優先株主と普通株主の利害調整

髙橋真弓

一　はじめに

米国の伝統的な会社法理論においては、株式会社の経営者は主として株主に対して信認義務を負うとされている。[1] ここでは経営者はもっぱら株主の利益のために会社を経営することを要請されており、他の会社利害関係者は、法に規定がある一定の場合を除けば、契約で定められている範囲でのみ保護を受けるにすぎない。一方で、米国では一九八〇年代の企業買収隆盛時に株主以外の利害関係者の利益保護の問題がクローズアップされたことを受けて、多くの州で「他の利害関係者条項（other constituency statutes）」が制定された。[2] 同条項については様々な観点から批判がなされているが、[3] これらの議論から派生して会社経営者に株主以外の利害関係者に対しても株主に対すると同様の信認義務を負わせることの当否が議論されてきた。[4]

多くの学説は、株主以外の利害関係者のために経営者の信認義務を拡張することに批判的である。その根拠として挙げられる点は論者により様々であるが、その一つに、株主以外の利害関係者のために信認義務を拡張することは、経営者に複数の利害関係者の利益を考慮することを要求し、これらの利害関係者の利害が対立する場合に混乱を生じさせるとの指摘がある。[5] この混乱によるコストは当該法制がもたらす利益を大きく上回ることになると主張されている。

かかる指摘は、株主が単純に普通株主のみから構成さ

れる場合には、他の利害関係者への信認義務拡張論に対する批判として一見もっともらしいものであるが、優先株主に代表される種類株主の存在を考慮するとどうであろうか。株式会社の経営者は、「株主」である以上優先株主に対しても信認義務を負うものであるが、一方で優先株主は普通株主と利害が対立することがありうる者である。この現象からは、信認義務に異種類の会社利害関係者間の利害対立を調整する義務を包摂することは不可能ではないかのように見える。とすれば、先に述べた信認義務拡張論への批判がどれほどの説得力を有するものであるのかは問題になろう。株主以外の会社利害関係者に対する信認義務拡張論の当否を論じる上で、優先株主の保護システムを明らかにし、普通株主との利害調整がどのようにして行われているのかを検討することは必要不可欠であるものと思われる。

わが国でも、近時特に国際決済銀行の自己資本比率規制との関係で銀行による優先株式発行のための定款変更及びそれに続く優先株式の発行事例が散見されるようになっている。[6] 様々な理由から、優先株式はまだなお一般投資家の投資選択肢の一つとなったとは言い難いが、上述のような検討は、優先株式をめぐる法律関係の明確化を課題としているわが国における議論にとっても一定の意義を有することになろう。

本稿は、以上のような観点から、会社経営者の信認義務は種類株主間の利害調整までをも包摂するものであるとの考え方の当否を含め、種類株主間の利害調整の在り方を検討しようとするものである。なお、種類株式には優先株式とは逆に利益配当等の順位が普通株式に劣後する後配株式もあるが、以下では優先株式を念頭に置くこととする。[7]

（1） Jonathan R. Macey, *An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties*, 21 Stetson L. Rev. 23, 23 (1991). 正確には、会社経営者は会社及び株主に対して信認義務を負うとされており（*See, e. g.*, Deborah A. DeMott, *Beyond Metaphor : An Analysis of Fiduciary Obligation*, 1988 Duke L. J. 879, 920 (1988)）、会社の利害と株主の利害が対立する場合にこれをどう扱うかが問題となるところであるが、株主以外の個々の利害関係者に対する信認義務は一般に否定されている。例えば社債権者に対する会社取締役の信認義務を否定するものとし

で、Thomas R. Hurst and Larry J. McGuinness, *The Corporation, the Bondholder and Fiduciary Duties*, 10 J. L. & Com. 187, 200-206 (1991) ; Marcel Kahan, *The Qualified Case Against Mandatory Terms in Bonds*, 89 N. W. U. L. Rev. 565, 613-617 (1995) 等。

（2）ニューヨーク州等二八州が同条項を採用している。

（3）*E. g., David Millon, Redefining Corporate Law*, 24 Ind. L. Rev. 223, 243 (1991) ; Richard B. Tyler, *Other Constituency Statutes*, 59 Missouri L. Rev. 373, 400-404 (1994).

（4）Macey, *supra* note 1 at 23.

（5）*Id.* at 23, 31-33.

（6）一九九七年度増資白書・商事法務一四九五号（平一〇）四三頁以下参照。

（7）償還株式は本来種類株式の一種類として別途考察すべきであるが、償還条項は優先株式に付されるのが通例であることから、本稿では優先株式の一類型として扱う。

二　優先株主と普通株主の利害対立

まずいかなる場合に優先株主と普通株主の利害対立が生じるのか代表的な事例を概観する。わが商法は既に優先株主と普通株主間の利害調整規定を置いている。例えば、優先株式の内容について定款に記載を求める（商法二二二条二項）のは、定款変更時に既存株主に将来の種類株式の発行について拒絶の機会を与えようとする趣旨の現れであると考えられる。[8] しかし、なおも両者の利害の対立が考えられる場合がありうる。日本では優先株式の発行例自体が少ないことからかかる問題を直接扱った事例がほとんどみられないので、過去米国で争われた利害対立の場面を紹介することとする。なお、以下では特に優先株主の側に不利益をもたらすものと考えられる利害対立の場合について考察する。

1　優先株式条項の解釈

優先株式の権利内容を定める優先株式条項[9]の解釈について最も問題とされたのが、非累積的非参加優先株式の非累積条項の解釈である。米国における非累積的優先株式の発行事例は現在ではさほど多くないが、かつてかかる優先株式を発行している会社が、配当可能利益があるにもかかわらず長年にわたり優先株式・普通株式の双方に配当をなさずに内部留保するということが行われ、問題となった。数年経過したところで配当が再開されても、非累積的優先株主は当該年度の配当しか受領できず、普通株主は内部留保の残額からより多くの配当を得ること

ができるからである。[10]

この問題について多くの州判例は非累積条項を文字どおり解釈し、原則として内部留保後の普通株式への配当も許されると判示した。[11] 唯一ニュージャージー州の裁判所は異なる立場を採り、非累積条項を会社が利益を生じなかった年のみ配当の累増を行わないものと解釈する「配当クレジットルール」を採用した。[12] このアプローチの下では、普通株式に配当がなされる前に、内部留保された利益から優先株式についての「配当原資」が充足されなければならず、その限りで普通株主への配当は否定される。学説はこの配当クレジットルールを支持しているものが多いが、[13] 非累積条項とは別に「配当可能利益がある場合にのみ累積的とする」と定める条項例があることに鑑みると、[14] 非累積の定めを利益がある限り累積と読み替えることが解釈として適切なのか否かについては考察の余地があろう。

2　優先権の内容の変更

わが国の種類株主総会制度同様、米国においても、優先株式の優先権の内容を変更する際には、当該変更により不利益を受ける種類株式の過半数ないしは三分の二以上の保有者の同意を必要とすると定める州法が多い。[15] しかしそれでもなお優先権の内容を変更する定款変更等における優先株主保護の問題については議論がある。

米国で特に問題となったのは、累積的優先株式における配当の未払累積分の除去である。米国では、一九三〇年代の恐慌期に配当を行えない年が何年も続き、累積的優先株式の未払累積配当金が巨額に膨らむという事例が多発した。かかる優先株式を発行している会社は、過去の優先配当の未払累積分と当期の優先配当の全額につき優先株主に支払をなさなければ普通株主に対して配当を行うことはできないため、恐慌後利益が回復しても普通株主への配当をなしえないという状況に陥った。そこで発行会社側は未払累積分を除去すべく、直接定款変更を行い優先権の内容を変更してこれを除去する、あるいはこれに伴い優先株式を強制的に普通株式と交換する、あるいは定款変更により既発行の優先株式より上位の優先株式を発行し、未払累積分に対する関係においても優先性を与えたうえで、未払累積分の除去を条件に新優先株式を旧優先株式と交換する申出をなし、優先株主がこの交換に応じざるをえなくなるようにすることによって、

事実上強制的に未払累積分を除去するといった様々な方法を利用した。

判例は、当初、州会社法に優先権の内容の変更を認める規定が置かれたのに対しても、未払累積配当金請求権は憲法により保護される既得権であるなどとして、その除去を否定していた。[16] しかし、合併により、未払累積分のある優先株式に対し、新設会社ないしは存続会社の株式を付与し、未払累積分を除去するというような間接的な手法をとった事例が現れたのに対して、合併に関する会社法上の規定は会社法制定の当初から存在しており、株主は会社の合併並びに合併に伴う株主権の変更の可能性を認識していたとして、そのような合併の有効性を認めた判決が下されたことで既得権理論は事実上その意義を失った。[17] その後、州会社法に未払累積分の除去可能性を明定した条項が現れ、[18] 未払累積分の除去に対する絶対的禁止は明文上も採られなくなったが、なお学説の多くは未払累積分除去は一定の「公正性」を充足する場合にのみ認められるものと主張した。この公正性の内容について通説は、[19] 優先株主が喪失する価値の見返りとして適切な補償に相当する会社証券等が与えられているかどうかにより判断すべきとし、補償額を算出する上で基礎となる優先株主の権利の評価額の基準については残余財産分配優先額基準説、投資価値理論、ファンディング理論等が主張されている。[20] これに対し、未払累積分の除去が会社にとって必要であったことを「公正性」の内容とし、その立証責任を会社に負わせるべきとする説もある。[21] しかし、判例は不公正性を理由に未払累積分の除去自体を無効としたことはほとんどない。裁判所は「公正性」という表現に言及していても、その内容はせいぜい詐欺や不誠実があってはならないという程度であった。[22][23]

優先権の内容の変更については、この他にも問題となった事例がある。Bowman事件[24]では、償還計画の一部として、償還権の内容を「現金一一五ドルと償還期日までの未払累積配当金の和」から「元本一二〇ドルの社債と普通株式一株の新株引受権」に変更する定款変更の有効性が争われた。問題の定款変更は当該発行済優先株式の七〇％の保有者の同意を得たものであったが、イリノイ州最高裁は、当該変更は権利の変更ではなく法が認めていない形態での強制的な株式の償還あるいは購入に当たるとして当該変更を違法と判断している。

(8) 大杉謙一「優先株の実務的問題（一）」商事法務一四四二号（平八）二五頁。但し既存株主は将来自分達が被る可能性のある不利益を具体的には知ることができないという点は大杉助教授指摘の通りである。

(9) 米国ではいわゆるブランク・ストック制度が広く認められている（*e. g.*, Del. Gen. Corp. Law § 151 (g)）が、通常優先株式の基本的な権利内容はわが国と同様定款で定められている。

(10) 米国では取締役会限りで配当をなすことができるので特に問題とされたが、利益処分決議を株主総会に委ねるわが国においても同様の問題が生じる可能性はあると思われる。けだし、無議決権非累積的非参加優先株式の場合には、議決権が復活してもせいぜい発行済株式総数の三分の一にすぎず理論上は総会決議を動かし難いし、議決権付きであったとしても、多くの場合優先株式は普通株式に対して発行総数が少ないのでかかる問題の発生を阻止し得ないからである。

(11) *E. g.*, Wabash Railway Co. v. John C. Barclay, 280 U. S. 197, 67 A. L. R. 762 (1930) ; Guttman v. Illinois Central R. Co., 189 F. 2d 927 (2d Cir. 1951), *cert. denied*, 342 U. S. 867 (1951). なお、わが国では、原則としては配当可能利益がある場合にも配当を行わない自由を認めつつ、その程度が著しいときは、権利濫用等の法理で救済する余地があるとする見解がある。稲葉威雄「優先株に関する諸問題」民商法雑誌一〇五巻六号（平四）七四九頁。

(12) *E. g.*, Sanders v. Cuba Railroad Co., 21 N. J. 78, 120 A. 2d 849 (1956).

(13) A. A. Berle, Jr., *Non-Cumulative Preferred Stock*, 23 Colum. L. Rev. 358, 360-363 (1923) ; Jos. S. C., Jr., *Right of Non-Cumulative Preferred Stockholders to Back Dividends Earned but Unpaid*, 74 U. Pa. L. Rev. 605, 610 (1926).

(14) *See*, Barrett v. Denver Tramway Corp., 53 F. Supp. 198 (Del. 1943), *aff'd*, 146 F. 2d 701 (3d. Cir. 1944). 同事件で問題となったDenver Tramway 社発行の優先株式は、優先配当率七％のうち五％は利益の有無にかかわらず累積的とされたが、残り二％は利益のある場合にのみ累積されるものと定められていた。

(15) *E. g.*, Del. Gen. Corp. Law § 242 (b) (2).

(16) Keller v. Wilson & Co., 21 Del. Ch. 391, 190 A. 115 (Sup. Ct. 1936). 未払累積分を除去し、優先株式一株と交換に普通株式五株を付与するという計画を実行するための定款変更について、定款変更決議の無効確認訴訟が提起された事例である。

(17) Federal United Corp. v. Havender, 24 Del. Ch. 318, 11 A. 2d 331 (Sup. Ct. 1940).

(18) *E. g.*, Del. Gen. Corp. Law § 242 (a) (4).

(19) E. R. Latty, *Fairness-The Focal Point in Preferred Stock Arrearage Elimination*, 29 Va. L. Rev. 1, 21-25

(1942) ; Victor Brudney, *Standards of Fairness and the Limits of Preferred Stock Modifications*, 26 Rutgers L. Rev. 445, 457-464 (1975).

(20) 優先株式の評価額について、通例優先株払込金と未払累積配当金の合計額と定められる残余財産分配優先額であるとするのが残余財産分配優先額基準説、将来支払われるはずであった毎期の配当金と未払累積分を資本還元して割り出す当該優先株式の投資価値とするのが投資価値理論、未払累積配当金を更なる優先株式に再投資したものとみなし、当期優先配当額と未払累積分に優先配当率を乗じた額の和を、予想収益額で除した会社の持分が優先株主に割り当てられるとするのがファンディング理論である。各説の詳細については、Victor Brudney and William Bratton, Cases and Materials on Corporate Finance, 389-393 (4th ed. 1993) 参照。

(21) Arno C. Becht, *Alteration of Accrued Dividends*, 49 Mich. L. Rev. 363, 592-594 (1951).

(22) Porges v. Vadsco Sales Corp., 27 Del. Ch. 127, 32 A. 2d 148 (Ch. 1943).

(23) 米国におけるこれらの議論の展開については優れた先行研究が存在する。比較的最近のものとして、山下友信「累積的配当優先株における優先株主の保護」ジュリスト六四五号（昭五二）八九頁、洲崎博史「優先株・無議決権株に関する一考察（一）」民商法雑誌九一巻三号（昭五九）三四三頁以下。

(24) Bowman v. Armour & Co., 17 Ill. 2d 43, 160 N. E. 2 d 753 (1959).

三　優先株主保護の二元性

以上のような普通株主と優先株主の利害対立の解決の方向性を検討するに際し、優先株主の保護システムの在り方を明確にする必要がある。

優先株主の保護システムには二種類あるように思われる。一つは、会社経営者の信認義務に代表される保護システムで、もう一つは優先株式の発行内容を定める定款の規定及び取締役会の発行決議により定められる保護システムである。後者は、投資家が優先株式への投資時にその内容を自己責任で選択するシステムと考えることができる。これに対し、前者は会社法の体系による保護システムとも呼べるものである。

これら二つの保護システムはいかなる関係にあるのか。この点について、米国デラウェア州衡平法裁判所の Allen 判事は、Jedwab v. MGM Grand Hotels, Inc. 事件[25]で、以下のように述べている。

「優先株主と普通株主を区別する優先性あるいは制限

に関する事項について、会社及び取締役の義務は、本質的に契約上のものであり、義務の範囲は、その契約中の明示的な特定の文言によって画定される。しかし、主張されている権利が、普通株主に対する優先権ではなく、普通株主と等しく有する権利（a right shared equally with the common）に関する場合には、かかる権利の存在及びそれに対応する義務の範囲は、制定法上及び衡平法上の基準によって画定される[26]」

同判決は、優先権の内容を規定する部分については、社債同様、その権利が契約法の枠内で規制されるのに対し、普通株主と等しく有する権利に関しては会社法の体系による規制が及ぶとするもので、優先株主の保護の在り方が二元性を有することを示唆するリーディングケースであると考えられる。

これに対し、Brudneyは、Jedwab判決による区分の曖昧さを指摘し[27]、配当や支配の分配を定める条項以外の優先株主と普通株主間の関係の内容は、当事者にとってこれらの中核的条項の趣旨を実現するためのものであり、契約によって決められていない事象があれば、契約条項における間隙あるいは曖昧さとして、当事者が定めた配当や支配の分配の趣旨を実現するように解釈することが合理的であるとしている[28]。しかし、一方で、優先株主が契約とは別の次元で普通株主と同じように有している権利があることは明らかである。例えば取締役と会社間の違法な自己取引に対しては、優先株主も普通株主と同様、一定の場合にその責任を追及することが可能である。

では一般に優先株主が普通株主と等しく有する権利とはどのようなものであるのか。Jedwab判決がいう普通株主と等しく有する権利とは、その権利に関して普通株主と平等に取り扱われることが求められるものであり、これはすなわち株主平等原則が及ぶ範囲を意味するものであると思われる。このことから、Jedwab判決の区分する優先株主の権利についての二つの次元は株主平等原則の適用の有無によって区別されるのではないかと考えられる[29]。勿論、局面によっては、両次元の保護システムが重なりあうためにより具体的な考察が必要とされるであろうが[30]、理論上はこの点から二元的な保護システムを区分することは可能であるように思われる。

そして、株主平等原則が及ぶ側面では普通株主と優先

株主の利害関係が共通の方向性を有することから、種類株主相互間での利害が対立することはないものと考えられる。従って、上述したような種類株主間での利害対立が生じるのは、かかる領域外、すなわち契約により規律される領域での問題であると整理することができるであろう。

上記Jedwab判決と同様の発想はわが国でも用いることは可能ではないかと思われる。わが国の会社法上、優先株式への投資は株式申込証や株券等に記載された事項を投資家が承諾して行われることが想定されているが、そこに普通株主と等しく有する以外の権利の内容、すなわち株主平等原則の例外たる内容が示され、投資家がこれを理解し承諾するという構造があることから、株主平等原則の例外の範疇にある権利の内容は、特に商法で規制されているものを除き、優先株式投資家と発行会社間の契約（以下「優先株式契約」という）により定められるものと解することができよう。

そこでわが国の優先株式について、優先株式契約上の権利関係を定めるものを整理すると、まず「種類」を構成する、利益配当・建設利息・残余財産分配権の権利内容、利益消却における権利内容の差異に関する定めが挙げられる。これにより、優先権の累積・非累積の別、参加・非参加の別等も契約で規律される権利に含まれることになり、二で挙げたような問題はこれら契約の枠内に存する問題と位置づけることができると考えられる。一般に「属性」に分類される転換権の有無・議決権の有無も契約の枠組を通じて投資家の選択に供せられるものである。但し、特に無議決権株式に関しては一部にその権利関係について商法上の規定があり（商法二四二条）、また議決権に付随する権利の取扱について、法律解釈上問題があることにも留意する必要がある。[31] 株式等の増減についての格別の定め（商法二二二条三項）はどうか。商法は、ある種類の株主に不利益を及ぼすような格別の定めを種類株主総会決議を要件に是認し（商法三四六条）、多数決による株主平等原則の例外を認めているかのように見える。しかし、商法二二二条三項は、株式等の増減の場合に、種類株主間の形式的平等を貫こうとするとそれが却って実質的衡平に反することがあるため、予め定款で定められていなくとも、株式の種類に従い格別の定めをなしうるとした規定である。このことから、

商法三四六条の趣旨についても、なお実質的衡平の確保が技術的に困難である場合に、格別の取扱による若干の損害を種類株主総会決議の多数決による承認を条件に甘受させようとするものであり、正面から株主平等原則の例外を認めたものとはいえないと考えられる。[32] よって、格別の定めは、たとえそれが予め定款で定められたとしても、普通株式との差異を本質とする上述の利益配当や議決権等に関する条項とは性質を異にするものであると思われる。

(25) Jedwab v. MGM Grand Hotels, Inc., 509 A. 2d 584 (Del. Ch. 1986).

(26) *Id.* at 594.

(27) Victor Brudney, *Corporate Bondholders and Debtor Opportunism: In Bad Times and Good*, 105 Harv. L. Rev. 1821, 1844-1845 n. 70 (1992).

(28) Victor Brudney, *Contract and Fiduciary Duty in Corporate Law*, 38 B. C. L. Rev. 595, 652 (1997).

(29) わが商法において、優先株式は一般に株主平等原則の例外と説明されるが、厳密には、現行商法の解釈としても、商法に規定されている一定の場合を除き、種類株主間にも株主平等原則の適用があるとされる。神田秀樹「株式と社債―企業金融法の理論的構造―」『竹内昭夫先生還暦記念現代企業法の展開』（平二）二六三頁。

(30) Brudney は契約により定められていない場合の一例として、合併の対価の配分を挙げ、優先株式が全ての株式と同様に扱われる理由が明らかでないと主張する。Brudney, *supra* note 27 at 1844-1845 n. 70. 合併時における優先株式の評価について、残余財産分配優先額を基準とすべきという Brudney の自説に対応する主張である。Brudney, *supra* note 19 at 480-485. しかし、確かに、優先権の存在は優先株主に普通株主とは異なる合併対価を与える根拠にはなり得ようが、その算定については、株式の持分性を基礎にすべきであり、優先株式が普通株式と共通の取扱を受ける側面があると思われる。

(31) 洲崎博史「優先株・無議決権株に関する一考察（二・完）」民商法雑誌九一巻四号（昭六〇）五五六―五五七頁参照。

(32) 菅原菊志『新版　注釈会社法（3）株式（1）』（昭六一）三一九頁。

四　信認義務の拡張論

米国では、優先株主の保護の在り方を二元的に捉える上記デラウェア州判例の立場に対し、Mitchell が契約により規律される領域にまで取締役の信認義務を拡張す

ることを主張している。[33] その理由としては二つの点が指摘されている。第一点は、優先株式契約の解釈はまず取締役が行なうことに由来する。取締役は、業務執行の過程で、各種契約により定められた会社あるいは相手方の契約上の権利の解釈を行うが、社債権者など会社外部の者との取引では、会社と債権者は独立した存在として扱われるため、取締役はこれらの契約を契約法の認める範囲内で狭く解釈することができるのに対し、優先株主はあくまで会社の内部者であることから、これらの外部者との契約の解釈とは別異に扱う必要があるとの指摘である。[34] 第二に、優先株主の投資の性質が指摘される。特に非参加優先株式の発行事例が多い米国では、投資家が優先株式を購入する主たる動機は価格下落のおそれが少ないことにあると考えられている。それにもかかわらず、この性質は十分に保証されていない。確かに、優先株式は自己資本である以上危険資本性は認められるべきものであるが、Mitchell が指摘する問題は、取締役が新たな富（wealth）を生み出すべく投資をなすことに伴うリスクではなく、既存の富を優先株主から普通株主へ移転させるリスクにある。取締役が株主の富を最大化すべく優先株主の投資を用いて新たな富を創造する行動を採ることについては、優先株主の合理的な予期の範囲内であるが、単なる富の移転のリスクは合理的には予期されていないものであるとの主張である。[35] Mitchell はこれらの主張を基に、取締役は優先株式契約の解釈に際して、受認者（fiduciary）としてアプローチすべきであると主張する。[36] 具体的には、問題となっている会社の行動の主たる目的が富の移転ではなく事業目的であることを取締役が立証すべきであるとする。[37]

では、このアプローチを具体的な事例に当てはめるとどのような結論が導き出されるのか。この点 Mitchell は明らかにしていないが、二で挙げた普通株主と優先株主の利害が対立する場面について鑑みるに、例えば非累積的非参加優先株式の非累積条項の解釈の問題については、配当を行わないという取締役会の判断が事業に用いるための内部留保を理由とするか、将来の普通株式への配当のための内部留保を理由とするかによって信認義務違反の有無につき結果が異なることになり、その目的については取締役側に立証責任が負わされるものと考えられる。[38] また、累積的優先株式の未払累積分の除去につい

ては、通常その正当化事由として挙げられる普通株式による資金調達の必要性について取締役に立証責任が課されるという結論が推測される。

これらのアプローチは契約法の枠組による解決とどのように異なるのであろうか。Mitchell による信認義務説の提唱は、信認義務による枠組は契約によるものに優ると考えていることを前提としている。こうした Mitchell の主張は、①信認義務は単に契約の間隙を補うだけでなく、[39] ②信認義務の内容に反する契約条項は無効となるという効果を有すること[40]を理由とする。①の側面については、契約解釈の枠組でも解決できる部分と、そうでない部分とがあるように思われるが、この後者の部分と②の点については、伝統的な契約理論によるよりも、信認義務の枠組を採る場合の方が、優先株主の保護になるように見える。しかし、これらの領域については、富の移転のリスクを優先株式の投資家が既に引き受けていると考えられる点もあるため、[41] このリスクの引受の対価である発行価格及び優先配当率への反映を考慮しない限りは、優先株主が保護を受けていないとは容易に判断できるものではないであろう。優先株式市場の効率性については実証的な側面からの研究に依拠せざるを得ないが、不完全ではあるにしても、市場による価格形成に反映されている部分がある以上、かかる領域について、信認義務による保護が介入するのは適切とは思われない。

よって、優先株主が普通株主と共通の利益をもたない部分については、原則として契約の枠組で処理する方向で考察し、社債権者の保護との均衡等を考慮して契約による枠組のみでは不適切と考えられる場合にのみ立法的解決を考察するのが妥当であると考える。

(33) Lawrence E. Mitchell, *The Puzzling Paradox of Preferred Stock* (*And Why We Should Care About It*), 51 Bus. Law. 443, 448–449 (1996).

(34) *Id.* at 448–449.

(35) *Id.* at 451–452.

(36) *Id.* at 459.

(37) *Id.* at 475.

(38) 上述の公正性の議論における Becht の見解に類似した結論である。*See, supra* note 21. わが国の場合には取締役会の株主総会への利益処分案提出について取締役に責任を問うという構成になると思われる。

(39) *See* Mitchell, *supra* note 33 at 455.

(40) *See id.* at 458.

(41) Rutheford B. Campbell, Jr., *Corporate Fiduciary Principles for the Post-Contractarian Era*, 23 Fla. St. U. L. Rev. 561, 583 (1996). Campbell は、償還株式について、市中金利の下落時における発行会社の償還権行使は、優先株主から普通株主への富の移転であるとし、その上で、経営者が償還権の行使を差し控えることが求められていないのは、優先株主が契約によって償還のリスクを負担し、それに対応する対価を支払われているからであると述べている。

五　優先株式契約による利害調整

1　優先株式契約の限界

先に述べたように種類・属性等の優先権の内容については契約による規律に服するものと考えられるが、言うまでもなく、この優先株式契約は何を定めるのも自由とは一般に解されていない。特に、株主のいわゆる「固有権」が侵害されるような合理的でない利害調整は、私的自治の限界を超えており、定款の定めや種類株主総会決議があってもなおその違法性を主張でき、定款変更決議の無効確認の訴え等によってこれを攻撃することができるとされている。[42] いかなる場合に私的自治の限界を超えているとされるのかは具体的な局面で考察せざるを得ないが、例として、優先配当金額の上限の定めがあまりにも不合理でおよそ上限として評価できないような場合、[43] 無議決権優先株式の発行価額を既存株式の時価に比して著しく高く設定することにより、議決権復活時の会社運営に対する発言権が一株当たりの拠出資本額に照らして不平等になる場合等が挙げられている。[44]

2　優先株式契約解釈の問題

優先株式契約の申込は一方的になされるものであることから、特に発行会社と投資家間の認識が合致しない場合がありうることが問題になると考えられる。先に述べたように一定のリスクは引き受けられ発行価格や優先配当率に反映されているものと考えられることから、解釈においてはこの点に留意する必要があるものと思われる。なお、契約法上の情報提供義務の再考と非良心性等の新しい契約理論に依拠することを提唱するBrudneyの見解[45]は、市場の効率性の促進とその限界への対応策を考察する上で、参考となるところであるが、契約法上の一般的な理論との整合性の側面からも考察する必要があるため、今後の検討課題としたい。

3 優先株式契約の変更における問題点

優先株式契約の変更については、種類株主間の利害調整制度として、種類株主総会制度が定められているが、前述した未払累積分除去の問題は、種類株主総会制度の限界を示している。

優先株式契約の変更について、従前のように種類株主総会制度の利用で十分であるとする見解は、種類株主総会決議による優先株式契約の変更の可能性は、契約の中に黙示されているものであり、優先株主はこの点を予め考慮に入れて投資を行っているのであるから、変更のリスクも引き受けられているものと主張する。しかし、この点、Brudneyは、たとえ優先株式契約が種類株主の多数決による未払累積分の除去の可能性を明示的に定めたとしても、そうした契約の特徴は当該株式の購入時に投資家に着目されることは希であると主張する。[46] この指摘は、優先株式契約の変更が多数決原理に服することによる少数派優先株主の保護の在り方を再考する余地を示唆するものであろう。また、同じく契約の枠組で規律される社債の場合にも、社債権者集会制度により多数決原理が導入されているが、社債権者集会の決議事項を限定する（商法三一九条）、決議の有効要件として裁判所の認可を要求する（商法三二七条一項）等の制度によって、多数決決議の公正性確保を図っているものと考えられる。[47] この点との均衡においても少数派優先株主の保護を論ずる必要があると思われる。

少数派優先株主の保護の方法としては、まず第一に種類株主総会決議取消の訴えが考えられる。特に、発行済優先株式の三分の二以上を普通株主が保有している場合に、優先株式契約の変更が普通株主として利益になるならば、優先株主にとって不利益な種類株主総会決議がたやすく成立してしまう可能性がある。この場合には、これらの多数派優先株主を商法二四七条一項三号の「特別利害関係株主」として、種類株主総会決議を取消すことも考えられよう。しかし、かかる特殊な場面を除いては、種類株主総会決議取消の訴えはさほど有効に働かない可能性もある。

第二に、米国において未払累積分除去の事例で主張されたような公正性の基準が挙げられる。わが国における未払累積分の除去についての議論も一定の補償を要求する立場が多い。[48] また、米国では未払累積分除去以外の基

本的な優先権の変更についても、同様に公正性の基準を課すべきであるとする見解が見られる。[49] 公正性の内容について上記通説のような立場をとれば、一定の補償を伴わない優先株主による優先権の単なる放棄を多数決で決定することはできないこととなる。

多数決による優先権の放棄等も認めるべきであるとするならば、第三に買取請求権という保護方法が考えられる。そもそも、優先株式の優先性という性質は、優先株式投資の主たるインセンティブとなった投資要素であると考えられ、[50] この優先権の変更は投資の基本的性質の変更に当たるものと考えられる。[51] 現行商法上認められている合併等における買取請求権が、投資の対象の重大な変更を根拠とするものであるならば、均衡上、優先権の変更の場合にも買取請求権制度を導入することの立法的な考察の余地があるのではないだろうか。実際に米国・カナダ等では株主の権利の変更について買取請求権を認めている立法例が散見される。[52] 無論、買取請求権制度については、現在でも様々な批判がなされているところではあるが、同制度の存在は経営者に優先株主を公正に取り扱うインセンティブをもたらすことが指摘されており、[53] 制度の存在自体が少数派優先株主の保護に資するのではないかと考えられる。

(42) 稲葉・前掲注（11）七四九頁、山下友信『新版注釈会社法 補完平成二年改正』（平四）一五四頁、「座談会・優先株制度の立法論的検討」『優先株制度・企業金融と商法改正3』（平四）一〇三頁神田発言。

(43) 植村啓治郎「優先株式による資金調達」法学教室一三三号（平三）二一―二二頁。

(44) 稲葉・前掲注（11）七四七頁。

(45) Brudney, *supra* note 28 at 661-662. Brudney は、社債・優先株式の双方に対してこれらの契約理論の適用可能性を示唆している。情報提供義務については、発行会社は信義則上、私募証券には定められているが公募証券には定められていない投資家の保護条項を公募証券保有者に知らせることが求められると述べている。*Id.* at 662 n. 165. また、非良心性の概念については、「依存的な(dependent)」当事者が、合理的に期待していなかった、あるいは自由でかつ十分な情報に基づいた同意をなしていない行為あるいは条項の執行を無効とするものであると説明している。*Id.* at 661 n. 160. しかし、Brudney は、これらの見解について具体的な検討には踏み込んでいないため、その主張の正当性についてはなお検討が必要であるように思われる。

(46) Brudney, *supra* note 19 at 459.

(47) 但し、かかる社債権者集会の規制方法については近時異論も唱えられている。藤田友敬「社債権者集会と多数決による社債の内容の変更」『鴻常夫先生古稀記念 現代企業立法の軌跡と展望』(平七) 二三八頁以下参照。

(48) 山下・前掲注(23) 九六頁、大杉謙一「優先株式の法的問題」『鴻常夫先生古稀記念 現代企業立法の軌跡と展望』(平七) 四四頁等参照。山下教授は著しく不公正な未払累積分の除去ないし制限は種類株主総会決議の無効原因となるべきとし、大杉助教授は合理的な補償を欠く未払累積分の除去は、二四七条一項三号に準じて種類株主総会決議の取消事由となると主張している。

(49) Arno C. Becht, *Changes in the Interests of Classes of Stockholders by Corporate Charter Amendments Reducing Capital and Altering Redemption, Liquidation and Sinking Fund Provisions*, 36 Cornell L. Q. 1, 29-30 (1950). なお、Brudney, *supra* note 19 at 467 n. 53.

(50) Note; *A Standard of Fairness for Compensating Preferred Shareholders in Corporate Recapitalizations*, 33 U. Chi. L. Rev. 97, 100-101 (1965).

(51) Jefferey S. Stamler, *Arrearage Elimination and the Preferred Stock Contract: A Survey and a Proposal for Reform*, 9 Cardozo L. Rev. 1335, 1355 (1988).

(52) 米国で株主の権利の変更における買取請求権を認めている州は、ニュー・ヨーク州など一二州に上る。神田秀樹「資本多数決と株主間の利害調整(五・完)」法学協会雑誌九九巻二号(昭五七) 二四八—二四九頁参照。学説でも買取請求権制度による救済を主張する見解が散見され、特にStevensは、買取請求権制度自体を批判しながらも、優先権の変更における買取請求権には肯定的な見解を示している。Stevens, On Corporations 591 (2d ed. 1949). カナダの買取請求権制度については、川島いづみ「カナダ法における優先株主の保護」『小室金之助教授還暦記念 現代企業法の諸問題』(平八) 一〇七頁以下参照。

(53) Stamler, *supra* note 51 at 1357.

六 結びに代えて

以上より、普通株主と優先株主の利害対立の調整は原則として契約の枠組においてなされ、会社経営者は随時両者の利害の調整を図る義務を負うものではないと思われる。このことは、優先株主に対する信認義務の存在をもって会社経営者に複数の利害関係者の利害を調整する義務を課すことは可能であるとする見解は支持し得ず、むしろかかる義務の履行を求めるのは必ずしも容易ではないことを示唆するものといえよう。株主以外の会社利害関係者の保護システムについては、その保護すべき範囲及び保護の方法を含め、なお一層の考察が必要になる

ところであるが、本稿で示した優先株主と普通株主の利害調整の在り方の検討は、その一つの方向性を示していると考える。

［一九九九年二月五日　受稿
一九九九年三月三十一日　受理］

（一橋大学大学院博士過程）
（日本学術振興会特別研究員）