

ニューディール以前の株式会社法制的経済的性格

— バリー＝ミーンズを手がかりに —

森 杲*

I. 序

1. 株式会社の歴史をたどる視点

「株式会社は、本来、公開株式会社（上場会社）を旨として議論が立てられるべきものである。なぜなら、公開株式会社（上場会社）にあつてこそ、株式会社は社会的存在たりうるからである。」¹⁾これが、経済学における株式会社観の基本である。すなわち株式会社は、現実資本と擬制資本の二重の存在を与えられて活動する資本の形態を指す。擬制資本の活動とは、会社の資本が株式という紙片に細分化して表示され、証券市場において現実資本から離れた独自の価格で転々売買される運動のことである。このような二重性をもった資本の運動は、いつの時代でも大企業だけに可能となるもので、会社法が一般法になったところで、株式会社が事業会社のすべてを包摂する企業形態となることはあり得ない。

しかしながら、法律は通常、株式会社をそのようなものとして規定しない。株式をじっさいに発行も売買もせず同族だけで資産を持ち合っている夥しい「法人成り」企業を含めて、会社法の対象とするのがふつうである。その根底を

なす株式会社の指標は、全社員有限責任である。したがって法制史が株式会社の成立を説くときには、出資者が無限責任を負う共同出資からそれが有限責任制に転じてくる過程、そしてそのような有限責任制を王権や議会が特定の企業にだけ特権として与えてきた「特許主義」時代から、自由主義時代の一般会社法によってどんな企業も株式会社を選択できるようになる「準則主義」に展開する過程として、基本線を描く。この自由主義段階にどれだけの企業が株式会社を選択したかということは、制度の「普及」の問題であるように見る傾向が強い。

株式会社の歴史を追うには法学者と経済学者の協働が必要であるが、協働にあたって経済学者が強調すべき一つの論点は、上のような経済学からの本質論であろうと思われる。アメリカ史にそくしていえば、19世紀のいわゆる自由主義段階に各州で一般会社法の制定が見られるが、それによって株式会社制度が産業界の全体にひろがったというのではなかった。19世紀の「真性」の株式会社とは、鉄道株式会社だけだとほとんど言い切つてよいくらい、個別の特許状によって設立された鉄道会社に限られていたのである。巨額の設備投資の必要に基づく株式発行による資金調達、証券市場における公債からの株式の分化、株式と社債の分化、普通株と優先株の種類および機能の分化、株式の分割払込み、株式転換社債の出現と利用、会社の再建

*森 杲 (Takashi MORI) : 北海道大学名誉教授。元札幌大学教授。北海道大学大学院経済学研究科修了。『アメリカ資本主義史論』(ミネルヴァ書房、1976年)、『アメリカ職人の仕事史』(中公新書、1996年)、〔訳書〕ウォルター・リクト『工業化とアメリカ社会』ミネルヴァ書房、2000年など。

¹⁾鈴木芳徳『証券市場と株式会社』2007年、白桃書房、2頁。

(reorganization)と清算(receivership),証券市場を舞台とする投機と支配争奪戦等,株式会社制度を特徴づけるこれらのことはすべて一般会社法の世界とは別に独自に,鉄道業のなかで生みだされ発展したといつて過言でない。²⁾つまり19世紀の自由主義段階に,株式会社は産業資本の自由な競争のメカニズムの外で活動する,「社会化」された企業(独占会社)の形態であることを明確にした。株式会社の法制もそのようなものとして整備されていった。

この19世紀に一般会社法によって設立されるようになる産業(工業)株式会社——上掲の鈴木氏の著書の表現では「非本来の株式会社」——を見ると,それは鉄道会社と本質的といつてよいくらい形態も内実も違う。巨額の設定資金の必要からでなく議会の中小企業振興などの目的で制定された法のもとでの設立(したがって株式会社は「大きすぎても小さすぎてもダメ」),事業の単一目的ルール(勝手な多角化は不可,したがって株主は事業内容を熟知しうる),株式は一種類あるいはすべての株に同一の議決権,株式は現金による全額払込み,新株引受権(全株主の比例的な権利を重視),実質的に無限責任と有限責任との混在(多くに有限責任の明文規定なし),配当は事業活動の収益からのみ支払いうる,議決権委任の禁止としばしば株主の満場一致,原則として証券の取引がない(贈与や遺産としてのみ持ち手が移動する),といった

²⁾19世紀の末,たとえば1893年1月1日時点にニューヨーク証券取引所に上場された証券の額面総額からの内訳は,鉄道株95億ドル,鉄道株35億ドル,州債30億ドル,連邦債7億ドルで,この時期に至っても産業証券は株式・社債を合わせて5億ドルに満たなかった(Robert Sobel, *Panic on Wall Street*, 1968, p.247)。1890年代は産業証券がいわゆる店頭取引をもって広がり始めた時期だと解される。ちなみに19世紀の取引所が(公債を別として)鉄道証券主体の取引所だったのはアメリカだけのことでない。たとえば1870年のベルリン取引所における上場銘柄数は,公債95,鉄道債115,鉄道株60,銀行株43,産業株9という内訳であり,1875年のロンドン取引所上場証券の額面総額での割合は国内外の公債68%,鉄道25%,銀行2%,その他の会社5%であった(各々の出典については拙著『株式会社制度』1985年117頁注3)。

性格を濃く帯びていた。³⁾一言でいえば,この一般会社法を成り立たせている論理は,古典派経済学的な自由競争論に立脚したコモンロー⁴⁾の理念であつて,鉄道株式会社の法制におけるような独占会社の論理とは違うものであつた。

さらにアメリカの会社法制史には,もうひとつ大きな問題がある。それは周知のように会社法が州ごとに定められていることからくる問題である。多くの論者は19世紀のアメリカ(同時に世界)における最初の一般会社法を1811年のニューヨーク州会社法だとし,その後に各州が順次さまざまな程度と種類の一般法を制定したという。これには異論もあつて,「現代的な意味での一般会社法」は1837年のコネチカット州法を初めとし,最後,マサチューセッツ州(1902年),アラバマ州(1903年)をもって全土に及んだとする説もある。⁵⁾いずれにせよ,19世紀初頭あるいは前半から19世紀末あるいは20

³⁾このような19世紀一般会社法下の株式会社の性格や実務は,のちに取り上げるBerle and Meansの叙述に各所で散見されるし,ほかに私が接しただけでも少なからぬ関連文献がある。ここではとりあえず,そのことに意識的に立ち入って記述を与えている,次の3点だけを挙げておく。E. Merrick Dodd Jr., "Statutory Development in Business Corporation Law, 1886-1936", *Harvard Law Review*, vol.50, 1936. James Willard Hurst, *The Legitimacy of the Business Corporation in the Law of the United States 1780-1970*, Herbert Hovenkamp, *Enterprise and American Law, 1836-1937*, 1991.

⁴⁾法学におけるコモンローという用語にはいくつかの違う用い方があるが,本稿では以下,アメリカ社会の一般的な慣習を踏まえて徐々に成立してきた一般法,普通法の意で用いる。

⁵⁾1811年ニューヨーク州法を一般会社法の嚆矢とするのは,日本では通説といつてよいであろう。大隈健一郎『株式会社法変遷論』1953年,90-91頁,小山賢一『アメリカ株式会社法形成史』1981年113-114頁,伊藤紀彦『ニュー・ヨーク州事業会社法史研究』2004年,114頁。ただし同法が製造工業会社だけを対象としている点では「一般会社法」と言い切れない面があることも留意されている(伊藤,上掲191頁注3)。アメリカでは,たとえば日本でも広く読まれてきたフォークナー(H. U. Falkner)の『アメリカ経済史』はこの1811年法を無視して,ニューヨークの一般会社法は1846年からとしている。本稿の主要文献となるBerle and Means『現代株式会社と私有財産』では,1811年ニューヨーク州法とそれに続いたいくつかの州の会社法はなお何らかの制限型のものであつて「現代的な一般会社法の原型」としては1837年コネチカット州法が最初だとし,その流れの最後が1902年マサチューセッツ州,1903年アラバマ州会社法だといふのである(本稿注7の文献のpp.126-127)。

世紀初頭にいたるまでの幅があることになる。アメリカ経済が自由主義、産業資本段階に入ったことに対応させて、一般会社法の設立を言うのはこれだけでも難しいが、さらに加えて、各州会社法のなかでも、たとえば工業の最も進んだマサチューセッツ州が株式会社の準則主義導入にかんして最も保守的だったといった実情もある。⁶⁾ その間隙についてニューイングランドでは工業化でマサチューセッツに劣るメイン州やニューハンプシャー州が、早くから準則主義や有限責任制を明示して隣接州から資本を誘引しようとした。もっと後年にはニュージャージー州やデラウェア州が同じ方策をもっとはるかに手広く採って、全米の大企業を吸引する。つまり工業化に遅れた州が会社法の進展をリードした面さえある。産業の発展につれて株式会社の設立が一般法にまでひろがるという、簡単な構図では説けないのである。

2. バリー＝ミーンズ再読

ここにバリー＝ミーンズと書いただけで、それがA. A. バリーとG. C. ミーンズの共著『現代株式会社と私有財産』を指すと理解して下さる方が多いであろう。1932年に出版された同書は、1930年代の著述としてケインズの『一般理論』と並ぶという誉め言葉があるほどに有名であり、株式会社における「所有と経営の分離」論の嚆矢と、通常はされている。ただしここで次の点に留意したい。同書は4編から構成されているが、従来わが国でじっさいに読まれ議論されてきたのは、そのうちのほぼ第1編だけといって過言でない。⁷⁾ この第1編は経済学者ミーンズが筆をとった部分で、周知のようにアメリ

カ200大企業の支配を株式所有状況をもとに5つの型に分類し、株式所有に基づく支配よりも経営者支配の趨勢が強いことを統計的に実証しているが、ミーンズがそのような主旨の研究を以前から経済誌に発表していたのを読んだバーリが、実証成果を携えて共著者となるよう誘い入れたといういきさつがある。そして第2編以降は会社法学者であるバーリがほとんどを書いたと思われ、文体も論調も第1編とはまったく異なる。膨大な判例の引用を伴ったいわば法律の専門書であって、法律の門外漢には読みこなすに難しいだけでなく（そして現存する日本語の翻訳を読むのでは内容をたどることが到底できない）、論旨も必ずしも第1編と完全に同じではない印象を受ける。言い換えれば「所有と経営の分離」そのものの是非をめぐる議論を、わが国では第1編だけで間に合わせてきたという意味があるのである。

第2編以降におけるバーリの論旨は、株式会社法制が諸々の側面でもはや社会の現実に対応できなくなっているというところにあるが、法制と現実とのそうしたズレのうちでも根本の要因と彼が考えるのが、経営者あるいは一握りの支配者に会社経営を取り仕切る実権が集まり株主全体の権限が剥奪されてきているのに、法が依然として株主主権のたてまえて事態を解釈しようとしていることである。

アメリカ会社法制史には2大変革期というべき時期があって、ひとつは1890年代、もうひとつが1930年代とされる。株式会社が多くて側面で新たな活動のしくみを編み出した1920年代における、会社法制と裁判所における法解釈は、基本的に1890年代に構築されたフレームのなかで、いわば部分調整と判例を重ねて進行したことを、バリー＝ミーンズの著述を読んであらためて痛感させられる。そんな調整や解釈の修正程度では持ちこたえられないところまできているという実感が、バーリの論述の基底にあると

⁶⁾E. M. Dodd, Jr., *Statutory Development*.

⁷⁾A. A. Berle and G. C. Means, *The Modern Corporation & Private Property*, 1932. (北島忠男訳『近代株式会社と私有財産』) 原書のページ数では、第1編 財産の変転が113ページ、第2編 諸権利の再構成133ページ、第3編 株式市場における財産35ページ、第4編 事業体の新しい方向づけ21ページ、付表等42ページである。(以下の同書からの引用は最新の1991年版のページで行う。)

考えられる。

私はだいぶん以前に、上の1に要約したような19世紀アメリカの株式会社と証券市場の動態、それをめぐる法制の成り立ちを書いて発表したことがある。⁸⁾ それからずいぶん久しぶりのことになるが、私が最近おこなっている勉強のいわば副産物として、20世紀に入ってから1930年代の第2の変革期までの株式会社法制とその解釈の流れを、経済史の関心に沿ってたどり、見当をつけておきたいと思うにいたった。しかし関連文献や判例を渉猟して立ち入る能力も余裕も私にはない。そこで考えたのが、バーリ＝ミーンズの著述を手がかりにして、それに手元にある若干の文献を追加する程度でその見当づけをするということである。彼らの著作はけっして20世紀の会社法制史をたどることを主眼として書かれたものでないが、そのような目的で利用するのにかなり有効ではないかと思われる。同書からそういう読み取りをしてみようというのが、本稿の主題である。

II. 1890年代に形成された会社法制のフレーム ——一般会社法と反トラスト法

1. 「競争」と「競争制限」をめぐる法解釈の新局面

19世紀末に株式会社ははじめて一般会社法によって設立される産業一般の企業形態たる実態をとるが、といってそれは大多数の企業によって採用されたからというのではなく、産業界に「鉄道に肩を並べるような大企業」が出現したことによってである。⁹⁾「鉄道に肩を並べる」と

は、投資家から見てその産業企業が、第1に鉄道に比肩するほどの資産規模を有して活動する大企業であること、第2に鉄道と同じように多彩な証券を提供しうようになっていることを意味する。そのような大企業は、19世紀末の州境を越えた企業集中運動を通じて現実のものになったがゆえに、法曹界は活動が複数州にわたって活動する大企業を扱う法、企業合同にかんする法を模索せざるをえなくなる。と同時に、これまで産業企業の活動を律してきたコモンロー＝自由主義原則と、鉄道株式会社によって容認され具体化されてきた独占原理とを、どう折衷させるかの難問に随所で遭遇することになる。

1887年に制定された州際通商法は直接には州境を越える鉄道運輸だけを対象とする法であるが、しかし株式会社の活動に連邦政府のレベルでの法が関与するようになったことと¹⁰⁾、後述するが会社活動のうち最も訴訟になじみにくかった「価格」の問題を法規制の中心において明記したことで、その後の会社法制に重要な指針となったことは疑いえない。続いて1890年に制定されたシャーマン法は、従来「競争の制限」を理由としておこされた訴訟にかんして、「個人の自己決定の尊重」と「すべての人に平等の機会」というコモンローの理念から州ごと法廷ごとにさまざまな判定をくだしてきた実態¹¹⁾から

¹⁰⁾ 連邦政府レベルでの会社組織・活動にかんする法制としては、1864年の国法銀行法をその最初とすべきかもしれない。1887年州際通商法に続いては、1890年シャーマン法、1898年連邦破産法、1913年クレイトン法、1913年連邦準備銀行法---ということになるだろう。

¹¹⁾ 「個人の自己決定」とか「平等の機会」という19世紀コモンローの理念は、会社法上は国家権力の企業活動への介入を極力否定するところに大きな意義があり（会社設立の特許主義を排して一般会社法に移行したことにもそれが作用している）、私企業が行う競争制限的な行為に、裁判所はそれを最大限緩和する傾向があった。すなわち取引制限を「強制」する企業間契約についてはそれを違法とするものの、たとえばプールのような契約が強制でなく契約に参加しない自由があれば合法とするのがふつうだった。また違法を訴えうる者は強制された企業または事業から排除された当事者に限られ、プールによる価格吊り上げで被害を被った顧客のごときは通常、訴訟の当事者にならなかった。

⁸⁾ 「ウォール街 初期の証券」（札幌大学「経済と経営」20巻2号 1989年9月）および「19世紀アメリカ会社法制の経済的性格」（同23巻4号、1993年3月）。

⁹⁾ 法制史では一般法のもとで株式会社が法的主体＝法人と明確に解されその解釈のもとに株主有限責任が確定するのが1890年代だとするのが主流の見解だと思われる。その画期は1886年のサンタ・クララ判決（最高裁がサザン・パシフィック鉄道を「憲法上の人格」と認めた判決）だとする説が有力であるが、それには異論もある。前掲拙稿「19世紀アメリカ会社法制---」239-40頁を参照。

の飛躍をとげて、商業活動を制限するすべての契約、結合、共謀が違法であること、独占を志向して活動した者は有罪であることを法文に明記した。¹²⁾

しかしこのシャーマン法の条文も、制定から1920年代にかけて幾多の解釈の変化を体験する。経済的に重要と思われる4点に絞っていうと、まず第1に、シャーマン法第1条が違法とする「トラストその他の形態による結合または共謀」に価格カルテルのごとき協定は含まないとする解釈が根強く残って、判決を左右した。これは事業者間の任意的な協定を最大限許容しようとしてきたコモンロー理念を、できるかぎりシャーマン法解釈にも生かそうとした裁判所の姿勢を示すものである。¹³⁾ 合衆国最高裁判所で初めてシャーマン法による価格協定訴訟の裁定がなさ

れたのは1897年であるが、そこでは訴えられた協定を違法としつつも、合理的な理由がある価格協定は合法であると解す可能性が打ち出された。これはいわゆる合理の原則 (rule of reason) の適用として次第に法曹界における支持者を増やし、1911年スタンダード石油訴訟判決における多数派見解を構成するまでになる。¹⁴⁾

第2に、シャーマン法に限らないが、社会状況と世論の大きな変化を背景にして制定される議員立法は、その法解釈にも時代の動向が作用する傾向が、とりわけアメリカで強い。澎湃として世に現れた大企業にかんして言えば、金融的な手法を駆使してのし上がってきたモルガン的な大企業にたいする世間のイメージは悪者視が強く、シャーマン法の適用でも厳しく解される傾向があるが、一方、勤勉や発明や高い生産性をもって台頭したとされるカーネギー型の大企業は容認され、むしろもてはやされる風潮さえあった。もともと特許状による会社設立の時代から、その特許状が発せられるのは社会的有用性のゆえだとする観念は強かったのであるが、大企業を裁くのにその観点からの評価を避けて通ることができない。¹⁵⁾ 規模の経済性を認め、反トラスト法の適用が社会進歩に逆行するとの懸念は、当然に判決に影響を及ぼした。同じく、競争をこれ以上続ければ破産企業が続出するであろうという「破滅的競争」論をもってプール

¹²⁾ シャーマン法第1条「数州間または外国との取引または商業を制限するすべての契約 (contract)、トラストその他の形態による結合 (combination) または共謀 (conspiracy) は、これを違法とする。---」第2条「数州間または外国との取引または商業のいかなる部分をも独占 (monopolize) し、独占を企図し、またはその目的をもって一人もしくは数人と結合もしくは共謀をする者は重罪を犯したものとす---」。第1条では競争制限の共同行為が強制的な契約だけでなくより広義の契約とされ、それに結合と共謀が加わった。第2条は独占を形成し維持する「行為」が違法とされているのであって、市場で圧倒的なシェアを持っているだけでは2条の禁止規定に該当しない。松下満雄『アメリカ独占禁止法』1982年、7-9頁の解説を参照。

¹³⁾ H. Hovenkamp, pp.277-278. 19世紀コモンロー原理のもとで価格協定問題はまったく法廷に出なかったわけではないが、それはたとえばイギリスにくらべても驚くほど少ない。しかも価格協定だけの訴訟でなく、共謀・強制のひとつの証拠として取り上げられた程度のもが多く、したがって判決も価格協定の違法性をどの程度配慮したかがわかりにくい。しかし1890年代に入るとシャーマン法とは別にいくつかの州がコモンローのもとで価格カルテル違法の判決を出しはじめており、シャーマン法による訴訟にもそうした事情が影響した。たとえば1892年、酒類販売業者の価格協定の場合にはシャーマン法のもとでそれが合法と裁定されたが、その理由は、協定の条文は酒の買い手がカルテル参加者からしか買えないような強制を含んでいないからというのであった (Ibid., p.280)。1899年の United States v. Addyston Pipe & Steel Co. の判決にいたって、タフト判事がこの問題にかんするシャーマン法とコモンローの関係を明確にしたというのが、多くの反トラスト法学者の解釈のようであるが、Hovenkamp はその解釈に異議を呈する (Ibid., p.285以下)。なお19世紀全般におよぶ価格協定訴訟の実態と経緯については、Louis L. Jaffe and Mathew O. Tobriner, "The Legality of Price-Fixing Agreements", *Harvard Law Review*, vol.45, 1931-1932を参照。

¹⁴⁾ Frederick H. Cookeは著書 *The Law of Combination, Monopolies, and Labor Unions*の1909年版で、価格固定訴訟での合法・違法をめぐるコモンローに基づく審理でも、「ディーラー間の協定がそうした結果を生むほどに供給の実質的なコントロールをもたらしているかどうか」にかかるようになったと結論づけている。つまり違法性の如何は実質的支配があるかどうかで判断されるもので、協定の有る無し等で判断されるものではないと。(Hovenkamp, ibid., p.290 による。) シャーマン法訴訟での「合理の原則」はむしろ価格カルテルだけに限定されるものでないが、価格カルテルに絞っていうと、その固定価格が市場を現実支配し競争をいじめるしく制約していることを実証しなければ違法とは裁定されない。しかもそれを立証する責任が原告にある。この点でコモンローとはほぼ共通の地平に立つと思われる。

¹⁵⁾ J. W. Hurst, Chapter 2.

やカルテルを合法とする判決も、シャーマン法以前の1880年代から続出しており、裁判所は事実上、世論を考慮しつつケース・バイ・ケースでその適否を判じ、そのことに論拠を与えなければならなかった。¹⁶⁾

第3に、19-20世紀転換期の企業集中を特徴づける垂直統合（同一業種内の水平的結合から区別される）を競争制限の観点からどう裁定するかという問題でも、法の解釈はそう簡単でも一元的でもなかった。もともと19世紀コモローのもとで、垂直統合を訴訟の題材にしようとすれば、会社定款にもられた事業目的を逸脱しているといった論拠くらいしかなく¹⁷⁾、論理的に競争制限や取引制限に関連づけるのは難しかった。シャーマン法も当初は垂直統合にたいしてしごく寛大であり、垂直統合そのものが反トラスト法に抵触する故をもって訴えられたケースじたい、きわめて少ない。この問題にかんする法解釈は、法制定からずっと後の1911年を画期として、動きだすことになる。この年、アメリカン・タバコ訴訟の判決において、最高裁ははじめて垂直的統合がシャーマン法違反であるとの判断を示したとされる。判決文にそう明示したわけではないが、判決の論旨全体から察するに、垂直統合はそれが生産の新たな段階に向けての不当な垂直的独占(horizontal monopoly)に拡張すべく利用されるときに違法である、またかかる統合は現時点で独占状態ではなくてもそのような独占的地位を追求してなされる場合に違法である、と裁定されたと解される。¹⁸⁾ だ

が同じ1911年には、連邦会社局がU.S.スチール社にかんする報告において、この垂直統合には鉄鋼業特有の生産技術面からの合理性が含まれているとの認識を示し、それを受けてか1915年の同社のシャーマン法違反訴訟においては、同社の垂直統合そのものは合法と認められた。¹⁹⁾ この時点を境に1920年代に及ぶ垂直統合訴訟は、違法判決、合法判決、それに法の適用に該当せずの判決（垂直統合がなかったか、あっても法廷に持ち出されるほどのものでないか）という、三つの方向で判例を重ねることになる。²⁰⁾

第4に、シャーマン法の規定が持株会社に及ぶかどうかの解釈である。もともと各州会社法は他会社の株式の取得を禁じたが、その法の抜け道として議決権信託（トラスト）の方式が編み出されたのは、経済史研究者には周知のことであろう。1879年のスタンダード・オイル・トラストを発端に各州に現れたトラストにたいして、1880年代の州裁判所はそれぞれに苦肉の裁定を下し²¹⁾、また州議会も反トラスト州法を制定し始めていたが、シャーマン法がトラストの違法性に決着をつけた。ところがこのシャーマン法制定の前年（1889年）にニュージャージー州会社法が、「株式会社による他会社株式の所有を認める」との法修正を行い、さらに1891年法で「取得した他会社の株式または資産の代価を自社株をもって支払うことを認める」修正を追加したため、これによってトラストの違法性を回避した持株会社方式が、一挙に全米の企業集中の一般的な方式となったのである。²²⁾

¹⁶⁾ Hovenkamp, pp.312-313, 315-317.

¹⁷⁾ 定款に定めた目的外の事業を違法とする判定が、特許会社にやや厳しく適用された時代もあったが、一般会社法では事実上何でもできるように定款に記載する方式が広がって、定款の「単一目的ルール」は19世紀末までに事実上、消滅した。また垂直統合を「副次的取引ルール」collateral transaction rule（本業から派生する事業として合理性を認める）なる論拠をもって寛大に裁定することが標準となった。（Berle and Means, p.122, 127, 130, 190, Hovenkamp, pp.335-336.）

¹⁸⁾ 下の注20に掲げる文献のp.160.

¹⁹⁾ 合法とされた根拠は二つあって、一つはその統合に生産技術上の合理性があること、もう一つはU. S. スチール社にたいする競争企業も同じく垂直統合された事業体であるということだった（Ibid., p.178）。

²⁰⁾ Robert Bork, "Vertical Integration and the Sherman Act : The Legal History of an Economic Misconception", *The University of Chicago Law Review*, vol.22, 1954.

²¹⁾ シャーマン法以前のトラスト違法判例については前掲拙稿「19世紀アメリカの---」265-266頁を参照。

²²⁾ 同上拙稿268-270頁。

当初、シャーマン法は持株会社にたいして何もしえなかった。持株会社のような「単一企業」は結合の範疇に入らないと解されたからである。1890年代にシャーマン法によって裁かれた持株会社は一件もなく、結果としてシャーマン法制定後の10余年に野放しの企業合同が展開されることになった。連邦最高裁が持株会社にたいしてシャーマン法違反の判定をくだすのは、ようやく1904年、有名な「北部証券会社」訴訟にたいする判決においてであった。²³⁾ その後も反トラスト法にもとづく訴訟対象とならないかぎり持株会社は株式会社の一形態として認められ、1920年代にむしろ全面開花の様相を呈することになる。

以上、1890年代会社法制のフレームの一方を代表するものとして、反トラスト法とその経済的な意義を総括的に述べてみた。ところで断っておかなければならないが、本稿でいちばんの手がかりにしようというバーリ＝ミーンズの著書には、シャーマン法、さらに1914年に制定されるクレイトン法と連邦取引委員会法の話が、まったくでてこないのである。つまり彼らが取り上げる会社法制は文字通りの株式会社法だけの範囲であって、独占禁止法をはじめ労働法、税法、商取引法などに関連する議論は皆無に等しい。本稿もそれに従わざるをえず、したがって反トラスト法の存在と効力は以下の論述では、株式会社にかんする法制の背後にあるものとして念頭におくにとどめる。²⁴⁾

2. 「所有と経営の分離」にかんする法の対応

19世紀にも、特許状によって設立されている鉄道会社の運営と支配をめぐる株主と経営者の係争は数多くあり、多くのエピソードを生んでいる。しかし一般会社法の根底にあるコンローの観念では、株式会社はあくまで私有財産の所有者である株主の権限が絶対で、経営者は株主に雇われた者にすぎない。重要な事案はすべて株主の議決(ときに満場一致)を必要とし、議決にさいしての委任状の利用には厳しい制限が付された。経営者の役割は株主の利益保護につきるとする解釈が一般的であった。しかし19世紀末の大企業の台頭によって、会社経営の現実はそのから大きくはみ出ていく。経済学者アルフレッド・マーシャルは早くも1890年に主著『経済学原理』において、《株主だけが事業にかんするリスクを最終的に引き受けなければならないにもかかわらず、一般に彼らは会社内で何が行われているのか、行われなければならないのかについて、あまりにわずかのことしか知らない。その結果として大会社は、株主と債権者、普通株主と優先株主、そうした者たちと経営者との間の、内部摩擦と利害抗争によって多くを阻まれている》といった主旨のことを書いている。²⁵⁾ また19-20世紀転換期ごろにソースタイン・ヴェブレンは、営利や金銭的原理で企業活動を取り仕切る者と現実資産の真の所有者が分離してきているという意味の、独自の「所有と経営の分離」を唱え始めた。²⁶⁾

²³⁾ 北部証券会社(Northern Securities Company)の設立と訴訟をめぐる経緯については、拙稿「Ralph W. Hidy 教授のグレート・ノーザン鉄道社史研究」3(札幌大学「経済と経営」21巻3号, 1991年)の190-207頁でやや詳しく述べている。

²⁴⁾ 本稿でこれ以上立ち入らない反トラスト法および連邦取引委員会(FTC)の1920年代までの動向にかんして、水野里香「アメリカにおける独占規制政策の展開(1903-1914)」『エコノミア』第56巻第2号, 2005年11月), 新川健三郎「革新主義より「フーヴァー体制」へ——政府の企業規制と実業界」(阿部・有賀ほか編『世紀転換期のアメリカ 伝統と革新』1982年所収)を参照されたい。

²⁵⁾ Alfred Marshal, *Principles of Economics*, 1890, p.641, notel. これは Hovenkamp, pp.357-358からの引用。日本にはマーシャルの『経済学原理』に3種類の翻訳があるが、1890年版の翻訳ではないので上の該当箇所はない。マーシャルが書いた最後の版(第8版)は1920年の執筆(永澤越郎訳はこれによっている)であるが、そこでは明確に株主が経営から離れ株式のごく小部分しか持たない取締役が支配を握っているという意味での「所有と経営の分離」論になっている(第4編第12章の8)。

²⁶⁾ Thorstein Veblen, *The Theory of Business Enterprise*, 1904. 小原敬士訳『企業の理論』(1965年)の、とくに第6章。

ヴェブレンはこの「所有と経営の分離」を説いた箇所、とくに産業証券における優先株の存在と性格を重視している。当時の産業株式の上場にあたっては、産業の利潤率変動が（鉄道のごとき公益事業に比べて）大きくて普通株への安定配当が困難なことから、資金調達のため優先株を鉄道の社債に似せて活用するのが、一つの特徴となった。優先株を有形資産に対応させ、普通株を無形資産（特許、商標、ブランド、暖簾等）に対応させてほぼ同額発行するという慣行が、産業株式会社にひろがった。²⁷⁾ ヴェブレンはそのことを取り上げて、じっさいの産業設備を代表していない普通株主が企業活動に支配（経営力）を行使し、有形資産の現実の所有者たる優先株主が経営権を奪われるという、その「分離」を説いたのである。²⁸⁾ ともあれ優先株の「優先」は何であるか、何にたいする優先であるか（普通株にたいする優先配当の意味と技法、配当が支払われなかった場合の累積性、社債とのじっさい上の相違、会社清算の際の優先性の内容等）²⁹⁾ についての基準は当初まったく曖昧かつ個別的だったが、産業界におけるそうした取引の繰り返しのなかから、産業優先株を株式と社債の中間とみなしたがつて議決権がないことを明示する慣行がひろがり定着する

にいたる。³⁰⁾ 1920年代までには優先株主に議決権がないのはふつうのことになった。³¹⁾

1890年代から、各州の一般会社法は頻繁に修正を重ねるが、そのなかで、議決権の委任状機構の整備（総会に参加できない株主に投票機会を与えるとの口実で認めたものから、経営者や大株主が利用するものへと展開）、株主の取締役解任権限の限定（取締役の任期中の解任は不可）、事業内容の限定緩和（事実上、無限定とする定款の容認）、他会社株式取得制限の緩和（会社設立の目的に離反していなければ合法）、議決権信託の公認（1889年インディアナ州に始まる）、取締役による無議決権株の発行権限（複数議決権株の発行を含む）、増資、資産の抵当や売却、債務増加等にかんする取締役権限---等々の実態も大企業経営の中で鮮明になる。会社法の修正は総じてそうした変化を後追いの的に合法化するものであった。パーリー・ミーンズはこの過程全体を、一口でいって「経営者がいかに少ない責任で多くの自由裁量権を手に入れるか」の過程だったというふうに把握している。

経営者権限と株主数の増大は当然に会社経営の内実にかんする情報開示の要求を強めるが、このことにかんする会社法上の法規定は遅々として進まなかった。法規定よりむしろ、各々の

²⁷⁾ 小林真之『株式恐慌とアメリカ証券市場』1998年、44, 47, 53, 80-81頁。なおそういう方策をとって大企業になった産業企業は、その後1920年代にかけて、優先株の償還、無形資産の償却などの財務方式によっていわゆる資本の水抜きを追求し、「過大」資本構造の解消に向かう傾向を示した（同上第3章2節）。そのことを反映して1919-1929年の証券発行高の構成は普通株117.7億ドル、優先株77.6億ドルと両者のバランスは崩れ（同110頁）、かつまた20世紀初頭に指摘された普通株が無形資産を代表する性格ははるかに後退したと見られる。

²⁸⁾ しかし後年のヴェブレンは、現実資産の価値と無関係の価値（証券の市場価格）を基準に活動する「企業家」（Business Class）と現実の生産の効率や機械化を担う「産業家」（Industrial Class）の分離を重視し、有名な「技術者革命論」の論拠とするようになる。上掲拙著『株式会社制度』第1章2節を参照。

²⁹⁾ Berle & Means, pp.147-148, note 15-17.

³⁰⁾ 小林前掲書、80頁注16。そこでは優先株に議決権がつかなくなるのは1911年以降と解されているのであるが、そうだとするとそれは定款や株式発行条件にはっきり記載されるようになったときの意味であろう。ヴェブレンは1904年に書いた上掲書の時点ですでに（「優先株主は」その会社の企業政策の面では、ほとんど発言権をもっていない）「優先株は、実際、それが代表する財産を、普通株の所有者に永久に預託する方策であり、---」（邦訳、115-116頁）等と書いている。

³¹⁾ Berle & Means の著書には次のようにある。「長年かけていくつかの州で議決権を持たない優先株の発行が可能になってきている。それがしばしば重大な反対を引き起こさないで実現されてきたのは、おそらく一つに、普通株の発行量が概してそれに対応する優先株発行量よりもずっと大きいからであり、もう一つに、普通株主が自分の利益から行動することが、優先株主の利益の十分な保護になるとみなされたからであろう。」（p.71）

証券取引所が取扱い証券(上場)の条件を明示しルール化することによって進展したと見るべきであろう。1910年代からは各州が、新証券が売り出される時点の虚偽や不正を防ぐさまざまな規制を工夫し(一般的には州政府が証券発行を監視する委員会を設けた)、それらは一括してブルー・スカイ法と呼ばれるが、会社法と別に設定されたこの種の規制がプロモーターと経営者と投資家の関係に一定の影響を及ぼした。³²⁾

Ⅲ. 法制と法解釈の展開

1. 概観

1890年代(部分的に20世紀始め)までに産業界に定着した一般会社法とこの時代に新しく登場した反トラスト法とが、その後1920年代を含む会社法制のフレームを提供したというのが私の理解であり、そのフレームのなかで会社法と法解釈の適用と修正がどう進んだかを見ようというのが、これからの課題である。(反トラスト法の面でひじょうに大まかに私の見当をいえば、すでに挙げた「破滅的競争論」、「高生産性から生じた大企業の低価格論」、「垂直統合や事業多角化の技術的合理性論」などが法解釈に影響力を発揮して、合法・違法の判定は格段に多様化しケース・バイ・ケースの性向を強めた。しかし断ったように、この側面は本稿の以下ではあまり触れない。)

会社法と法解釈の修正とか展開とかいうとき、そこには法そのものの修正にとどまらず、特許状や定款への記載、裁判所における判例、それに産業界におけるじっさいの活用や普及までも視野に入れた観察が必要になろう。その動きはもちろん経済社会の変化に対応したものであるが、それと同時に、法修正のほうが逆に経営の変化を促進したという、双方向での関係がある。とくにアメリカの場合、州ごとに異なる会社法

が企業を自州に惹きつけるべく競った経緯と内実が、法が経営に及ぼした影響をよく窺わせる。その面で主役を演じたのが19世紀末にはニュージャージー州会社法だったことはよく知られており、そしてそれは企業集中の容易さの点からふつつ説かれるのであるが、20世紀に入って最前線に躍り出、1920年代までずっと先頭を切るのはデラウェア州である。デラウェア州の進出はまず会社設立=企業合同をニュージャージー州以上に魅力的にすべく多面的な方策を加えた(たとえば手続きの簡素化や手数料の低額化まで含めて)ことによるものであったが、1913年にライバルのニュージャージー州がウィルソン州知事(やがて第28代大統領になる)の方針で規制強化に転じ、他方でデラウェア州が1915年法でいっそうの規制緩和を導入したことから一挙に優位を拡大し、³³⁾ 1920年代の企業設立では独走の様相を呈するにいたった。パーリー=ミーンズの著書が刊行された1932年時点、ニューヨーク証券取引所上場の産業会社606社中の209社(34%)はデラウェア州に本社をおく会社となっており、しかもその大部分が設立からあまり年を経っていない会社だった。それに次ぐのがニューヨーク州会社でほぼ半分の16%であるが、これは逆にほとんどが長い歴史をもつ会社である。第3位がニュージャージー州会社で14%を占める。のちにアメリカン証券取引所となるニューヨーク場外取引所でも、デラウェア会社は38%と、他州を圧していた。³⁴⁾ 1932年時点のデラウェア会社法は1915年法からさらに1927年と1929年に修正を加えたものであるが、その修正の最大の効力はすべての面にわたる取締役会の権限強

³³⁾1915年の修正法によって、デラウェア州に事業面で何の関係もない会社が会社登記さえしておけば、州外で株主総会や取締役会を開催するのも自由、しかも格段に安い年間フランチャイズ税で済むといった内容が加えられた。(Dodd., p.43, note 67.)

³⁴⁾北沢正啓、浜田道代『デラウェア一般会社法』1971年、4頁。

³²⁾E. M. Dodd, p.51. Hurst, p.102.

化にあったという。³⁵⁾

以下では、バーリー＝ミーンズの著書の、中でも第2編と3編の記述に多くよりつつ、法制と法解釈の変化の内容をまとめて述べたい。紙幅の制約内ということもあり、同書に立てられたすべての項目を取り上げるのではなく、経済史とくに1920年代のこれまでの研究に付加する意義が大きいと私が判断したものによって、構成を試みた。

2. 発行される株式と株主の関係にかかわる法制

これは同書第2編第2章（「株式に付与されたさまざまな参加の権限」）に書かれていることからの読み取りである。ほぼ30ページに及ぶ同書でも最も長い一つであるこの章は、いくつかの論点に分かれているが、論旨を株式発行の面からつづめていうと、株式の発行にあたって株主の権限を前より削減することになるさまざまな株式種類や実務が生まれ合法化されてきていることと、多様な株式を適宜自分の判断で選択して発行する取締役会権限が強められてきているということである。

重要と思われる変化内容には次のようなものがある。第1に、株式の額面価格が持つ意味が希薄になるとともに、そこからさまざまな実務が派生し、それにかんする法の対応が求められた。もともと発行される株式に付された額面は、法律的には出資者全員に会社資産への決められた最低額の拠出を義務づけたものであり、その額面相当額を払い込まなかった者は利潤の分配に与れず、また相応の対債権者義務が発生するという意味を持っていた。「その規則はアメリカ会社法における最も不屈のものとして、19世紀の全体を貫いた」のであるが、しかし「この規則は、株式は現金にたいすると同じく財産の

提供にたいしても発行しうるとした裁判所の決定によって、ほとんど一挙に弱められた。」³⁶⁾すなわち19-20世紀転換期にひろがった企業買収の対価を株式発行で支払う方式である。同じ時期に、プロモーターの役務への対価を株式で支払う実務も普及し、この面からも現実資産と株式額面との対応は意味を失った。さらに上述した優先株と普通株の使い分けである。こうした過程で、現金以外の物件や役務を発行する株式の対価としてふさわしいかどうかを「値踏み」する権限を、取締役会に与える慣行が定着してきた。

額面価格が会社の資産価値との関係を失った挙句に登場したのが、株式に額面を記さない「無額面株式」である。1911年ニューヨーク州法で初めて認められた無額面株式はただちに多くの州の追随するところとなった。何よりそれは額面株を額面以下で発行することを禁ずるコモンローの伝統を簡単に回避できる手段だったから、とくに産業の普通株の新発行に大きな便宜を与えた。無額面株は1919年までにニューヨーク証券取引所上場株式の14%を占め、そして1929年には66%を占めるにいたる。³⁷⁾ 無額面株の発行条件は、ニューヨーク州法の例でいうと、定款に記されているか株主総会の議決によるかのどちらかでよく、前者であれば取締役会の議決によって適宜発行でき、その際取締役会が販売の価格を決めうる。じっさいに無額面株を発行するほとんどの会社がその方策をとった。³⁸⁾

第2は、払込剰余金の問題である。株式発行のさい額面を越えて払い込まれた株式払込剰余金にかんして、各州法は初めそれを配当や自社株の購入に充ててはならないとしていたが、こ

³⁶⁾ Berle and Means, pp.131-132.

³⁷⁾ 小林前掲書118頁。

³⁸⁾ Berle and Means, p.146. 1920年代の無額面株の性格と動向にはここに書いた以上の要因や問題点があるが、立ち入るわけにいかない。参考文献を含めて小林前掲書の第7章4節を参照されたい。

³⁵⁾ A. A. Berle, *Investors and the Revised Delaware Corporation Act*, *Columbia Law Review*, vol.29, p.563. Hurst, pp.147-149.

れに経済界からの批判が一貫してあり、それを受けてたとえば1924年ニューヨーク州会社法は、事実上、払込剰余金からの配当支払いを認めることになる法改正を行った。³⁹⁾ そのころから、払込剰余金を取締役会の支配手段として利用するさまざまな方策が生まれ、法は未だそれにほとんど対応できていない、というのがバーリ＝ミーンズの把握である。

そうした方策として、まず上にのべた無額面株式との結びつけがある。上のニューヨーク州法では無額面株に払い込まれた全額を資本金としなければならないが、デラウェア州法では、どれだけを資本金としどれだけを払込剰余金とするかを発行から60日以内に取締役会が決めればよいとしている。⁴⁰⁾ 次に、配当を現金ではなくに株式をもって支払い (stock dividends), それを払込剰余金勘定の資本金への振り替えによって処理する方策が1920年代後半にひろがった。つまり払込剰余金を利用して定期的かつ高い配当を装うことが行われた。⁴¹⁾ さらに、2種類以上の株式を発行している会社が、取締役の意向次第でその株式の構成を変えること (したがって一方の株主に他方の株主以上の恩恵や不利益を与えること) が、払込剰余金を用いて可能になった。たとえば優先株を発行して資金調達を行い、適当な時期にプレミアムをつけて償還する、そのプレミアム分を利益剰余金からではなく払込剰余金勘定から支払う、といった財務である。また別に、払込剰余金によって自社株を購入する方策も、投資信託会社を中心にひろがった。その実務は株価維持の目的で行われるだけでなく、支配者が会社の資金で持株を増やす目的で故意に株価下落を誘導するような操作

と結びつけて行われることもあった。⁴²⁾ 払込剰余金にはこのほかにたとえば企業合同に伴う減資差益や合併差益なども含まれる。それらを経営者の権力を推し進める手段として用いることは「近年の考案物」であり、「それを合法的に用い得ていることが、とんでもない悪用の可能性をもちや増している」と、バーリ＝ミーンズは憂慮している。⁴³⁾

第3は、新株引受権の問題である。遠く1807年に遡って、マサチューセッツ州裁判所が、すべての株式保有者は総発行株数にたいする各人の持株比率に応じて追加発行に応募する新株引受権を有するという画期的な決定を行って以来、これは株式会社における「各人にたいする平等、公正」を謳うコモンローの理念を体現する揺るがない教義として1920年代にいたるまで保持された。そして現実には1920年代の証券発行は、新規資金調達の目的で発行される産業株のうちとりわけ普通株の多く (とくに1920年代末には大部分) が証券取引所で公募されず、既存株主の新株引受けによって消化された。⁴⁴⁾

にもかかわらず他方で、新株引受権という株主権限は19世紀のコモンロー理念から大きく離れて権利として弱体化し、企業による新株引受権の活用は単に資金調達の技術となる過程をたどる。⁴⁵⁾ まず企業合同期、合併企業の資産との

⁴²⁾ Ibid., pp.158-160. ニューヨーク証券取引所は1930年5月26日、特別の事由がある場合を除き投資信託会社による自社株購入の禁止を打ち出した (Ibid., p.160, note 40).

⁴³⁾ Ibid., pp.149-156.

⁴⁴⁾ 世紀転換期に新発行された産業株の大部分が合併企業の資産取得のためだったのにたいして、1920年代の産業株発行は新規資金目的を主体とするものとなり、投資会社・投資信託等が一般公募で新発行した株式と対照的に、既存株主の直接引受けで消化された。小林前掲書137-140頁を参照。

⁴⁵⁾ Henry S. Drinker, Jr., "The Preemptive Right of Shareholders to Subscribe to New Shares", *Harvard Law Review*, vol.43, 1930 は、20世紀に入ってからの新株引受権の判例がますます理論的な根拠を失って実務上の便宜からのものになってきたことを論じている。バーリ＝ミーンズは同論文を挙げて「このことは、複雑な種類に分かれた株式での新株引受権を扱う際に、要するに首尾一貫しないものだと考える方向に最近の論者を導いている」とする (Berle and Means, p.162)。

³⁹⁾ Ibid., p.153, note 25.

⁴⁰⁾ Ibid., pp.155-156.

⁴¹⁾ 株価大暴落後の1930年4月30日、ニューヨーク証券取引所は「定期的な」stock dividendsは利益剰余金から資本金勘定への振り替えによってのみ認められるという規則を導入した (Ibid., p.154, note 27)。

交換で発行された株式は新株引受権の対象にならないことが、裁判所において確定された。⁴⁶⁾その後、多くの産業会社が複数種類の株式を使い分けるようになるにつれて、新株引受権は理論的に説明しがたいものになってくる。1917年、優先株主が新株引受権を求めておこした訴訟で、ニュージャージー州法廷は、新株引受権の目的は剰余金積立額と比例的な議決権にたいする株主利益を守ることにあるが当該優先株主にその利益は存在しないとの理由で、訴えを却下した。以後、優先株主による新株引受権訴訟は、敗北に終わることが多くなった。⁴⁷⁾新株引受権の観念は株式そのものでない証券にも——転換社債への株主の先買権、ワラント証券への先買権等としても——ひろげられ、株式とワラントの組み合わせ、社債とワラントの組み合わせ、社債あるいは他の種類の株式に転換可能な株式の場合等々と、際限なく新たな解釈を求められる権利となる。それにつれて最初から定款に新株引受権の排除を明記し、発行方法の判断を取締役に委ねる会社が生まれ始めた。そのことの合法性を法の条文解釈で容認してきたデラウェア州は、1927年改正法でそれを明確に法文化した。⁴⁸⁾パーリ＝ミーンズは「株式の種類が今日ここまで延々とひろがってしまうと、状況にきちんと合う規則を作ることは、まったくといわないまでもほとんど不可能」と見、「趨勢としては総じて新株引受権を排除する方向に向かっている」と書いている。⁴⁹⁾とはいいいながら、その権利を定款に記すか記さないかにかわりなく、新株引受の実質を周到に維持している会社（たとえばアメリカ電話電信会社）は、まさにそのことを理由として株式に高い評価が与えら

れた。こうして新株引受権の問題は、法文や定款の規則であるよりも取締役会が株式発行にさいして行使する権力の一つとして扱われる性格を強めてきた。⁵⁰⁾

第4に、事実上1920年代に入ってひろがり、法がほとんど手をつけていない類の証券がある。中でも最も行き渡ったのが株式買受権証券（ワラント）である。この証券の持主は設定された価格をもって会社の発行株式を購入することができる。そのオプションは期限付きか無期限かのどちらかであり、1920年代末には後者が増えてきた。それが法制化され明確に合法となったのは、1929年デラウェア州会社法の修正によってであり、続いてメリーランド州（1929年）、ニュージャージー州（1930年）が似た条項を採用した。（ニューヨーク州法は1932年時点でなお無期限のオプションを禁じている。）⁵¹⁾もちろん買受権証券の所有者はそこに設定されている価格よりも株式の市場価格が高くなったときにオプションを行使するであろうが、そうならないかぎりその証券は会社の資本に何の関係もない。⁵²⁾にもかかわらず、それは一定の価格を付されて市場で売買される。そのような証券の法律上の性格、あるいは証券所有者の権利のごとくに、法律も裁判もまだほとんど何も言っていないというわけである。そして「今日の代表的な制定法の下で、そのような買受権証券の発行権限は取締役会だけに与えられている。定款に特段の定めがないかぎり、取締役会はそのことに何の統制も受けない。デラウェア州で会社

⁵⁰⁾Ibid., p.161, 163.

⁵¹⁾Ibid., pp.164-166.

⁵²⁾パーリがこう書いたことにたいして経済学者ミーンズは注を付して異論を唱えている。経済的観点からすれば、買受権証券を発行した時点からその会社の既存株主の株式が代表する価値の潜在的な減価が生じているのであって、選択権が行使されたときに始めて減価が生ずるのではないと。したがって買受権証券を大量に発行した会社の株式の現在価格は、すでに買受権証書によって低落していると見るのである（Ibid., p.167, note 55）。

⁴⁶⁾これが裁判所で判例として確定するのは1905年である（ニュージャージー州エクイティ法廷）。（Berle and Means, p.134.）

⁴⁷⁾Ibid., p.161.

⁴⁸⁾Ibid., p.134, note 36.

⁴⁹⁾Ibid., p.135, 161.

の株式を買って株主になった者は、取締役会が単なる決議でその発行を選択し、彼の権利が変更をせまられる運命にある。』⁵³⁾

バーリ＝ミーンズはこのほかに「株式買受権証券よりもっと新しいとさえいえる」証券として「白地株式」⁵⁴⁾と「会社の選択で転換できる証券」⁵⁵⁾の出現にも言及しているが、ここでは用語を挙げるにとどめる。以上の変化を論じたむすびは、次のごとくである。

「以上から引き出せる結論は、今日知られている株式が、ある程度までは会社資産への参加権を代表するものではあるけれども、あまりに多くの制約が課されてしまって、財産権としての明確性がほとんど見えない地点までばかされてしまった、ということに尽きる。株主の保護ということでは、経営と支配を担う人々が株主全体の利益を公正に扱ってくれるであろうという、一連の期待しかない。株主はほとんどの分野で、法的な権利でなく自らの経済的な重要性に頼らなくてはならない。』⁵⁶⁾

3. 収益の分配(配当)にかんする法制

会社があげた収益の割り振りにかんして、配当を支払う時期と、収益からどれだけを企業内に留保するか決定を取締役に委ねることは、

19世紀のコモンローがすでに認めていた。しかしその後この面での取締役権限がどれほど新たな進展を遂げたか、その点バーリ＝ミーンズは、「収益を割り振る直接の権限は、資産への参加権に及ぼす権限ほど十分に開発されていない。これはおそらくその実践がより現代のものだからであり、またあるいは、そのような権限が大衆投資家の目に映りやすくしたがってより熱心に監視されるからでもあろう。とはいえこの権限も急速に進歩している」⁵⁷⁾と述べている。

配当を支払う時期の決定が取締役に委ねられていることは、証券種類の多様化につれて取締役会による恣意的な収益分配の可能性を強める。その例としてまず挙げられるのが、非累積的な優先株(non-cumulative preferred stock)の使用である。優先株はたとえば収益の7%が普通株への配当に先立って支払われる株式であるが、業績が悪くて優先株配当さえ行えなかったという場合に、支払い義務を翌年まで繰り越すことがないのが非累積優先株である。とすれば、取締役会はある年に口実を設けて優先株配当を行わないで利益剰余金勘定に留保し、その利益剰余金を翌年の普通株配当に宛てるといった操作をすることが可能になるだろう。じっさいにそういうことが許されるか——かりにある年の優先株配当がなされなかったとしても、非累積優先株への配当を抑えて蓄積された剰余金にたいする権利はその優先株主に帰属するのではないか——について、法曹界に論争が起こった。そうした操作を認めた判例があるが、ただしこれとてそのようにして積み立てられた剰余金の帰属については何も触れていない。「したがって基本的な問いは今なお解決されないでいる。」そして「近年の実業界での大勢は---非累積優先株にたいする収益の配分が取締役会の直

⁵³⁾ Ibid., p.166.

⁵⁴⁾ 白地株式(blank stock)はもともと、授権されているが未発行の優先株をいよいよ発行するだんになって配当率の変更をする権限をあらかじめ取締役に与える(変更権限を定款に記載する)ものとして生まれたが、1920年代にそれにかんする取締役権限を徐々に拡大した。その到達点が1929年のデラウェア州会社法であって、そこでは「株式会社が、会社設立証書にその旨が記載されてさえあれば、各種株式の呼称、優先度、相対的な参加権、その他諸種の制限等を取締役会が決しうると定款に設定するのを、法律をもって認めた。」これをもってすれば、株式会社は白地株式だけで設立しうることになるであろう(Ibid., p.168)。

⁵⁵⁾ 「会社の選択で転換できる証券」(securities convertible at the option of the corporation)は、その証券の所有者の選択でなく会社の選択で別の証券に転換させることのできる証券である。バーリ＝ミーンズは「これについてはあまり知られていないので現在立ち入って論ずることはできない」として、Associated Gas & Electric Companyの事例だけを挙げている(Ibid., p.169)。

⁵⁶⁾ Ibid., p.170.

⁵⁷⁾ Ibid., p.171.

接支配下にあるということである」⁵⁸⁾

じつのところ非累積優先株そのものはそれほど普及していない。通常は会社更生のさいに債権者や前株主が渋々受け取る、人気のない証券である。しかしこれが世にでたことで、そこから派生し、はるかに普及することになった株式がある。それが「参加型優先株」(participating preferred stock)——しばしば「A級株」(class A stock)などと名づけられて流通している——である。ここで「参加」とは、たとえば7%の優先株配当を受け取ったあとに、なお十分な利益があれば他の株式と並んでその収益配分に参加できるという意味である。参加をさせるかさせないかは取締役会の判断ひとつで決まる。つまり収益を株主のどの集団に多く割り振るかが取締役の裁量次第だという点で、そのことにかんする法規制をめぐる議論は非累積優先株にかんするのと同じ土俵上にあると考えられる。⁵⁹⁾

もう一つ、1920年代に活用された収益配分にかんする方策として重要なのは、パーリ＝ミーンズが「寄生的株式」(parasitic stock)と呼ぶものであろう。簡単な例で説明すると、クラスAとクラスBの2種類の株を発行している会社が、クラスAには全収益の3分の2、クラス

Bには3分の1を配当すると定款に記載しておき、その後クラスA株だけを増資したとすると、その増加資本が生んだ収益を含めて全収益の3分の1がクラスB株に分配されることになり、ここでクラスBはAにたいする寄生物と化するというのである。(あるいは「寄生的」といえるかどうかはともかく、B株だけを増資してB株主への配当の絶対額を増やす方策もありうる。いずれも狙いは、相対的に少ない拠出しかしていないクラスB株主に、クラスA株主によって払い込まれた拠出から生まれる収益の分け前を与えることにある。) こうしたことを可能にするような資本構造をとる企業は「あまりに頻繁に見られる」のに、「この分野には確定された判例法がまだない」。⁶⁰⁾

これには多様なヴァリエーションがある。収益の分配ばかりでなく、企業の清算時にクラスA株主が自動的に1株100ドルの返還を受け、残った資産をクラスAとBとで定款に記した割合で分配する方式を定めている場合、実質資産の一部がクラスB株主に移譲されることになりうる。これがとくに「投資信託や公益事業持株会社でめずらしくない」⁶¹⁾のは、クラスAとBの出資をもとに投資した証券の価格が高騰して、会社の「実質資産」がクラスAに帰属する100ドルをはるかに上回っていることがあったからである。また別のヴァリエーションとして、株式そのものを配当に用いる (stock dividends) ことで各クラスの所得を取締役会の意のままに変える仕方もある。あるいはクラスA、クラスBどちらかの株式を、剰余金勘定をもって買い戻し償却して同様の効果をあげることもできる。

4. 会社支配機構にたいする法規制

会社支配にかんしては、株主から取締役会

⁵⁸⁾ Ibid., p.173. 判例として挙げられているのは1930年の Wabash Railroad v. Barclay の判決である。Berleはここで、「優先株主が配当を受け取るか受け取らないかを取締役の意向次第とするような契約は、ふつうはとても筋が通っているようには聞こえない。非累積優先株の協定を結ぶさいの理にかなった構成とは、もし非累積配当に支払いうる収益があった場合には、それは非累積優先株主に支払われなければならないか、あるいは払わないのであれば最終的に配当支払いをするための配当準備金に積み立てられなければならない、というものである。法律家たちはこの点で一致しないのである」と書いている。

⁵⁹⁾ Ibid., pp.174-175. パーリ＝ミーンズはさらに同じようなしくみとして「収益社債」(income bond: 会社再建等のさい将来収益があがったら利子を支払う条件で発行される社債)や「参加型社債」(participating bond: 取締役会の判断で社債保有者に会社収益からの追加的配分をなす)にも言及しているが、それらは1920年代にそれほど普及していたとは思われず、むしろ上と類似したしくみだという意味で挙げたものであろう。

⁶⁰⁾ Ibid., p.147 およびp.175, note 9. 寄生的株式についてパーリ＝ミーンズは資産への参加権を論じた第2編2章と収益の分配を論じた第2編3章との両方で論じているが、ここでは後者のほうにまとめた。

⁶¹⁾ Ibid., p.147.

(経営者)への権限の全般的な移行が生じていることはこれまでも一貫して強調されてきたが——そしてまた「経営者の権限」に絞っての検討は次にまた別の項目をたてて行うが——ここでの主題はそれと違う面からのものである。すなわち支配者が経営者であるか大株主であるか銀行など別の勢力であるかを問わず、大企業への支配を成り立たせている「機構」と、それにたいする法規制の問題である。

まずでてくるのが「議決権信託」(voting trust)と、そこからの展開である。企業結合の手段であるトラストはシャーマン法によって違法となったが、その他の目的によるトラストはさまざまな手法を伴って存続し、法廷でしばしば会社法によってその適否が判ぜられることになる。⁶²⁾ たてまえとして全株主に帰属する諸権利の行使を少数の「受託者」に委ねる仕方は、会社ごとにさまざまに編み出された。最もありそうなのは正規の議決権信託(株主が協定によって信託証書を受け取る)をなさず、そうした機能をごく少数の大株主が内々に申し合わせて行うケースであるが、公式の文書を残さないその種の協定を見破ることは滅多にできない。それでもその大株主だけに利益が保証されるような結果が明白になったとき、不公正と断ぜられた。それが「支配的株主の法理」として知られる法理の起りであり、これを論拠として支配者のしくみに法が立ち入っていくケースが進展する

ことになる。⁶³⁾

取締役、会社役員などの肩書きを持たない実質支配者が支配を行使する仕方は三つある。第1は取締役会などに背後から影響を及ぼす仕方であり、第2は取締役の選出や定款の修正にかんしておこなう投票行為であり、第3は名目上、会社との関係で行うのではないけれど会社の運命に重大な結果をもたらすような行動をとる——たとえば支配権を他に売り渡す——ことである。第1にかんして、法は支配者の存在が確認できる場合(親会社の子会社にたいする支配等)、その支配者がとった行為の結果を取締役がとった行為の結果と同じ規範で裁定するようになってきた。第2の場合、正当な手続きをふんだ多数決そのものに裁判所は立ち入ることができないが、しかしたとえば、『大株主は取締役と同じく会社全体の出来事にかんする受託者としての責任があり、全株主の利益にかんして取締役と同じ誠実な行動が求められる』といった理由によって、違法とされた判例がある。⁶⁴⁾

⁶³⁾ Ibid., p.209. 1918年のニューヨーク州裁判所の判例は、「その所有が合計して株式証券の過半数に達するような複数の株主が、会社の政策や行動の方針あるいは彼らが誰を役員として選ぶかについて結束することは、不法でも公序良俗に反することでもない。---証券所有者は彼らの利害を結合する権利を有し、また当該会社の支配を確保しそれによって事業の特定の政策と方針に向けての合意を有効たらしめんとして投票権を結合する権利を有する」とする。多くの裁判所もこれを当然とした上で、しかしその権利の行使の範囲を無制限には認めるものではないとの観点から、裁定を下すようになる。たとえば実権を伴わない看板だけの社長を選出するという大株主の申し合わせが違法とされた。またある会社と別の会社双方の大株主である者が、その会社に別の会社の大きな利益になる契約を結ばせた事件(1918年)にかんして、これを違法とし契約を無効とした判決のなかで「支配的な影響力は投票以外の手段によっても行使されることがありうる」と述べられたそのことが、取締役会の議決などと別に「支配者の権力」というものが法規制の対象になることを正式に認定した最初の判例だという。Ibid., pp.210-211.

⁶⁴⁾ Ibid., pp.214-215. たとえば1928年ニュージャージー州の第一法廷は、一公益事業持株会社が5つの子会社を吸収合併するために子会社の多数議決権を行使した(この合併は子会社株主の利益に反することが明らかだった)ことにかんし、「---かかる行為の根拠にたいしては何らの有効な法的な責を課することはできないけれども」とした上で、「---その協定には慎重な事実の調査が求められ、かつまたそのような発想が正当かつ公平な考えから生まれたこと、その判断が公平性の観点からして、もし合併承認の投票が真に独立になされていたら結果が異なっただろうような多数決によって影響されるものでないことを示す責任が、多数株所有者の上に存する」として「証明の責務」を根拠に合併の合法性を斥けた。Ibid., p.215.

⁶²⁾ 議決権信託はBerle and Meansの著書第1編における200大会社の支配型中「法律的手段を用いた支配」の一方策としても論じられている。「---議決権信託は、われわれがこれまで考察したどの法律的手段よりも完全に、すべての所有利権から支配を分離する。当初この方式は、議決権を株式から分離してはならないという根拠で法律によって強く批判され、裁判でも非合法とされたが、今ではほとんどの州で認められ法令が定められている。ただし法令は通常、信託契約の有効期間を制限しており、たとえばニューヨーク州では最大10年間である。---(しかし信託契約の更新によって事実上、もっと長い期間に亘って合法的に議決権信託を持続する仕方もとられているという叙述がそれに続く。)」Ibid., p.73.

第3にかんして、「支配」の売買のごときは金融界でしょっちゅう行われていることであるが、法律はこれを私的なビジネスとみなしほとんどこれを扱おうとしてこなかった。⁶⁵⁾

支配の「機構」の中で本質的なものでありながら未だ裁判所で審理の対象になったことがないもの、それが「委任状機構」だと、パーリー＝ミーンズは言っている。委任状の執行者は証券所有者の「代理人」であるのに、きわめて多くの場合彼は経営陣のダミーでもある。そこから代理人としての立場（株主が自分で投票を行うのと同じ義務を果たさねばならない）と取締役会の支配下にいる個人という立場（取締役の意志に沿って行動する）とに利害の不一致が生ずることは避けがたいはずであるのに、それが裁判所で争われた事例がない。「この論題が正面から扱われることになるまでは、裁判所がどんな結論に達するのかを予見するのは困難である。」⁶⁶⁾

別の側面からの論題になるが、1920年代の会社支配機構を特徴づけるものとして特筆すべきは、持株会社による支配ピラミッドの構築であろう。パーリー＝ミーンズの著書は第1編で「法律的手段を用いた支配」中の「大会社間で最も重要な」手法として詳述している。A社の多数株を所有する者がいて、そのA社が別のB社の多数株を所有して支配し、B社がさらにC社を持株支配する---といったことの繰り返しによって、「単独にはピラミッド全体の1%以下しか所有していないのに、ほとんど全財産の完全支配者として振舞うことができる」⁶⁷⁾ しくみである。1920年代とくに後半の証券市場のブームといい大暴落といい、もっぱら持株会社を主役にして生じたことは、経済史ですでに幾つもの実証があるが、それは主として証券市場の動態面からの研究で、支配構造を問題にするのとは少し違う。⁶⁸⁾ 下表はパーリー＝ミーンズの叙述からのものであるが、⁶⁹⁾ あらためて解説を付さ

ニューヨーク証券取引所の上場573社の内訳（1928年）

		産 業	公益事業	鉄 道
純粋持株会社	92社	69	21	2
兼営持株会社	395社	338	13	44
現業会社	86社	83	3	0

純粋持株会社の本社所在地（上位4州）

デラウェア州	44社（すべて1910年以降の設立、25社は1925-28年の設立）
ニューヨーク州	13社（うち1920年以後の設立は4社にすぎない）
メリーランド州	10社（うち9社が1923-28年の設立）
ヴァージニア州	7社

兼営持株会社の本社所在地（上位3州）

デラウェア州	148社（大部分が近年の設立）
ニューヨーク州	121社（大部分が古い設立年次）
ニュージャージー州	87社（大部分が1898-1910年の設立）

⁶⁵⁾たとえば取締役たちが自らの支配を保つ目的で子会社に親会社の株を買わせるような行為は違法として禁じられる可能性がある。法廷に持ちこまれた事件の大部分は、会社役員が支配を手に入れるか保持する目的で彼らの特定の地位を利用したことに関連するものであった。目下ニューヨーク州の一法廷で、大株主が明らかに「支配」を売り渡す目的で法外な価格をもって持株を売却した行為の合法性が争われているが、これには未だ決着がついていない。Ibid., p.216 およびそのnote 23。

⁶⁶⁾Ibid., p.217. 委任状の使用は19世紀の特許状では一般に認められていた権利であるが、逆にモンローでは認められないか、きびしく制限されているのがふつうだった。

⁶⁷⁾Ibid., p.70.

⁶⁸⁾経済史研究の関心からは、1920年代の持株会社のピラミッド構築には、支配の側面と並んで証券を有利な条件で市場化する目的や効果が強く作用していたことが重視される。とくに1920年代の持株会社化を先導した公益事業（電力会社）においてその傾向が顕著である。このことについては『講座 帝国主義の研究 3, アメリカ資本主義』に書いた拙稿（217頁以下）を参照されたい。

⁶⁹⁾Berle and Means, p.183, note 18.

なくともこの表から1920年代の証券取引所の最も特徴的な面が読み取れるであろう。法学は持株会社方式をもって構築されるピラミッドを「株式会社メカニズムの錯綜体 (involution)」と呼んで、それ自身を研究対象としている。持株会社がシャーマン法によって裁かれるようになる次第はすでに本稿でものべたが、反トラスト訴訟の対象になる場合をのぞいては持株会社そのものが会社法で裁かれることは減多になく、⁷⁰⁾ 個別の実践にかんして——取締役のたいする影響や誘導、証券の発行と操作、他会社株式の取得、定款修正、事業転換等々を行ったことの可否にかんして——株式会社一般と同じ次元で判定されるにすぎない。「持株会社は、子会社群とその資産および収益にかんして---すべての操作を実行できる」が、「主要な持株会社の一部の実践にかんしては、今なお何の情報も得られていない。」「むしろ究極的には、投資市場と実業界と支配の地位にいる人々の良識のすべてが、この点にかんする理にかなった標準への順応を求めるであろう。すでにある程度までそこに近づいてきている。だが今なお疑念が渦巻いているような分野も一部にある。」⁷¹⁾

支配の機構ということでは、ほかにアメリカ経済史を学んできたわれわれの念頭にすぐ浮かぶのが、一つに投資銀行家（およびもっと広義の金融機関）による支配であり、もう一つに機関投資家の問題である。前者の投資銀行による支配の特有のしくみのようなことは、バーリー・ミーンズの記述にないといつてよいように思わ

れる。⁷²⁾

後者の機関投資家（もちろん銀行もこの中に入る）による支配にかんする記述も、同書に特別の場所が与えられていない。⁷³⁾ その記述や分析を欠くゆえに同書で「経営者支配論」が容易に組み立てられたのだという批判は、今日の一つの通説でさえある。⁷⁴⁾ この点（つまり機関投

⁷²⁾ただし次のような記述がある (Ibid., p.206)。金融界には政界のボスにも比すべき支配者のグループがあり、個々の企業の取締役になっているような次元と違うところで大きな影響力を発揮している。「この法律を越えたグループ、あるいは少なくとも経営にかんして経営者とは別個のグループは、別個に分析するだけの価値のあるものである。」E. Merrick Dodd Jr. に「The Modern Corporation, Private Property, and Recent Federal Legislation」という論文があり (Harvard Law Review, vol.54, 1941), 表題からも伺われるように Berle and Means の1932年の著述を1941年時点につなげて事態のさらなる変化を浮きあがらせようとした内容となっているが、この中でDoddは、必ずしも経営者支配への道に進まない構造が随所にあることに言及し、その一つとして「投資銀行家による経営者への支配」を挙げている。そして「1920年代の歴史は、そのことが投資家やもっと広く社会に及ぼす危険の事例に充ちている」とも (pp.926-927)。

近年の経済史研究では、谷口明丈『巨大企業の世紀』(2002年)が、投資銀行等、金融機関から派遣された者が1920年代の大企業の取締役会においていっそう比重を増していることを詳細に実証している。そこから谷口氏が看取するのは、19世紀末～20世紀初頭のいわゆるマネー・トラスト期に喧伝された投資銀行の企業支配というのは総じて鉄道業中心のものであり、そのころ「多くの製造業はそのうち外に置かれていた---」のたいてい、「製造業と金融機関の関係は、むしろその後、次第に深まってきたようにみえる」(279頁) ことである。

⁷³⁾1920年代に盛況を示した投資信託 (Investment trust) にかんして、ごく短く次の記述がある。投資信託は多数の出資者から資金を集めて投資するが、もしその投資が投資目的でなく他会社への支配目的でなされるときには、(会社法における他会社株購入条件に違反するものとして) 禁止判決を受けることになるだろう。しかしもともと投資信託は、一般の投資家より多くの有利な情報を持つからこそそこに資金の預託を受けてなりたつ事業である。そのことから投資信託の経営者が投資対象である一連の他会社の内部に立ち入る仕組みが発達し、それが部分的な支配に転ずることが十分にありうる。これは投資信託業という事業にかかわらせて検討されるべき問題である、と。(Berle and Means, p.233 note 41.)

⁷⁴⁾Berle and Means の本書の1991年版に M. L. Weidenbaum と M. Jensen によって新しく書かれた序文が付されているが、そこには「(本書に) 見通されていない基本的な進展の一つに、機関投資家がその持っているものの潜在力を行使するということがある」(p.xi) とある。機関投資家による支配を強調する文献は、とくに1960年代末から「パットマン委員会報告」(1968年)、「SEC報告」(1971年)、「メトカーフ報告」(1978年)と続き、その後もおびただしい点数にのぼっているが、しかし現在では「所有者支配か経営者支配か」というのとはやや違う面から会社支配の問題を議論するほうに移ってきているといったほうがよいだろう。P. I. ブランバーク『巨大株式会社』の翻訳書(1980年)において、訳者の中村瑞穂氏が「あとがき」にまとめた株式会社支配論をめぐる文献系図(239頁)は、少し古いが便利なものである。

⁷⁰⁾前述のようにもともと19世紀の各州会社法は会社が別の会社の株式を購入することを禁じたが、その後ニュージャージー州法を先頭にさまざまな理由(支配目的での購入でないとか、本業に関連する会社の株式購入なら良い、等)を付して法廷での解釈が緩和される過程をたどってきた。だがその緩和にもかかわらず、裁判所から禁止命令を受けた判例は、20世紀に入ってから少なくともない。実存する持株会社はシャーマン法とともに会社法でもいわずそのバリアをクリアしたものである。

⁷¹⁾Ibid., pp.183-184.

資家の増大の趨勢を), 同書よりもっと後年の
 バリー＝ミーンズがどう受け取ったかを付言す
 ると、バリーは同書の1967年版がでた折に新しい
 序文を付して、そのことに触れている。そこ
 では機関投資家の問題は、膨大な個人投資家か
 ら資金の預託を受けて運用する「仲介機関」
 ——年金基金、投資信託、生命保険、損害保険
 会社等——としての面から取り上げられ、「か
 かる仲介機関の重要性は二重である。第1にそ
 れは、富のある部分を株式の形態で持つことに
 頼る市民の数が大幅に増えたことであり、第2
 に、個々人が、生産的な会社自体の経営や管理
 との関係からいっそう遠ざかり、またそれに影
 響することからも遠ざかっていることである」
 とする。⁷⁵⁾ つまり機関投資家の支配の問題には
 触れないで、大衆投資家がますます増大し、所
 有と経営の分離がますます進んでいることをい
 うのである。

5. 経営者の法的地位

すでに各所で述べた株主の権利剥奪の過程に
 相応して経営者に委ねられる権限が肥大化して
 くる、その側面にたいして法制がどう対応した
 かという問題である。それに関する法律（法と
 法解釈、定款）は、バリー＝ミーンズによれば
 「会社法制の分野でおそらく一貫した緩和傾向
 をたどっていない唯一の分野である。」⁷⁶⁾

「緩和傾向をたどっていない」20世紀の経営
 者の行動に適用される規則というものは、19世
 紀の会社設立特許状に記された経営者の義務な
 どからでなく、コモソローの適用として発展し
 てきた性格が強い。したがって裁定にあたって、
 経営者に求められる人間像が大きな基準となる。
 すなわちその経営者の、1. 事業にたいする適
 正な献身、2. 会社の利益にたいする忠節、3.
 最低限の賢明な判断力、といった基準をもって

する裁定である。それを20世紀の法律は、経営
 者の「受託者」義務という表現でまとめあげた。
 しかしそこから法曹界に論争が起こった。経営
 者は誰にたいして受託しているかをめぐる論争
 である。もともと19世紀の観念では、経営者が
 株主に忠誠を尽くさなければならないことに疑
 問をはさむ余地はなかった。しかし会社が株主
 から分離され区別された法的主体（法人）であ
 ることが確認されるようになった時点から、経
 営者の受託責任は会社にたいするものだとする
 見解が生まれ、それが徐々に強まる。つまり事
 業活動において契約をなす当事者は会社なので
 あるから、経営者はそれをじっさいに遂行すべ
 く受託されているのだというのである。かくし
 て1920年代までには、裁判所における取締役の
 受託義務の判定は、会社にたいする義務の履行
 を問うのがふつうになったと見られる。⁷⁷⁾

こうした解釈の変遷があっても、会社の究極
 の目的が株主の利潤最大化にあるとする前提が
 通用するかぎり、判決の結果に違いは生じない。
 しかしたとえば、経営者が会社にたいして誠実
 でありながら特定の株主の利益と敵対し、その
 株主が経営者を訴えた場合に、受託義務にかん
 する裁判所の判断が求められる。⁷⁸⁾ またたとえ
 ば、経営者がインサイダー取引によって利益を

⁷⁵⁾ Ibid., p.197, 201. 「受託義務」という表現ではないが、
 19世紀における鉄道などの特許状で取締役等が「忠誠の
 義務」を負うとされたとき、それは債権者にたいする姿
 勢の対外的表明であった場合が多い。

⁷⁶⁾ Ibid., p.199 note 5 には次のようにある。「---株主が
 個々人の損失を理由として取締役を告訴するのを裁判所
 が認めない傾向があるのは、おそらく、それを認めたら
 とめどなく訴訟が行われるだろうという恐れと、そうい
 うことの救済は会社を通じて解決さるべきだという観念
 からきている。」ある判決（1903年）では、「原告がこの
 不当行為の結果として所有する株式の価値減少による損
 害を被ったことは事実である。---その加害行為は株主個々
 人に与えられたものである。もしすべての株主がこの同
 じ不当行為の被害を被ったのであれば、原告の受けた損
 害の回復を求める訴えを支持するのには、すべての株主
 が同じ権利を認められるものとしなければならない」と
 した。株主たちがあらかじめ取締役を自分たちの個人的
 代理人（individual agent）として指名していたために、
 株主からの訴訟が認められたケース（1908年）もあった。

⁷⁵⁾ Ibid., (1991 edition) pp.xxxii-xxxiii.

⁷⁶⁾ Ibid., p.197.

得た行為に堪えて、その行為が他の株主に損失を与えたにしても会社には何の損害も出費ももたらしていないと主張されたとき、これを経営者の受託責任にからめて裁定できるかという問題が生じた。この種の訴訟における1920年代の裁判所の多数意見は、それを取締役の詐欺行為として違法となしうるけれども、株主にたいする責務に反したとの解釈は下せないというものだった。⁷⁹⁾ したがって「目下のところ、個人としての株主は会社経営者と争う場合、経営者の良心に訴えなければならないのである。」⁸⁰⁾

この「誰にたいする受託義務か」という原理的な問題を根底に置きつつも、経営者の責任・義務にかんする係争はそれぞれ具体的であり、そして全体の趨勢として法制は「緩和傾向をたどっていない」というのがパーリー・ミーンズの見解である。経営者は会社（あるいは株主）にたいして私利を優先してはならないとする規制は、19世紀いらいほぼ一貫して適用されてきた。経営者が適切なビジネスの感覚と能力を有する者でなければならず、それを欠いたがゆえに生じた会社の損失に責任を負わなければならないとする面では、その判断基準は総じて強められてきた。かつては経営者の「はなはだしい」過失や怠慢だけに責任を負われていたのが、次第により広く「状況が求める注意と技能を行使することに失敗」したケースに適用される傾向が生じている。経営者は誠実に行動したとしても、なおかつ注意深く有能でなければ有罪になることがある。といってその有能の程度をどう

測るかについて法律は明確な基準を持っていないから、それは訴訟の都度、陪審の判断に委ねるしかないケースが少なくない。そしてその陪審の判断は、「寛大すぎる判定をする危険よりも、厳しすぎる判定に向かう危険のほうがずっとありそうである。」⁸¹⁾

さらに「近年、法律が未だ対処しようと試みたことのない一つの状況が生起している。一個人が、事業方針で抗争する2企業の双方の取締役である自分を発見したとき、彼は選択をめぐる何らかの困難に遭遇することがありうる。」⁸²⁾

⁸¹⁾ Ibid., p.203. 経営者が訴訟の場に引き出されたとき彼にたいする裁定が厳しくなっているという傾向はしかし、株主から経営者にたいしておこなうコントロール（訴訟を含めて）の可能性が狭められてきているという論調と矛盾するものではない。E. M. Dodd が1941年に書いた論文（“The Modern Corporation---” p.925）が適切に次のようにいう。「よほど特別の場合にだけ経営者の判断が裁判所において差し止められるという言い方は---明らかに正しい。裁判官は、自分が実業の管理の専門知識を欠いていることを承知しており、結果にたいする証拠が明瞭かつ確信のもてるものでないかぎり、経営者の裁量権の逸脱だとか受託義務への違反だとかいう判定を下すのをいやがる。その上、経営者のほうも、支配の座にとどまっているかぎり、彼らの事業の指揮にたいする介入はあくまで個々の株主によってなされるべきものだとする方向に、裁判所を導こうとする。そして一方、株主たちは、事実を見つけたり証明することのはなはだしい困難、またその事実を証明したところでそれが経営者責任に相当しない単なる判断の誤りでなく不適切な指揮の所産だと明示することのはなはだしい困難、この両方の困難に遭遇する。現代の株式会社とその経営者に付与された広大な権力は総じて、経営陣がその権力を超えてことをなしたと証明することを不可能にしている。それゆえ一般に抵抗する株主は、その権力の存在を認めた上で、不適切かつ身勝手な目的でなされたことの立証に努めなければならない。よほど見え見えの背任行為でなければ立証は難しい。さらにまた、会社に代わって株主が行う訴訟---通常、株主に許されるのはそういう形での行動だけである---の性格は、恐喝目的でもないかぎりとても小株主には引き合うものでない。もし負ければその費用は全部自分もちである。もし勝ってもその勝利は会社の勝利であって彼にとっては間接的なものでしかない。---」

⁸²⁾ Berle and Means, p.204. なお、このような兼任取締役のジレンマにかんする問題が法律の新しい状況として言及されているのには、当時の取締役会の構成の変化が反映されているだろう。パーリー・ミーンズの時代は、経営の実質的なトップ層が取締役会の多数派を構成しそこに銀行家や法律家が外部重役として加わっているのがふつうで、今日のように社外取締役が多数を占めるのとまったく違っていることは明らかであるが、しかしその内部経営者の中でも「旧企業関係者」（合同参加企業からの横滑りなど）が急減して実業界の実勢からその地位についた者が増えているとか、一方、外部経営者として金融関係者の比重がかなり急速に高まっているとかいった変化があった。谷口掲掲書第5章からその変化をうかがうことができる。

⁷⁹⁾ しかし裁判所の少数意見の中には、取締役が自分の有利な地位を株主の利益に反するように行使してはならないという見解から裁定をくだしたものもある。Berle and Meansによれば「この理論は、取締役が行動するさいの情報は彼の私的な財産でなく、すべての人がその恩恵に浴するため取締役に与えられているというものである。一言でいうと、取締役は会社全体という架空の（mythical）法主体にたいする受託者であるとともに、関与する諸個人にたいする受託者だとするのである。この見解を本書の著者たちは支持するが、だがこれは一般に受け入れられていない。」（Ibid., p. 201）

⁸⁰⁾ Ibid., p.202.

実業界でそのような事態はよくあることで、それ自体を非難し彼がどちらかの会社の取締役を辞任すべきだとするのは、論理的でもないし得策でもない。彼はその立場を知り、そして対立する利害を明らかにした上で、両社のために最善の手段を採るのが、ほんらい最も讃えられるべきことである。この観点は銀行界にも適用すべきであろう。銀行から派遣されている者が1ダース以上の会社で重要なポストについていることが珍しくないが、多くの場合に彼はそれぞれの会社に起こる可能性を慎重に考慮しながら行動している。よしんば彼および彼の仲間がそれによって恩恵を蒙る結果になったところで、会社に実害を与えるものでなければ、それ自体をもって非難さるべきものでない。「本書の執筆者（バーリ＝ミーンズ）両人は、取締役が取引の両方の側に利害関係を有するということへの非難が、金融界においてあまりに十把一絡げに下されていると感じている。」1920年代のブームとその結果にかんして金融家が「十把一絡げに」悪者扱いされる風潮を背景に、法（あるいは裁判所）がこれを厳正に仕分ける必要を感じて書かれたものであろう。⁸³⁾

6. 公開株式市場にかんする法制

バーリ＝ミーンズの著書第3編は「株式市場における財産」と題された、わりに短い編である。その中心の論題は、投資家にたいする必要にして正確な「情報開示」を求める法制である。それを含めて、公開市場にかんする法制がいかに立ち遅れているか、第3編は次の文章で書きおこされている。

「公開の証券市場は、今日の制度の中で、経済的に正体がつかめていないものの一つである。他の市場もそうであるが、証券市場はようやく最近になって立ち入った経済的考察の焦点をなすようになった---が---そのほとんどが明確な

結論といえるほどの地点に到達していない。法律も同じように、まだ中心問題にほとんど触れていない。---ごく僅かしかない法律上の材料さえ、ほぼ例外なく公開市場の中心的な機能を---その市場が証券の換金を可能にする場所として存在するという認識を除いて---無視しているがゆえに、引用するにふさわしいほどの意味をもたない---。」⁸⁴⁾

あらゆる商品取引のうちでも証券取引所で行われる取引は最も自発的な買い手と自発的な売り手による交渉の結果であって、そこは法が介入すべき場ではないというのが、長年にわたるコモンローのたてまえであった。⁸⁵⁾ 取引の規則は一に取引所に委ねられ、それぞれの取引所が多数の売り手と買い手を誘引する目的で独自に証券の「上場要件」を定めた。投資家の評価は取引所の情報収集力にかかっているから、取引所を核とする情報の収集と普及の巨大な機構が成長してきた。上場会社の経営内容にかんする広範な情報が（1916年以降）4半期ごと、かつ取引所における取引内容は時間刻みで、公表されるようになっていく。さらにそれらをひろめ分析する定期刊行物や金融専門誌、日刊紙の金融欄のごときまでが出揃っている。これらは各州の会社法が会社に提出を求めている記録

⁸⁴⁾ Ibid., p.255.

⁸⁵⁾ 株式市場における取引活動に法が適用されたごく少ない事例を、同書は長文の注 (Ibid., pp.255-257. note 1.) を設け3点に分けて示している。第1は、企業が虚偽の表示をなしその表示が公開市場で「流通」した結果、株式の購入者が被った損害に賠償が認められたケースがある。第2に、ある会社が他の会社に財産を売った対価として換金性ある株式を受け取ったとき、あるいはある会社が会社内の特定事業を独立させて別会社を作るにさいして株主にたいしその別会社の株式に現金の払込みを求めたとき、その合法性をめぐる訴訟。ここではいずれも当該の株式が証券取引所で活発に取引されており、現金に準じて考えてよいとの理由で、合法とされた。第3に、会社が無額面株式を、取引所での実勢価格よりはるかに安い価格で株主に提供したことの正当性をめぐる訴訟。裁判所はこれを銀行家の熟達したマーケティングの結果であり、そのような恩恵があるからこそ市場価格も高騰しているのだと解して、これを支持した。

⁸³⁾ Ibid., pp.204-206.

(定款、会社役員名簿、株主リストや持株状況、年次株主総会記録、年次貸借対照表等)とはまったく別のものであり、会社法が求める情報は取引所においてほとんど価値を認められていない。

その上でなおかつ、取引所規則を越えて裁判所が証券取引所に発生した事態を扱うことがありうる。その第1は、新株発行を担う銀行が提供した情報の正当性にかんするものである。そこで開示された情報に虚偽が含まれており、そのために損害を被った者が訴訟をおこせば、それは「不実表示」(false representation)として法廷において銀行の責任が問われる。だがそれが明白な詐欺行為であるか、銀行自身がその虚偽を知らなかったか等によって、裁定は分かれる。この判断と立証はひじょうに難しいので、法はより安易な原告救済策として「合意解除」(rescission)——買い手が証券を戻して代金の返還を受ける方策——を編み出した。⁸⁶⁾ 第2は、すでに取引所において流通している証券にかんする当該会社の情報開示にかんし、会社が意図的な誤報をした場合、過失による誤報をした場合、重要な事実を開示しなかった場合、のそれぞれに、会社ないしその経営者の責任が問われうる。だがこの情報開示の誤報をめぐる経営者責任の問題は「裁判所において未だ回答がなされておらず、今のところ学界での議論にとどまらざるをえない。ただし、法がこの点にかんしてこれ以上、沈黙を守ることはできないと、信じさせるだけの兆候が見られる。」⁸⁷⁾

⁸⁶⁾ 銀行はむろん虚偽の表示によって責任が問われる事態を避けるために、あらかじめ表示文書に「免責文言」(hedge clause) なるものを入れたりするものがある。しかし他方、「この分野での老舗であるJ.P.モルガン商会のごときは、次第にそうした策をろうすることをやめ、作成した文書に全面的な責任をとる姿勢を示すようになっていく。」(Ibid., p.267) 「名声を重んじる銀行は情報開示にあたって高度の正確性に注意を払い、それにかんして彼らが糾弾される罪状は虚偽を指揮したからというより、虚偽を見抜けなかったことに向けられる傾向が生まれている。」(Ibid., p.276.)

⁸⁷⁾ Ibid., pp.281-282.

第3は、経営者が取引所において自社の証券を売買することにかんする法律問題である。経営者が自社の株式を市場で売買するさいには、情報の質・量とも取引相手より有利な地位に立つと考えるのが自然である。そのことを織り込んで役員の自社株取引を制限する内部規則を設けている会社もめずらしくない。だが多くの州の裁判所(すなわち判例の多数派)は、「取締役は自社の証券を他の個人とまったく同様に市場で売買をなしうる、そのさい彼が持っているかもしれない特別の情報を開示する義務はない」と宣してきた。この見解の発端になったとされる1868年のニューヨーク州裁判所の判決は、根拠として、「取締役は会社という法主体にたいする受託者であるから個人としての株主に何らの義務を負うものでない、取締役が株式を売ったり買ったりするのは個人間の取引であって、その際に取締役が自分の情報を相手に開示する義務はない」と述べた。⁸⁸⁾ そのような理由づけが一連の判例の源流となって、多数派説を構成してきたのである。⁸⁹⁾ 他方にごく少数ながら真っ向から反対する判決をだしている州(ジョージア州、カンザス州等)があり、あるいは両者の中間に立った判決(合衆国最高裁等)もあって、学者の見解も一様でない。ともあれ、これはあくまで取締役という肩書きを持った者を前提としてなされている裁定であって、そんな肩書きなしに実質的に会社を支配しているような者にたいする規制は、ないに等しい。

公開株式市場にかんする法制への言及からバーリ＝ミーンズは、結論的に次のように述べてい

⁸⁸⁾ Ibid., p.287.

⁸⁹⁾ 実業界のほうには、そもそも取締役が有利な立場を利用して株式取引で儲けるのは、取締役が報酬を得る一つの手段だとする正当化論があった。だが他方でそれは認められるべきでないとの主張もあった。法律家ゲーリーが会長だった時代のU.S.スチール社では、取締役会で配当の決定を行ったさい、それを取引所に伝え公開手続きが済むまで、取締役が会議室からでることを許さなかったという (Ibid., p.289)。

る。「公開証券市場の問題のどんな検討からでもでてくるのは、経済理論と法理論の両方に大きな空白があるということである。それは証券市場が今日のように際立って重要な地位についてのがほんの最近だからとも、あるいは問題がむやみに複雑だからともいえるが、ともあれどちらの理論分野もこの問題に全面的に立ち入ってはいない。---さまざまな兆候は、公開市場問題における関心事の中心部分に今近づきつつあるのを見つけるに事欠かない。われわれは次の10年に、この問題を扱う取り組みが真に充実することを期待すべきであろう。」⁹⁰⁾

IV. 1930年代フレームへの展望——むすびにかえて

アメリカ会社法制史上の2大変革期として、1890年と並び1930年代があると述べたが、ただし留意すべきは、1930年代の各州会社法自体にはそれほど画期的な変更がなかったということである。たとえば株主権限の削減に対応して投資家保護をどう進めるかにかんして、一般会社法は依然として株主の議決権行使や株主訴訟の権利を掲げるにとどまった。経営者が委任状機構を利用して議決権を己が意に従わせる、株主訴訟には株主に莫大な経費がかかる、大株主が株価を操作し自分だけに利益があがるようにする、---といったことがらに有効に対処すべく会社法を修正した州はほとんどなかった。

ではどこで、あるいはどの面で1930年代の大変革があるのか。それを考察するのは本稿に続く次の課題であるが、ごく簡単な展望をE. M. ドッド (E. Merrick Dodd, Jr.) の論文から得ておく。おそらく当時、コロンビア大学のA. A. バリーと双璧をなす会社法の学者であったハーバード大学のドッドは、バリーと似たテーマで精力的に論文を発表しているが、そのうち

の1編 “The Modern Corporation, Private Property, and Recent Federal Legislation” (1941) である (本稿の注72に前出)。そこでは1930年代フレームを構成することになる8つの連邦法が取り上げられ各々の意義が検討されている。①1933年証券法、②1934年証券取引所法、③修正連邦破産法 (1934年)、④公益事業持株会社法 (1935年)、⑤鉄道再建法 (1935年)、⑥チャンドラー法 (1938年)、⑦信託契約法 (1939年)、⑧投資会社法 (1940年)、がそれである。⁹¹⁾ それぞれの内容の概略さえのべる紙幅がないが、これら全体が1920年代までの会社法制にどんな変化を及ぼすものか、大まかにいえば次のようなことであろうと思われる。第1はもちろん、立法と法解釈の主役が州レベルから連邦レベルに移ったことである。州ごとの会社法は存続するが、会社とくに大株式会社の行動を監視し裁定する中心的な役割は連邦議会と連邦裁判所の所管となる。なかでもSECの権限の広さがきわだったものである。第2に、バーリー＝ミーンズが再三指摘し慨嘆していた証券の発行と取引にかんする法の不整備に対応がはかられた。そのなかで、委任状機構、経営者による自社株取引、定款変更の裁量、等々にかんする不備にもそれなりの法理が導入された。第3に、投資家保護 (社債保有者を含む) の観点が法制全体の核をなすものとして強く打ち出された。その保護内容の中心が会社財務にかんする全般的な情報開示である。第4に、直接には公益事業だけを対象として立法化されたが、持株会社のピラミッド構造、複雑な支配構造にはじめて厳格な規制 (新証券発行、資産獲得、委任状、配当、会社間協定、株主権限、債権者権限---)

⁹¹⁾別の論文でDoddは、このほかの連邦規制として、連邦準備制度による銀行規制強化 (1933年3月以降)、連邦通商委員会による規制対象の拡大 (1934年)、連邦通信委員会の設置 (1934年) にも言及している。 (“Statutory Developments in Business Corporation Law” pp.53-54.)

⁹⁰⁾Ibid., p.290.

が課され、持株会社規制への規範が示された。第5に、投資会社法がその一結果であるが、1930年代のSEC調査で投資会社、投資信託会社、持株会社、各種アンダーライターが行ってきた悪行の数々が暴露されたのを受けて、その面からの規制がはかられることになった。

1930年代以降の会社法制の変革の背後に生まれる会社観として、別に次のことを加えて本稿を閉じたい。バーリ＝ミーンズの所説を以上のようにたどったときに、株主権限の削減と支配者権限の拡大という事実が批判的に論ぜられていることから、つまるところ著者たちが今後の法制として株主の権利回復の方向を望んだように解せられかねない（たしかにバーリはそう解せられる論述でドッドから批判を受けたこともあった）。しかしそうではないことを、同書のむすびにあたる第4編が論じている。第4編は「事業体の新しい方向づけ」と題されて、今日の株主がもはや伝統的な意味での会社「所有者」ではなく、ただ「消極的財産」の所有者でしかない、したがって法によって保護される彼の権利もその範囲に限られるべきことを述べるのである。言い換えれば、もはや会社の利潤はすべて株主に帰属するものでない。では株主以外の誰に帰属するか。株主から区別される支配者にあるか？そうではないと、著者はいう。じつは株主と異なる支配者集団が生成した事実が示すところは、「所有者だけでも支配者だけでもない、もっとはるかに広い集団の権利に道を開いたことだというべきであろう。つまり現代株式会社というコミュニティを、所有者や支配者だけでなく社会全体に奉仕することが求められる位置につけたのである。」「---今日の消極的財産権は、より大なる社会の利益に道を譲らなければならない。たとえば会社のリーダーが、公正な賃金、従業員の安全、顧客への適正なサービス、事業の安定等を盛り込んだプログラムを策定し、そのすべてを消極的財産所有者の利

潤から差し引いてまかなおうとする、また会社というコミュニティがそのような計画を、産業の諸困難の論理的・人道的な解決策として一般的に受け入れる、そういう事態になったときには、消極的財産所有者の利益はそれに道を譲らなければならない。裁判所はほとんど必然的にこの結果の容認を強いられ、多々ある法理論のどれかに依拠してそのことを正当化するであろう。」⁹²⁾

期せずして同書の刊行年と同じ1932年に、上述のドッドもまた「会社経営者は誰の受託者か」と題した論文を書いて、会社の社会的責任という新しい観点の必要を提唱した。⁹³⁾ ドッドによれば、もともと株式会社が特許状によって特許会社として世にでてきたとき、それは社会奉仕の使命を帯びたものと認識されていた。今でも鉄道を含む公益事業では私有財産の意味がその公益性によって限定され、利潤のためだけでなく利用者の利益という観点からの法規制がなされている。しかし株式会社が一般会社法によって設立されるようになったときから、その種の会社に裁判所は利用者や顧客を考慮に入れる試みをしなくなっていた。だが今日、事態は本質的に変わった。会社に社会的な責任を求める世論が強まり、かつまた、従業員や顧客や消費者を大切にすることが長期的に見て会社の成長につながりひいては株主の利益にもかなうと考える経営者が育ってきている。さらにまた、会社の投資も証券発行によらず会社の内部留保によって行う度合いが増している。かかる事態の中で、たとえば会社が地元社会に向けて行う寄付行為のごときを、取締役会の判断で決することを合法とする判例が生まれている。失業救済をすべて公的資金でまかなうコミュニティがある一方、企業を含む自発的な寄付をもってまかなうコミュ

⁹²⁾ Berle and Means, p.312.

⁹³⁾ "For Whom Are Corporate Managers Trustees?" *Harvard Law Review*, vol. 45, 1932)

ニティもある。このような企業倫理が社会に定着するには、経営者が株主の拘束から相対的に自由の度を高める時代の変化が必要だった。かくして今日の株式会社は、事業が私有財産であり経営者が所有者の受託者だとする想定から抜け出しつつある、と。会社の社会的責任という

観念は、もっとずっと以前から社会改良家や一部の実業家のものであったけれども、会社の変化と法制の問題として法学者に取り上げられるのは、この時点のこうした論考からと考えられる。