

償還株の機能と特質

菱田政宏

目次

はしがき

第一款 償還株の機能

第一項 償還株発行の目的とその機能

第二項 償還株償還の機能

第二款 償還株の地位と性質

むすび

は し が き

本稿は償還株について、その機能と特質を中心として論じるものである。償還株は償還という株式としては特異な性質をもったものであるが、この償還株の種類・沿革・各国の法制やその償還に関する種々の問題については、これまでに取扱ってきたところであり、^①本稿では償還株について最も重要な問題であるその機能と特質について論究したい。

① 拙稿・法学論集一一卷三・四・五合併号、一一卷六号、一二卷一号参照。

第一款 償還株の機能

第一項 償還株発行の目的とその機能

一 株式会社における資本の調達は各分面の投資を拡大動員するところにその本質的機能を有するが、投資者の性格は種々雑多であり、投機性・安全性・投資性・企業性を如何なる程度・割合において求めるかは、各投資者によって多様である。投資者のかかる異質性にできるだけ適応してその資金を調達するために、企業の種類やその社会的性質・企業の活動状況・一般の経済事情に応じて、株式や社債の中にも種々の形態や特性が与えられることとなるのである。^②

株式は本来償還されないのが原則であるが、償還株は変則的な形 (anomalous type) として、会社の資本調達に当って右のような必要性から生まれてきたものであり、ことに優先株については償還条項を付することの実益が多いところから、アメリカの優先株には實際上、償還条項が付せられているものが多い。尤もこのような償還株について

その機能を考察・検討する場合、その償還権がいずれにあるかによって、またその内容如何によってその機能に相当相異が生じるわけであり、単に償還株であるという点のみならず、それが義務償還株か強制償還株か任意償還株かということが、重要な意味をもっているといふことができよう。

① 企業における景気が資本(株式)の内容(種類)に再編成をもたらすことがあり、一九二七年より一九二九年の末期までに生じたアメリカの状態がそうであった。Dewing, A Study of Corporation Securities, Their Nature and Use in Finance, 1934, p.160.

二 償還株は優先株にその例が多く見られるのであるが、これは優先条項と共に償還条項が投資吸引力を大ならしめるところにその一因がある。

優先株においてはとくに利益配当面の安全性が魅力であり、ことに累積的条項や参加的条項などは優先株における配当面の安全性・有利性を高揚するものである。しかし、優先株も株式の一種として社債に比し投機性を有する。ところで償還条項とくに義務償還条項は、投資者にその投資の回収を安全且つ容易にし、且つ償還額が定められていることは、優先株の市価が著しく下落することの危険を防止することになるので、元本の面に投資上の定安全性を与えることになる。また償還基金が設定される場合には、その安全性は一層強化されよう。従つて償還条項が加わることは、優先株に対する投資上の魅力となり、優先株による資本の吸引を容易ならしめることになる。ことに投資者がいたく投資上の安全感は直接的には発行会社の企業の性質あるいは経営内容に関連するために、企業として比較的変動性が多く、あるいは経営内容がさほど良好でなく、社会的信用度も低い会社においても、優先株に償還条項を付加することによって自己資本の集中を容易にしうる場合が多いといえよう。^②

償還優先株が用いられるのは、優先株投資者と社債投資者とが質的に相交錯する部分を有する場合があるところにその根拠の一つがあるわけであつて、この種の株式は株式の投機性と社債に似た投資の安全性を併せもつており、あたかも社債に対し減債基金を設けてその償還を確保し、もつてその売出を有利ならしめんとするのと同じ理由で、優先株に義務償還条項を設け、優先株を有利に発行せんとするために利用されることも多い。^①

- ① かつての鉄道優先株の若干のもの—その多くは会社更生 reorganization において発行されたものであるが—は償還条項のないものであつた。しかし最近のものは殆んどすべて各種の事業のものに償還条項を付するのが一般的となつてゐる。Richards C. Osborn, *Corporation Finance*, 1959, p.85.
- ② Dewing, *The Financial Policy of Corporations*, 5th ed. (1953), Vol. 1, p.154; Osborn, *op. cit.*, p.164.
- ③ 岡村正人・改訂株式会社金融の研究(昭二九)一〇五頁。
- ④ 増地庸治郎・株式会社(昭一二)五四九頁。

三 償還株は優先株にその例が多く見られるが、その重要な一因として、将来会社による優先条項の消滅の意図をその目的とする場合がある。

例えば会社が多大の資金を要するとき、会社の経営状態が不良の場合や或は一般経済状況が不良の場合等においては、普通株の発行が困難であり優先株を発行する必要がある。また優先株を発行する場合にも、その発行を容易にするには高率の優先配当率・累積的条項・参加的条項など有利な特典を与えなければならぬが、これらの条項は会社の将来の財務活動にとつて、大きな障碍乃至負担となり、或はその後の資金調達に円滑をかくこととなり、将来における株式による会社の資本調達を困難にする。従つて、かかる優先株に償還条項とくに強制償還条項を設けることによって、会社の経営状態が好転したときにそれを償還し、これに代つて低率の優先株や普通株を発行して資金を調達

することができ、かくして普通株主の利得も増大せしめられることにもなり、その投機性も回復せしめうるものである。

アメリカにおいても、第一次大戦の最後の年及び戦後しばらくの間、産業会社 (industrial corporations) は拡張資金必要のために追加資本を確保するを要し、そのために莫大な優先株を発行した。そしてまた一九二一年から二四年にかけて多くの産業会社は、一九二〇年の在庫品と企業規模の低下に当惑して、深刻な財政困難を避けるために優先株を発行した。かかる場合普通株よりも優先株の方が市場性を有し、株主の募集についても優先株による方がその目的達成に容易なわけであり、優先株によって調達しうる資金の限度の拡大は、会社の企業内容を好転させ、かくして会社の好況時に十分な資金があるときに、優先株を償還すれば、普通株主の収益性が増加することになるわけである。アメリカにおいて Debenture Stocks や Prior-Lien Stocks には償還条項を付せられることがとくに多いのはこのことを示しており、ことに優先株に社債発行の制限や普通株の配当に対する制限等の保護規定をもつものについては、^④これに償還条項を付しておくことが、会社財政上或は普通株の市場のためにも必要である。

また株式に対する利益配当は、資本主義の高度化に伴い、とくに金融独占資本の段階に入った場合においては、その配当率が社会的経済的に固定的傾向を示すこととなるが、一般利子率 (general interest rates) が優先株の定められた利子率より下ったときに、優先株を償還して低い率の新株や社債を会社が発行するために優先株に償還条項を付することもある。^⑤

④ Debenture Stocks はアメリカでは最優先権付株式を意味する。なおイギリスでは社債を意味する場合も多い。なおアメリカでは Debenture または Debenture Bond は無担保社債を意味する。また担保付社債は Mortgaged Bond と称する。

② 最先順位株 (Prior-Lien Stocks または Prior Preferred Stocks) は、利益配当及び残余財産分配の一方または双方について他種類の株式 (普通株・優先株) より最先順位におかれるものである。

③ 例えば、Dennison Manufacturing Company の発行する額面一〇〇ドルの Debenture Stock は、利益配当については A 種普通株及び議決権付普通株に優先せる八〇%累積優先権を有し、また会社解散の場合残余財産分配について一株当り一二五ドル及び未払累積配当額について優先分配権を有し、後順位株に対し夫々所定の分配後は、均等分配に参加し得、配当日四五日前の予告をもって、一株当り一二五ドル及び未払累積配当額の合計をもって償還されうるのであった。この株の議決権は制限付且条件付であつて、Debenture Stock の増加発行・これと同順位または先順位の株式の発行には七五%以上の同意を要し、一定限度額以上の担保権の設定・定款の変更・主要会社財産の売却・会社営業の廃止をたらす財産の賃貸・会社の解散について議決権 (一株一〇個) を有し、また累積利益配当額が一二ドルに達する場合には同様の議決権と取締役の三分の二を選出する権利が与えられる (吉川義弘「後配株及び特殊株について」福岡大学創立二五周年記念論文集 (商学編) 一九・二〇頁)。

また E. I. du Pont de Nemours and Company は各額面一〇〇ドルの六〇%利益配当累積的優先権及び残余財産分配優先権を有する、議決権付のもの一千万ドル及び条件付議決権のあるもの一億五千万ドルを発行し、毎年一月二五日に一株一二五ドルをもって償還される条件がつけられ、一九三九年に償還された (吉川・前掲二〇頁)。

八〇ドルで償還される Alleghany Corporation の一九五三年発行の転換条件付四ドル累積利益配当最先順位優先株 (Cumulative Convertible Prior Preferred Stocks) は、会社解散の場合一株につき八〇ドルの優先分配が認められ、またこの株式の所有者によつて二名の取締役選任権が認められ、この株式に関する規定を著しく改正する場合及びこれと同順位または先順位の株式を発行せんとする場合にはその三分の二以上の同意を要するとされ、また普通株への転換はこの株式一株に付一六株とされている (吉川・前掲二二頁)。

また American Crystal Sugar Company の額面一〇〇ドルの四・五%配当累積権付最先順位優先株 (4 1/2% Cumulative Prior Preferred Stocks) は、償還条件付であるが、残余財産分配に優先権を有した。

④ アメリカにはかかる優先株も多く、Osborn, op. cit., p.85.

⑤ Ralph J. Baker and William L. Cary, Cases and Materials on Corporations, 3rd ed. (1959), p.986.

償還株の機能と特質

四 会社の側から見ると、償還優先株は会社の資金調達に機動性を与え、その資本構成 (capital structure) に融通性を与え、その弾力性を大ならしめるものであるが、償還株はその償還という特性を有するところから、会社の一時的資金調達の方法としてとくに意義を有する。会社が一時的資金を必要とする場合には、借入金をなし、或は社債を募集する方法もあるが、利益の有無にかかわらず元本ならびに利息の支払を強制せられる借入金乃至は社債を募集するよりも、剰余金ある場合にのみ利益配当及び償還を行えばよい償還株を発行することが、会社にとって望ましいことは明らかである。またすでに担保がつきて社債発行が困難な場合には、一層償還株の発行が必要となる。投資者にとっても、償還株ことに義務償還株においては、投資の回収の見込が強いので、会社としても、かなりの発行価額で以て株式投資を吸引することができる。

さらに会社が資金を要する場合、証券市場・金融市場の状態が固定負担証券 (fixed-charge securities) としての確定利子付の社債の発行や借入金を不利とする場合に、一応条件付負担証券 (contingent-charge securities) としての優先株の発行をなし、その後、社債の発行に有利な事態が発生し或は低利で借入金をなしうるに至るとともに、高率の優先株を償還し、低利の社債の発行や借入金をはかるために、優先株に強制償還条項を付加しておく場合もある。

五 株式の償還により会社の発行済社外株式数が減少し、また実質上の会社の資産が減少する。その上償還によって会社の資本が減少するとする法制も存する。償還より生じるこのような効果を利用して、会社の資産や資本を減少せしめる目的で、予め株式に償還条項を付して発行する場合がある。これは会社の過剰資本乃至過剰資産を除去するために用いられるのであるが、その会社財産の価値をある一定期間に全く零ならしめるように減価消却を行なおうとする場合、例えば外国においては、遠からず鉅脈のつきんとする鉱山会社等において、株式の消却の実例が見られる。

また一定の年限後無償にて公共団体へ収用されるべき事業を行なう会社などが、解散の場合の清算手続を簡易にする目的をもって株式の消却を行なうことがある。^⑧ これらの場合には、株式の償還は会社の資本構造の固有の部分であり、債権者も償還について推定的な通知を受けているので、それに異議を唱えることはできないとされているが、このような場合の株式の消却を円滑に行なうために、償還株の利用が考慮されるのである。

なお、このような株式の消却をくり返すときには、すべての株式が消却されると、株式の消却が資本の減少をもたらす場合には資産は存しても資本金のない会社が生じるに至ることも生じ、また株式の消却によって資本が減少されない場合でも、資本金や資産は存するが発行済株式のない会社が生じるに至る可能性も生じる。^⑨ 尤もわが商法の下では、償還株は法の立法趣旨から考えて、その前提として非償還株の存在を前提とするものであり、従ってそれぞれ償還の時期・条件を異にする償還株のみを発行し、その各々を数種の株式とすることは認められず（商法二二二参照）、従って資本金は存在するが株式のない会社の存在を予定することは認められないと考える。

① Heck, Gesellschaftsrecht, 6 Aufl. (1956), S.178.

② 鍋島達訳・シエマーン・バハ会社金融論（昭一一）二六一頁。

一定期間後無償にて国や公共団体に収用されるべき特許事業を目的とする株式会社 (heimfallpflichtige oder heimfallige Aktiengesellschaft) はヨーロッパ大陸には多く存在し、鉄道等の公益企業は通常例えば五〇年とか九〇年とかの一定期間に限ってその特権が認められ、殊にフランスには六大鉄道会社その他にかかる事例がすくぶる多かつた。そして、その特許期間満了後は国や地方公共団体等にその事業を引渡す義務を伴った。かかる会社ではその特許の有効な間に毎営業年度に利益を以て一定数の株式を償還し消却し、特許期間満了のときには殆んど全部の株式を消却し、清算手続を簡易にすることがしばしば行なわれた。Levy, Private Corporations and Their Control, 1950, Vol. 2, p. 802. なおかかる場合には、償還された株主に対して享益証券 (profit share, action de jouissance, Genußschein) が発行されるが多かつた。これは一般株主

に一定額（四〇とか五〇とかの）以上の利益配当をした後、残余の部分の利益配当に参加する権利が認められた。

③ Teichmann v. Koehler, Aktiengesetz, 3 Aufl. (1950), § 193, S.425.

第二項 償還株償還の機能

一 株式の償還によってその所期の成果をうるためには、その償還のために相当の資金を留保しておくことが必要であり、このために償還基金の積立がなされることが多いのであるが、償還基金を会社が積立てねばならないとき、この積立は会社が好況のときには容易であっても、会社が不況に立ち到ったときにはそれは会社財政にとって重い負担となる。また償還基金積立の義務がなくても、償還を行なうには多額の資金を必要とし、アメリカにおいて産業会社の優先株が鉄道や公益企業のそれに比し償還条項をもつものが多いのは、産業会社ではその高水準の利益が、償還のための巨大利益の留保を可能とするからであるとせられている。^④

④ Osborn, op. cit., p. 86.

一九四七年一月ニューヨーク株式取引所上場優先株三八二の中で、償還基金条項をもつものは一一四（二九・八％）で、このうち産業会社優先株二八二の中で一〇九（三八・七％）が償還基金条項をもっていた。そしてこの中でも機械・化学等の業種はとくに多かった。

これに対して一般公益企業ではその優先株五八の中償還基金条項をもつものは、Greyhound Corporation と Panhandle Eastern Pipe Line Company との二つ（三・五％）であり、電力・ガス・水道・報道等の会社には存しなかった。また鉄道優先株三四の中には償還基金付のものは一つのみであり、また八つの金融会社の中には City Investing Company と General American Investors Company, Incorporated の二つの優先株が償還基金について規定を設けていた。H. Lawrence Wiley, The Use of Sinking Funds in Preferred Stock Issues, The Journal of Finance, Vol. 2, No.2 (1947), pp. 33, 34.

二 償還株は会社が好況のときには株主側で償還を欲せず、また会社が不況のときには、株主は償還を望むので、

義務償還条項の存するものについては、不況時においては会社はその財政困難を加重することになる。

これに反して強制償還条項の存するものについては、その償還が行なわれるのは多くの場合好況期であって、ことに一般金融市場の情勢並びに発行会社の財政状態が償還株発行当時に比して著しく変化した場合に、その償還が行なわれる。アメリカにおいても、一九二五〜三〇年に発行された償還株のうち、会社による償還の最も多かったのは一九二七〜九年の好景気時代であった。^①この時期はアメリカの金融市場が証券発行を歓迎し、且つ会社の信用が増大し、社債や普通株の発行が漸増的に可能となったため、社債及び普通株を発行して優先株を償還するということがかなり盛んに行なわれた。^②とくに会社が償還優先株を利用して企業金融的操作をなす場合には、企業利潤が昂揚し、株式の市場価額が上昇するときに、予め定められた価格で優先株を償還し、これによって利益を受けることから更に昂騰された普通株の市場価額が、普通株による資本集中をきわめて有利且つ円滑に展開せしめうることになる。^③この場合償還価額が額面価額乃至発行価額より相当高い場合でも、普通株を高い発行価額で発行することが可能となるので、優先株を償還することが会社にとって有利となり、配当負担も軽くなり、会社の資本構成も単純となしうるわけである。^④

尤も償還株に対する会社側の償還権行使は、好景気時代にのみ行なわれるものではなく、不景気時代にかえてそれが行なわれることもあるのである。すなわち、不況の際に収益は少ないが、手持現金の豊かな会社は、株式市場から任意的に優先株を低価額で買入償還することも行なわれる。^⑤例えば、アメリカにおいて、一九三〇〜三三年の不景気時代に、優先株の市場相場が低下したので、資金豊富な会社はこの機を利用して償還を行なった。これによって会社は過剰の資金を払戻してその時代の必要相応程度まで資産を減少し、他面償還は任意的にまたは証券市場より償還価額より低い価額でなすことにより、将来の会社財政に備え、或は普通株主の權益増大をはかった。^⑥また会社の計算

上の当期利益金の減少により、利益配当が遅延したり或はそのおそれある場合に、相当低い価額で株式を購入・消却することもある。かかる場合優先株を安い価額で償還しておけば、将来会社の業績がよくなったときに普通株に対して配当することもできるので、その償還の財源に資本の使用を認めている立法例がアメリカでは認められるのである。

かかる場合その買入が相当多量に行なわれる場合には、償還株の市場相場は若干引上げられることになる。尤も償還株の相場が償還価額よりもはるかに低いのは恐らく会社の事業成績が不良で利益配当が予定通り行なわれていない場合で、かかる場合には一般的にいつて、会社は償還を行なう程の資金に余裕があることは少ないであろうから、会社の償還によって相場が引上げられるほどの償還の機会は少ないであろう。但し、会社が新たに他の証券を発行する場合に、旧来の優先株の相場を釣上げることによって、それを有利にせんとすることもありうる。^⑥

ただ償還株の性質上、企業の場合や経済の状況が償還株発行のときに存したものと根本的に変らなければ、会社は殆んど償還権を行使しないであろう。^⑦尤も特別会社に有利なことではないが、蓄積された剰余基金 (surplus funds) があるので、その優先株を償還することも行なわれる。^⑧

- ① 江口行雄・証券資本論(昭一五)一四七頁。
- ② 増地・株式会社五五一頁。
- ③ 岡村・前掲一〇六頁。
- ④ Dewing, op. cit. (Corporation Securities), p.160.
- ⑤ 中池彦雄「日本優先株の発行形態とその分析—主として米國電力会社の優先株との対比から—」企業法研究七七輯二六頁。
- ⑥ 増地・株式会社五五一頁。
- ⑦ 増地・株式会社五六三頁。
- ⑧ Dewing, op. cit. (Corporation Securities), p.160.

⑨ Osborn, op. cit., p.85.

三 償還株が償還される場合には、発行済社外株式総数が減少し、各株主の持株の全体に対する割合が増加し、従って償還株が議決権を有する場合には、それを償還することによって会社支配に影響が生じる^①。すなわち、償還株の償還によって、その議決権が消滅する限りにおいて、普通株主の発言権はそれだけ強化される^②。アメリカの実例においても、償還条項の存在が会社支配の争奪に重大な影響を与えた例があり^③、また一方ドイツではかつて、とくに複数議決権を有する優先株主による会社支配を排除するためにその償還が行なわれた^④。

このように償還株の償還によって一般株主の支配力が増大するところから、会社に資金を要するときに一般株主の資力が不十分にて、これらの株主が新株発行を引受けることが困難な場合に、一時的に償還株を発行し、近い将来それを償還して支配力を回復することを企図して、償還株を発行することもできるわけである。

なお償還株の償還によって会社の支配に変動が生じるのを予め防止するために、償還(優先)株を無議決権株としておくこともアメリカでは多い。

① Gerstenberg, *Financial Organization and Management of Business*, 3rd rev. ed. (1951), p.79.

② Wilsey, op. cit., p.32.

③ 例えば、一九〇一年にハリマンを主脳とする Union Pacific Railroad とボル及びモルガンに率えられる Great Northern とが、Northern Pacific Railroad の支配獲得につき争をばいせ、Union Pacific Railroad 系が辛うじて過半数の株式を獲得したが、その大部分が優先株で、これには償還条項が存することを知らず、当時取締役会を支配していた Great Northern 系が優先株の額面価額による償還決議をなしそれにより支配を確保しようを知らなれ、Union 系の譲歩に終り、この争は両者の妥協による Northern Securities Company の設立によって結末した(増地・株式会社五五二頁、Dewing, op. cit. (Corporation Securities), p.158)。

償還株の機能と特質

四七

④ Düringer u. Hachenburg, Handelsgesetzbuch, 1934, §227 Anm. 2.

四 償還株の償還は単に会社支配の面のみでなく、一般株主のもつその他の地位にも重要な影響を与える。ことに償還された株式が消却される時、或はその再発行が禁止される場合には、残存株主の相対的地位を改善する効果をもつ。また新株発行に当り一般株主の割当株数を増加せしめるために償還を行なう例もアメリカには見られる。また償還がなされると償還されない株主の会社に対する持分の割合が増加するから利益配当へ参加しうる受益的権利が増大することになる。従って償還によって一般優先株や普通株の市場が刺戟されて、その市価が高騰することにもなる。

第二款 償還株の地位と性質

一 償還株は会社存続中に償還がなされるという特質を有する株式であつて、償還という点において他の株式と別異的取扱を受けるのであるが、償還株がかかる特質をもつことより、それに関連してその株式の占める地位やその性質が検討されねばならない。

二 償還株は優先株たることが多い。①このことは、アメリカにおいて一九三七年頃より会社資金調達方法が社債金融より優先株金融へ転換したことに重要な関連を有しており、この転換と関連して優先株に償還条項を付せられるものが著しく増加し、優先株が純粋な株式としての性格から準社債的性格への変質の傾向が顕著になったことが指摘されている。これは、経済の流れ、物価の趨勢が全体として騰高の傾向にある場合、投資者は社債よりも株式に投資するのを望むところよりきているものと考えられる。そして、償還株はその発展の沿革より見ても優先株たることが多いのであるが、わが商法の下では優先株の場合のみならず、一般的に償還株が数種の株式の一つとして認められている

わけであり、利益による償還が予定されること自体を基準として（これも財産的権利の内容による別異的取扱ではあるが）株式の種類を認めただけである。この点について、立法論としては償還の有無自体を以て株式の種類としていふことは妥当でなく、数種の株式の発行を前提として、そのうちのあるもの（通常は優先株）を償還株になしうるとすれば足りるとする見解が多い。^⑤ たしかに、償還株は社債的特質を加味された株式であつて、償還条項は株式に対して投資上の安全性を付与するものであり、償還株利用の必要は優先株の部門において顕著であり、優先株に償還条項を付加することにより、その企業金融的意義を具現するものであり、企業財政上の効用を発揮しうるものといえよう。そしてこれまでわが国で発行された償還株はいずれも優先株であつた。^⑥ 従つてわが国の償還株の将来も、優先株の部分で最も多く利用されるべきものであり、優先株の利用が顕著となればそれだけ償還株が多く出現するといふことができよう。^④

しかし、株式を割当てる対象によつては、普通株についてもこれを償還株とすることの実益は十分存するのであつて、普通株に償還条項を付与することを全く否定する必要はないと考えられる。すなわち、償還株はたとえば優先株の場合の如く株主権の固有の内容を異にする株式ではなくて、株式の属性（配当優先株に付与せられる）とすべきである^⑦とすることには必ずしも賛成しえない。例えば、会社の従業員に対して株式を保有せしめる場合、従業員に償還株を引受けしめれば、従業員持株制度の意図を効果的たらしめ、且つその弊害を防止できる面が多いであらう。^⑧ すなわち、例えば株主または会社のいずれの選択によつても償還しうる義務償還且つ強制償還条項を付しておけば、従業員の方で投資元本を回収しようとするときにはそれを容易且つ確実に回収でき、また従業員が当該株式を譲渡したような場合には会社が償還できることになるからである。

① アメリカではいわゆる“open-end” investment companies の場合を除くは、償還株は通常優先株その他特種株である。Delaware 制定法の下では償還普通株の発行を認めらるゝとの判決がある。Starring v. American Hair & Felt Co., 21 Del. Ch. 380, 191 A. 887 (Ch. 1937), aff'd without opin. 21 Del. Ch. 431, 2 A. 2d 249 (1937). Cf. Greene v. F. H. Rollins & Co., 22 Del. Ch. 394, 2 A. 2d 249 (Ch. 1938).

② 石井照久・改訂商法Ⅰ(昭三七)二二四頁、島本英夫「特殊の株式」株式会社法講座二巻五五七頁、同「優先株」同志社法学三〇号一二頁。

③ 株主に対し一〇〇対一・五で割当てられた富士観光のそれは、残余財産分配優先株で且つ六〇%累積的参加的利益配当優先株(無議決権株)であつて、随時抽せんにより償還されるものであつた。

④ 岡村・前掲一一一頁。

⑤ 曾我部豊「償還株式に関する一考察」東京経済大学六十週年記念論文集三八〇頁。

⑥ 拙稿「従業員株式保有と会社の経営・支配」法学論集一〇巻四号九五頁以下参照。

三 償還株の地位を考察するに當つては、それが償還条項をもつという特殊性から、株主のもつ償還請求権が法律上どのような権利として取扱われるかがきわめて重要な問題となる。

先ず株主の償還請求権と、利益配当優先株主のもつ利益配当請求権とのどちらが優位に立つかということが問題となる。例えば会社の利益金をもつて償還期日の到来している株式の償還と、優先株主の優先利益配当の双方に充当することができない場合、どちらを先順位に行なわねばならぬかの問題がある。

この点についてアメリカでは、定款または各償還条項の定めるところによるとされるが、とくに規定のない場合については、配当が遅れているときには、会社による償還株の取得は禁止されるべきものと考え、会社が優先株主に対する義務を完遂しえないときには、償還請求権は制限をうけるとし、また、償還基金を積立てねばならないということとは優先株の配当決定に対して必然的に優先するものではないとする考え方もある。^{⑦⑧} わが商法の解釈としては、とく

に規定のない限り、先に発行された株式の方に先順位権があると考へる。蓋し後で発行された株式については、その権利はいずれにしても会社に利益があることを前提として認められるものであるから、株主にとって、その対象となる利益金の内容はそのような制限を受けうるものが明らかであると考へられるからである。

なおわが商法の下では、償還期限が到来したときに、償還に充当すべき利益がないというだけで直ちに会社の責任が生じるものではないが、それ以前に、償還基金を積立てずに高率の利益配当を継続した場合には、責任問題が生じる余地がある^④。なおアメリカでは、償還優先株が無議決権株の場合には、会社の償還条項違反の場合には、取締役会に若干の代表を送ることが認められることがある^⑤。

① Osborn, op. cit., p.86.

② Osborn, op. cit., p.86. なお、拙稿「償還株―統その一―」法学論集一一卷六号七〇六頁参照。

③ 尤も既に積立てられた償還基金を償還に当てうることは問題はない。 Cal. §294; Ill. §15; N.J. §47; Va. §3792; Hills, op. cit., p.1353.

④ 大住達雄・株式会社会計の法的考察(昭二七)一七八頁。

⑤ Osborn, op. cit., p.86.

四 償還株が会社解散の場合に如何なる地位に立つかは、償還株の性質を考察するに當つてきわめて重要な問題である。すなわち、償還株は会社の存続中にその出資の払戻を受ける株式であるが、償還株の償還がなされるまでに会社が解散した場合には、その残余財産分配について何らかの権利(優先権)が認められるかが検討されねばならない。会社が解散して、清算の段階に入った場合には、償還権を行使することはできない。蓋し償還株は会社が引続き営業を行ない、継続的に存在することを前提として、出資金が償還されるものであるから、会社の一切の法律関係を終

了し、その財産をその構成員たる株主に分配することを目的とする清算手続が行なわれているときに、償還を行なうことは許されないからである。これに対して、解散前に償還期日が到来し、或は償還権が解散前に行使されれば、現実には会社が償還を行なっていない場合には、清算手続に入ってから後においても、わが商法の下では償還に当てうる剰余金の限界において、償還株主は他の株主に優先して償還（実質上の剰余財産分配）を受ける権利を有すると考えられる。蓋し、償還権は債権とはなりえないとしても、会社としては、その解散前に償還をなすべき責務を負うていたわけであるからである。従ってこれは会社の清算—剰余財産分配—以前の問題として、剰余財産分配優先株にも当然優先してなされうる。但し債権者の権益を害することは認められないのはもとより、資本金等に対しては償還権は及ばないものと解せられる。なお剰余金をもって、該当する償還株についてすべての償還をなしえないときには、償還それ自体が不可能となるので、一般株主と同様、通常の剰余財産分配を受けうるにすぎないと考える。

アメリカではその償還期日が支払不能 (insolvency) 以前に到来し、未だ償還されていない優先株主は、破産手続 (insolvency proceedings) において他の債権者と同等に取扱われないときでも、資本からの償還が認められうるものについては、後日償還期日の到来する償還株主に先んじて支払をうける優先権を有するものとされている^⑤。しかし償還が剰余金を以てのみなされるものには、償還期日が到来している株式の所持人も、剰余金がなくて、会社の資産 (assets) がすべての償還株主に支払するのに十分でない場合には、期日未到来の償還株主に優先して支払を受けることはできないとされている^⑥。なおアメリカの償還株の多くは、剰余財産分配についても優先条項をもっており、また、アメリカにおける償還株の償還価額が、剰余財産分配についての優先権（分配価額）との関連において考慮されている場合も少なくない。わが国でも、銀行等の債券発行等に関する法律による償還株は、利益の配当及び剰余財

産の分配についての優先的内容を有する無議決権株であったが（この場合は無議決権株の総数の制限に対する商法二四二条二項の規定は適用されない―一―Ⅲ）、銀行が解散した場合には不足配当額は残余財産分配前に支払われるを要し（二三Ⅷ）、また残余財産分配については、この株式は普通株に優先して、額面全額の支払を受けるものとされた（二三Ⅸ）。なお資本よりの償還を認めるアメリカにおいては、資本による償還が認められる場合でも、残余財産分配について償還株よりも優位にあることを定める条項を付加することによって、残余財産分配優先株の權益を保護することについて考慮が払われている。

① *Vanden Bosch v. Michigan Trust Co., C.C.A. Mich., 35 F. 2d 643, Hurley v. Boston R. Holding Co., 315 Mass. 591, 54 N.E. 2d 183.*

② *Miller v. M.E. Smith Building Co., 118 Neb. 5, 223 N.W. 277.*

五 株主の償還請求権と会社債権者の債権とが如何なる関連に立つかについては、以前に考察したところであるが、この点について、償還株主が償還請求権をもつ場合、かかる株主の法的地位を如何に取扱うかについては、アメリカにおいても必ずしも統一しておらない。ただ大体、償還条項は償還株主をして会社債権者とするものではないとの立場がとられており、株主の選択による償還を認める場合でも、株主は債権者を害する場合には償還を強制しえないとされている。③。そして償還基金が積立てられている場合でも、債権者は疑いもなく、会社の財政困難に際してそれとる去る法的権利をもっている。④。そして、株主の選択で或は特定の日に償還を強要しうるもの（義務償還条項）は、株主と会社債権者との伝統的な区別を破るものであって、また他の株主にも害を加えるものであるから、かかる償還はできるだけ妨げることが望ましいとの考え方が強く、従って、株主がその選択で債権者となる株主の権利は債権者や

他の株主にとって潜在的詐害 (potential fraud) であると考えられ、特定の期日に会社が償還を義務づけられる条項は、たとえ会社が破産の場合でも、会社と償還株主との間に債務者債権者の関係をつくり出すものではないとされている。^⑥ わが商法の下においても、今迄に考察してきた如く、償還株主に債権者としての地位を認めることはできない。

① 拙稿・前掲 (論集一一・六) 六九九頁以下参照。

② Warren v. King, 108 U.S. 389, 399 (1883); In re Cullerton's, 54 F. (2d) 753 (1932).

③ Levy, op. cit., Vol. 2, p.573. なお、拙稿・前掲 (論集一一・六) 六九九頁参照。

④ Osborn, op. cit., p.86. なお、拙稿・前掲 (論集一一・六) 七〇六頁参照。

⑤ カリフォルニア法一一〇一条は償還株は会社の選択のみにもつき償還される旨を定めるが、償還基金についての規定を設けることが認められている。他方オハイオ法四条は株主の選択や特定の期日または特定の事実の発生による償還を認めている。

⑥ Hills, op. cit., p.1352.

しかし破産以前に現実に償還をなすことや償還価額を決定することは債権者に対しても有効である。Vanden Bosch v. Michigan Trust Co., 35 F. (2d) 643 (C.C.A. 6th, 1929); Mathews v. Bradford, 70 F. (2d) 77 (C.C.A. 6th, 1934).

六 次に償還株のもつ株式としての (流通) 価値を検討して見なければならぬ。蓋し、今日の株式においては、流通機構が整備されている場合、それに如何なる権利乃至特質が付与されているかということは、そのような権利の行使そのもの自体よりも、それが当該株式に与える経済的価値の方が重視され、それが株式の市場価額形成に重要な役割を果しているのである。

償還株においては、強制償還条項のある場合には、会社の企業利潤が上昇し、株式の市場価額が上昇しても、かように株式の相場が高いのは、多くの場合株式に対する配当が良好なときであるから、会社の流動資産が大なる限り会社は配当負担軽減のために償還を行なうことが多く、優先株の場合は殊にそうである。^⑦ そして償還は予め定められた

価額でなされることから、その影響で強制償還株の市価は実質価値より低位に釘付けされる^⑤。従って、強制償還株は、好況期に株式の実質価値が諸種の事情から見て相当高い場合でも、償還価額がそれより低ければ、それに影響されてその市場価額は実質価値ほどに上昇しない^⑥。

このように強制償還株は会社の業績が良好の場合には、会社により償還されることが多く、また会社の業績が悪い場合には償還はなされないが株式を保有することに余り価値が存しないので、一般的にいつて株式市場における価額は高騰しないものと考えられる。そして不況の場合でも、資金の豊富な会社は償還を行なうことがあり、この場合は償還価額以下で一般市場より買入償還することによってなされるので、これによって償還株の市場価額が影響を受けることもある。

以上今まで見てきた事柄は、一般的にいつて償還が非償還株主の利益のために、つまり償還後の会社の利益のために行なわれることを前提とするものである。従って、償還株が今迄考察してきたような機能を果すものとして認められるためには、会社の支配が一般株主の手に確保されていることが必要である。さもなければ、会社による償還は償還後の会社の利益のためではなくて、償還を受ける株主の利益のために行なわれる可能性が生じ、償還株のもつ本来の機能を發揮できなくなり、他の一般株主は、償還株の償還の時期・方法・価額等において、実質上著しく不利益な影響を蒙ることが生じる。

ところで、このように償還株の償還という点で、償還株主と一般株主の利害が対立するところから、すべての株主（償還が行なわれるまでは償還株主も株主であることには変りはない）のためにその職務を行なうべき取締役の立場と償還との関係が問題となる。この点については、償還は償還株の内容をなす一つの権益であるが、償還という特質が

他の一般株式に対する別異的取扱に服するものであるところから、一般に、取締役は償還については（信義誠実に反しない限り）原則として、（償還株主の正当な権益を害さない限り）一般株主の利益のためにこれを行なえばよいと考える。従って一般的にいつて、少なくとも償還を行なうときにおいては、償還によって株主たる地位を失う者の利益ではなくて、償還後の（広い観点から見た）将来の償還株発行等も考慮した）会社の利益、すなわち償還後の株主の利益を企図すべきであると考ええる。実際上も、会社の経営者は通常、普通株主の利益代表であるといつてもよからう。

他方、義務償還条項の存するものは、不況期に株式の実質価値が相当下落した場合でも、償還価額に影響されて、その市場価額は実質価値まで低下しない。とくに償還基金の積立による義務償還の条項は、丁度減債基金制度が社債の市場相場維持に役立つと同じ程度の作用をし、相場が甚しく下落するのを阻止することになる。^⑤

証券市場において流通しうる株式であれば、所持人の経済的利害を中心として考えれば、株式が償還されるという特徴は、そのこと自体には余り実質的意義は存せず、それが義務償還株であるか強制償還株であるか、或はその償還価額がいくらであるかが重要な意義をもつてくる。すなわち、償還株は会社存続中に出資の払戻がなされるわけであるが、株主が株式取得に際してなした投資を回収するためには、会社よりの株金払戻によらなくても、その株式の譲渡（売却）によつてもなしうるわけであり、その点から見れば、株式に対する出資が払戻されるという点は、所持人たる株主にとつてはそのこと自体のみでは大して意味を有せず、問題はその償還が、会社にとつて義務的か強制的か、及びその償還価額はいくらかということが、その株式の流通価額に重要な影響を与え、その株式の市場価額の限度に対して影響する要素として働くのである。すなわち、償還株は会社財政の観点からすれば社債に類似するといつて、できて、投資者の側から見れば、それは単に投資の回収方法の一つとして意味をもつにすぎず、且つ償還価額がそ

の株式の市価に大きな影響力をもっているので、会社による償還と株式の売却との間には実質上大差はなく、利益の配当等と共に株式の市価に対する決定力としての償還価額とその償還の方法が重要な意味をもってくるのである。^⑥

株式は会社財産に対する割合的持分としての性質を有するものとの考え方を貫けば、實際上、償還が償還権を有する者の側に有利なときに行なわれる点より考えれば、強制償還株は会社財産に対する權益としての持分の分配に関して不利な地位にあるもので、これに対して義務償還株は有利な地位にあるものである。つまりそのような地位を有するものとして償還株を考察することができるわけであり、会社存続中に償還を受けるといふ償還株の特質は、株式が有価証券たる株券の売買によって、株主は何時でもそれを換価し自己の投下資本の回収ができる場合には、その償還株の償還されるといふ特質自体は株主にとっては実質上余り意味が存せず、償還価額つまり会社財産分配についての權益如何が、その償還株の引受価額や市場価額に影響を与えるにすぎない。この影響は残余財産分配についての優先株や劣後株に普通株とは異なった価値が付せられることと同じような現象といふことができよう。かく考察してくれば、流通の面からは（法律上の権利乃至地位としてではなくて）、強制償還株は残余財産分配について特に優先権を与えず且つ一定額までしか分配しない株式と類似しており、義務償還株は一定額以上の分配を優先的に認められる株式に類似せるものということになる。

このように償還株は投資の回収が一般に予定された価額でなされる点に特色を有し、その予定価額は一般株式の市場価額より高いときもあれば低いときもあり得、この点からいえば償還株は投機性が薄いといえるわけである。

① 増地・株式会社五六四頁。また株式の市場価額が高い場合には、それを償還しても普通株の発行が容易である。

② Gerstenberg, op. cit., p.80.

- ③ Osborn, op. cit., p.85.
- ④ Kansas General Statutes of 1949, §17—3220; Puerto Rico General Corporation Law 1956, §803; Louisiana Revised Statutes of 1950, §12:45 は、償還条項のある株式は償還価額をこえない額で買入れうる、とする。なお、拙稿・前掲論集 一一・六六—六九四頁参照。
- ⑤ 増地・株式会社五六四頁。
- ⑥ 従って実際上も、同じ優先的権利であっても、会社財産に対する持分という点から見れば、残余財産分配の優劣が重要な意味をもってくるが、現実には会社の解散は稀にしかおこらないので、利益配当の優劣が株価に重要な意味をもってくるが多。

七 償還株は償還されるという点においては株式の重要な特質を喪失して社債の特質を有し、それは株式と社債の混成物 (hybrid) であり、株式と社債との両者の特徴を有した折衷的機能を有し、いわゆる株式の社債化現象の一つの現われである。①といわれている。ことにこのことは、優先株に償還条項を付加することによりとくに顕著であり、また償還基金や償還期限を包含するときには、このことは更に一層顕著である。②また累積的非参加的無議決権償還優先株の場合は、社債との差異は極めて僅少であって、この場合には、法律上は差異が存するとはいうものの経済的には殆んど差異が存しないということもできよう。

このように近代の会社では、財政的に見て、自己資本と借入資本の区別がしばしば明確でないことが多く、③会計学上も償還株は企業持分を構成せず、負債の一部と考える見解もあるが、④会社財政が株式の償還に適しない場合には、義務償還株についても償還が得られないことは、償還株の償還請求権の実質的重要性を半減しているということができ、この点が社債と区別される特徴として指摘されよう。義務償還株においては、株式を市場で売却することが困難乃至著しく低額な場合に会社に償還せしめることに実質上利益が存するのであるが、そのような場合、会社財政が

償還に適しない場合が多いからである。

アメリカにおいても義務償還条項 (compulsory redemption provisions) によって会社が、一定の時または株主の選択によってその償還を強制されるとき、かかるものは、企業の危険を負担するという株主の地位の性質に調和しないものである^⑥として、償還に当っては債権者の保護に十分考慮が払われており、償還株主の権利は債権としては取扱われていないのである^⑦。イギリスにおいても法的地見地からは償還優先株は株式であり、かかるものとして取扱われることには変りはない^⑧。

- ① Palmer's Company Law, 20th ed. by Clive & Curry, 1959, p.304.
- ② 岡村・前掲一〇〇頁。
- ③ 曾我部豊・前掲三七六頁。
- ④ 所有者の観点から見れば、社債 (debenture) 類似という点では、償還優先株は他の優先株の場合よりもっと顕著である (Gower, The Principles of Modern Company Law, 1954, p.353)。
- ⑤ 岡村・前掲一〇三頁。この会社は純益金のない場合にもなお償還基金の積立を強制する優先株は株式というよりはむしろ社債に近いものであるとされる。増地・株式会社五五一頁。
- ⑥ Bosland, Corporate Finance and Regulation, 1949, p.76.
- ⑦ 企業持分説に立つ資本会計は、企業持分(企業資産に対する企業自体の持分(Corporation's proprietary equity in itself))の計算的確定とその内部計算であると定義されるが(中村忠・資本会計(昭三六)二二〇頁)、企業資産に対しては債権者が支払請求権をもっており、これは企業の立場からは負債であり債権者持分(creditor's equity)或は外部者持分(outsider's equity)と名づけられ、企業は債権者に対して一定期日に一定額を支払わねばならず、従って企業資産のうち負債額は企業持分ではない。しかし企業はコーピング・コンサーンを前提とする限り、株主により払込まれた資本を返す必要はない。しかし株式発行の当初から、その償還が予定されている償還株は企業持分を構成せず、負債の一部と考えられるとする (cf. Raymond P. Marple, Capital Surplus and Corporate Net Worth, 1936, pp.80~82)。

償還株の機能と特質

- ⑧ Ballantine, On Corporations, rev. ed. (1946), §218, p. 510. 尤も償還株は普通株に対しては「債権株」(credit shares)と述べられている。Ballantine, op. cit., §263, p. 620.
- ⑨ 従つて、もし会社が株式償還に失敗すれば、償還株主は株主としてのいかなる権利も失わないのである。Doris & Friedman, Corporate Secretary's Manual and Guide, rev. ed. (1949), p. 767. なお、償還株は、その選択権が株主側にあるべきは差異は少ないけれども、再買取契約に服する株式とは異なるものである。Baker & Cary, op. cit., p. 1429.
- ⑩ Palmer's op. cit., p. 304.

八 償還株のもつ償還されるという特質を法律的に考察して見るに、それは株式としての機能を全く失うものではなく、また法律上株式としての意義を喪失するものではないと考えられる。株式の償還・消却・自己株式の取得ということは、株式にとっては法律上特に奇異な現象ということではない。株式の償還―消却は、資本減少のときには生じうるものであり、たとえ償還株が利益によって償還される場合でも、それは法律上の資本減少をもたらさないだけであつて、資本はいわば債権者保護のための公示的なものであり、法技術的なものであつて、償還によつて実質的には会社財産の減少が生じるのである。実際上も、償還に充てられた金銭がさもなければすべて配当に充当されるものとは限られないから、償還は実質的には会社資産の減少をもたらしており、償還ということも実質上は、自己株式の取得或は株式消却の一方法と見ることができよう。^⑪そして会社の解散が会社の全財産を分配し、全部の株式の消滅をもたらすのに対して、株式の償還は、会社財産の一部を分配し、会社が特定の発行済株式を取得乃至消滅せしめる効果をもたらすものである。会社が存続中、その企業規模を拡大することが認められると同様、その企業規模を縮小することは何ら奇異とするに当らず、予め規模拡大を予定して、会社がその発行する株式総数(授權株数)を定めるのと同様、規模縮小を予定して償還条項を設けることは、会社の自己資本たる株式としての本質に反するもので

はないと考えられる。

① 従って自己株式取得が比較的自由に認められるアメリカにおいては、資本による株式の償還も認められることになるわけである。

む す び

一 アメリカでは当初裁判所は、償還株については、その消却によって会社の資本金が減少し、従ってそれにより債権者の利益が害されるとの理由からこれに反対したが、その後かかる議論は種々の変遷をたどり、一定の条件の下で償還株が認められるに至り、今日においては優先株の部門においては償還株はきわめて顕著に利用されている。このことは、償還株が株式会社における資本集中を促進するのにきわめて重要な機能を果しうるといふ経済上及び制度上の根拠が大きな影響をもたらしているものである。^②

第二次大戦後わが国においては、財閥解体・独占の禁止等の措置がなされ、経済の民主化・高度化に対応するために、株式会社に関する諸機構は複雑化し、且つ高度化し、企業の発展のために法的にも種々の方策がとられてきたが、償還株もその一環としてその利用が認容されたのであり、制度としてはかなり重要な機能を帯びていると考えられる。^③

わが国においてはかねてより、株式としては主として普通株のみが利用される単調な資本調達方式がとられてきている。他面企業に必要な長期資金も金融機関からの長期借入または短期借入の借換継続によることが多く、社債の発行は少数の大会社に限定され、工場担保付社債を主とし、しかもこれを利用する業種にも制約なしとしない。ところで株式または社債に投資せんとする個人及び公私機関は、近年その数についても投下金額についても著しい増大を示

し、従つて投資対象に関する要求・条件も多様化しつつある。従つて、従来通りの単純な種類及び条件の株式・社債のみにては不十分であり、特種な株式が特種社債と共に大いに利用される必要がでてきている。償還株についても、一時的な不況に遭遇せる企業が、そのさいに資金を得れば近い将来立直りが期待される場合に、償還株を利用して、投資者には、元本に対する安心を与えることによつて、その投資を吸引することができよう。

商法上いわゆる数種の株式のうち、優先株や後配株は戦前にはかなり発行されており、とくに後配株は電鉄会社等に広く利用されていたのであるが、戦後の事例はきわめてわずかであり、その利用は今後の問題といえよう。そして、わが国では根本的には一般に証券金融が単純であり、優先株による自己資本集中は正常な発達を示していない^③。そして償還株については政府引受による特殊銀行の償還優先株も日本不動産銀行を除きいずれもすでに償還済みで現在は存しない^④。

かかる現象は、わが国の優先株の市場が米国内市场とはその発達の歴史を異にし、わが国投資家の資産水準は一般的に低いところから、安定した利廻りよりも価格の変動を好むものが多く、また企業は政策的見地から利益の大小にかかわらず、配当率をできるだけ平準化しようとしているために、普通株自体が優先株的な性質をもっている面もあるので、特種株式もわが国の投資家にとっては魅力に乏しく、企業の立場から見ると投資家にとくに魅力のあるような優先株を発行しようとするれば、それは配当率を相当高くしなければならぬので、企業の負担は非常に大きなものとなるということが、優先株不振の原因の一つであり、またかく特種株式が少ないことから、当然のこととして、わが国では特種株式に対する流通市場が十分でないことも逆にその不振の理由ともなっている。

① 曾我部・前掲三七五頁。

なおパナマの株式会社法 (Ley 32 De 1927 (de 26 de Febrero) sobre Sociedades Anonimas) の下でも、償還株が認められている (Artículo 20)。Niklaus von Deschwanden, Das Aktienrecht von Panama, 1961, S.9.

② 曾我部・前掲三七五頁。

③ 最近の事例としては、太平洋海運が一九六二年五月一日八百万株の優先株を発行した。なお、会社の解散は稀にしか起らないので、残余財産分配優先株は比較的稀で、戦後の例では特殊銀行に対する政府引受のものを除けば、僅かに富士観光一社をかぞえるのみである。

④ この償還株は残余財産分配及び六・五%の累積的非参加的利益配当優先株で、無議決権株であり、発行後二年半経過後の定時総会終結の日より九年七月以内に償還されるもので、三七年六月現在一六万四千株が残存している。

⑤ 興業銀行及び勸業銀行が昭和三年五月に、北拓銀行が三五年六月に、長期信用銀行が三六年六月に償還を完了した。

二 わが償還株の制度は、多分に英米法の要素が採用されたにもかかわらず、立法的に不備・疑問の点が少なくない。それは、英米における如く経済や会計の実務の発達に依りて自然に生じた法規整ではなく、大陸法系の立法に英米的な制度を継木したことによって生じたところが多い、^① という点も否定できないであろう。英米においては、株主及び債権者の保護という会社法の基本理念の要請を最小限にみたしつつ、実際上の金融調達や経営操作になるべく順応するように弾力的に会社の資本構成 (financial structures) がなされている。これに対して大陸法の制度は、株主及び債権者の保護を重視するのあまり、不当に金融調達を阻害している傾向がないでもない。従って、従来の大陸法的な長所は保存しつつ、弾力的な規整をしている英米法の合理的な面を摂取することが、複雑化し大規模化している今日の株式会社にとってはきわめて重要と考えられる。

なお、義務償還株の償還については、その償還が大量に問題になる社債の方では早くから問題とされ、一つの解決が与えられており、社債の範囲では償還準備金あるいは償還基金の構成について、古くからいわば教理的にも研究さ

れてきているが、そのやり方を償還株の償還の場合にも参考として検討することも、合理的な方法なのではなからうか。この点アメリカでは、償還株の多くは償還基金をもっており、この面に関する研究もかなり進んでいるようである。

今日の如き高度化且つ複雑化する経済の下では、古い形式的な形で考えていた株式と社債との間には、非常に株式らしい株式から、株式らしからぬ株式、社債らしい株式、株式らしい社債、社債らしからぬ社債、社債らしい社債というように、非常にお互いに接近した形で投資証券が連つており、企業やそれに対する投資のあり方も、色々な変革を受けてきており、また今後も、経済の動きに色々順応していかねばならないと考えられる。

① 矢沢・前掲(松本記念)三九三頁。

② 同旨、鴻常夫「種類株式について」東京株式懇話会会報一八頁。

③ アメリカの最近の優先株には償還基金の条項をもつものが多く、一九四七年一月一日にニューヨーク株式取引所に上場されている優先株三八二の中一一四(二九・八%)は償還基金をもつ義務償還 (compulsory retirement) の条項をもつていた。これらの中一九四三年以後の戦争拡大及び平和復帰の間に上場された優先株一六二の中八二(五一・八%)がこの種の償還条項をもつていた。一九四七年一月ニューヨーク株式取引所に上場せる優先株(三八二)の中、償還基金をもつものを、その上場年別に見れば次の如くである (Wilsey, op. cit., p.33 以下)。

上場年	上場された優先株	償還基金をもつもの	上場年	上場された優先株	償還基金をもつもの
1946	68	31 (45.6%)	1935—39	53	10 (18.9%)
1945	63	38 (60.3%)	1930—34	15	0 (0.0%)
1944	19	9 (47.4%)	1925—29	42	7 (16.7%)
1943	12	6 (50.0%)	1920—24	13	1 (7.7%)
1942	5	1 (20.0%)	1910—19	29	3 (10.3%)
1941	12	3 (25.0%)	1900—09	29	2 (6.9%)
1940	4	3 (75.0%)	1900年以前	18	0 (0.0%)