 17, at 1330.

<sup>212</sup> NYSE, *Company Manual* § A 15. このような規制が設けられた歴史的経緯については、菱田・前掲注(200)「無議決権株」37～42頁、松原正至「いわゆる一株一議決権原則と自主規制機関の対応(一):SEC規則19c-4をめぐって」六甲台論集38巻4号116～117頁(1992)、村田淑子「ニューヨーク証券取引所の一株一議決権政策」六甲台論集40巻3号175～177頁(1993)、加藤貴仁『株主間の議決権配分』154～159頁(商事法務, 2007)(初出、加藤貴仁「株主間の議決権配分(二)——一株一議決権原則の機能と限界」法協123巻7号90～94頁(2006))を参照。

<sup>213</sup> *Morris v. American Public Utilities Co.*, 14 Del. Ch. 136; 122A. 696 (1923).

ない。」と述べ、このような定款変更も認められると判示した。

このように定款変更による議決権剥奪が州会社法上認められたことにより、事業再編の際に優先株式の議決権剥奪が行われるようになった<sup>214</sup>。この場合、優先株主は自らの優先権を保護する手段を失うことになってしまうことになる。優先株主には一定期間優先配当が行われなかった場合には取締役会構成員の過半数を選任する権限が付与され、または普通株式と同様の議決権が復活するとされている場合が多く<sup>215</sup>、これらの優先株主の議決権が経営者に対し優先配当を確保させるよう機能し、それにより取締役会において優先株主の利益が代表されることになる<sup>216</sup>。しかし、優先株主から議決権が剥奪された場合、優先株主は優先配当が行われなかった場合においても自らの利益を確保する有効な手段を有しない<sup>217</sup>。また、次に検討するように、取締役会には利益配当を留保する広範な裁量が認められており<sup>218</sup>、さらに優先株主の累積未配当利益を交換買付けや合併等の手段により間接的に排除することも可能とされている<sup>219</sup>。よって、定款変更による議決権剥奪がこれらの手法と組み合わせられて用いられることにより、優先株主の権利は大きく侵害されることになる<sup>220</sup>。

#### (4) 非累積的優先株式の発行

従来の厳格な州会社法の下では、優先株式、普通株式といった数種の株式

---

<sup>214</sup> SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 1, at 176–187, 480–481.

<sup>215</sup> Stevens, *supra* note 195, at 358–360.

<sup>216</sup> Douglas, Democracy and Finance, *supra* note 17, at 42.

<sup>217</sup> Dodd, *Fair and Equitable Recapitalizations*, *supra* note 6, at 792.

<sup>218</sup> SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 1, at 112; Berle & Means, *supra* note 100, at 172.

<sup>219</sup> *Havender v. Federal United Corp.*, 11A. 2d 331 (Del. Sup. Ct. 1940). 山下友信「累積的配当優先株における優先株主の保護—優先株に関する一考察—」*ジュリ*645号89～91頁(1977)、神田秀樹「資本多数決と株主間の利害調整(4)」*法協*98巻12号58～61頁(1981)、洲崎博史「優先株・無議決権株に関する一考察(一)」*民商*91巻3号27～30頁(1984)、松尾健一『株主間の公平と定款自治』136～139頁(有斐閣, 2010)を参照。

<sup>220</sup> さらに、デラウェア州会社法上、定款変更の場合には反対株主の株式買取請求権は認められていなかった。

を発行する場合、会社の資本構成は特許状に記録され、さらに、立法府による承認が要求されており、種類株式発行は州当局による厳格な審査に服していた。しかし、緩い州会社法の下では会社の資金調達を便宜を図るために、特別の審査を経ることなく、複数種類の株式を発行することが認められるようになった<sup>221</sup>。非累積的優先株式は非参加的優先株式として事業再編手続において会社債権者および既存株主に対し発行されるか、または参加的優先株式として一般投資家に対し発行されるのが通常であった<sup>222</sup>。

非累積的優先株式の権利内容については会社法上明確な規定が存在しなかったことから、その内容を巡って解釈上争いが生じていた。第一の見解は、たとえある年度において非累積的優先株式に対する配当可能利益が存在していたとしても、取締役会が優先株式に利益配当を行わないとの経営判断により内部留保を行った場合には、優先株主の優先配当権は消滅し、たとえ次年度以降において当該内部留保から利益配当がなされた場合であっても優先株主は当該年度における優先権しか主張できない、というものである。それに対し、第二の見解は、取締役会が配当可能利益を内部留保した場合、次年度以降における配当可能利益に対して前年度以前の優先権を主張することはできないが、当該内部留保に対する優先配当権は消滅せず、次年度以降において当該内部留保から利益配当がなされる場合、優先株主は当該内部留保に対して前年度以前の優先権を主張することができる、というものである。

この点に関し、連邦最高裁は *Wabash Railway Company v. Barclay* 事件<sup>223</sup> において、「株式という投資対象は次のことを前提としている。すなわち、会社事業は継続するものとされ、よってたとえ純利益が存在したとしても、普通株式および優先株式の保有者は双方とも、継続企業の賢明な運営と一貫

<sup>221</sup> Del. Rev. Code (1935) c. 65, § 14. 「全ての会社は、一種類若しくは数種類の株式…を発行する権限を有し、…その種類又はクラスは、定款若しくはその修正証書において、又は定款若しくはその修正証書の規定により明示的に取締役会に付与された権限に従い取締役会が採択した当該株式の発行について定める決議において示されかつ表明される…名称、優先権および相対的、参加的、選択的又はその他の特別の権利を有し、またこれらの権利に制限、限定又は制約を加えることができる。…」

<sup>222</sup> Berle & Means, *supra* note 100, at 172.

<sup>223</sup> *Wabash Railway Company v. Barclay*, 280 U.S. 197 (1930).

して利益配当に割り当てることができる純利益の一部からのみ利益配当を宣言させる権限を有するに過ぎないのである。本件のように、各会計年度における配当利益は非累積的であると宣言され、会社定款に記載される会計年度内に純利益が利益配当に割り当てられなかった場合、当該年度における優先株主の権利は消滅したのである。もし当該優先株主の権利が何らかの政策概念までさらに拡張されるとするならば、当該優先株主の権利は当該契約の意味および一般人の一般的かつ合理的な理解を超えて拡大されることになる。」と判示し、第一の見解を採用することを明らかにした。

第一の見解を採用する場合、取締役会の判断により、非累積的優先株式に対する利益配当を先延ばしできるのみならず、非累積的優先株式に対し優先配当権が付与されるかどうかまでもを決定することができてしまい<sup>224</sup>、その結果、本来ならば優先株主に対し配当されるべき利益が普通株主への配当に流用される危険性が生ずることになる<sup>225</sup>。確かに、取締役会が利益配当を行う時期を決定する権限は絶対的なものではなく、不合理な程度に利益配当を控えてはならないとされているが、しかし、どの程度が合理的かどうかを判断するのは困難であり、結果的に株主により訴訟が提起されたとしても裁判所は取締役会の判断を尊重する可能性が高いと当時の主要論者により指摘されていた<sup>226</sup>。

また、第一の見解によると、会社が解散される場合において当該株式が参加的優先株式でない場合には、会社定款において優先株主は券面額のみ支払いを受けるものと規定することにより、優先株主は剰余金に対して何ら権利を有しなくなると解されていた<sup>227</sup>。このような場合、非累積的優先株主の優

---

<sup>224</sup> Berle, *Corporation Finance*, *supra* note 18, at 92.

<sup>225</sup> A.A. Berle, Jr., *Non-Cumulative Preferred Stock*, 23 *Colum.L.Rev.* 358, 362–363 (1923); Berle, *Corporation Finance*, *supra* note 18, at 99–100; Berle & Means, *supra* note 100, at 172–175. このような危険性は収益社債および利益参加型社債の場合も同様に存在する。Berle & Means, *supra* note 100, at 175.

<sup>226</sup> Berle & Means, *supra* note 100, at 172.

<sup>227</sup> Berle, *Non-Cumulative Preferred Stock*, *supra* note 225, at 358; Berle, *Corporation Finance*, *supra* note 18, at 93.

先権を骨抜きにするために解散が行われる危険性がある。

このような状況において非累積的優先株主の利益をどのように保護するかが問題とされ、バーリは、①非累積的優先株主は、優先株主への利益またはその一部が生じた場合には、定款に規定された優先配当がなされなかったことにより積み立てられた当該会社の利益剰余金に対して権利を有する。②毎年の純利益からの利益剰余金は、非累積的優先株主に配当され又は留保された金額を除いて、定款により規定された非累積的優先株主に対する優先配当額と同額又は優先配当として生じた配当額と同額が、当該優先株主のために帳簿上分別されなければならない。ただし、当該金額は会社事業のために用いることを妨げない。当該金額は普通株主に対し利益配当として分配してはならない。③非累積的優先株主のための剰余金は、普通株主のための剰余金が全て減少されるまでは欠損の補填のために減少させてはならない。④非累積的優先株主のために生じた利益であるが、まだ当該優先株主に対して配当されていない利益の全部又は一部は、後に当該優先株主のための利益剰余金勘定から支払うことができる。⑤会社解散の場合において、衡平法裁判所は利益配当を強制するために適正な訴状に基づいて非累積的優先株主のための全剰余金を当該優先株主に分配するよう命じなければならない。⑥会社定款に、たとえ利益が生じた場合でも、非累積的優先株主の利益配当に対する権利を排除する権限を取締役に付与する条項が含まれている場合、衡平法裁判所は当該権限行使を制限するために、当該優先株主の利益が保持または保護されるべき事例に介入しなければならない、との理論が確立されるべきであると主張した<sup>228</sup>。

さらに、非累積的優先株式にとって普通株式が「寄生的株式 (parasitic share)」となる危険性も指摘された。例えば、ある会社が非累積的優先株式 A 株および普通株式 B 株を発行している場合において、利益配当または残余財産の分配につき、A 株に対し3分の2、B 株に対し残りの3分の1を分配するものと定款で規定していたとする。この場合に、A 株のみを追加的に

---

<sup>228</sup> Berle, Corporation Finance, *supra* note 18, at 96–110.

発行し資金調達を行うことにより、事業の成功による利益配当および残余財産の分配は、資本拠出者である A 株の株主に対してのみでなく、B 株の株主に対しても行うことが可能となり、その結果、B 株の株主は追加的に資金を拠出することなく事業の成功に与ることができてしまう。このような危険性は、取締役会がある種類の株式につき株式配当を行い、また自己株式取得を行うことにより、会社の資本構成を自由に操作できる場合に一層高くなると指摘されていた<sup>229</sup>。

#### (5) 払込剰余金からの利益配当

従来の厳格な州会社法の下では、配当は事業活動から生じた利益のみから行うことが許容されていた。これにより会社債権者を保護すると共に、株主の健全な財政的地位を維持することにも資すると考えられたからである。しかし、会社設立当初の段階で当該会社に純利益がない場合にも優先株主に対し利益配当を行いたいとの要請から、会社は払込剰余金 (paid-in surplus) を設定し当該勘定から利益配当を行うことができるようになり、デラウェア州会社法においても1927年改正によりこのような方法が明文で規定された<sup>230</sup>。

払込剰余金とは、株主が拠出した金銭のうち資本金に組み入れられなかった部分であり、額面株式の場合には額面超過額のうち任意の額、無額面株式

---

<sup>229</sup> Berle & Means, *supra* note 100, at 153.

<sup>230</sup> Del. Rev. Code (1935) c. 65. § 14. 「会社は、取締役会決議により、会社が随時発行する株式につき会社が受領する対価の一部のみが資本金となることを決定することができる。ただし、発行された株式の一部が額面株式である場合には、対価のうち資本金と決定される部分の額は、そのような対価で発行された額面株式の券面総額を超えなければならない。発行された全ての株式が額面株式である場合には、対価のうち資本金と決定される部分の額は、その株式の券面総額に等しいことのみを必要とする。それらの各場合において、取締役会は、対価の資本金となる部分をドルで確定しなければならない。取締役会が(a)金銭に対して発行される会社の株式の発行時に、又は(b)金銭以外の財産に対して発行される会社の株式の発行後60日以内に、その対価のうちどの部分が資本金となるかを決定しなかったときは、その株式に関する会社の資本金は、その額面株式の券面総額に等しい額にその無額面株式の対価の額を加えた額とする。会社の資本金は、会社の純資産のうちそのように資本金と決定された額を超える部分が資本金勘定に組み入れられるべきことを指示する取締役会の決議により、随時増加することができる。取締役会は、純資産のそのように組み入れられた額が資本金と決定された額を超える超過額があるときは、その額は剰余金となる。」

の場合には取締役会が任意に定める額が払込剰余金となる。デラウェア州会社法では、株主の拠出金をどのような割合で組み入れるかは取締役会が自由に決定できるとされていた。よって、無額面株式を発行する場合、取締役会は払込剰余金の設定に関し広範な裁量を有することになり<sup>231</sup>、このようにして作出された払込剰余金を財源として、取締役会は利益配当を行うことが可能となる<sup>232</sup>。このように払込剰余金による利益配当が取締役会に認められたことにより、事業再編の場面においても、会社の業績が良好であると見せかけ一般株主が交換買付けに応じるよう誘引する手段として利用されたり<sup>233</sup>、また、会社間での資金移動を行うための金融スキーム構築の手段として利用されたりした<sup>234</sup>。

払込剰余金から利益配当が行われる場合、会社の事業活動から生じた利益ではなく、株主自らが拠出した金銭または他の株主が拠出した金銭を財源として利益配当が行われる可能性があり、そのような可能性はとりわけ会社が複数種類の株式を発行している場合に高くなる。すなわち、優先株式を引き受けた一般投資家が払い込んだ拠出金の大半を払込剰余金として留保し、それを財源として経営者が保有する普通株式に対する配当として流用するといった形で、富の移転が生じる危険性が增大するのである<sup>235</sup>。

このように、払込剰余金からの利益配当は実質的には会社財産の払戻しにあたり、会社債権者および優先株主の利益を害するとともに、一般投資家に対し会社の業績に関して誤解を与える可能性がある。そこで、上記の弊害を防止するために、払込剰余金からの利益配当を制限すべきであるとの主張がなされた。バレンタインは、第一に、優先株式発行の対価として会社への払込みが行われた場合、当該払込金により設定された払込剰余金からの利益配

<sup>231</sup> Berle & Means, *supra* note 100, at 136.

<sup>232</sup> さらに、1929年改正により、会社は資本に欠損が生じている場合であっても、当期または前期の純利益から配当を行うことができるようになった。Del. Rev. Code (1935) c. 65, § 34.

<sup>233</sup> SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 1, at 250–252, 267–273.

<sup>234</sup> *Id.* at 27, 29–32. この事例については第三章で検討する。

<sup>235</sup> Berle, *Revised Delaware Act*, *supra* note 118, at 573–574; Berle & Means, *supra* note 100, at 135–136, 154.

当は優先株主に対してのみ行うことができるとすべきであり<sup>236</sup>、第二に、会社に利益剰余金が留保されている場合には、利益配当はまず利益剰余金から行うべきであり、利益剰余金がない場合にはじめて払込剰余金から配当することができ、かつその場合は払込剰余金から配当が行われている旨が開示されるべきであると主張した<sup>237</sup>。

#### (6) 自己株式の取得

会社による自己株式の取得の可否およびその許容範囲については、一連の判例の積み重ねによりルールが形成され、それらが後に一般会社法において明文化されるに至った<sup>238</sup>。自己株式取得に対する州会社法の規制は様々であり、厳格に自己株式の取得を一切禁止していた州が少数ながら存在する一方、会社債権者を害しない限り資本金を財源に自己株式を取得できるとする州も存在していた。また、剰余金の範囲内で自己株式取得を許容する州もあり、その剰余金の範囲を利益剰余金に限定する州もあれば、剰余金の種類に制限を設けない州も存在した。また、自己株式取得を取締役会決議のみで行うことができるとする州もあれば、株主総会決議を要求する州もあった<sup>239</sup>。

デラウェア州会社法では1909年に自己株式取得規定が整備され、剰余金の種類を問わず剰余金の範囲内で自己株式の取得ができるとの規定が設けられた<sup>240</sup>。また、取得方法についても明文上制限が設けられていないことから、公開市場における買付けおよび相対取引による取得のどちらの方法も可能で

---

<sup>236</sup> Ballantine on Corporations, *supra* note 164, at 577.

<sup>237</sup> *Id.* at 578.

<sup>238</sup> これらの経緯については、E. Merrick Dodd, Jr., *Purchase and Redemption by a Corporation of Its Own Shares: The Substantive Law*, 89 U.Pa.L.Rev. 697, 698-704 [hereinafter Dodd, *Purchase and Redemption by a Corporation of Its Own Shares*]; 池田賢「アメリカにおける自己株式取得規制—日本法との比較において—」北法46巻5号340~348頁(1996)を参照。

<sup>239</sup> 長濱洋一「アメリカに於ける自己株式の買入取得」早稲田法学会誌5号125頁(1955)、龍田節「自己株式取得の規制類型」法叢90巻2・3・4号232~234頁(1971)

<sup>240</sup> Del. Rev. Code (1935) c. 65, § 19.「本法に基づき設立された全ての会社は、自己株式を買付け、保有し、売付け、そして譲渡する権限を有する。ただし、自己株式を買付けるにあたり、当該会社の資本を毀損するおそれがあるときは、当該会社は当該目的のために会社財産又は資産を用いることはできない。…」

あり、また全ての株主に取得の機会を平等に与える必要はなく、特定の株主のみから取得することも許容されると考えられていた<sup>241</sup>。ただし、取締役が専ら自己の地位を維持するための自己株式取得は違法と解されていた<sup>242</sup>。

剰余金を財源として特定の株主からの自己株式取得が許容される場合、払込剰余金の設定につき取締役会に広範な裁量が認められていることから、両権限を組み合わせることにより、取締役会は自己株式取得につき広範な権限を行使することが可能となる。このような権限は、とりわけ会社が複数種類の株式を発行している場合に、一般投資家が優先株式の引受対価として出資した金銭から払込剰余金を設定し、これを財源として経営者およびその利害関係人が有している普通株式を取得するために行使される危険性がある。このような方法による自己株式取得が会社の財務状況が悪化しているときに行われる場合、優先株主の優先配当権および償還権等が侵害される一方、会社内部者に対し不当に投下資本回収の機会を与えることになってしまう。

また、株式の発行価額およびその対価についても取締役会に広範な裁量が認められていることから、これらの権限と組み合わせて自己株式取得が行われる場合、経営者および投資銀行家に対して労務を対価として発行した株式を会社が再度取得することにより、会社財産が流出する危険性が生ずる。本報告書においても、会社内部者が会社からボーナスとして交付された株式を株式買戻契約 (stock repurchase agreement) に基づいて市場価格よりも高値で当該会社に再取得させ、その後当該会社が倒産に至った事例が問題とされた<sup>243</sup>。

以上のような危険を未然に防止するためには、自己株式取得に関する取締役会の権限行使に一定の歯止めをかける必要がある。そこで、ドッドは自己株式取得に関し次のような制限が確立されるべきであると主張した<sup>244</sup>。第一

---

<sup>241</sup> Martin v. American Potash & Chemical Corp., 33 Del. Ch. 234, 92A. 2d 295 (1952) ; 池田・前掲注 (238) 317頁を参照。

<sup>242</sup> Potter v. Sanitary Co. of America, 22 Del. Ch. 110, 194A. 87 (1937) ; 池田・前掲注 (238) 315頁を参照。

<sup>243</sup> SEC, Protective Committee Report Part II, *supra* note 1, at 95-121, 197-200.

に、たとえ普通株式を取得する場合であってもその財源は利益剰余金に限られるとの制限である。会社の財務状態が悪化している際に会社内部者が不当に投下資本の回収を行うのを防止すると同時に、自己株式取得に伴う種々の弊害<sup>245</sup>を未然に防止するためである。第二に、複数種類の株式が発行されている場合には、優先株主の払込により設定された払込剰余金を用いて普通株式の取得を行うことは、優先株主の利益を著しく害するものであり、優先株主との契約において黙示的に合意されている公正性に反するとの解釈である。このような見解が確立されることにより、一般株主の犠牲において会社内部者が不当に投下資本の回収を行うのを防止することができるからである。第三に、複数種類の株式が発行されている場合には、たとえ普通株主の払込によって設定された払込剰余金であってもこれを用いて普通株式を取得することは禁止されとの制限である。このような制限により優先株主の優先権が手厚く保護されることにより、優先株式が一般投資家にとって適切な投資対象であることを確保することができるからである<sup>246</sup>。

#### (7) 株式買受権の発行

株式買受権 (stock purchase warrant) とは一定の行使価格で当該会社の株式を取得することができる権利であり、1929年デラウェア州会社法改正により、取締役会が株式買受権を発行することができる旨が明文上明らかにされると同時に、行使期間が無制限の株式買受権の発行も認められるようになった

---

<sup>244</sup> Dodd, *Purchase and Redemption by a Corporation of Its Own Shares*, *supra* note 238, at 706–707.

<sup>245</sup> これらの弊害として、会社内部者による会社支配権維持、トラブルメーカーからの株式取得、相場操縦、内部者取引、虚偽の会計慣行の助長等が挙げられている。Dodd, *Purchase and Redemption by a Corporation of Its Own Shares*, *supra* note 238, at 706; Ballantine on Corporations, *supra* note 164, at 609–610.

<sup>246</sup> ドッドはさらに続けて、普通株式のみが発行されている場合に払込剰余金を用いて自己株式取得を行うことは、複数種類の株式が発行されている場合に払込剰余金を用いて自己株式取得を行う場合に比べ弊害は少ないものの、純利益が存在しない場合に普通株主からの拠出金を利益配当または自己株式取得のどちらかの方法で株主に払い戻す選択権を経営者に付与することは賢明であるかどうか疑わしいと疑念を示している。Dodd, *Purchase and Redemption by a Corporation of Its Own Shares*, *supra* note 238, at 707.

た<sup>247</sup>。株式買受権は、会社設立に際して発起人、役員、投資銀行家等が投資リスクを負うことなく将来における会社支配権を保持し、会社の成長に伴う利益を享受するために発行される場合<sup>248</sup>、投資銀行による証券引受に対する手数料の一部として発行される場合<sup>249</sup>、投資大衆による投資を促進するために社債や優先株式に附属させて発行される場合<sup>250</sup>、および他の方法では資金調達を行うことが困難な状況にある会社により資金調達手段として発行される場合<sup>251</sup>等に用いられた。事業再編の場面においても、株式買受権をインセンティブ報酬として取締役および役員に付与するために利用された<sup>252</sup>。

株式買受権は、当該会社の資産価値が株式買受権の行使価格よりも高い場合に行使されることから、それにより既存株主の持分価値の希薄化が生ずることになる<sup>253</sup>。このような希薄化の可能性は発行済の株式買受権が全て行使されるか、または行使期間の経過により当該権利が失効するまで存続するこ

<sup>247</sup> Del. Rev. Code (1935) c. 65, § 14. 「全ての会社は、定款の定めに従い、会社の株式又はその他の証券の発行および売付けに関連するか否かに関わらず、いずれかの種類の株式を会社から買い受ける資格をその所持人に付与する権利又は選択権を設定しかつ発行する権限を有する。当該権利又は選択権は、取締役会により、又は取締役会が承認する文書において証明されなければならない。当該権利又は選択権の行使によりその株式を会社から買い受けることのできる期日又は期間制限の有無、および価格を含む条件は、定款又はその修正、若しくは当該権利又は選択権の設定および発行について定める取締役会の採択する決議において示されなければならない、かつ、全ての場合に、その条件は、当該権利又は選択権を立証する文書に記載されるか、又は参照の方法により示されなければならない。当該権利又は選択権の行使により発行されるべき会社の株式が額面株式である場合には、その発行に際し受領されるべき価格は、その額面価額を下ってはならない。発行されるべき株式が無額面株式である場合には、その対価は当該会社が1929年4月1日以前に設立されたか、それ以後に設立されたかに応じて、当該株式の発行価額の決定に関する本条の規定により定められた方法により決定されなければならない。」

<sup>248</sup> Ballantine on Corporations, *supra* note 164, at 515.

<sup>249</sup> このような株式買受権の付与は、投資銀行家が引受証券の公募価格を吊り上げる動機付けとなり、発行市場における価格形成を歪曲させ、一般投資家の不利益となると批判された。Douglas, Democracy and Finance, *supra* note 17, at 35–36.

<sup>250</sup> Adolf A. Berle, Jr., Cases and Materials in the Law of Corporation Finance, 422 (1930).

<sup>251</sup> *Id.*

<sup>252</sup> SEC, Protective Committee Report Part II, *supra* note 1, at 98–101, 197.

<sup>253</sup> 株式買受権による既存株主の持分価値の希薄化がどの時点で生じるかについては争いがあった。パーリーおよびミーンズは、株式買受権発行時に会社にその対価として十分な金銭が入ってこない場合には、その時点で既存株主の持分価値の希薄化が生じると解していた。Berle & Means, *supra* note 100, at 164–165.

とから<sup>254</sup>、一般投資家の注意を喚起するために、株式買受権を発行している会社が新たに株式を投資家に発行する場合には、当該会社が発行している株式引受権の数およびその内容が詳細に開示されなければならない、かつ取締役会の権限により何時でも追加の株式買受権が発行される可能性がある点も明示されなければならないと指摘されていた<sup>255</sup>。

また、行使期間が無制限の株式買受権は、既存株主および将来の株主の権利に大きく影響を与えることから、永久拘束禁止則(rule against perpetuities)に反するのではないかとの問題提起もなされた。この点につき、Kingston v. Home Life Insurance Company of America 事件<sup>256</sup>においてデラウェア州衡平法裁判所は、永久拘束禁止則は土地譲渡の不当な制限を防止するために定められた原則であり、当該原則を私的事業を営む会社が発行するストック・オプションにまで拡大することを正当化する理由は存在しないと判示し、行使期間が永久の株式買受権も有効であるとした。しかし、株式買受権の価値評価<sup>257</sup>は非常に困難であり、とりわけ行使期間が無制限の株式買受権の価値評価は人知の限界を超えるとまで言われていたことから<sup>258</sup>、その濫用により生ずる既存株主への弊害は大きいと指摘されていた。例えば、ペコラ委員会において、上場会社がこのような株式買受権を投資銀行家に対し大量に発行した事例が、一般投資家の利益を大きく侵害するとして問題とされた<sup>259</sup>。

その他の問題として、株式買受権の行使による株式発行により、当該株式は会社に留保され将来配当される金銭に対しても権利を有することになることから、複数種類の株式が発行されている場合に、経営者が利益配当を行わず内部留保を行い、そして株式買受権保有者が当該権利を行使して株主とな

---

<sup>254</sup> Berle & Means, *supra* note 100, at 165.

<sup>255</sup> Berle, *Revised Delaware Act*, *supra* note 118, at 571.

<sup>256</sup> Kingston v. Home Life Insurance Company of America, 11 Del. Ch. 258, 266, 267, 101A. 898 (1917).

<sup>257</sup> 株式買受権の発行価額は、買受権の対象となる株式の現在の市場価格から権利行使価格を差し引いた額に、当該株式の将来における値上がりの可能性を加味したプレミアムを加えた額であるとされていた。Berle & Means, *supra* note 100, at 166.

<sup>258</sup> Berle & Means, *supra* note 100, at 167.

<sup>259</sup> S. Rep. No.73-1455, at 117-119 (1934).

ったときに、当該株主にとって最も都合の良いタイミングで利益配当を宣言することにより、本来ならば優先株主が受けるべきであった配当利益を当該株主に対する配当に流用することが可能となる。このような方法が用いられる場合、一般投資家から経営者およびその利害関係人に富の移転が行われることとなる<sup>260</sup>。

#### (8) 定款変更

会社定款は州と会社、会社と株主、および株主相互間の関係を規定する契約であると考えられていた。そして、定款を変更するには、制定法または定款中に定款変更の権限が留保されていない限り、株主全員の同意が必要とされていた。また、このような権限が留保されている場合、定款の付随的事項については多数株主の賛成で行うことができる一方、定款の根本的事項につき変更を行う場合は株主全員の同意が必要であると解されていた<sup>261</sup>。

ただし、ある特定事項に関する定款変更を許容する規定が、会社設立時に会社法中に存在する場合には、これらの規定は会社定款の一部を構成し、根本的事項に関する変更であっても株主全員の合意は必要とされず、一定数以上の株主の承認により定款変更を行うことが可能とされていた。そこで、一般会社法において定款変更に関する規定が設けられるようになった。デラウ

---

<sup>260</sup> Berle & Means, *supra* note 100, at 179–180.

<sup>261</sup> これらのコモン・ロー上のルールについては、神田・前掲注 (219) 50～57頁を参照。

<sup>262</sup> Del. Rev. Code (1935) c. 65, § 26. 「1899年3月10日以前から存在する本州の全ての会社は、特別法又は一般法若しくは本法の規定により設立されたかどうかに関わらず、随時、その必要とするところに従って、次の方法により、定款を変更することができる。会社の権限および目的の追加又は削除若しくはその双方による方法、定款に定める権限および目的の全部又は一部を他の権限および目的に変更する方法、授權資本株式の増加又は減少若しくは同種の株式を再分類することによる方法、株式数、額面、名称、優先権、又は比例的、参加的、選択的若しくはその他の特別な権利を変更することによる方法、当該権利の制限、限定、若しくは制約を変更することによる方法、株式数を増加又は減少させることにより、又は株式数を変更することなく、額面株式を無額面株式に変更し又は無額面株式を額面株式に変更することによる方法、会社の名称を変更することによる方法、その他必要なものとして定款で定める規定を変更又は修正することによる方法。これらの変更又は修正は一つの定款変更により行うことができる。ただし、改正、修正、変更が、その変更を行う時点において、原始定款に挿入することが適法かつ適当であるとの規定が設けられている場合に限る。」

エア州会社法では、定款変更に関する株主総会決議は社外株式の議決権の過半数で行うものとされ、また定款変更によりある種類の株主に不利益が生じる可能性がある場合には、当該株主による種類株主総会が必要とされていた<sup>262</sup>。ただし、反対株主の株式買取請求権は認められていなかった。

株主総会決議に基づく定款変更により株主の権利を変更できる場合、多数株主の賛成により少数株主の権利が侵害される危険性が生ずる。そこで、定款変更により次のような株主の権利内容の変更が州会社法上許容されるか否かが問題とされた<sup>263</sup>。

第一に、定款変更によって新しい優先株を発行して、旧優先株主に新株との交換を強制し、旧優先株を消却するという方法が許容されるか否かである。この点につき、*Morris v. American Public Utilities Co.* 事件<sup>264</sup>においてデラウェア州衡平法裁判所は、「優先株主の累積未配当利益に対する権利は、確かにまだ配当宣言はなされてはいないが、26条にいう優先権に該当するということはできない。…株主の累積利益に対する権利は『純利益に対する優先権』と言うことができる。…優先株主が受け取ることとされている合意された利益配当の期限が到来した場合はその時点で、支払い合意を行った者に対し支払い請求を行う権利は既得権になると判断するあらゆる理由が存在する。」と述べ、優先株主の累積未配当利益に対する権利は既得権であるとして、上記の方法により排除することは認められないと判示した。この判決が出された後、1927年デラウェア州会社法改正により、新たに「比例的、参加的、選択的若しくはその他の特別な権利」という文言が付け加えられ、定款変更が許容される範囲が法文上拡大された。

次に問題とされたのは、定款変更により直接優先株主の権利を変更することができるかどうかである。この点について争われた、*Yoakam v. Providence Biltmore Hotel Co.* 事件<sup>265</sup>においてロードアイランド州地方裁判所は、優先

---

<sup>263</sup> 山下・前掲注 (219) 89~91頁

<sup>264</sup> *Morris v. American Public Utilities Co.*, 14 Del. Ch. 136, 122 Alt. 696(1923). 本判例は、神田・前掲注 (219) 58頁, 65~66頁の注 (23) で検討されている。

<sup>265</sup> *Yoakam v. Providence Biltmore Hotel Co.*, 34 F. (2d) 533 (D.R.I. 1929).

株式償還のための償還基金の積み立て義務の廃止はデラウェア州会社法26条にいう優先権の変更に該当せず、したがって定款変更による償還基金の積立義務の廃止は無効であると判示した。続いて *Keller v. Wilson* 事件<sup>266</sup>において、デラウェア州最高裁判所は、優先株主の累積未配当利益の支払いを受ける権利の性質は、株主相互の関係においては確定された既得権であり債務であると判示し、会社が設立され当該株式が発行された後に州会社法改正によって上の既得権を奪うことは合衆国および州の憲法に違反するとし、さらに、「優先株主の累積未配当利益の排除は定款変更ではなく、債務たる性質を有する権利の破壊であり、26条の適用範囲内の問題ではない」とし、同条を遡及的に適用し、上記権利を排除することは許されないと判断した。さらに引き続いて、*Consolidated Film Industries, Inc. v. Johnson* 事件<sup>267</sup>においてデラウェア州最高裁判所は、1927年デラウェア州会社法改正後に設立された会社の定款変更の場合についても同様に、優先株主の累積未配当利益に関する権利を定款変更により排除することは許されないと判断した。このような判例の傾向についてSECは、弁護士が顧問先の企業に対してこのような方法による一般株主の権利内容の変更を助言することを躊躇うであろうと言及すると同時に、他の州でも同様に一般株主の利益が保護される保証は全くないと警戒感も示している<sup>268</sup>。

その一方、*Davis v. Louisville Gas & Electric Co.* 事件<sup>269</sup>において、デラウェア州衡平法裁判所は、「会社取締役の判断は、それが誠実になされ会社の最大の利益を促進させるためになされたものであるとの推定を受ける。…多数株主が非日常的事項につき会社を代表する場合には、取締役が日常の業務事項につき会社を代表する場合と同様に、彼らの判断の誠実さについて同

<sup>266</sup> *Keller v. Wilson & Co.* 21 Del. Ch. 391, 190 Atl. 115 (1936). 本判例は、神田・前掲注 (219) 58～59頁、66頁の注 (25) (26) で検討されている。

<sup>267</sup> *Consolidated Film Industries, Inc. v. Johnson*, 22 Del. Ch. 407, 197 Atl. 489 (1937). 本判例は、神田・前掲注 (219) 66頁の注 (26) で検討されている。

<sup>268</sup> SEC, *Protective Committee Report Part VII*, *supra* note 1, at 189, 511.

<sup>269</sup> *Davis v. Louisville Gas & Electric Co.*, Del. Ch. 147, 142 Atl. 654 (1928). 本判例は、富山康吉「アメリカ会社法における既得権理論の変遷」立命9号57～58頁 (1954)、神田・前掲注 (219) 100～101頁で検討されている。

様の推定が働くべきである。」と述べ、優先株主の償還条項の廃止はデラウェア州会社法上許容されると判断した。また、Harr v. Pioneer Mechanical Corp. 事件<sup>270</sup>において連邦第二巡回区控訴裁判所は、Morris 事件の立場を採用すべきとの反対意見が付されているものの、優先株主の累積未配当利益に対する権利はデラウェア州会社法26条の優先権に該当し、よって定款変更による同権利の排除も認められると判示した。

第三に、定款変更による直接的な優先株主の権利変更を回避するための手段として、定款変更により既存の優先株式よりもさらに上位の優先株式を発行し、既存の優先株主に新優先株式との交換権を与え、事実上交換を強制させ、既存の優先株式が有する累積未配当利益を排除するという方法が許容されるか否かである。この点について、Shanik v. White Sewing Machine Corp. 事件<sup>271</sup>においてデラウェア州最高裁判所は、既存の優先株主は株式の交換に応じないことも可能であり、その場合、普通株主との関係では従来からの優先的地位が確保されていることを理由に、このような方法も認められると判示した<sup>272</sup>。また、合併によって既存株主の有する優先株式を新会社あるいは存続会社の株式と交換させることにより累積未配当利益を排除する方法が問題とされた Havender v. Federal United Corp. 事件<sup>273</sup>においても、デラウェア州最高裁判所は、親会社が完全子会社と合併する場合もデラウェア州会社法59条に規定する合併に該当するとし、続けて、優先株主の累積未配当利益に対する権利の排除も合併条件の内容とすることができ、また当該合併に反

<sup>270</sup> Harr v. Pioneer Mechanical Corp., 65F. (2d) 332 (C. C. A. 2d, 1933), *modifying* 2 F. Supp. 517 (S. D. N. Y. 1932), *cert. denied* 290 U. S. 673 (1933).

<sup>271</sup> Shanik v. White Sewing Machine Corp., 25 Del. Ch. 154, 15 A. 2d 169 (1940), *affid.*, 25 Del. Ch. 371, 19 A. 2d. 831 (1941). 本判例は、神田・前掲注 (219) 59頁, 68頁の注 (30) で検討されている。

<sup>272</sup> このような方法に対し SEC は、たとえ交換を強制されることはないとしても交換に応じるよう強い圧力が既存の優先株主に対してかけられること、また、既存の優先株主の権利は新しく発行される上位の優先株式との関係で大きく影響を受けることを理由に、定款変更により直接優先株主の累積未配当利益に対する権利を排除する場合と同様に違法と解すべきであると主張している。SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 1, at 496-500.

<sup>273</sup> Federal United Corp. v. Havender, 24 Del. Ch. 318, 11 A. 2d 331 (1940). 本判例は、柴田和史「合併法理の再構成(4)―吸収合併における合併対価の検討―」法協105巻7号22~25頁(1988)で検討されている。

対の少数株主には株式買取請求権が付与されることから、定款変更により直接優先株主の権利を変更する場合と明確に区分できるとして、このような方法もデラウェア州会社法上許容されると判断した。

以上のように、多数株主による少数株主の権利侵害に歯止めをかけるため、既得権理論<sup>274</sup>により多数株主による定款変更により一定の歯止めがかけられていたものの、デラウェア州会社法が第三の方法による優先株主の権利変更を認めたことにより、その意義も完全に失われてしまったとの評価がなされている<sup>275</sup>。

このような法的状況においてバーリは、定款変更に関する取締役会の権限行使に歯止めをかけるために、取締役は株主の受託者であり、その権限行使は衡平法上の制限に服することから、「会社に留保されている定款変更権限は、会社全体の利益となるように行使されなければならない、会社内の全集団が利害関係を有する場合には、それらの利益および損失が公平に分配されるように行使されなければならない。」との法理が確立されるべきであると主張した<sup>276</sup>。

以上のように定款変更による株主の権利縮減が広く認められる可能性があることから、株主が自らの利益を保護するためには、定款変更を行う株主総会における議決権行使が重要となる<sup>277</sup>。しかし、この点については後に検討するように、SECは当時の州会社法の株主総会に関する規定を詳細に検討した上で、州会社法の下では一般株主の利益は十分保護されていないと結論付けている<sup>278</sup>。

以上のように、判例により定款変更による一般株主の権利内容の変更には一定の歯止めがかけられているものの、デラウェア州会社法改正により、定款変更権限が随時拡大され、また裁判所も多数株主による定款変更を徐々に

<sup>274</sup> 既得権理論については、富山・前掲注(269)「アメリカ会社法における既得権理論の変遷」31頁、神田・前掲注(219)55～56頁を参照。

<sup>275</sup> 神田・前掲注(219)59頁

<sup>276</sup> Berle & Means, *supra* note 100, at 235.

<sup>277</sup> SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 1, at 469, 471.

<sup>278</sup> *Id.* at 114, 129, 136, 469, 524.

認める傾向にあることから、SEC は定款変更に関する州会社法の規定は一般株主の利益を十分に保護していないと結論付けている<sup>279</sup>。

## (9) 合併

初期の厳格な会社法の下では、会社が合併を行うには全株主の同意が必要とされ、それにより合併に反対する少数株主の利益は完全に保護されていた<sup>280</sup>。しかし、一般会社法制定により、株主総会における一定割合以上の賛成により合併を行うことができるようになった<sup>281</sup>、それによって合併は事業再編の手段として広く用いられるようになった。デラウェア州会社法では、当事会社の株主総会において全社外株式<sup>282</sup>の3分の2以上の賛成決議で合併を行うことができ<sup>283</sup>、州内会社と州外会社との合併も許容されていた。ただし、合併によりある種類の株主に不利益が生じるおそれがある場合であっても、当該種類株主による種類株主総会決議は要求されていなかった。

合併において一般株主の利益を保護するためには、合併当事会社間において合併条件が公正に定められなければならない。そのためには、合併交渉を行う当事会社の各取締役会が一般株主の利益を代表し、かつ両取締役会が対等の立場で合併条件に関して交渉を行うことが確保される必要がある<sup>284</sup>。しかし、取締役がある種類の株式に利害関係を有しており一般株主との間に利益相反関係が存在する場合、または合併当事会社の取締役会構成員を兼任している者が存在する場合、さらには合併当事会社の一方が他方の支配株主である場合には、一方当事者にとって不利な合併条件が定められ、株主総会で

---

<sup>279</sup> *Id.* at 524–525.

<sup>280</sup> 富山・前掲注 (193)「アメリカ会社法における株主の地位の変遷」150頁

<sup>281</sup> *Del. Rev. Code* (1935) c. 65, § 59, 60, 62–64. 「本法の規定に基づき組織され、又は本州の法律に基づき存在する二又はそれ以上の会社は、あらゆる種類の事業遂行のために、以下に要求される合意において規定される方法による新設合併又は吸収合併の方法により、当事会社のうち一つ又は新しい会社が組織される新設合併又は吸収合併を行うことができる。…」

富山・前掲注 (193)「アメリカ会社法における株主の地位の変遷」156～157頁

<sup>282</sup> 議決権株式および無議決権株式の双方を合わせたものである。SEC, *Protective Committee Report Part VII*, *supra* note 1, at 533.

<sup>283</sup> *Del. Rev. Code* (1935) c. 65, § 59.

<sup>284</sup> SEC, *Protective Committee Report Part VII*, *supra* note 1, at 149, 197, 315.

承認される危険性がある。そこでバーリは、合併に際して当事者が行使する権限も衡平法上の制限に服し、「合併、株式交換、資産譲渡その他の方法により会社事業を他の会社に移転させる権限は、すべての種類の株主の利益がそれぞれ認識され実質的に保護される方法によってのみ行使されなければならない。」との法理が確立されるべきと主張した<sup>285</sup>。

しかし、当時の裁判所は取締役会および多数株主の意思を尊重する傾向にあった。例えば、MacFarlane v. North American Cement Corporation 事件<sup>286</sup>において、デラウェア州衡平法裁判所は、合併当事会社の株主総会において全社外株式の3分の2以上の賛成により合併決議が成立した以上、当該合併決議が少数株主にとって詐欺に匹敵する程著しく不公正である場合を除き、合併手続の差止めを認めるべきではないことは明らかであると判示した。また、Cole v. National Cash Credit Ass'n 事件<sup>287</sup>において、デラウェア州衡平法裁判所は、「会社の統治体 (Governing body) による判断は、たとえそれが取締役により構成されたものであれ、支配株主により構成されたものであれ、誠実に形成されかつ善意の目的によりもたらされたものであると推定される」とし、少数株主による合併差止請求を棄却した。これらの判決に対しSECは、取締役会および多数株主の意思を重視する裁判所の姿勢が、一般株主保護をなおざりにする傾向を助長していると批判している<sup>288</sup>。

また、先に検討したように、事業再編の手段として合併が行われる場合、優先株主の累積未配当利益の排除または優先配当額の変更、償還株式の償還価格の変更、議決権の排除等が行われ、それにより既存株主の権利は大きく影響を受けることになる<sup>289</sup>。

以上のように、合併により株主は不利益を受けるおそれがあることから、株主は合併総会決議における議決権行使を通じて自らの利益を保護しなけれ

<sup>285</sup> Berle & Means, *supra* note 100, at 238.

<sup>286</sup> MacFarlane v. North American Cement Corporation, 16 Del. Ch. 172, 157 Atl. 396 (1928).

<sup>287</sup> Cole v. National Cash Credit Ass'n, 18 Del. Ch. 47, 156 Atl. 183 (1931). 本判例は、龍田節「合併の公正維持」法叢82巻2・3・4号281頁の注(14)(1968)、神田・前掲注(219)101頁、柴田・前掲注(273)64~65頁で検討されている。

<sup>288</sup> SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 1, at 554, 556.

<sup>289</sup> *Id.* at 540.

ばならない。しかし、後に検討するように、SEC は当時の州会社法の合併に関する規定は一般株主の利益を十分に保護していないと結論付けている<sup>290</sup>。

また、合併条件が不公正な場合、株主は当該合併の事前差止めを求めることができる。しかし、後に検討するように、差止めの要件は厳しく、また手続に要する時間および費用が一般株主にとって大きな負担となることから、差止めによっても一般株主の保護は不十分であると SEC は結論付けている<sup>291</sup>。また、合併決議に反対の株主は株式買取請求権の行使により自らの利益を保護することもできるが、この点についても後に検討するように、州会社法における株式買取請求権制度は一般株主の利益を十分に保護していないと SEC は結論付けている<sup>292</sup>。

#### (10) 会社財産全部の譲渡

会社財産全部の譲渡 (sell all or substantially all assets of corporation) とは、会社の所有する財産の全部または実質的に全部を譲渡することをいう。会社財産全部の譲渡は、会社清算の方法として用いられるのが通例であり、コモン・ローの原則の下では、株主全員の合意により行わなければならないとされていた。ただし、会社が破綻状態 (in failing condition) にある場合には、株主全員の合意は必要でなく、多数株主の賛成により行うことができるとされていた<sup>293</sup>。また、株主全員の合意がある場合を除き、譲受会社の株式を対価とする会社財産全部の譲渡を行うことはできないと解されている

---

<sup>290</sup> *Id.* at 531–532.

<sup>291</sup> *Id.* at 543–551.

<sup>292</sup> *Id.* at 534, 542–543.

<sup>293</sup> *Geddes v. Anaconda Copper Mining Co.*, 254 U. S. 590 (1920). 「多数株主は継続し収益を上げている会社の全財産を売却する権限を有しないとの原則は、次の原理に基づくものである。すなわち、このような権限の行使は、会社設立目的を遂行するという株主間の黙示の契約を破棄することになるとの原理である。」それに対し、少数の見解は、たとえ会社が破綻状態にない場合であっても、会社解散に向けて、その前段階として行う場合には、多数株主の賛成により会社財産全部の譲渡を行うことができると考えていた。Warren, *Voluntary Transfers of Corporate Undertakings*, 30 *Harv. L.Rev.* 335 (1917). これらの議論については、三枝一雄「アメリカ会社法における会社全財産の譲渡」法律論叢41巻4・5・6号449～454頁を参照。

た<sup>294</sup>。

その後、一般会社法の制定により上記の原則が修正され、一定割合以上の株主の賛成により会社財産全部の譲渡を行うことができるようになったことから、その利用方法も会社清算の場合に限らず、事業再編の手段としても用いられるようになり、さらには会社設立州を変更する手段としても用いられるようになった<sup>295</sup>。

デラウェア州会社法において会社財産全部の譲渡に関する株主総会決議は、譲渡会社の株主総会において社外議決権株式の過半数で決することとされ、さらに定款によりその要件を加重することができることとされていた<sup>296</sup>。ただし、会社財産全部の譲渡によりある種類の株主に不利益が生ずるおそれがある場合であっても当該株主による種類株主総会決議は要求されていなかった。また、会社が破綻状態にある場合には、取締役会決議のみで会社財産全部の譲渡を行うことができると解されていた<sup>297</sup>。

会社財産全部の譲渡を行うにあたって、その対価を譲受会社の発行する株式とし、その株式を譲渡会社の株主に交付することにより、結果的に合併と同じような効果を達成することができる。デラウェア州会社法においては合併と会社財産全部の譲渡の要件が異なっていることから、このような事実上

<sup>294</sup> Garret v. Reid-Cashion Land and Cattle Co., 34 Ariz. 245, 260-261, 270 Pac. 1044, 1049 (1928). それに対し、会社に他社株式を取得する権限が明示されている場合には、株主全員の同意によらずとも譲受会社の株式を対価とする会社財産全部の譲渡を行うことができるとする見解 (Butler v. New Keystone Copper Co., 10 Del. Ch. 371, 93 Atl. 380 (1915).), 会社解散に向けての前段階として行う場合には許容されるとの見解 (Treadwell v. Salisbury Mfg. Co., 7 Gray 393 (Mass. 1856).) も存在した。これらの議論については、三枝・前掲注 (293) 468-470頁を参照。

<sup>295</sup> SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 1, at 557.

<sup>296</sup> Del. Rev. Code (1935) c. 65, § 65. 「本法の規定により組織された全ての会社は適正に招集された株主総会において、議決権を有する当該会社の社外株式の過半数を有する株主により採択された決議により授權された場合、当該授權に従い、取締役会が適当でありかつ当該会社にとって最善の利益となると認める条件および対価で、(当該対価にはその全部または一部において他社の株式および/又はその他の証券からなることができる)、当該会社の暖簾および営業権を含む会社の全財産および全資産を、取締役会において売却し、賃貸し又は交換することができる。ただし、会社定款において発行済み社外株式の大部分を有する株主による投票又は書面による同意を要件とすることを妨げない。」

<sup>297</sup> In re De Camp Glass Casket Co., 272 Fed. 558 (C. C. A. 6 th, 1921).

の合併 (de facto merger) を行うための手段として会社財産全部の譲渡が用いられることとなった<sup>298</sup>。ただし、事実上の合併により譲受会社が発行する株式を直接譲渡会社の株主に交付することが許されるかどうかが争われた Finch v. Warrior Cement Corporation 事件<sup>299</sup>において、デラウェア州衡平法裁判所は、たとえ多数株主が事業再編の手段として会社財産全部の譲渡に賛成したとしても、譲渡会社の少数株主は金銭の代わりに譲受会社の株式の取得を強制されないと判断したことから、会社を解散し、その対価として譲受会社の株式を直接交付する方法が認められない限度において、合併規定を回避するための利用が抑止されていることになる<sup>300</sup>。

以上を前提に、会社財産全部の譲渡が行われる際に譲渡会社の一般株主の利益を確保するためには、会社財産譲渡の対価の公正性が確保されなければならない。とりわけ譲渡会社が支配株主と取引を行う場合、または譲渡会社および譲受会社が同一の支配株主により支配されている場合、さらには譲渡会社および譲受会社の取締役を兼任している者がいる場合には、譲渡会社の少数株主にとって不利な条件で会社財産全部の譲渡が行われる危険性が高くなることから、このような要請は一層強くなる<sup>301</sup>。この点につき、Southern Pacific Railway Co. v. Bogert 事件<sup>302</sup>において、ブランドイズ判事は法廷意見を代表して、「多数株主は支配権を有する。しかし、たとえそのような場合であっても、当該会社またはその役員および取締役の少数株主に対する関係と同じように、多数株主は少数株主に対し信任関係に立つ。支配権を通じて会社財産の売却がなされ、当該財産が多数株主により取得される場合、少数株主は当該売却による収益に公平に参加することから排除されてはならない。」と判示し、多数株主は少数株主に対し信任義務を負うことを明らかに

---

<sup>298</sup> SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 1, at 557–558.

<sup>299</sup> Finch v. Warrior Cement Corporation, 16 Del. Ch. 44, 141 Atl. 54 (1928).

<sup>300</sup> SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 1, at 583–584.

<sup>301</sup> *Id.* at 588.

<sup>302</sup> Southern Pacific Railway Co. v. Bogert, 250 U. S. 483 (1919). 本判例は、神田秀樹「資本多数決と株主間の利害調整 (5・完)」法協99巻2号82頁 (1981) で検討されている。

した。また、Allied Chemical & Dye Corporation v. Steel & Tube Co. 事件<sup>303</sup>においてデラウェア州衡平法裁判所は、たとえ会社財産全部の譲渡を行うことにより少数株主および当該会社自体にとって不利益となる場合であっても多数株主が譲渡を決定する権限は絶対的なものであると判断しつつも、その売却条件は当該会社にとって最善の利益となるよう決定されなければならないと判示した。さらに、Allaun v. Consolidated Oil Co. 事件<sup>304</sup>において、同裁判所は、単に少数株主を締め出すために多数株主が会社財産全部の譲渡を行う場合には、「たとえその価格が公正であるとしても、衡平法は間違いなくそれを差止めるであろう」と述べ、少数株主の締め出しを目的とする会社財産全部の譲渡は認められないと判示した。その一方、同判決では取締役が決定した譲渡価格について、当該価格が譲渡資産が有する公正な価格から著しく乖離し少数株主を含む全株主の利益を意図的に無視するような場合以外には、たとえ譲渡会社にとって不利な価格で譲渡された場合であっても経営判断の問題として裁判所は取締役の意思決定に介入せず、また当該価格の決定に関する取締役の判断は誠実になされたものと推定されると判示した。

以上より、多数株主は少数株主に対し信任関係に立つとされてはいるものの、譲渡価格が著しく不公正であることは少数株主側で立証しなければならず、このことは少数株主にとって大きな負担となる<sup>305</sup>。

また、譲渡価格が適正に決定されるためには、株主に対し株主総会において議決権を行使する機会が十分に確保されなければならない。しかし、後に検討するように、会社財産全部の譲渡に関する州会社法の規定は、株主に十分な議決権行使の機会を与えていないと SEC は結論付けている<sup>306</sup>。

以上のような当時の法的状況を SEC は詳細に分析した上で、会社財産全部の譲渡に関する州会社法の規定は一般株主の利益を十分に確保していない

<sup>303</sup> Allied Chemical & Dye Corporation v. Steel & Tube Co., 14 Del. Ch. 1, 120 Atl. 486 (1923). 本判例は、龍田・前掲注(287)「合併の公正維持」291頁の注(23)、神田・前掲注(219)96頁で検討されている。

<sup>304</sup> Allaun v. Consolidated Oil Co., 16 Del. Ch. 318, 147 Atl. 257 (1929).

<sup>305</sup> SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 1, at 588–589.

<sup>306</sup> *Id.* at 568–571, 588–589.

と結論付けている<sup>307</sup>。

#### (11) ピラミッディングによる会社支配

初期の厳格な会社法の下では、株式会社が他の会社の株式を保有することは禁止されていた。しかし、ニュージャージー州が1888年に会社法改正により株式会社による他社株式取得を認めたことにより持株会社の設立が可能となった。その後各州も同様の会社法改正を行い、持株会社形態は多くの企業を一つのシステムの下で統合し資本の集中化を行うための手段として利用されるようになった<sup>308</sup>。

持株会社は、他の会社の普通株式を多数所有することでそれらの会社を支配し、または影響力を行使する会社であり<sup>309</sup>、このような持株会社を何重にもピラミッド型に積み上げることにより、少額の出資を以てその傘下にある従属会社を支配することができる<sup>310</sup>。このようなピラミッド型構造にある持株会社は、その発行する一株あたりの利益を増加させるために、従属会社の普通株式は支配会社が全株所有し、他方、従属会社の発行する社債または非参加的優先株式は一般投資家が保有する場合が多く<sup>311</sup>、このような複雑な資本構造が存在する状況において事業再編が行われる場合、各証券保有者間の利害が対立するような事業再編計画が策定され、それにより一般投資家の利益が害される危険性が高くなる<sup>312</sup>。

また、持株会社の傘下にある子会社間で取引を行うことで会社資産を子会社間で移動させ、また利益の付け替えを行う等、会社資産および収益に影響

---

<sup>307</sup> *Id.* at 588–589.

<sup>308</sup> James C. Bonbright & Gardiner C. Means, *The Holding Company* 4–5, 12–14. (rep. ed. 1969).

<sup>309</sup> *Id.* at 10.

<sup>310</sup> *Id.* at 4, 12, 18–20, 31–32, 79–82.

<sup>311</sup> 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（１）（６）」法協96巻12号60頁の注（２）（1979）、98巻10号10頁の注（７）（1980）

<sup>312</sup> SEC, *Protective Committee Report Part VII*, *supra* note 1, at 23–108, 353–411. これらの事例については第三章で検討する。

を及ぼす様々な手法が行使される危険性がある<sup>313</sup>。これらの手法が事業再編計画策定の前段階で行われることにより、事業再編計画の全体像は複雑となり、それに対する一般投資家の判断は一層困難となる<sup>314</sup>。

※本稿は、平成19・20年度科学研究費補助金（若手研究(B)）（課題番号：19730080）による研究成果の一部である。

---

<sup>313</sup> Berle & Means, *supra* note 100, at 183; Douglas, *Democracy and Finance*, *supra* note 17, at 13-14.

<sup>314</sup> SEC, *Protective Committee Report Part VII*, *supra* note 1, at 27-35, 108.