

米国州会社法における事業再編の展開とSECの関与（2）

SEC Investigation and Study on the Evolution of Corporate Reorganization under States' Corporate Law (2)

清水 真人*

はじめに

- 一. 事業再編における利益相反問題
- 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
 2. 州会社法による各手法とその諸問題（以上、第24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による具体事例の調査
 1. 具体的事例の検討
 - (1) Associated Gas and Electric Company の事例
 - (2) Kahn's Sons Company の事例
 - (3) International Paper and Power Company の事例
 - (4) Certain-teed Products Corporation の事例
 - (5) The Equity Corporation の事例
 - (6) Alleghany Corporation の事例
 2. 事業再編の場面における連邦証券規制の適用範囲拡大の必要性
 3. 小括（以上、本号）
- 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

3. Liggett v. Lee 事件におけるブランダイズ判事の反対意見

各州による会社法の規制緩和競争により、州会社法上の権限行使に関し経営者に広範な裁量が認められるようになった結果、それらの権限が州会社法における事業再編の場面で経営者およびその利害関係人のために濫用され、一般投資家の権利が大きく侵害されるようになった。そこでこれらの権限行使に如何に歯止めをかけるかが当時の主要論者により議論されていたが¹、当時は裁判所も経営者の権限行使に関する

判断を尊重する場合がほとんどであった²。このように経営者に州会社法上の権限行使について広範な裁量が認められている状況では、一般投資家の地位は経営者の権限行使のあり方に大きく依存することとなり、その濫用に歯止めをかけることができるのは経営者の良心のみということになってしまう。

株式会社が巨大化し一般市民の生活に株式会社制度が深く浸透する状況において、大多数の一般市民の地位が少数の経営者の権限行使に大きく左右される場合、その権限行使のあり方如何によっては、大多数の人間が少数の人間により支配される社会秩序が生じてしまうことになる。そしてこのような秩序は経営者による委任状機構の支配により永続することになる³。当時連邦最高裁判事であったブランダイズはLiggett v. Lee 事件判決⁴の反対意見において、米国州会社法の歴史および州会社法の各規定が有する思想的背景に触れつつ、州会社法の規制緩和競争により株式会社に参加する大多数の一般市民の地位が少数の

¹ この点については、拙稿「州会社法における事業再編の展開とSECの関与（1）」徳島大学社会科学研究所 24号 96～97頁、100頁、104頁、106～109頁、116頁、118頁（2011）を参照。

² この点については、拙稿・前掲注（1）89～90頁、93～96頁、100～104頁、106頁、108頁、114～116頁、118頁、122頁を参照。

³ Securities and Exchange Commission, Report on the Study and Investigation of the Work, Activities, Personnel and Functions of Protective and Reorganization Committees: Part VII Management Plans without Aid of Committees 11 (1938).

⁴ Louis K. Liggett Co. v. Lee, 288 U.S. 517 (1933). 本件事案は、フロリダ州がチェーン・ストアの形態で複数の郡に跨って事業を展開する小売業者に対し一つの郡でのみ事業を展開する小売業者よりも高額の税金を課していることに対し、このような税法上の取扱いは合衆国憲法修正14条の平等保護条項等に違反するとして、訴えが提起されたというものである。本判決の多数意見は、当該フロリダ州の税法の規定は合衆国憲法修正14条の平等保護条項に反すると判示した。それに対し、ブランダイズは当該税法の主たる目的は個人経営の小売店をチェーン・ストアによる競争から保護するためのものであり、当該税法の規定が法人に対して適用される場合は平等保護条項に反しないと、反対意見を展開した。

*徳島大学大学院ソシオ・アーツ・アンド・サイエンス研究部准教授

経営者による州会社法上の権限行使に大きく従属している状況に対し、次のように懸念を表明した。

「米国において株式会社制度が広く普及していることから、人々は時として株式会社を用いて事業を行う特権はあたかも米国国民固有のものであり、そして株式会社制度を自由且つ無制限に利用することに伴う害悪はあたかも文明化社会において避けることのできない対価であり、諦めにより甘受しなければならないと思っている。我々の歴史の大部分を通じては異なる見解が支配的であった。確かに商業および産業における株式会社制度の価値は完全に認識されていたが、宗教、教育、そして慈善目的のための会社設立が自由に認められた後においても事業目的の会社設立は長い間一般的には認められていなかった。それは、個人の自由および機会に対する侵害、労働者の資本家への従属、独占、株式会社による資本の吸収、そして株式会社の永続により死手がもたらした弊害と同様の弊害が恐れられたからである。

巨大な資本の塊、とりわけそれが株式会社により保有される場合は恐れられていた。そこで第一に、株式会社を利用する特権は稀にしか認められていなかった。すなわち、他の手段では達成することのできないある特定の利益を地域社会が追求するために必要であると認められる場合にしか認められていなかったのである。後に制定された一般会社法は株式会社による支配に対する懸念が克服されたことを意味するものではない。事業拡張に対する願望により設立許可状に対する需要が激増することとなった。そして一般的に適用される保護手段を備えている一般会社法の下において特定の会社設立に伴う弊害は回避できると考えられていた。一般会社法は長い間、会社の規模および活動範囲に対して厳格な規制を及ぼしていたが、これらは部分的に機会の平等に対する願望を表現したものである。

(a) 事業会社の授権資本金額に対する制限は長い間普遍的なものであった。資本金額の最高限度はしばしば遂行される事業の種類により異なっており、それは明らかに効率的な事業体を組織するために必要な資本金額に拠っていた。確かに制定法上の制限は時として変更されたが、このような資本金額を制限するとの原則は長く用いられた。・・・

(b) 事業会社の権限および活動範囲に対する制限もまた長い間普遍的であった。第一に、株式会社は一般会社法の下において限られた数の目的のためにのみ設立することが可能であった。すなわち、大抵の場合、輸送、銀行、並びに製造業等の比較的巨大的な確定資本を必要とする会社を設立する場合である。『全て

の合法的な目的』に対する会社設立許可は 1875 年までは一般的ではなかった。そして 1875 年までは株式会社存続期間は一般的に 20 年、30 年、または 50 年に制限されていた。全て、または大多数の発起人または取締役、若しくはその両者は会社設立州の居住者であることが要求された。株式会社がその目的遂行のために行使する権限は制限的に付与され且つ厳格に解釈されていた。株式会社による社債発行またはその他の手段による借入れ総額に対しては厳格な制限が課せられていた。他の会社の株式を保有する権限は付与されなかった。持株会社の設立は不可能であった。

(c) 産業の発達した主要な州による事業会社の規模および権限に対する制限の撤廃は、それらの制限の維持それ自体が望ましくないという確証によるものではなく、それらの制限を株式会社に課すことは無意味であるとの確証によるものと思われる。なぜならば州による制限は州外会社により回避されてしまうからである。全く、州による制限は有害無益であるように思われる。より少数の州は設立許可状の大量発行による歳入を熱望して自州の会社法から保護手段を撤廃した。会社設立は株式会社にとって費用が最も低くそして法が最も緩い州においてなされるようになった。諸州は設立許可状を宣伝するようになった。このような競争は勤勉さの競争ではなくだらしな競争である (The race was one not of diligence but of laxity.)。このような緩い会社法の下における会社設立が可能となり、巨大な産業発達州は歳入の見込みおよび州内における会社設立に付随する支配の全てを失わないよう誘惑に負けたのである。・・・

有能であり先見性のある学者は事業会社の規模および活動に対する制限を撤廃したことおよび経営者に嘗ては株主により行使されていた広大な権限を付与したことによる経済的および社会的帰結を我々に描いてきた。このような帰結は州が意図するものではなく長い間想像すらされなかったものである。このような帰結は、規模それ自体でさえも巨大企業に対し小規模の個人事業には通常備わっていない社会的重要性を付与することを示している。株式会社は嘗て個人が私的事業を営むために用いられる単なる効率的な手段に過ぎなかったのであるが、規模を通じて一つの制度となった。すなわち、私的株式会社は時として州を支配することができると言い表される経済的権力の集中をもたらす制度となったのである。19 世紀における典型的な事業会社は、個人からなる小規模集団により所有されており、所有者により経営され、所有者の個人資産によりその規模が制限されていた。それが今や何万または何十万もの労働者の生活および投

資家の財産が株式会社制度を通じて少数者による支配に従属するようになったのである。所有は支配から分離され、このことにより嘗ては富および権限の濫用を抑制するために用いられてきた制度の多くが除去されてしまった。株式所有が継続的に分散化するに従って、嘗ては株式所有に伴っていた権限がますます少数者の手に集中するようになっていく。以上のようにして労働者、株式所有者、そして一般市民の生活にもたらされた変化は非常に根本的かつ広範なものであり、このことを学者は『株式会社制度』の発展を封建制に例えるのである。また他の先見性があり且つ経験豊かな者は、この『文明化された生活の主要制度』は株式会社制度を金権主義による支配に追いやっていくと主張するのである。

これらの結論を裏付けるために提出されたデータは次のことを示唆している。すなわち、米国において吸収の過程はすでに相当程度進展しており、産業から創出されるわれわれの富の3分の2が個人による所有から大規模公開会社による所有に移行している。銀行以外の200の株式会社はそれぞれ9,000万ドルを超える資産を保有しているが、それらの株式会社がわれわれの国富全体の約4分の1を直接支配し、その影響力は直接支配下にある資産をはるかに超えたものとなっている。これら200の株式会社は、名目上は約2,000人の取締役により支配されているが、実際は数百人の人間により支配されている。このような状況は産業民主主義の否定である。他の著者は、これらの巨大企業の成長と同時に個人の富の著しい集中が生じ、その結果生じた収入の格差が現在の不況の主たる原因であることを示している。これらの巨大企業はまさに州が自らの会社法により創り出したフランケンシュタインの怪物そのものなのである。⁵⁾⁶⁾

ブランダイズは株式会社が巨大化する中で、巨大企業による独占・支配から米国民の自由・権利を擁護し、米国社会における民主主義および資本主義体制を確保するために数多くの活動に従事した⁷⁾。上記ブラ

ンダイズの反対意見も彼の長年の活動で培った思想を背景に主張されたものと評価することができる。そして、当時SEC委員長であったダグラスも、大多数の一般市民の地位が少数の経営者の権限行使のあり方に大きく従属している状況は米国社会を支える個人の創意工夫・競争・機会の自由といった理念と相容れず、且つ米国社会を支える民主主義および資本主義体制を破壊するものであると考え⁸⁾、ブランダイズと同様の問題意識に基づき本報告書における研究調査に従事したのであった⁹⁾。

SECは連邦証券諸法および連邦倒産法については管轄権を有するが、州会社法については管轄権を有しない。それにもかかわらず、SECが本報告書において州会社法の詳細な調査を行い、州会社法の規制緩和と競争の防止を勧告した背景には、州会社法が濫用され続けるならば連邦証券諸法上の要請である投資家保護および連邦倒産法上の要請である公正な倒産処理を確保することができないと考えたものと思われる。それ程、州会社法の在り方は資本市場法制および倒産処理法制と密接に関係していると当時のSECは認識していたと評価することができるであろう。

SECはブランダイズの上記反対意見を参照しつつ、州会社法の規制緩和と競争の防止の具体的方法として、連邦会社法または連邦免許法の制定により州際通商に従事する株式会社に対し一律の規制を課すか、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ことによる経済的魅力を奪う必要があると勧告している¹⁰⁾。この点については、当時は連邦会社法制定運動が再燃し州会社法の規制緩和と競争による弊害が米国で大きく論じられていた時期であり、SECはその流れの中で勧告を行ったものと位置付けられている¹¹⁾。

4. 小括

以上、SECが本報告書において州会社法の規制緩和

⁵⁾ 翻訳に際し、水村典弘『『企業の社会的責任』の系譜と現在形—経営学における理論動向と論点』専修大学商学研究 所報 37 卷 5 号 24~25 頁 (2006) を参照した。

⁶⁾ ブランダイズの当該反対意見は、その後も州会社法の規制緩和と競争に対する検討からリーマンショック後の金融制度改革の議論に至るまで様々な場面で参照されており、米国企業法制を論ずる際に広く共有されている。William Cary, *Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware*, 83 Yale L.J. 667, 668 (1974); Mark J. Roe, *Delaware's Competition*, 117 Harv.L.Rev. 588, 594-95 (2003); Jonathan R. Macey & James P. Holdcroft, Jr., *Failure Is an Option: An Ersatz-Antitrust Approach to Financial Regulation*, 120 Yale L.J. 1368, 1393 (2011); Sol Picciotto, *Regulating Global Corporate Capitalism* 86 (2011). 等を参照。

⁷⁾ Louis D. Brandeis, *The Curse of Bigness: Miscellaneous*

Papers of Louis D. Brandeis (Osmond K. Fraenkel ed., 1934); Louis Brandeis, *Brandeis on Democracy*, (Philippa Strum ed., 1995). 中山和久「ブランダイズ判事のアメリカ法史に於ける意義」早稲田法学会誌 2 号 129 頁以下 (1950) 等を参照。

⁸⁾ William O. Douglas, *Democracy and Finance* 15-16 (1940).

⁹⁾ *Id.* at 42; Melvin I. Urofsky, *The Douglas Letters* 35 (1987); Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street* 157 (3d ed. 2003). (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]』196 頁 (創成社, 2006)). その後、ダグラスはブランダイズの後任として連邦最高裁判事に任命された。ウィリアム・O・ダグラス (奥平康弘訳) 『基本的人権』227~228 頁 (学陽書房, 1985) を参照。

¹⁰⁾ SEC, *Protective Committee Report Part VII*, *supra* note 3, at 412-13.

¹¹⁾ Seligman, *supra* note 9, at 205-10. (セリグマン・前掲注 (9) 253~259 頁)

和競争の防止を勧告した当時の法的状況およびその歴史的背景について検討してきた。緩い州会社法の下では様々な金融手法が可能となり、それらが事業再編の場面で用いられることにより、一般投資家の権利を侵害するような事業再編が行われることが SEC および当時の主要論者によって問題とされ、これらの権限行使に如何に歯止めをかけるかが議論されていた。

また、当時は株式会社の巨大化により大多数の一般市民が少数の経営者に支配される社会秩序の出現が懸念され、当時連邦最高裁判事であったブランダイズはこのような状況に対し *Liggett v. Lee* 事件の反対意見において懸念を表明した。そして、当時 SEC 委員長であったダグラスもブランダイズと同様の問題意識に基づき本報告書の研究調査に従事したのであった。このような状況の下で SEC により州会社法の規制緩和競争の防止が勧告されたのである。

以上を踏まえ、第三章では本報告書で問題とされた具体的事例の検討を行う。これらの事例を検討することにより、本稿第一章で検討した事業再編の場面に於ける利益相反問題および第二章で検討した州会社法の規制緩和競争に伴う弊害が具体的にどのような形で問題とされたのか分析するとともに、SEC が本報告書で行った事業再編の場面に於ける連邦証券諸法上の情報開示規制の強化および事業再編計画への賛成を勧誘する際の規制強化という2つの勧告を行った背景を辿ることができるからである。

三. SEC による具体例事例の調査

本章においては SEC が本報告書第7編¹²において問題とした具体的事例の検討を行う。SEC はこれらの事例の検討を通じて、緩い州会社法の下でどのようなかたちで複雑な事業再編のスキームが構築されるのか、また事業再編計画の内容および事業再編手続全体に対する公的機関による監督が行われていない状況下においてどのように経営者が保身目的または私的利益のために事業再編計画の策定を行うのか、さらには事業再編計画への賛成の勧誘が行われる際にどのようにして虚偽または誤解を招くような情報開示および強圧的な勧誘が行われるかを示している。よって、これらの事例を検討することにより、SEC が問題とした当時の法的状況をより具体的な形で把握することができるように思われる。

ただし、SEC は個々の事例をあくまでも具体例として取り上げているという点に注意する必要がある。

すなわち、SEC は各事例における事業再編手続の適正性および事業再編計画の公正性・公平性を問題としているのではなく、各事例で検討されている問題は、緩い州会社法の下で公的機関による監督がなされない状況で事業再編が行われる場合にどの会社においても生じる可能性があり、それらの問題に如何に対処するかが重要であると強調しているのである¹³。そこで、事例の検討に際しては、はじめに事案の概要を紹介した上で、SEC がそれら各事例のどの点を問題にしているか検討を行うことにする。

また、SEC は具体的事例の検討を通じて 1933 年証券法の情報開示規定および 1934 年証券取引所法の委任状勧誘規定が州会社法における事業再編の場面ではほとんど適用されない点を問題としていることから¹⁴、各事例を検討した後に、当時の 1933 年証券法および 1934 年証券取引所法の各規定の適用範囲およびそれに対する SEC の問題意識について検討する。

以上の作業を行うにあたり重要な点は、州会社法の様々な規定を用いた複雑な金融スキームのみならず、交換買付けを行う際の強圧的な勧誘や、対象会社の支配権獲得後の買収者の行動など、今日において事業再編や企業買収の場面で生じるような問題がすでに 1920 年代から 30 年代の米国において実際に問題とされ、それらに如何に対処するかが SEC および当時の主要論者により議論されていたという点である。このような歴史的経緯を経て今日の米国における企業法制は形成されていることから、当時の米国の法的状況を具体的事例の検討を通じて考察することは、これからのわが国の法制度の在り方を考える上でも重要であると思われる。

(1) Associated Gas and Electric Company の事例¹⁵

本件は公的な倒産処理手続を回避するために事業再編が行われ、それにより額面総額で約 270,000,000 ドルの社債権者の利益に影響が及ぼされた事例である。

[事例の概要]

Associated Gas and Electric Company (以下「the Company」という。)は Associated Gas and Electric System (以下「the System」という。)というピラミッド型企業集団の頂点に位置する持株会社であり、確定利付転換社債である Convertible Investment Certificates および Convertible Obligation、優先株式 A 株および B

¹² SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 3.

¹³ *Id.* at 154, 166, 199, 210, 352, 410-11.

¹⁴ *Id.* at 108, 197, 249, 266.

¹⁵ *Id.* at 23-108.

株、並びに普通株式を発行していた。議決権は B 株に付与されており、当該株式は Howard C. Hopson および John I. Mange の両氏によりマサチューセッツ信託を通じて保有されていた。

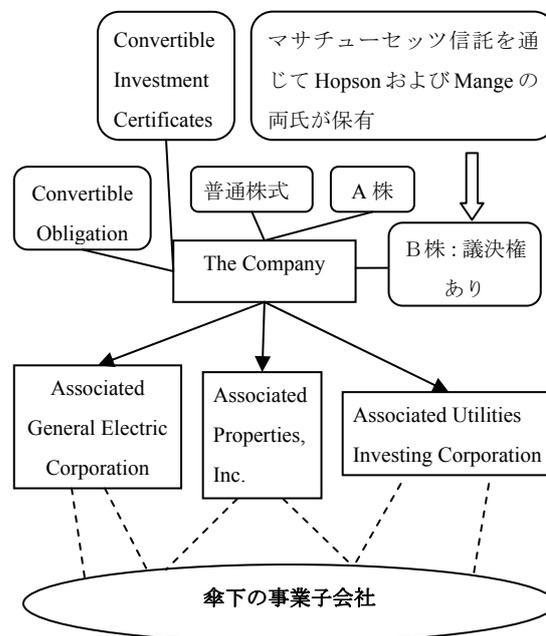
The Company は上記の確定利付転換社債を一般投資家に売り付けるにあたり、傘下の事業子会社の社債および優先株式の発行を最小限に抑え、新たな資金調達は可能な限り the Company の証券発行により行うとの方針を採用している旨を公表していた。よって the System の資金調達は可能な限り the Company の社債発行により行われ、その傘下にある事業子会社は、企業集団内部において借入れによる資金調達は行っていたものの、外部の投資家からは資金調達を行わないものとされていた。このような方針を採用することにより、傘下の事業子会社の収益に対して the Company に優先する社債権者および株主をできる限り少なくし、それにより the Company の確定利付転換社債を保有する一般投資家があたかも傘下の事業子会社に対し直接請求権を有するような形でその優先弁済権が確保されていた。よって、the Company により保有されている子会社発行証券よりも優先する証券の発行数を傘下の事業子会社が増加させることは、上記の方針と相容れないものとされていた¹⁶。

また the Company の下には、Associated General Electric Corporation, Associated Properties, Inc., Associated Utilities Investing Corporation という 3 つの中間持株会社が存在していた。ただし、これらの中間持株会社の存在は 1932 年まで一般投資家に対して公表されていなかった。これらの中間持株会社が the Company が発行する社債に優先する社債を発行することもまた、上記の方針と相容れないものであった【図 1-1】¹⁷。

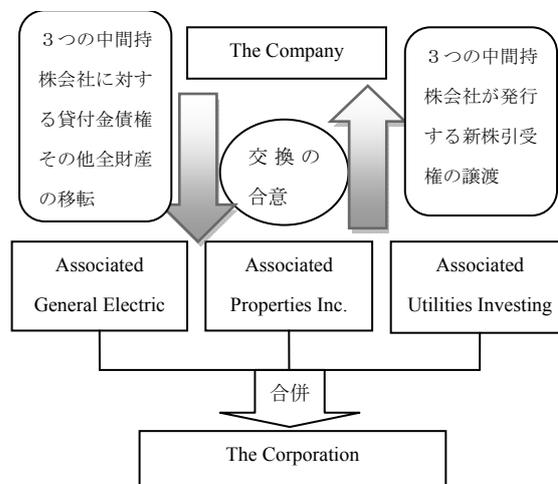
1927 年に the Company と 3 つの中間持株会社の間において、現時点および将来において the Company がこれらの中間持株会社に対して有する全ての貸付金債権を、これらの中間持株会社が発行する新株の引受権と交換するとの合意がなされた。また、同時に the Company が社債発行に際して投資家から受け取った現金、傘下の事業子会社の証券といった the Company が保有する全資産がこれらの中間持株会社に譲渡された。その対価として、the Company はこれら 3 つの中間持株会社が発行する新株の引受権を取得した。その後、1931 年から 1932 年にかけて 3 社は合併し、Associated Gas and Electric Corporation (以下「the

Corporation」という。) が誕生した【図 1-2】¹⁸。

【図 1-1】



【図 1-2】



1932 年に the Corporation は定款変更を行い、授權株式数を増加させた。そして the Company と 3 つの中間持株会社との間における前記合意に基づき、the Corporation の the Company に対する 671,000,000 ドルの負債は the Company を引受人とする新株 6,710,000 株と交換されることとなった。The Corporation が発行する新株の発行価額は 1 株あたり 100 ドルであったが、その額面金額は 1 ドルであった。当該新株発行に際して資本金に組み入れられた金額は 6,710,000 ドルであ

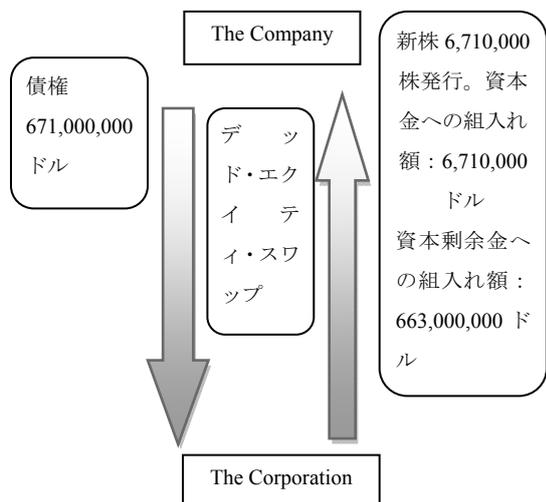
¹⁶ Id. at 24-25.

¹⁷ Id.

¹⁸ Id. at 26.

り、また約 663,000,000 ドルは資本剰余金に組み入れられた。当該デッド・エクイティ・スワップにより the Company は the Corporation の普通株式を 6,710,000 株取得し、これが実質上 the Company の全財産であった【図 1-3】¹⁹。

【図 1-3】



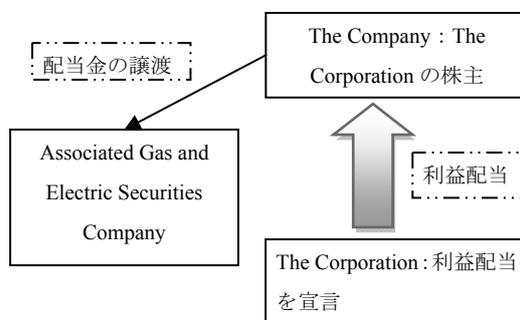
The Company は 1932 年に満期を迎える確定利付転換社債の償還を乗り切るために傘下の the Corporation を利用して資金調達を行った。それにより、the Corporation は 8's of 40's という名の社債を総額 10,000,000 ドル発行した。これらの社債は the Company が保有する the Corporation の普通株式に優先するものであることから、the Company が発行する転換社債にも優先するものであった。そこで、当該社債発行に対し the Company の社債権者から担保制限条項違反を理由とする差止め請求がなされたが、当該請求は認められなかった²⁰。

1933 年に the Company は減収、増税、配当減少に直面した。1933 年 3 月 31 日時点において額面総額 270,000,000 ドルの確定利付転換社債権者に対する利払い債務は 12,383,094.98 ドルに達していた。もし、これらの社債に対するデフォルトが生じた場合、公的な倒産処理手続きに入ることになり、the Company の経営者は当該企業集団に対する支配権を失うことになってしまう。そこでこれらの利払い債務を減少させるために資本再構成計画 (ReCap Plan) が実行されることになった²¹。

まず、資本再構成計画を実行する前段階の手續とし

て、The Corporation は負債 671,000,000 ドルと引き換えに額面 1 ドルの新株を 6,710,000 株発行した際に生み出された資本剰余金から利益配当を宣言した。当該配当金は 300,000,000 ドルを超えない範囲内において the Company からの請求により後述の資本再構成計画により発行される the Corporation の確定利付社債または収益社債に対し支払いがなされることとされた。The Company は the Corporation から受け取った当該配当金を資本再構成計画を実行するために設立された傘下の別の子会社である Associated Gas and Electric Securities Company に譲渡した【図 1-4】²²。

【図 1-4】



次に、資本再構成にあたり the Company の社債権者に対して 3 つのオプションが提示された。そして、その保有する社債を資本再構成により新たに発行される社債と交換するよう勧誘が行われた。

【オプション 1】 オプション 1 を選択した the Company の社債権者は、the Corporation が発行する 1973 年を償還期限とする確定利付社債との交換を行うこととされた。当該確定利付社債は the Company の社債権者が従来保有していた確定利付転換社債の元本を 50% 減少させるものであり、利率は従来の社債と同じであった。ただし、オプション 1 には上限が設けられており、当該確定利付社債の発行総額が 50,000,000 ドルに達した時点で原則として打ち切られることとされていた。また、オプション 1 を選択した社債権者は 1935 年 6 月 15 日から 1945 年 6 月 15 日までの間に後述のオプション 2 により提供される収益社債への転換を請求することができることとされた。さらに、1933 年 7 月に本件資本再構成計画が変更され、オプション 1 を選択した社債権者は 1938 年 12 月 31 日から 1944 年 1 月 1 日の間、後述のオプション 3 により the Company が発行する収益社債に

¹⁹ Id. at 27-29.

²⁰ Id. at 29-30.

²¹ Id. at 30-31.

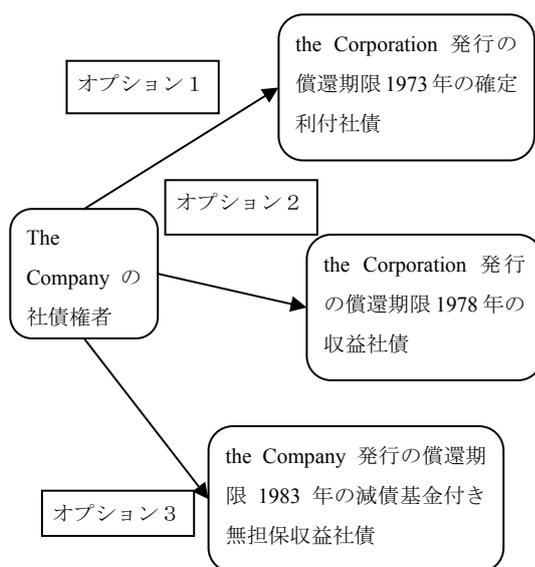
²² Id. at 31-32.

転換することができることとされた²³。

【オプション2】 オプション2を選択した社債権者は the Corporation が発行する 1978 年を償還期限とする収益社債との交換を行うこととされた。当該収益社債の元本は the Company が発行する確定利付転換社債と同額であり、また当該社債の利息は累積的である。ただし、社債の利率は当初の社債と比較して減少させられ、かつ当該利息の支払いは、確定利付転換社債に対する利息を支払った後、the Corporation の取締役会決議により行われることとされた²⁴。

【オプション3】 オプション3を選択した社債権者は、the Company が発行する 1983 年を償還期限とする減債基金付き無担保収益社債と交換を行うこととされた。元本の額および利率は従来の社債と同額とされた。また、当該社債の利息は累積的であり、利息の支払いは the Company の確定利付転換社債が発行済みであり、かつ後述のエスクロー契約に基づく証券の預託がなされていない限り、無条件で行われるものとされた。加えて、当該減債基金付き無担保収益社債の発行総額が発行済みかつ預託がなされていない the Company の確定利付転換社債の発行総額の 2 倍以上である場合には、追加の利払いがなされるものとされていた。さらに、当該社債の減債基金条項に従い、the Company は当該社債の償還のために 1936 年から毎年発行済みの当該社債の額面の 0.5% に相当する金銭を減債基金として積み立てることとされていた【図 1-5】²⁵。

【図 1-5】



²³ *Id.* at 35-37.

²⁴ *Id.* at 37-38.

²⁵ *Id.* at 38-41.

また、本件資本再構成を実行するにあたり、エスクロー契約 (Escrow Agreement) が the Company とエスクロー・エージェント (Escrow Agent) との間で締結された。その目的は、第一に、the Company の従来の社債の利息と資本再構成により発行される新たな社債の利息との間に差額が生じた場合に、その差額を当該エスクロー・エージェントが社債権者に代わって受領し、社債権者に手渡すための法的制度を創設すること、第二に、エスクロー・エージェントの元において証券の交換により提供された the Company の確定利付転換社債を消却せずに保持することである。それにより当該資本再構成計画に応じなかった社債権者に対して影響力を及ぼすことが可能となり、また the Company がデフォルトに陥った場合に当該エスクロー・エージェントが社債権者を代表して倒産手続に関与することができることと目論まれた²⁶。当該エスクロー・エージェントには the Company の歴代副社長を務めかつ現取締役である John M. Daly、H.D. Fitch、S. J. Magee、B. B. Robinson、Daniel Starch の各氏が任命されていた²⁷。

以上の資本再構成計画に基づき、the Company の社債権者に対し証券交換の勧誘が行われた。勧誘に際しては the Company の社債権者がオプション1またはオプション2に応じるよう様々な手段が用いられた。まず社債権者に対し本件資本再構成計画へ応じるよう手紙による勧誘が行われ、次にブックレットの配布および主要な新聞および金融ジャーナルへの広告の掲載も行われた。さらには個々の社債権者に対しても the System の傘下の証券ディーラーを総動員して相対による勧誘が行われた²⁸。

その結果、1934 年 1 月 17 日時点までに額面総額 100,000,000 ドルの社債権者がオプション1を選択し、そしてオプション1への応募は締め切られた。また、1936 年 4 月 7 日時点において 94,713,570 ドルの社債権者がオプション2を選択し、そしてオプション2への応募は締め切られた。1936 年 6 月 30 日時点において残りの額面総額 66,303,470 ドルの社債権者のうち、わずか 4,466,960 ドルの社債権者がオプション3を選択した。また転換権の行使により 1936 年 6 月 30 日時点までにオプション1を選択した社債権者のうち額面総額 4,201,050 ドルの社債権者がオプション2で提供される額面総額 8,402,100 ドルの収益社債への転換請求を行った【図 1-6】²⁹。

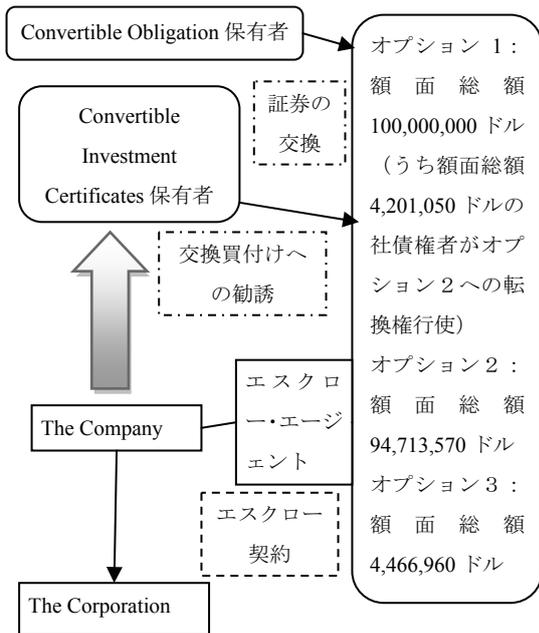
²⁶ *Id.* at 48, 53-54, 56.

²⁷ *Id.* at 57.

²⁸ *Id.* at 42, 68-78, 86-96.

²⁹ *Id.* at 42.

【図 1-6】



本件資本再構成計画に対しては、その内容が不公正であるとして、幾つかの州において州証券委員会および the Company の社債権者からその実行に対し差止め訴訟が提起された。そして、ウィスコンシン州最高裁判所は本件資本再構成計画は不公正であると判断した³⁰。また同州の証券委員会も最高裁判所の判断に従い、本件資本再構成計画の内容は不公正であるとして、当該州内において本件資本再構成計画に基づき the Company により発行される証券の登録を承認しなかった。

しかしながら、他の訴訟においては原告の主張は認められなかった。そのうちの一つである Rabenold v. Associated Gas & Electric Co. 事件³¹において裁判所は次のように判断し、社債権者である原告の申立を認めなかった。

「法および裁量権行使において原告の申立を認めることはできない。原告の被告会社における多額の投資に対して原告が有する不安およびそのことによる甚大な憂慮を考慮したとしても、差止めにより事業再編計画、もっと正確に言えば資本再構成への介入を正当化するものは何も示されていない。何時においても裁判所は会社と常に関わっている者の特別且つ詳細な知識とは対照的に、事業経営に対する裁判官の表面的な知識を用いることに対しては慎重でなければならない。とりわけ、裁判所による介入が甚大な損失をも

たらすことが予想される場合にはそれが当てはまる。ここにおいて示された状況の概略からは当該計画が被告会社にとって大きな救済手段となることは明らかである。訴訟の結果が問題あるものとなる場合、たとえ一時的にせよこのように予想される利益に対する侵害は正当化することのできない権力の行使であり、このような権力行使は切迫した必要性がある場合を除き行われてはならない・・・

並大抵でない思考、努力、そして物質的消費により構築された計画を台無しにするために差止めという手段を用いることには躊躇を覚えるのであり、訴訟において差止めは現に存在する回復不可能な損害を回避するために必要不可欠であることが明白である場合にのみ行われるべきであるという考えに従い、原告の申立てを棄却する。」

〔本事例に対する SEC の評価〕

SEC は、本件事業再編により経営者は公的な倒産処理手続きを回避し、それにより会社支配権を維持することができ、それにより様々な利益を享受することができる反面、社債権者にとっては会社存続のために自己の権利が大きく犠牲となり、また本件資本再構成計画により社債権者の間で利害対立が生じる点で不利益な点が多いと指摘している³²。

まず、本件事業再編においては the Company と中間持株会社との間において複雑な取引が行われた点について、SEC はこれら一連の取引が本件資本再構成計画を実行するための前段階のスキームとして決定的に重要であったとしている。すなわち、the Company と the Corporation との間で財産の移転を行うスキームを活用することで、会社財産に対する各社債権者の順位付けに変更を生じさせ、それにより資本再構成計画による the Company の社債の元本および利息の減額を行うことが可能となった³³。そして、このような the Company と中間持株会社との間における複雑なスキームは緩い州会社法の下ではじめて可能であったと指摘している。すなわち、中間持株会社を設立しその存在を外部に情報開示することを要せず、また定款変更を自由に行うことができ、さらには資本剰余金を設定しそれを財源に利益配当を行うことができるのは緩い州会社法の下でのみ可能であり、the Company の経営陣はそれらの規定を最大限に活用して本件事業再編を行うことが可能となった³⁴。そして、the

³⁰ Associated Gas & Electric Co. v. Public Service Commission, 221 Wis. 519, 529, 266 N. W. 205, 209 (1936).

³¹ Rabenold v. Associated Gas & Electric Co. 148 Misc. 507, 266 N. Y. Supp. 520 (Sup. Ct. 1933).

³² SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 3, at 34-35, 42, 108.

³³ *Id.* at 28.

³⁴ *Id.* at 33.

Company と 3 つの持株会社との間において複雑な取引を行うことにより the Company の社債権者の事業再編に対する判断を困難ならしめ、本件資本再構成に応じるよう圧力をかけることが可能となったと指摘している³⁵。

このように the Company と中間持株会社との取引が決定的に重要であったが、それにもかかわらず中間持株会社の存在が 1932 年まで一般投資家に対して公表されていなかった点が問題であると SEC は指摘している。すなわち、the Company の社債権者は傘下の事業子会社の有する資産および事業からの収益を元本の償還および利払いの原資として期待している一方、the Corporation は the Company の担保制限条項に違反しない限り the Company の発行する社債に優先する社債を発行することが可能であった。このように the Company の社債権者と the Corporation の社債権者との間には重大な利益相反関係が存在し、the Corporation の存在は the Company の社債権者の利害に大きく影響を与えるにもかかわらず、その存在は 1932 年まで公表されていなかった³⁶。

続けて、SEC は本件資本再構成計画の内容について次のように評価している。まず、オプション 1 を選択した社債権者に関しては、従来の元本が半分に減少させられ、且つ元本減少に伴い利息の支払も半減させられることとなるが、その反面、the Company が発行する社債よりも公的な倒産処理手続に入った場合に優先弁済権が確保されている点で、the Company の従来の社債権者および後述のオプション 3 を選択する社債権者と比較して、有利な立場にあると分析している。しかし、そもそも the Company が the Corporation に対しその保有する財産を譲渡するスキームが可能でなければこのような社債を発行することはできず、the Company の従来からの社債権者はオプション 1 で発行される社債の社債権者より劣後的な立場に置かれることはなかったと指摘している³⁷。

また、オプション 1 への申込に 50,000,000 ドルという上限を設けることにより、the Company の社債権者がオプション 1 を選択するよう圧力をかける要因になったと分析している。すなわち、オプション 1 により提供される社債のみが確定利付社債であり、他のオプションにより提供される社債と比較して投資家にとって魅力的であることから、the Company の社債権者は他の社債権者がオプション 1 への申込を行うことにより上限に達することを懸念するようになる。そ

の結果、オプション 1 への申込を早く行うよう圧力が加えられることになったと指摘している³⁸。

次に、オプション 2 について、社債権者は従来の社債の元本と同額の額面を有する社債を保持することができるが、ただし、利息の支払いは取締役会決議により行われることとなり、この点で従来の社債よりも不利であるとしている。また、従来からの the Company の社債権者が本件資本再構成計画に応じなかった場合、the Company が発行する従来の社債は確定利付社債であることから、オプション 2 を選択した社債権者に対して利払いがなされる可能性はそれだけ減少することになってしまう。この点において the Company の従来からの確定利付転換社債を保持し続ける社債権者とオプション 2 を選択した社債権者との間には利害対立が生ずることになると SEC は指摘している³⁹。

続けて、オプション 3 について、当該オプションはオプション 1 およびオプション 2 を選択することにより当初の社債の元本および利息を減少させられたくないと思っている社債権者に対して提供されることを意図したものであると評価している。また、the Company の従来の社債に比べて追加の利払いも行われることとされているが、あくまでも会社の収益に基づき the Company の取締役会の判断で行われるものに過ぎず、この点で投資家は大きな不利益を被る可能性があるとして指摘している。さらに、オプション 3 を選択した投資家は訴訟においてオプション 1 およびオプション 2 において投資家に認められる各種権利を放棄したものと取り扱われる危険性があるとも指摘している⁴⁰。

また、オプション 3 の内容は非常に複雑であり一般投資家がその内容を正確に理解するのは不可能であり、結局オプション 3 は本件資本再構成計画への勧誘者がオプション 1 およびオプション 2 に対する投資家の反発を受け流し、オプション 1 またはオプション 2 を選択するよう促す役割を果たしていた点で重要であったと SEC は評価している⁴¹。

以上に加え、SEC が本件資本再構成計画の大きな問題点として指摘しているのは、これらのプランに基づき発行される社債に優先する社債を the Corporation が発行することを制限する条項が何も設けられていないという点である。このことにより、将来 the Corporation により新たな社債が発行され、本件資本

³⁵ *Id.* at 32.

³⁶ *Id.* at 28.

³⁷ *Id.* at 36-37.

³⁸ *Id.* at 50, 96.

³⁹ *Id.* at 37-38.

⁴⁰ *Id.* at 39-41.

⁴¹ *Id.* at 41.

再構成計画において証券の交換に応じた社債権者の利益がさらに侵害される危険性が生じることとなる⁴²。

さらに、SEC は本事例のエスクロー契約について the Company の経営陣がエスクロー・エージェントとして深く関わっている点が問題であるとしている。すなわち、本件エスクロー契約に基づき the Company の社債が預託されることにより、将来における事業再編を支配する強力な権限がエスクロー・エージェントに付与されることとなり⁴³、これらの権限が the Company の経営陣およびその利害関係人の利益のために行使される危険性が生じることとなる⁴⁴。

最後に、裁判所が社債権者による本件資本再構成計画に対する差止請求を認めなかった点については、訴訟を通じて投資家が公正な事業再編を実現するのは、立証責任の点からも非常に困難であり、このような傾向は従来から認められていたと評価している⁴⁵。

以上より、本件事業再編はその開始から終了に至るまで the Company の経営陣のためになされたものであり、the Company の社債権者の利益は全く代表されていないと SEC は結論付けている⁴⁶。

(2) Kahn's Sons Company の事例⁴⁷

本件は、事業再編により優先株主の累積未配当利益の排除が行われ、それにより本来ならば優先株主が受け取るはずであった配当金が普通株主である経営陣に支払われた事例である。

〔事例の概要〕

E. Kahn's Sons Company は次のような株式を発行していた。

- ・参加型優先株式A（額面金額 40 ドル）26,438 株
- ・普通株式（無額面株式）60,000 株

優先株式A 26,438 株のうち 6,379 株、および普通株式 60,000 株のうち 59,500 株が同社の経営陣により保有されていた。

優先株式A に対する利益配当は 1932 年 4 月以降なされていなかった。そして 1936 年 1 月 1 日現在においてその累積未配当利益は 340,966.40 ドルに達しており、1 株あたり約 12.90 ドルであった。そこで、こ

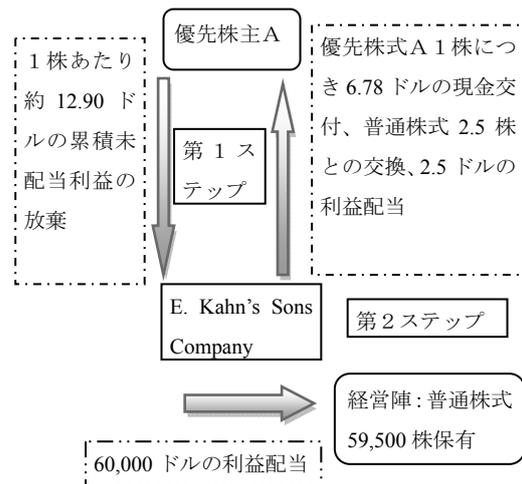
れらの累積未配当利益を排除するために事業再編計画が策定されることとなった。

1936 年 2 月 17 日に本件事業再編計画が経営陣により公表され、そして同年 3 月 11 日に株主総会で承認を受け、同年 5 月 9 日に実行されることとなった。まず、同日において優先株式Aの株主に対し 1 株につき 6.78 ドルの現金配当がなされた。当該利益配当は 1935 年度における純利益からなされたものである。次に、本件事業再編計画により優先株式Aは 1 株あたり同社の普通株式 2.5 株と交換することとされ、そして当該株式の交換により優先株式Aの累積未配当利益は排除されることとされた。

本件事業再編計画の実行により、次年度において 305,344.64 ドルの利益配当が可能となった。そこで次年度においては普通株式 1 株につき 1 ドルの利益配当が行われた。

本件事業再編計画により、優先株式Aの保有者は 6.78 ドルの現金交付および普通株式 2.5 株に対する配当 2.5 ドルの計 9.28 ドルの現金を受け取った。これら旧優先株式Aの株主に交付された金銭の総額は 245,344.64 ドルであった。そこで配当可能額 305,344.64 ドルから旧優先株式Aの株主に対して支払われた 245,344.64 ドルを差し引いた残りの 60,000 ドルが従来からの普通株主である経営陣に対し利益配当として支払われた【図2】。

【図2】



〔本事例に対する SEC の評価〕

本件では優先株主の累積未配当利益が排除され、それにより経営陣の有する普通株式に利益配当がなされることになったが、本件利益配当が経営陣に対する報酬としての性格を有している可能性もあり、それを理由に当該利益配当が正当化される可能性がある

⁴² Id. at 56.

⁴³ Id. at 58.

⁴⁴ Id. at 57.

⁴⁵ Id. at 66.

⁴⁶ Id. at 67, 108.

⁴⁷ Id. at 154-59. 本事例については、本田英夫「アメリカにおける 1930 年代後半期の累積的優先株未配当清算構造と利潤再配分」龍谷大学経済経営論集 29 巻 3 号 34～36 頁(1989)で詳細な検討がなされている。

SEC は言及している。また、優先株式の累積未配当利益の排除により、会社が新たな資金調達を行い易くなり、その結果全ての株主にとって利益となる可能性もあると指摘している。さらに、新たな資金調達により会社事業が成功し、普通株式の価値が上昇した場合、従来からの優先株式を1株有するよりも新たに普通株式を2.5株有する方が株主にとって有利な可能性もあるとしている。このように普通株式の価値が上昇した場合、結果として経営陣の有する普通株式に持分価値の希薄化が生じ、経営陣にとって不利になる可能性もあるとしている⁴⁸。

しかし他方で、複数種類の株式が発行され、普通株式のほとんどを経営陣が所有している場合、優先株主の利益よりも経営陣自らの利益を図るために事業再編計画が策定される可能性があり、本件はそのような場合の典型例であるとSECは評価している⁴⁹。

(3) International Paper and Power Company の事例⁵⁰

本件もまた、経営陣が普通株式に対し大きく利害関係を有しており、そのような状況で事業再編が行われ、優先株主の累積未配当利益の排除が行われた事例である。

[事例の概要]

International Paper and Power Company はマサチューセッツ信託として設立され、1936年12月31日時点において次のような株式を発行していた。

- ・7%累積的優先株式（額面金額100ドル、授権株式数1,000,000株、社外株式数914,746株（金庫株を除く。International Paper Company 保有分を含む））
- ・6%累積的優先株式（額面金額100ドル、授権株式数20,000株、社外株式数3,708株）
- ・普通株式A（無額面株式、授権株式数5,000,000株、社外株式数832,596株）
- ・普通株式B（無額面株式、授権株式数3,000,000株、社外株式数821,805株）
- ・普通株式C（無額面株式、授権株式数5,000,000株、社外株式数2,122,389株）

これらの株式のうち、経営陣およびその利害関係人が有する割合は以下の通りであった。

- ・7%累積的優先株式 14.5%
- ・普通株式A 43.1%

- ・普通株式B 61.6%
- ・普通株式C 48.1%

同時点において同社は約20,000,000ドルの債務超過に陥っていた。また、2種類の優先株式に対する累積未配当利益は計36,000,000ドルであり、7%優先株式1株あたり39.96ドル、6%優先株式1株あたり34.25ドルに達していた。他方、普通株式Bおよび普通株式Cの簿価は実質ゼロであり、また普通株式Aの簿価もほんの僅かであった。よってこれら3種類の普通株式に対する利益配当は全く期待できない状況にあった。このような状況の下で経営陣から次のような事業再編計画が提示された。

まず、7%累積的優先株式1株につき額面金額100ドルの5%累積的優先株式1株および本件事業再編計画に基づいて新たに発行される額面金額15ドルの普通株式（以下「新普通株式」という。）1株と交換することとされた。また5%累積的優先株式には同株式1株につき新普通株式2.5株と交換する転換権が付与されていた。7%累積的優先株式の簿価は約140ドルであったのに対し、5%累積的優先株式1株および新普通株式1株の簿価は約120ドルであった。

また、従来からの3種類の普通株式は以下の比率で新普通株式と交換することとされた。

- ・普通株式A1株につき新普通株式20分の8株
- ・普通株式B1株につき新普通株式20分の6株
- ・普通株式C1株につき新普通株式20分の3株

また、これら3種類の従来からの普通株式には新普通株式1株を25ドルで取得できるオプションが付与されており、その行使期限は1942年末と定められていた。これらの条件と引き換えに優先株式の累積未配当利益は排除されることとされた【図3】。

1937年6月23日の株主総会において本件事業再編計画は次のように賛成多数で承認された。

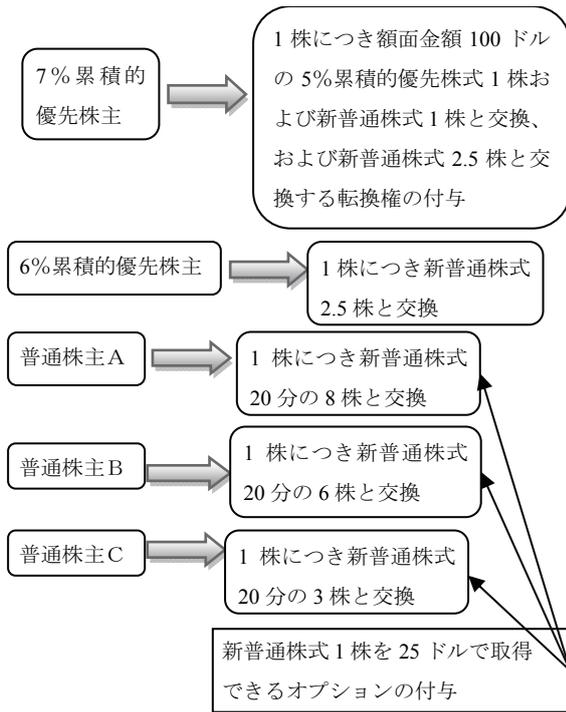
- ・7%累積的優先株式（総議決権数913,026、賛成642,148、反対61,790）
- ・6%累積的優先株式（総議決権数3,717、賛成2,497、反対112）
- ・普通株式A（総議決権数832,749、賛成605,432、反対6,784）
- ・普通株式B（総議決権数821,958、賛成725,596、反対4,400）
- ・普通株式C（総議決権数2,122,620、賛成1,684,961、反対50,552）

⁴⁸ SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 3, at 157-59.

⁴⁹ *Id.* at 159.

⁵⁰ *Id.* at 160-74. 本事例についても、本田・前掲注(47)36~44頁で詳細な検討がなされている。

【図 3】



〔本事例に対する SEC の評価〕

本事例に対して SEC は、普通株式の半数近くを有する経営陣は本件事業再編を実行し優先株主の累積未配当利益を排除することにより、自らの有する普通株式への配当を行いたいとの期待を抱くことになると指摘している⁵¹。そこで、債務超過を解消し且つ優先株主に対し累積未配当利益の支払いを行った後でなければ普通株式に対する配当を行うことは不可能である状況で、優先株主の権利を大きく侵害するような事業再編計画が策定されることになったと分析している。

また、本件事業再編計画において、5%累積的優先株式に付与されている新普通株式への転換権と、従来からの 3 つの普通株式に付与されている買受権に基づく新普通株式の取得価額との間に 15 ドルの差が設けられている点も優先株主にとって不利益であると SEC は指摘している。すなわち、5%累積的優先株式の株主は新普通株式を取得するのに 40 ドルを要するのに対し、従来からの普通株主は 25 ドルで済む点に合理的な理由を見出すことはできず、結局は優先株主の犠牲の下に経営陣自らが保有する普通株式の利益を図るものである可能性が高いと SEC は評価している⁵²。

このように経営陣が普通株式の半数近くを保有し、優先株主との間で利害対立が生じている場合、事業再編計画を中立的な立場で策定するのは不可能であり、経営陣は自己の利益を優先させることになってしまう⁵³。本件事業再編計画は優先株主の利益を大きく侵害するものであるため、本事例の調査を行った SEC スタッフの少数意見として、SEC が本件事業再編計画は不公正であるとの見解を公式に表明すべきとの意見が出された⁵⁴。それ程、本件事業再編計画は経営陣の利益のために策定された可能性が高いと SEC は評価している。

(4) Certain-teed Products Corporation の事例⁵⁵

本件は、投資信託による会社支配権獲得後の事業再編により、優先株主に従来付与されていた議決権が大幅に縮減された事例である。

〔事例の概要〕

Certain-teed Products Corporation (以下「Certain-teed」という。) は 1935 年 12 月時点において発行済み社外優先株式 63,004 株に対する累積未配当利益が 3,087,196 ドルに達しており、1 株あたりの額は約 49 ドルであった。優先株式に対する配当は 1928 年 10 月以降なされていなかった。当該優先株式には四半期配当が 8 期連続でなされなかった場合、取締役会構成員の過半数を選任する権限を有するものとされていたことから、同社の優先株主は取締役会構成員の過半数を選任する権限を有していた。

1936 年 4 月、Phoenix Securities Corporation (以下「Phoenix」という。) はこのような状況において Certain-teed の優先株式を取得し、同社に対する支配権を獲得した。Phoenix は Wallace Groves 氏の支配下にある投資信託であり、Phoenix が Certain-teed の株式を取得するのは今回が初めてであった。当該株式取得は財務上困難に直面している企業の支配権獲得という Phoenix の基本方針に合致したものであった。

当該優先株式取得は次のような経緯により行われた。まず、1935 年 4 月 15 日に、当時 Certain-teed の取締役会議長であった George M. Brown 氏と Phoenix との間で当該優先株式の売買契約が締結された。契約内容は Brown 氏が保有する Certain-teed の優先株式 32,000 株を 1 株あたり約 100 ドルから 104 ドルで購入するというものであり、当該売買契約の履行はエスクロー機関を通じて行われることとされた。また契約内

⁵¹ SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 3, at 164, 167.

⁵² *Id.* at 164-65.

⁵³ *Id.* at 172.

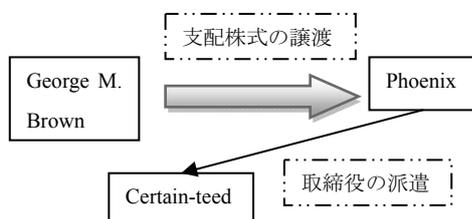
⁵⁴ *Id.* at 166-67.

⁵⁵ *Id.* at 176.

容として1937年1月15日までに事業再編計画が提示された場合には、エスクロー機関に預託された優先株式の議決権行使、株式の交換、その他株式の処分をPhoenixが自由に行うことができることとされていた。

1936年4月15日に当該売買契約の効力発生と同時にPhoenixは優先株主として全取締役会構成員11名中4名を選任し、それによりCertain-teedの取締役会にWallace Groves、Walter S. Mack, Jr.、Edward A. LeRoy, Jr.、Walter W. Colpittsの4氏を代表として送り込んだ。1936年12月31日時点においてCertain-teedの取締役会議長はWallace Groves氏であり、その後George M. Brown氏がその地位を引き継いだ【図4-1】。

【図 4-1】



1936年5月27日に同年6月24日を開催日とする特別総会の招集通知が株主に対して送付された。そして、本件総会においては定款変更により従来からの優先株式に優先する優先株式（以下、「新優先株式」という。）を新たに発行することとされ、また従来からの優先株主に対しては2つのオプションが提示された。

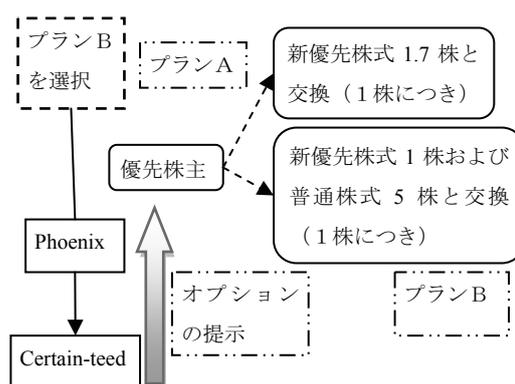
オプションAは、従来からの優先株式1株につき新優先株式1.7株と交換するというものである。他方、オプションBは、従来からの優先株式1株につき新優先株式1株および普通株式5株と交換するというものである。これらの株式の交換により優先株主の有する累積未配当利益は排除されることとされた。また優先株主が有する議決権についても変更が提案され、新優先株式に対する四半期配当が8期連続でなされなかった場合、当該優先株主は取締役選任に関し1株につき1議決権を有するものとされた。

PhoenixはオプションBを選択することにより、その有する従来からの優先株式のほとんどを普通株式と交換し、Certain-teedの支配権を獲得した【図4-2】。

[本事例に対するSECの評価]

SECは、PhoenixによるCertain-teedの優先株式取得は、同社の支配権獲得によりその後事業再編を行うことが目的であったのは明らかであり、そして本件事業再編計画はPhoenixがCertain-teedに対する支配権

【図 4-2】



をさらに強化するために策定されたものであると評価している。また、オプションAおよびオプションBを用意した点については、従来からの優先株主は従来と同様の地位を維持したいと考えオプションAを選択するであろうと意図したものであり、またPhoenixはオプションBを用意し自らそれを選択することによりCertain-teedに対する支配権を強化することが可能となったと指摘している⁵⁶。そして、このようなPhoenixによる支配権強化により、後日更なる事業再編が行われる可能性があるとしてSECは分析している⁵⁷。

SECは、本件事業再編計画で一般投資家の利益確保の観点から問題となる点は、第一に、Certain-teedの定款変更により従来からの優先株式より上位の優先株式が発行されたことであるとしている。すなわち、既存の優先株式にさらに優先する優先株式が発行される場合、従来からの優先株主は株式の交換に応じる法的義務はないが、自らの優先的地位を確保するために交換に応じるよう圧力がかけられることになる⁵⁸。本件において従来からの優先株主は交換買付けに応じることにより累積未配当利益を放棄することになったが、本件事業再編により提供される新株式が果たしてその対価として均衡しているか疑問であるとSECは指摘している⁵⁹。

また、本件事業再編により優先株主の有していた取締役選任に関する議決権が大きく侵害された点も問題であるとしている。優先株主に対し当初予定された優先配当がなされない場合、優先株主は自らに付与された議決権を行使することにより、自己の利益を保護することができる。本件事業再編により交付された新優先株式には1株につき1議決権しか付与されていないことから、以後優先配当がなされなかった場

⁵⁶ *Id.* at 183.

⁵⁷ *Id.* at 180.

⁵⁸ *Id.* at 496-500.

⁵⁹ *Id.* at 182.

合に、優先株主は議決権行使により自らの利益を保護することが困難となる。そして、本件事業再編により普通株式が大量に発行されたことから、Certain-teeed に対する支配権は Phoenix に移転してしまい、新優先株式に付与されている議決権はほとんど価値がなくなってしまうと SEC は評価している⁶⁰。

(5)The Equity Corporation の事例⁶¹

本件は、投資信託である Equity Corporation が株式の交換買付けにより次々と企業買収を行い、対象会社の支配権を獲得していった事例である。そして対象会社の支配権獲得後は、対象会社の資産の切り売りおよび少数株主の締出しのために定款変更・吸収合併・新設合併・会社財産全部の譲渡・解散等が行われ、それにより一般投資家の権利が大きく侵害されることとなった。

[事例の概要]

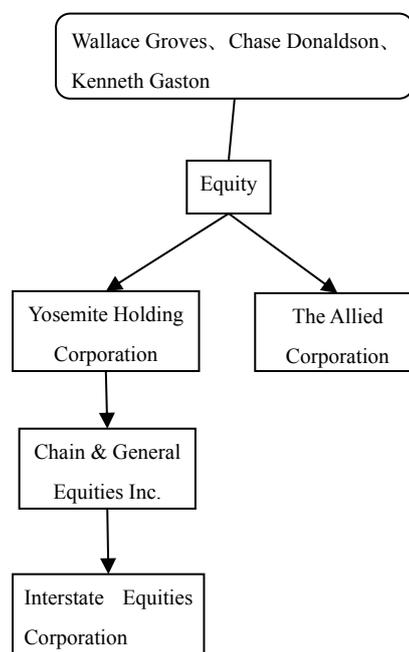
The Equity Corporation (以下「Equity」という。)は1932年12月にWallace Groves、Chase Donaldson、Kenneth Gastonの3氏によってデラウェア州会社法に基づき設立された投資信託であり、他の投資信託および会社の支配権を獲得することを目的としていた。Equityはその設立に際して普通株式1,700,000株(Equityの授権株式数は4,500,000株であった。)の発行により、3氏により運営されている関係会社またはシンジケート団を通じて、Allied General Corporation(証券のホールセールを行う会社)およびYosemite Holding Corporation(投資信託持株会社)の議決権付株式の過半数、および現金50,000ドルを取得した。The Allied Corporationの株式の資産価値は約250,000ドルであり、またYosemite Holding Corporationの株式の資産価値はゼロであった。よってEquityの設立時の資産総額は約300,000ドルであった。ただし、Yosemite Holding CorporationはChain & General Equities Inc.の支配権を有していた。そしてChain & General Equities Inc.はInterstate Equities Corporationの支配権を有していた。よってこれらの会社およびAllied General Corporationの純資産はEquityの支配下にあり、これらが有する純資産の価値は合計約6,500,000ドルであった【図5-1】⁶²。

Compania MontanaはWallace Groves氏により100%所有されている会社であり、Equityの普通株式を1,150,000株保有していた。1933年5月に、ニューヨ

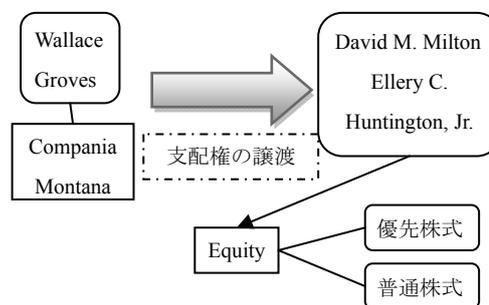
ークの法律事務所Satterlee & CanfieldのパートナーであるDavid M. MiltonおよびEllery C. Huntington, Jr.の両氏は関連会社を通じてCompania MontanaからEquityの普通株式1,000,000株を購入し、Equityの支配権を獲得した。購入価格は900,000ドルであった⁶³。

1933年5月31日に、Equityは新株発行を行い、発行済み社外普通株式数は1,700,000株から1,995,957.67株に増加した。また優先株式も新たに15,174.5/8株発行された。これら新たに発行された普通株式および優先株式は一般投資家により保有されていた【図5-2】⁶⁴。

【図 5-1】



【図 5-2】



1935年12月に後述の拡張計画(expansion program)が完了した時点においてEquityの資産価値は24,710,048.27ドルに達していた。よってEquityの資産価値はわずか3年で約8倍に増加したことになる。

⁶⁰ Id. at 184.

⁶¹ Id. at 198-352.

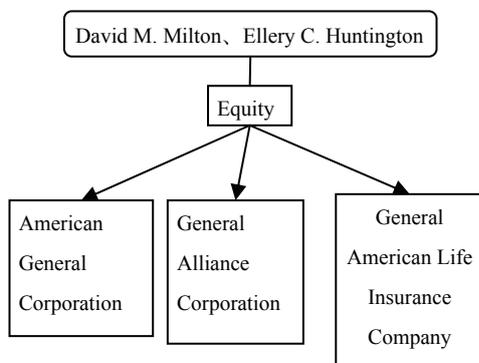
⁶² Id. at 199.

⁶³ Id. at 199-200.

⁶⁴ Id. at 201-02.

また、Equity の支配下にある投資信託および会社の純資産額は約 205,000,000 ドルとなり、Equity 設立時に支配下にあった純資産総額に比べ、約 30 倍に増加していた。Equity の資産には American General Corporation (連結ベースで 53,667,648.29 ドルの純資産を有する投資信託) の議決権の 38.7%、General Alliance Corporation (連結ベースで 14,492,289.77 ドルの純資産を有する保険持株会社) の発行済み株式の 36%、General American Life Insurance Company (124,392,387.74 ドルの純資産を有する保険会社) の発行済み株式の 93%が含まれていた。これらの会社の資産は Milton 氏および Huntington 氏の二人によって支配されていた【図 5-3】⁶⁵。

【図 5-3】



Equity は次のような手法により他の会社を買収していった。(1) 対象会社を支配するために十分な数の議決権付株式を取得する。それにより対象会社の経営陣に影響力を行使し、また場合によっては経営陣の入れ替えを行う。これにより、次の段階で行われる交換買付けの勧誘に際して対象会社の経営陣が反対意見を表明しないようにすることができる。(2) 対象会社の株式をさらに取得するために Equity の株式を用いた交換買付けを行う。それにより、州会社法が定める解散、吸収合併、新設合併等を行うために必要な議決権数を確保する。(3) 対象会社の吸収合併、新設合併、会社財産全部の譲渡、解散を行うことにより会社財産の切り売りを行う⁶⁶。対象会社の株式を取得するために要する資金の調達は銀行からの借入れにより行い、その返済は対象会社の支配権を獲得した後、当該会社の資産を売却することで行われた⁶⁷。また、他の会社の支配権を獲得するために、すでに Equity の支配下にある会社の資産が用いられる場合もあつ

⁶⁵ *Id.* at 203-04.
⁶⁶ *Id.* at 204.
⁶⁷ *Id.* at 225.

た⁶⁸。

Equity が上記の交換買付けを行う際には、一般投資家が勧誘に応じるよう様々な手法が用いられた。まず、交換買付けへの勧誘にあたり、Equity およびその投資銀行家と事業関係を有する全米およびカナダのブローカー・ディーラーが動員された。これらの人員は対象会社の株式を一般投資家に対して販売を行った者であり、一般投資家の信頼を得ていることから、これらの者が相対で一般株主に勧誘を行うことにより、より効果的に交換買付けへの申込みを誘引することが可能であった⁶⁹。

次に、交換買付けへの勧誘に際して誤解を招くような情報開示が行われた。第一に、優先株主に対して即座に利益配当がなされるとの誤解を与えるような情報開示を行い、対象会社の一般投資家が交換買付けに応じるよう働きかけた⁷⁰。第二に、良き会計慣行に反する財務諸表の作成により誤解を招くような情報開示が行われた。すなわち、Equity は財務諸表の作成に際して、交換買付けが 100%成功することを前提とした仮連結貸借対照表を用いて情報開示を行った⁷¹。当該財務諸表は監査法人プライス・ウォーター・ハウスのコーパスによる監査が行われていた。ただし、監査意見において良き会計慣行に従っていないとの注記がなされていた。その後、Equity は連結貸借対照表を公表し、それには Equity の財務担当役員による監査意見が付されていた。第三に、分散化されたポートフォリオを有しているとの誤解を与えるような情報開示が行われた⁷²。

さらに、交換買付けへの申込を誘引するために様々な手法が用いられた。第一に、株式発行の際に設定された払込剰余金および資本剰余金を用いて Equity の優先株主に利益配当を行った⁷³。これにより、対象会社の株主に利益配当が行われるとの期待を抱かせ、交換買付けに応じるよう誘引した。第二に、Equity の運営費用を他の投資信託に比べ少額に見せかけるために、交換買付けに伴う費用の一部および Equity の取締役および役員報酬は被支配会社の財産を用いて支払いが行われた⁷⁴。第三に、交換買付けへの申込期間を短期間に制限することにより、一般投資家に対し早急に交換買付けに応じるよう圧力をかけた⁷⁵。申込

⁶⁸ *Id.* at 227-28.
⁶⁹ *Id.* at 235-40.
⁷⁰ *Id.* at 250-52.
⁷¹ *Id.* at 253-62.
⁷² *Id.* at 263-66.
⁷³ *Id.* at 267-73.
⁷⁴ *Id.* at 273-77.
⁷⁵ *Id.* at 245-48, 277-82.

期間は多くの場合、2週間から1ヶ月であった⁷⁶。また買付け期間の延長を適宜行い、その際には今回が最後の延長であると一般投資家に思い込ませ、交換買付けに応じるよう圧力をかけた⁷⁷。第四に、Equityは店頭市場で取引されていた自らが発行する株式の流動性をさらに高めるために、ニューヨーク・カーブ証券取引所へ上場を行った。そして、一般投資家が交換買付けに応じEquityの株式を取得することにより、Equityの株式の流動性が増す一方、対象会社の株式の流動性は低下し、それにより売買の機会が失われることになると強調した。それにより、一般投資家に交換買付けに応じるよう圧力をかけた⁷⁸。また、一般投資家が交換買付けに応じるよう、Equityの株式の価格を維持するために作爲的な相場形成が行われた⁷⁹。

そして、対象会社の支配権獲得後、Equityは対象会社に対し定款変更、吸収合併、新設合併、会社財産全部の譲渡、解散等を行った。それにより、対象会社の資産を切り売りするとともに少数株主の締出しを行った。

まず、Equityは対象会社の定款変更を行い、種類株主総会の開催を不要とした。またその際には、優先株式の累積未配当利益の排除、優先配当率の変更、償還価額の変更等を行い、優先株主の権利内容が大幅に変更された⁸⁰。

次に、対象会社に少数株主がほとんど残っていない場合、Equityは対象会社を解散させ、残余財産の分配を行った⁸¹。

逆に、対象会社に少数株主が多くとどまっている場合には、対象会社の合併を行った⁸²。合併の場合は、少数株主が株式買取請求権を行使する場合を除き、Equityは合併対価として自らの株式を交付することにより現金の社外流出を抑えることが可能であった⁸³。また、Equityは対象会社の支配株主でもあることから、合併条件も自ら自由に決定することが可能であった⁸⁴。そして合併条件の決定にあたっては、対象会社の優先株主の権利内容の大幅な変更が行われた⁸⁵。

少数株主から定款変更および合併に対して差止め訴訟が提起された場合、Equityはそれらの少数株主と和解を行った。ただし、その際に支払われる和解金は

対象会社の資産から支払われた⁸⁶。また、少数株主が事業再編計画に反対するために他の一般株主に働きかけようとする際には、Equityは対象会社の株主名簿の閲覧を認めず、委任状勧誘を妨害した⁸⁷。これらの少数株主には委任状勧誘を行うだけの金銭を有しておらず、またはそれに協力するブローカー・ディーラー等もいなかったため、これらの少数株主が委任状合戦で勝利する可能性は極めてゼロに近かった⁸⁸。

以上のような手法により本件拡張計画を遂行した結果、一般公衆が株主となっている21の会社の資産がEquityまたはその支配下にある会社に統合されることとなった。これら21の会社中、9の会社がEquityまたはその支配下にある会社に吸収合併され、4つの会社が解散され、そして8の会社が新設合併により一つの会社に統合された。Equityはこれら21の企業買収のうち13の事例において交換買付けを行い、その回数は約50回に及んだ【表】⁸⁹。

1935年末時点において、Equityの社外株式数は優先株式が275,000株、普通株式が5,000,000株に増加していた。これらの株式中、金銭を対価として発行されたのは普通株式200,000株のみであり、設立当初発行された普通株式1,700,000株以外の株式はEquityによる交換買付けおよびそれに引き続くEquityとの合併の対価として発行されたものであり、そのほとんどは一般投資家によって保有されていた。しかし、MiltonおよびHuntingtonの両氏がEquityの普通株式1,000,000株を保有していることから、依然として両者がEquity傘下の会社の支配権を握っていた⁹⁰。

[本事例に対するSECの評価]

SECは、本件事業再編におけるEquityの拡張計画実行にあたり、株式の交換買付けが決定的に重要であったと指摘している⁹¹。そして本件拡張計画が成功するかどうかは株式の交換買付けに一般投資家がどの程度応じるかにかかっていることから、Equityは一般投資家が交換買付けに応じるよう様々な手段を講じることになったとしている。SECはEquityが用いたこれらの手段に対して、本件交換買付けに対する公的機関による監督が行われていないことから、Equityが交換買付けの条件を一方的に決定し、そして交換買付けに応じるよう圧力をかけることができた指摘

⁷⁶ *Id.* at 277.

⁷⁷ *Id.* at 278-82.

⁷⁸ *Id.* at 282-87.

⁷⁹ *Id.* at 287-92.

⁸⁰ *Id.* at 325-32.

⁸¹ *Id.* at 296-97.

⁸² *Id.* at 310.

⁸³ *Id.* at 311.

⁸⁴ *Id.* at 313.

⁸⁵ *Id.* at 325-32.

⁸⁶ *Id.* at 332-37.

⁸⁷ *Id.* at 341.

⁸⁸ *Id.* at 341-42.

⁸⁹ *Id.* at 204-05, 292.

⁹⁰ *Id.* at 205.

⁹¹ *Id.* at 211, 336.

している⁹²。

【表】

吸収合併された会社	解散された会社	新設合併された会社
*Chain & General Equities Inc.	*Yosemite Holding Corporation	*United Founder Corporation
*Interstate Equities Corporation	*Eastern Shares Corporation	*American Founder Corporation
*Reliance International Corporation	*Allied General Corporation	*American and Continental Corporation
American British & Continental Corporation	*General Alliance Corporation	American & General Securities Corporation
*Majestic Fire Insurance Company		International Securities Corporation of America
*Colonial States Fire Insurance Company (old)		Second International Securities Corporation
American Merchant Marine Insurance Company		United States & British International Company, Ltd.
*American Colony Insurance Company		Reliance Management Corporation
North Star Insurance Company		
*交換買付けがなされたもの		

出所：SEC, Protective Committee Report Part VII, at 205.

また、Equity が対象会社の経営陣が交換買付けに反対の意見表明をしないようあらかじめ十分な数の議決権株式の取得を行った点については、対象会社の経営陣が交換買付けに反対の意を表明しない場合には対象会社の株主名簿の入手が容易になり、交換買付けを円滑に遂行することができるからであると分析している⁹³。

⁹² *Id.* at 205-06.

⁹³ *Id.* at 211-13.

Equity が対象会社の株式を取得するための資金を、すでに傘下に収めている会社の資産を用いることで行った点については、このような方法を用いることでEquity 自身による買収費用の負担が最小限に抑えられ、そのことが Equity による交換買付けが投資家にとりより魅力的なものとなる要因となったと SEC は分析している⁹⁴。また、Equity は交換買付けを行う際に自らが交付する株式の数をできる限り少なくするために、自らの株式の市場価格を吊り上げるよう動機付けられると指摘している⁹⁵。

Equity が交換買付けの勧誘のために様々な専門機関を利用した点については、これらの専門機関と一般投資家との間で利益相反が生じる可能性があるとして SEC は指摘している。すなわち、これらの専門機関は株式の交換買付けを仲介することにより手数料を得ることから、Equity にとって有利になるよう助言を行う危険性が存在することとなる⁹⁶。

交換買付けへの勧誘に際して誤解を招くような情報開示が行われた点については、次節で検討するように、1933年証券法による情報開示規定および1934年証券取引所法の委任状勧誘規定が州会社法における事業再編においては適用されない場合がほとんどであることが問題であると SEC は指摘している⁹⁷。

資本剰余金および払込剰余金からの利益配当が行われた点については、デラウェア州会社法の下であったからこそ可能であったと SEC は指摘している⁹⁸。また、対象会社の財産から役員報酬の支払いが行われていた点については、これらの支払いは Equity の交換買付けに応じなかった対象会社の少数株主にとって大きな負担になると指摘している⁹⁹。

Equity が対象会社の支配権獲得後に行った対象会社の合併・解散等については、デラウェア州会社法の下でこれらを行う際の要件が緩いことから、Equity は自由に支配権行使を行うことができたことと指摘している。すなわち、デラウェア州会社法では、吸収合併・新設合併を行うには全社外株式の3の2以上、解散を行うには全議決権株式の3の2以上、会社財産全部の譲渡を行う場合には全議決権株式の過半数の賛成が要件とされ¹⁰⁰、種類株主総会決議は不要とされていたことから、これらの要件を満たす議決権株式を獲得した場合、Equity は対象会社に対し自由に支配権を行使

⁹⁴ *Id.* at 228.

⁹⁵ *Id.* at 231-32, 287.

⁹⁶ *Id.* at 242-44.

⁹⁷ *Id.* at 249-50, 265-66.

⁹⁸ *Id.* at 268-69.

⁹⁹ *Id.* at 277.

¹⁰⁰ Del. Rev. Code (1935) c. 65, § § 39, 59, 64a.

することができた¹⁰¹。他方、衡平法裁判所は少数株主による事業再編に対する差止めの訴えを、当該事業再編計画が詐欺に匹敵する程著しく不公正である場合にしか認めていなかったことから¹⁰²、訴訟に要する費用や時間を勘案した場合、少数株主は自らの利益を確保するのは極めて困難であると指摘している¹⁰³。また、州会社法上の反対株主の株式買取請求権も、事業再編の場面において少数株主の利益を確保するには不十分であると評価している¹⁰⁴。最後に、対象会社の支配権獲得後の Equity によるこれらの行為についても公的機関による監督が全く行われないことから、これらの行為が公正に行われるか否かはただ会社支配者の良心にかかっている点が制度上大きな問題点であると指摘している¹⁰⁵。

(6) Alleghany Corporation の事例¹⁰⁶

本件は、事業再編計画に基づく合併により既存の優先株主の権利内容に大幅な変更が加えられようとしたが、それに対し裁判所が最終的に事業再編の差止めを命じた事例である。

〔事例の概要〕

Alleghany Corporation (以下「Alleghany」という。)および The Chesapeake Corporation (以下「Chesapeake」という。)はそれぞれ The Chesapeake and Ohio Railway Company (以下「Chesapeake and Ohio Railway」という。)の普通株式を保有する持株会社および中間持株会社である。また両社は他の複数の企業(そのほとんどが鉄道会社である。)の株式も保有していた。しかしながら、後述の事業再編計画が提示された時点では、Chesapeake and Ohio Railway の普通株式は Chesapeake の主要財産であり、また、Alleghany が保有する Chesapeake の普通株式は Alleghany の主要財産であった。1937年7月8日に本件事業再編計画が提示された時点において Chesapeake は Chesapeake and Ohio Railway の普通株式を約35.5%保有し、実質的な支配権を有していた。Chesapeake は借り入れ等を行っておらず、社外普通株式を1,799,745株発行していた。これらの普通株式のうち約71%にあたる1,278,000株は Alleghany により保有されていた。残りの約29%にあたる521,745株は一般投資家により保有されていた

¹⁰⁷。

Alleghany は3種類の社債および3種類の株式をそれぞれ発行していた。その内訳は次の通りである。

【社債】

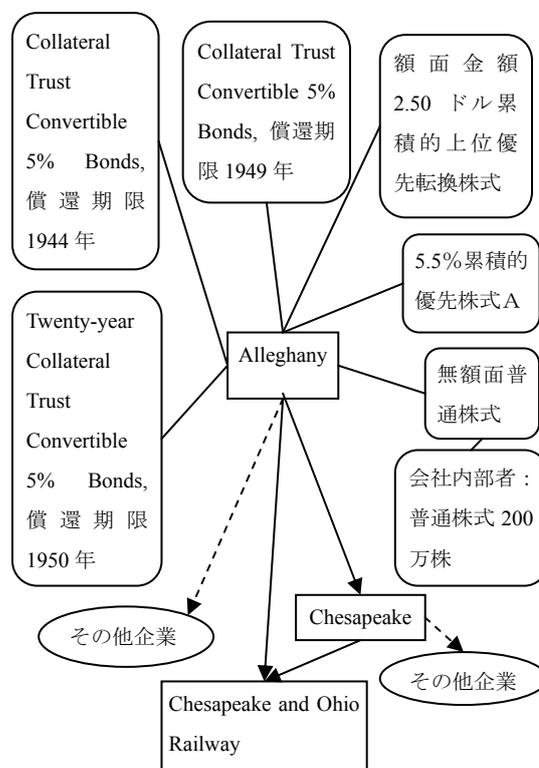
- Collateral Trust Convertible 5% Bonds, 償還期限 1944年 31,466,000ドル
- Collateral Trust Convertible 5% Bonds, 償還期限 1949年 21,938,000ドル
- Twenty-year Collateral Trust Convertible 5% Bonds, 償還期限 1950年 24,387,000ドル

【株式】

- 額面金額 2.50ドル累積的上位優先転換株式 119,833株
- 5.5%累積的優先株式A (完全無議決権株式) 667,539株
- 無額面普通株式 4,440,647株

これらの証券は普通株式も含めて一般投資家により広く保有されていた。ただし、発行済み普通株式の約45%にあたる2,000,000株は会社内部者により保有されていた。よって会社内部者は当該株式保有を通じて Alleghany を支配すると共に、その傘下にある Chesapeake および Chesapeake and Ohio Railway を支配することが可能であった【図6-1】¹⁰⁸。

【図 6-1】



¹⁰¹ SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 3, at 313, 336.

¹⁰² *Id.* at 337.この点については第四章で検討する。

¹⁰³ *Id.* at 230, 305, 336.

¹⁰⁴ *Id.* at 342-52.この問題については第四章で検討する。

¹⁰⁵ *Id.* at 205-06, 294, 336.

¹⁰⁶ *Id.* at 353-411.

¹⁰⁷ *Id.* at 354-55.

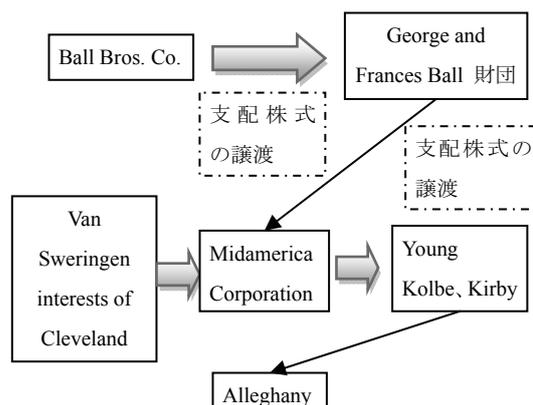
¹⁰⁸ *Id.* at 355-56.

Alleghany の支配株式は当初 Van Sweringen interests of Cleveland により保有されていた。しかし、同社の鉄道事業拡大に伴って当該支配株式は同社の持株会社である Vaness Co. および Cleveland Terminals Building Co. に対する融資の担保として提供されることとなった。当該融資は J.P. Morgan & Co. を筆頭とする銀行団により行われた。1935 年 5 月 1 日が当該融資の返済期限であったが、債務の弁済はなされなかった。そこで 1935 年 9 月 30 日に当該株式は公開オークションにかけられ、Midamerica Corporation により落札された。Midamerica Corporation は当該株式を落札するために Van Sweringen interests of Cleveland により設立された会社である。また Midamerica Corporation に対しては Ball Bros. Co. (インディアナ州ムンシーのガラスおよびゴム製品の製造業者) の副社長である George A. Ball および George A. Tomlinson (オハイオ州の造船業者) が主に財政的援助を行っていた。1936 年に Midamerica Corporation は公開オークションで Alleghany の累積的上位優先転換株式を取得し、また累積的優先株式 A を買い増した¹⁰⁹。

Ball Bros. Co. は Midamerica Corporation の社外普通株式の 93.67% を保有していたが、1937 年 4 月 1 日に当該普通株式を宗教、慈善、教育目的のための財団法人である George and Frances Ball 財団に譲渡した。1937 年 4 月 24 日、同財団は Midamerica Corporation が保有する Alleghany の全証券の 93.67% を Robert R. Young、Frank F. Kolbe、Allan P. Kirby の 3 氏を構成員とするシンジケート団に売却した。その対価は 6,375,000 ドルであり、そのうち 3,887,405.70 ドルは普通株式 1,933,810 株 (当該譲渡時点における Alleghany の発行済み社外普通株式総数は 4,440,647 株) の対価として支払われた。当該証券の売買により Alleghany の支配権は Young、Kolbe、Kirby の 3 氏に移転することとなった。これら普通株式に加え、3 氏は Alleghany の 1950 年を償還期限とする額面社債 427,000 ドル、額面 2.50 ドル累積的上位優先転換株式 4,359 株、累積的優先株式 A 45,195 株も取得した。これらの社債および株式の取得により、3 氏は Alleghany および Chesapeake 両社の取締役となり、また Young は両社の取締役会議長に就任した。3 氏は定員 5 人とされている Chesapeake の取締役会の過半数を占めることとなった【図 6-2】¹¹⁰。

Alleghany の普通株式には資産価値がなく、利益配当がなされる可能性もなかったが、当該株式保有を通じて Alleghany および Chesapeake を支配することがで

【図 6-2】



き、さらにはこれらの傘下にある鉄道会社の支配も可能であった。Chesapeake の傘下にある Chesapeake and Ohio Railway の資産総額は 1936 年 12 月 31 日時点で 752,886,039 ドルであった。また 1937 年 6 月 30 日時点における Chesapeake の資産総額は 108,090,806.91 ドルであった。また同日における Alleghany とその完全子会社の連結財務諸表上の資産額は 221,631,730.78 ドルであった¹¹¹。

しかし、Alleghany は次のような財務上の問題を抱えていた。第一に、担保付社債の資産担保率が不十分であったという点である。Alleghany が発行する担保付社債の資産担保率は額面金額の 150%とされていたことから、この資産担保率を満たさない限り、新たに負債性証券を発行し、また同社の株主に対して利益配当を行うことはできなかった。Alleghany の発行する 3 種類の社債のうち、償還期限が 1944 年および 1949 年のものについては、それぞれ資産担保率が 225%および 191%であったものの、償還期限が 1950 年の社債に関する資産担保率は僅か 60%であった¹¹²。

第二に、優先株式の累積未配当利益が巨額に達していたという点である。1937 年 6 月 30 日時点で累積的上位優先転換株式の累積未配当利益の総額は 823,851.88 ドルであり、1 株当たり 6.875 ドルに達していた。また累積的優先株式 A の累積未配当利益は 22,642,922.88 ドルであり、1 株当たり 33 ドルに達していた¹¹³。

このような状況において Alleghany と Chesapeake を合併させ、新設会社として Chesapeake Corporation (以下「新会社」という。) を誕生させることが計画された。当該合併に際して、Alleghany が発行する償還期限が 1944 年および 1949 年の担保付社債 (額面総

¹⁰⁹ *Id.* at 356-57.

¹¹⁰ *Id.* at 357-59.

¹¹¹ *Id.* at 359.

¹¹² *Id.* at 360-61.

¹¹³ *Id.* at 362.

額 53,404,000 ドル) および普通株式 4,440,647 株については特に権利内容に変更が加えられることなく、新会社が発行する同内容の証券が Alleghany の旧証券保有者に交付されることとされた。しかし、他の証券の権利内容については大幅な変更が提案された¹¹⁴。

【Chesapeake の普通株式】

Alleghany を除く当該株式保有者は、当該株式 1 株につき、新会社の発行する 5%累積的上位優先転換株式 1 株の交付を受けることが提案された。当該株式の額面金額は 100 ドルであり、また転換権の行使により新会社の普通株式 10 株と交換することができることとされた。

また、上記の条件の代替案として、Chesapeake の普通株式 1 株につき、Chesapeake and Ohio Railway の普通株式 0.5 株の交付を受けるとの提案も行われた。ただし、当該代替案に対する申込期限は 1937 年 8 月 16 日 (合併決議が行われる株主総会の前日) とされており、当該期日までに申込を行わなかった株主は、総会での合併の承認とともに、新会社の発行する 5%累積的上位優先転換株式の交付を強制されることとされた¹¹⁵。

【Alleghany の 1950 年を償還期限とする担保付社債】

当該社債保有者に対しては、当該社債の額面金額 1,000 ドルにつき、新会社の発行する 5%累積的上位優先転換株式 8 株および現金 200 ドルの交付を受けることが提案された。当該社債保有者が当該提案に応じかどうかは任意であり、また一度交換買付けに申し込んだ場合であっても、合併決議がなされるまでは何時でも申込みの撤回が可能とされていた。また、最低でも当該社債総額の 85%の社債保有者が当該交換買付けに応じない場合は、本件新設合併は行われなかったとされていた。ただし、応募者の割合が 85%未満の場合であっても、会社が書面によりこれらの社債保有者に対して合併決議から 20 日以上前に本件新設合併を行う旨を通知した場合は、この限りでない¹¹⁶。

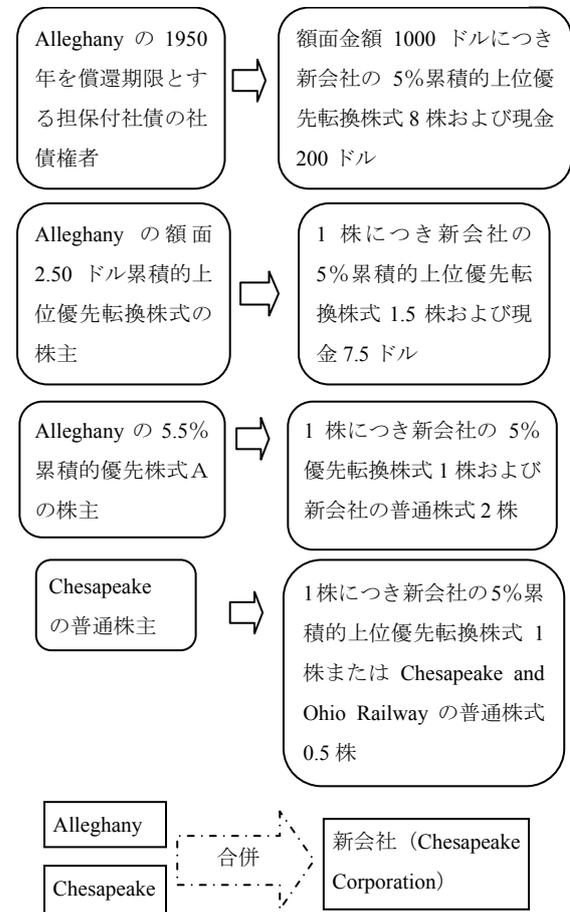
【Alleghany の額面 2.50 ドル累積的上位優先転換株式】

当該株式保有者に対しては、当該株式 1 株につき、新会社の発行する 5%累積的上位優先転換株式 1.5 株および現金 7.5 ドル (1937 年 10 月 1 日時点における当該株式の累積未配当利益の額と同じ)の交付を受けることが提案された¹¹⁷。

【Alleghany の 5.5%累積的優先株式 A】

当該株式保有者に対しては、当該株式 1 株につき、新会社の発行する 5%優先転換株式 1 株および新会社の発行する普通株式を 2 株取得することができるワラント (1 株あたりの払込み金額は 5 ドル) の交付を受けることが提案された。この 5%優先転換株式は無額面株式であるが、会社の清算に際しては 1 株につき 100 ドルおよび累積的に利益配当を受ける権利を有するとされていた。ただし、当該利益の累積は 1 年分に限定されていた。また、転換権の行使により、5%優先転換株式 1 株につき、新会社の発行する普通株式 10 株に転換できることとされた【図 6-3】¹¹⁸。

【図 6-3】



以上の事業再編計画に応じるよう、投資家に対して勧誘が行われた。ただし、事業再編への勧誘資料には、本件事業再編計画が Young, Kolbe, Kirby にとって利益となることを示す情報は全く含まれていなかった。またこれらの人物が Alleghany の株式をどの程度保有しているかも全く記載されていなかった¹¹⁹。

¹¹⁴ *Id.* at 363.

¹¹⁵ *Id.* at 364.

¹¹⁶ *Id.* at 364-65.

¹¹⁷ *Id.* at 365.

¹¹⁸ *Id.*

¹¹⁹ *Id.* at 402-03.

以上の新設合併の提案に対し、その内容が不公正であるとして、2件の差止め訴訟が1937年8月11日にボルティモア市巡回裁判所に提起された。これらの訴訟の原告は次の通りであり、Alleghany および Chesapeake の株式を下記の割合で保有していた¹²⁰。

[1件目の訴訟の原告]

Aldebaran Corporation : Alleghany の 5.5% 累積的優先株式 A2,600 株および Chesapeake の普通株式 800 株を受託者として所有

Broseco Corporation : Alleghany の 5.5% 累積的優先株式 A51,900 株および Chesapeake の普通株式 5,900 株を受託者として所有

[2件目の訴訟の原告]

Tri-Continental Corporation : Chesapeake の普通株式 18,000 株を受託者として所有

Selected Industries Incorporated : Chesapeake の普通株式 18,500 株を受託者として所有

また、1937年8月15日に、Alleghany の 5.5% 累積的優先株式 A4,000 株を受託者として所有するペンシルヴェニア大学がこれらの訴訟の原告として加わった。

裁判所は原告の訴えを認め、本件合併の差止めを命じた。裁判所は判断を下すにあたり、本件合併計画は Chesapeake の普通株主にとっては詐欺に匹敵する程著しく不公正であるとは言えないとしつつも、Alleghany の 5.5% 累積的優先株主にとっては、合併に際して議決権を行使できないことも考慮に入れると、詐欺に匹敵する程著しく不公正であると判示した。そして、本件合併計画の一部分のみを差止めることはできないことから、本件合併計画全体を差止めなければならないとし、原告の請求を認めた¹²¹。

[本事例に対する SEC の評価]

SEC は、本件合併計画が Alleghany の支配株主である Young, Kolbe, Kirby が兼任取締役として Alleghany および Chesapeake の両社を支配している状況下で提案されたという点が大きな問題であるとしている¹²²。これらの経営陣は Alleghany の普通株式に大きく利害関係を有しており、中立的な立場から全ての証券保有者の利害関係を考慮して本件事業再編計画を策定す

ることはおよそ期待できなかった¹²³。

このように優先株主と経営陣との間に利益相反関係が存在する場合、優先株主の犠牲の下に経営陣にとって利益となるような事業再編計画が策定される危険性があると SEC は指摘している¹²⁴。本件事業再編計画が実行された場合、優先株主の累積未配当利益は排除されることになり、従来からの優先株主にとって大きな不利益となる。

他方、本件事業再編が実行されたならば、Alleghany の経営陣は多大な利益を得る可能性があった。すなわち、本件事業再編計画を実行し優先株主の累積未配当利益を排除することで社債の資産担保率を回復させることができ¹²⁵、さらには経営陣自らが有する普通株式への利益配当を行うことも可能であった¹²⁶。SEC は、本件合併は Young, Kolbe, Kirby が Alleghany および Chesapeake の支配権を獲得した直後に計画されたものであり、経営陣の有する Alleghany の普通株式に利益配当を再開するためになされたものであると指摘している¹²⁷。また、本件事業再編の実行により経営陣は Alleghany に対する支配権を従来通り維持することができ、それにより会社支配権に伴う様々な利益を享受することができることも指摘している¹²⁸。

本件事業再編計画は経営陣の利益に資するために策定されたことが明確であることから¹²⁹、本件事業再編計画に対する投資家の十全な投資判断に資するために、本件事業再編計画に対して経営陣が有する利害関係および投資家が受ける権利内容の変更について詳細な情報開示が本来ならば必要となる¹³⁰。しかし、当時の1933年証券法の情報開示規定および1934年証券取引所法の委任状勧誘規定は、州会社法における事業再編の場面ではほとんど適用されず、また開示内容も不十分であったことから、本件事業再編計画において Young, Kolbe, Kirby が有する利害関係は開示されなかったと SEC は問題点を指摘している¹³¹。

最後に、本件では、最終的に裁判所が本件事業再編の差止めを認めたが、このような事例は稀であると SEC は言及している。すなわち、事業再編の差止め訴訟が提起されない場合はそもそも事業再編計画の公正性・公平性が裁判所により審査されることはなく、また、訴訟が提起される場合であっても原告は当該事

¹²⁰ *Id.* at 375, 405-06.

¹²¹ *Alleghany Corp. v. Aldebaran Corp.*, 173 Md. 472 (Md. 1938) (Appeals from the Circuit Court No. 2 of Baltimore City; Dennis, C. J.).

¹²² SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 3, at 353, 375.

¹²³ *Id.* at 376, 401.

¹²⁴ *Id.* at 411.

¹²⁵ *Id.* at 368, 394.

¹²⁶ *Id.* at 384.

¹²⁷ *Id.* at 363, 384.

¹²⁸ *Id.* at 376-78.

¹²⁹ *Id.* at 377.

¹³⁰ *Id.* at 402.

¹³¹ *Id.* at 402.

業再編計画が詐欺に匹敵する程著しく不公正であることを立証しなければならないこととされていた。よって当時の法的状況下で投資家が訴訟を通じて事業再編計画の公正性・公平性を実現することはほとんど期待できないと SEC は指摘している¹³²。

2. 事業再編の場面における連邦証券規制の適用範囲拡大の必要性

SEC はこれらの事例の検討を通じて、州会社法における事業再編の場面において 1933 年証券法の情報開示規定および 1934 年証券取引所法の委任状勧誘規定がほとんど適用されないことから、事業再編の場面における完全かつ正確な情報に基づく投資家の十全な投資判断を確保するために、これらの規定の適用範囲を拡大すべきであると主張している¹³³。そこで本節では当時の 1933 年証券法および 1934 年証券取引所法の事業再編の場面における適用範囲について確認するとともに、これらの規定の適用範囲が限定されていることに対する SEC の問題意識について検討する。

まず、1933 年証券法の適用範囲について、同法 5 条の登録届出書の提出規定（5 条(a)項(1)号）および目論見書交付規定（5 条(b)項(2)号）は同法 2 条(3)項に規定する証券の「売付け」(Sale) に該当する場合に適用されると規定されていた。そこで、どのような場合が同条の「売付け」に該当するかが問題となるが、当時はノー・セール・ルール (No Sale Rule)¹³⁴ に基づき、定款変更、吸収合併、新設合併、会社財産全部の譲渡に際して証券が発行される場合は同条の「売付け」に該当しないとの見解が採用されていた。また、1933 年証券法の適用除外について定める同法 3 条(a)項(9)号¹³⁵は、証券の交換に際して手数料またはその

他の報酬の授受が直接または間接的に行われる場合を除き、証券の交換買付けには適用されないと規定されていた。よって、事業再編により証券発行が行われる場合に 1933 年証券法の情報開示規定が適用されることは稀であった。

しかし、SEC は以上のような州会社法における事業再編の場面で 1933 年証券法の情報開示規定がほとんど適用されない法的状況に対し大きく疑問を呈していた¹³⁶。すなわち、SEC が本報告書第 7 編で調査した具体的事例においては、経営陣が自らの利益のために事業再編計画を策定し、そして当該事業再編計画への勧誘にあたり誤解を招くような情報開示が行われ、かつ投資家が事業再編計画への勧誘に応じるよう圧力をかけるため様々な手法が用いられていたからである。その反面、経営陣が当該事業再編計画に対して有する利害関係、当該事業再編により投資家が受ける権利内容の変更といった情報についてはほとんど開示がなされていなかった。そこで、事業再編の場面における誤解を招くような情報開示および強圧的な勧誘を防止するとともに、事業再編計画に対して経営陣その他の利害関係人が有する利害関係および事業再編に伴い投資家が受ける権利変更の詳細について完全かつ正確な情報開示がなされるよう、1933 年証券法の適用範囲を拡大すべきであると SEC は本報告書において勧告を行った¹³⁷。

ただし、州会社法における事業再編の場面において証券が発行される際に 1933 年証券法 17 条の詐欺禁止条項が適用される可能性があるとして SEC は強調していた¹³⁸。第一に、同法 17 条(b)項¹³⁹は、証券の売付けに際して当該証券に関する説明書を公表し、当該公表の対価を当該証券の発行者・引受人・ディーラーから受領した場合には、たとえ当該証券の売付けの勧誘が行われていない場合であっても、対価を受領した旨およびその額を開示しなければならないと規定していたが、当該規定は連邦取引委員会により事業再編の場面にも適用されることが宣言されていた。すなわち、事業再編計画の準備を行うにあたり、証券統計サービス

¹³² *Id.* at 410. この問題については第四章で検討する。

¹³³ *Id.* at 197, 249-50, 266, 402, 414. ただし SEC は、事業再編の場面における完全な情報開示はあくまでも最低限の要請に過ぎず、公正かつ公平な事業再編の実現のためには一般投資家の利益を代表する独立の機関が事業再編計画の策定に関与し、かつ事業再編手続全体を監督することが必要不可欠であると考えていた点に注意する必要がある。

¹³⁴ ノー・セール・ルールとは、新設合併・吸収合併・会社財産全部の譲渡等に基づき証券が発行される場合は証券法第 5 条にいう「売付け」に該当せず、よって 1933 年証券法の情報開示規定は適用されないというものである。同ルールについては、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 97~109 頁 (1976)、岸田雅雄「企業結合における公正の確保 (三)」神戸 26 巻 3・4 号 432 頁以下 (1977)、柳明昌「米国における組織再編成に係る情報開示に関する法理の展開」関俊彦先生古稀記念『変革期の企業法』497~523 頁 (2011) を参照。

¹³⁵ 当該条項については、レイ・ロス (日本証券経済研究所証券取引法研究会訳)『現代米国証券取引法』315~320 頁 (商事法務研究会、1989) デービッド・L・ラトナー&トーマス・リー・ハーゼン (神崎克郎・川口恭弘監訳)『【最新】米国

証券規制法概説』58~59 頁 (2003)、黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』60 頁 (弘文堂、第 2 版、2004) を参照。

¹³⁶ Securities and Exchange Commission, Report on the Study and Investigation of the Work, Activities, Personnel and Functions of Protective and Reorganization Committees: Part VIII A Summary of the Law Pertaining to Equity and Bankruptcy Reorganizations and of the Commission's Conclusions and Recommendations 283-84 (1940).

¹³⁷ SEC, Protective Committee Report Part VII, *supra* note 3, at 414.

¹³⁸ SEC, Protective Committee Report Part VIII, *supra* note 136, at 293-94.

¹³⁹ 当該条項については、ロス・前掲注 (135) 814 頁、821~822 頁の注 5 を参照。

(security statistical service) を利用して投資家に対し事業再編計画に応じるよう勧誘が行われることがあるとされていたが、当該サービスの利用にあたり対価の支払いが行われる場合には、対価の支払いが行われた旨およびその金額が開示されなければならないと連邦取引委員会はリリースを公表していた¹⁴⁰。そこで、当該規定の適用により、予想屋 (tipster) が事業再編に際して投資家に対しバイアスのかかった説明を行うことを防止することができる SEC は考えていた¹⁴¹。第二に、同法 17 条(a)項(2)号¹⁴²は証券の売付けに際して重要事項について不実の記載をなし、または重要事実を省略することによって金銭または財産を取得することを禁止していたが、当該規定も州会社法における事業再編において証券の売付けが行われる場合に適用されると解されていた。それにより、事業再編計画への勧誘に際して真実の情報に基づく勧誘が行われることを確保するとともに、事業再編を行う会社から報酬を得て勧誘を行う者が報酬を受領している旨を開示せずに勧誘を行うことを防止することができる¹⁴³。ただし、これらの規定はあくまでも最低限のものであり、事業再編に伴う弊害を防止するには全く不十分であると SEC は評価していた¹⁴⁴。

次に、SEC は 1934 年証券取引所法の規定について次のように問題点を指摘していた。第一に、当時の 1934 年証券取引所法第 14 条(a)項の委任状勧誘規定は国法証券取引所に上場されている証券にのみ適用されると規定されていたことから、州会社法における事業再編の場面で発行される証券が国法証券取引所に上場されていない場合、同法の委任状勧誘規定は適用されなかったという点である¹⁴⁵。そこで州会社法における事業再編の場面において同法の適用範囲を如何に拡大させるかが課題であると SEC は指摘していた。第二に、SEC はこちらの点がより重要であると強調していたのであるが、1934 年証券取引所法 14 条(a)項および同規定の下における規則およびレギュレーションも基本的には委任状・同意・その他の授権の勧誘との関係で特定の情報を開示するよう要求しているに過ぎないという点である¹⁴⁶。SEC は同法の下で

完全な情報開示がなされているかどうかを審査する権限を有するのみであり、事業再編計画の公正性・公平性といった事業再編計画の内容まで審査する権限を有していない。しかし SEC は、事業再編の場面においては情報開示規定のみでは投資家の利益を十分に確保することはできず、事業再編計画の中身を審査する権限を SEC に付与するよう制度改革が実行されなければならないと下記のように主張を展開した。

「1934 年証券取引所法第 14 条の下における証券取引委員会の委任状勧誘規則は、会社による委任状の勧誘との関係である一定の最低限の情報が証券保有者に対し提供されるよう当委員会に要求するものであり、1933 年証券法における情報開示の要求に類似するものである。これらの規則の目的は、証券保有者および一般公衆に対し虚偽、一部のみ真実、その他誤解を招くような情報が流布され、それにより当該証券保有者による事業再編計画の是非に対する公正な評価が妨げられることを防止することである。当委員会は 1933 年証券法および委任状勧誘規則の下において事業再編計画の公正性または善し悪しを判断する権限を有しない。また、完全な情報開示がなされている場合には、事業再編計画の遂行に干渉する権限も有しない。ここにおける当委員会の権限は (1935 年公益事業持株会社法の下における権限とは異なり) 事業再編計画の公正性または公平性に関する問題にまでは及ばないのである。しかし、事業再編計画の詳細に関してのみではなく事業再編の提案に関する諸条件についてもまた正確な公表を行うよう、われわれは主張しなければならない。¹⁴⁷」

以上のように SEC は 1933 年証券法の情報開示規定および 1934 年証券取引所法の委任状勧誘規定の適用範囲を事業再編の場面にも拡張すべきことを主張していたが、SEC のこれらの主張はその後の規則改正により実現されている。すなわち、1933 年証券法の情報開示規定については、1973 年の Rule145 施行によりノー・セール・ルールが廃止され、事業再編の遂行に際しては SEC への登録届出書の提出および投資家に対する目論見書の交付が要求され、事業再編計画に関する詳細な情報開示が要求されるようになった¹⁴⁸。また 1934 年証券取引所法の委任状勧誘規定についても 1964 年に大幅な改正が行われ、現実に委任状を勧誘するか否かに関わらず、委任状勧誘で投資家に対し開示される情報と同様の内容の情報を SEC に届

¹⁴⁰ Federal Trade Commission Release No. 97, Pt. 15, Securities Act of 1933, December 28, 1933.

¹⁴¹ SEC, Protective Committee Report Part VIII, *supra* note 136, at 293.

¹⁴² 当該条項については、ロス・前掲注 (135) 814~815 頁、黒沼・前掲注 (135) 81 頁を参照。

¹⁴³ SEC, Protective Committee Report Part VIII, *supra* note 136, at 294-95.

¹⁴⁴ *Id.* at 295.

¹⁴⁵ *Id.* at 299.

¹⁴⁶ *Id.*

¹⁴⁷ Securities and Exchange Commission Release No. 1350, Securities Exchange Act, August 3, 1937.

¹⁴⁸ 規則改正に至る経緯および規則の内容については、上村・前掲注 (134) 103~105 頁、岸田・前掲注 (134) 435~438 頁、柳・前掲注 (134) 501~507 頁を参照。

け出るとともに、株主に対しても同等の内容の情報が提供されなければならないこととされた¹⁴⁹。このように州会社法における事業再編の場面での情報開示制度は整備され今日に至っている。

ただし、事業再編計画の公正性・公平性に関する実質審査は未だに制定法上は実現していない。この点について米国ではどのような方法により州会社法における事業再編の場面での事業再編計画の公正性・公平性を確保しようとしているのか米国の歴史的経緯や判例法の展開を踏まえつつさらに研究を進めていく必要があるように思われる。筆者はこの点について、米国における独立取締役制度との関係で、さらに研究を進めていきたいと考えている。

3. 小括

本章では、本報告書で問題とされた州会社法における事業再編に関する具体的事例について検討してきた。これらの事例を通じて SEC が強調しているのは、緩い州会社法の下で公的機関による監督が行われることなく事業再編が行われる場合には、州会社法の様々な規定が用いられて複雑な事業再編スキームが構築され、経営陣の利益となるような事業再編計画が策定される可能性が高くなるという点である。また、事業再編計画に応じるよう、投資家に対し虚偽または誤解を招くような情報開示が行われ、さらには投資家に事業再編計画に応じるよう圧力をかけるために様々な手法が用いられる危険性も生じることとなる。そこでこれらの問題に対処するために如何に制度改革を行うかが当時の主要論者により議論され、それらの成果を踏まえ SEC は4つの勧告を行ったのである。

これらの事例の検討を通じて強調されるべきことは、事業再編の場面における州会社法の様々な規定を用いた複雑な金融スキームや優先株主の累積未配当利益の排除といった問題に加え、交換買付けの際の強圧的な勧誘や対象会社の支配権獲得後の買収者の行動など、今日において企業買収の場面で問題とされるような問題が、1930年代米国においてもすでに SEC および当時の主要論者により問題とされ、それらの問題に対処するための制度改革について議論されていたという点である。州会社法における事業再編に関し、連邦証券諸法上の公開買付規制は1968年のウィリアムズ法により導入され¹⁵⁰、また各州における反テーク

オーバー立法は1980年代半ばから後半にかけて確立され¹⁵¹今日に至っているが、それ以前の1930年代において制度改革につき議論がなされていたという事実は、今日において米国の企業法制の歴史を研究する上で重要であると思われる。われわれは、このような米国における歴史的経験を踏まえることで、より理論的にわが国に適合的な法制度を構築していくことができると思われるからである¹⁵²。

以上を踏まえ、第四章では当時の州会社法上の事業再編の場面における一般株主保護制度とその諸問題について検討する。これらの問題を検討することにより、当時の州会社法における一般株主による議決権行使に関する諸規定、および事業再編の事前差止めや反対株主の株式買取請求権といった少数株主保護制度が有していた問題点が明らかとなり、SECによる勧告が行われた背景についてさらに検討を深めることができるからである。

※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。

ント22巻4号9頁以下（1969）、吉原和志「株式公開買付の規制方法（一・二）—アメリカにおける連邦および州の動向を中心として—」法学50巻3号1頁以下（1986）、51巻2号83頁以下（1987）を参照。

¹⁵¹ 吉原・前掲注（150）、吉原和志「州による企業買収規制の展開と現況〔上〕〔中〕〔下〕」商事1216号9頁以下、1218号20頁以下、1221号14頁以下（1990）、Mark J. Roe, Strong Managers Weak Owners 151-68（1994）。（邦語訳として、マーク・ロー（北條裕雄・松尾順介監訳）『アメリカの企業統治なぜ経営者は強くなったか』189～215頁（東洋経済新報社、1996）がある。）等を参照。

¹⁵² 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）

¹⁴⁹ 規則改正に至る経緯および規則の内容については、龍田節「合併の公正維持」論叢82巻2・3・4号268～269頁（1968）、神崎克郎「合併手続における情報開示—米国の委任状規制の運用—」大隅健一郎先生古稀記念『企業法の研究』179頁以下（1977）、岸田・前掲注（134）442～444頁を参照。

¹⁵⁰ 神崎克郎「テンダー・オファの法規制」インベストメ