

弱小株主の積極参加とその意義（続）

— 経営管理の抑制措置の研究（その一） —

別 府 三 郎

- (一) 問題の背景
- (二) 問題の所在
- (三) 単独株主権・少数株主権の濫用規制と弱小株主の保護—ドイツ株式法制—（以上前号「法学論集」第十一号）（昭和五十年十二月）
— 前 注 —
- (四) 弱小株主の積極参加
 - (1) 西ドイツにおける株主権益の強化とその意義
 - (2) W・ラテナウ と J・K・ガルブレイス
 - (3) 経営管理の内部抑制から外部抑制への移行
 - (4) 経営管理の外部抑制についての有力な動向—アメリカの学説とその批判
- (五) 抑制措置小論—結びに代えて

——前注——前号の(三)ではドイツ株式法制にふれて、本論から少しずれたことになった。本号では、大会社の経営管理の権力をいかに適切にコントロールすべきかについて弱小株主による抑制措置にいかなる期待がもたれるか、として考えてみたい。わが国の認識において、株主の法人化と会社法の課題の中で分析・指摘されていることは、¹⁾大会社の所有・支配構造の特徴が相互所有にもとづく相互支配であり、その結果は大会社経営管理者の地位の相対的独自性の強化、一般株主による経営の監督機能の低下ということに関連するところである。

ここでは株主法人化、いわゆる機関投資家の介入による経営管理の抑制作用の問題が一つの課題になる。問題は、弱小株主に企業家としての積極参加が期待できないと同様に、実のところ機関投資家たる大株主の態度にも経営への積極参加が期待できないことが指摘されていることである。²⁾これでは株主による経営管理の内部抑制という法の期待は画餅に過ぎないことになる。換言すると、いわゆる機関投資家は相当多数の株式を自由に処分しうる地位にあるから、機関投資家は株主権を積極化し、企業の経営管理を監視して、法の期待する抑制作用が機能するだろうと考えるわけである。しかし、現実の展開はそうにならず、機関投資家も当局たる経営管理者側に賛成して、機関投資家も弱小株主と類似の態度に出ることが分析されている。

謂く機関投資家の経営態度はつぎのよう³⁾にいわれる。「われわれが株式を買う場合、その会社の経営管理陣を買う。しかるにわれわれが会社にいるかぎりは、われわれはその経営管理陣を支持する。われわれがその経営管理陣を気に入らなくなると、われわれはその株式を売却する」。勿論、当該経営管理陣に対する議決権獲得競争の場合の例外はあるけれど、原則としては機関投資家は自分が代表している弱小株主の態度と一致した行動をとるものと指摘されている。

以上を考えてみると、株式(議決権)を多数集中することは、「いざ鎌倉」の場合に確かに抑制的效果を發揮する建前になっているが、それも当該会社の経営管理陣への信頼がなくなると、株式投資策の本質として株式市場へ逃避してしまつて法の期待する会社経営管理の抑制作用としての権利行使に至らない現実があることを示している。

しかるに以下では、ドイツあるいはアメリカの論考を基礎にして、株主による経営管理の内部抑制から外部抑制への移行段階を分析する中で、弱小株主の積極参加を位置づけたいと思つてゐる。

(1) 三枝一雄「株主法人化と会社法の課題」法律論叢四八巻四・五・六合併号三三三頁以下、特に奥村宏・法人資本主義の構造（一九七五）参照。

(2) D・J・バーム／N・Bスタイルス・坂野幹夫訳・機関投資家と会社支配（昭和四二年）二〇一頁以下。

(3) 坂野訳・前掲書八三頁、アドルフ・A・バーリ・加藤寛・関口操・丸尾直美訳・財産なき支配（一九六〇）八二頁。

(四) 弱小株主の積極参加

(1) 西ドイツにおける株主権益の強化とその意義

① 一九六五年西独株式法は利益処分権を株主に戻したり、秘密準備金の禁止を拡大したり、結合企業のコンツェルン貸借対照表作成の義務による株主総会への決算報告の義務などにより、株主権益が強化改善されたことは周知のところである。また株主解説請求権の拡大による株主の監督権の強化もあった。さらには、預託銀行による弱小株主の代理の新しい規制とともに、いわゆる弱小投資家の真意が重ぜられるように配慮され、企業結合における法人大株主に対する弱小株主の利益確保について、大きな意義が認められてきている。右の株主権益の強化策の基礎としては二点が指摘されるところである。¹⁾

その一は「秩序政策」としての株主権益の課題であり、その二は「社会政策」としての株主権益の課題であった。この両者の相乗したものが「株式会社」という法形態の課題であると西ドイツでは把えられている。

つまり「秩序政策課題」としては、取引経済体系における「所有権」の役割が中心におかれて、その保護およびその処分の自由が保証されねばならない。しかるに、株式法規制の方針は、一つには、各規制が企業の経済的所有者としての株

主の地位に合致するかどうか、もう一つには、各規制は株式法の社員権という特質から、資本市場や取引市場のために経済的所有権の現象形態として正当化されるような拘束や条件の下にのみ株主の資格をおくかどうか、の問題設定であったわけである。この意味における立法の定義においてのみ、私的所有権者は自分の資本を株式会社の自由にまかして、現行の私的イニシアティブによる経済秩序の存続および発展を保証する気持になるといっているのである。

つまりは、株主の法的地位は単に所有権者たる地位の保護に帰するのみでなく、その保護に由来する「秩序政策的機能」を示している。換言すると、経済過程の秩序要素として経済的資産を、私的自治的にかつ危険分散的に、投入することを示す。

さらに、株主権益の強化とともに「社会政策的な課題」が追求されてきている。この点の課題は、西ドイツ国民の広範な層および領域が経済の生産財に資本参加して、少数者の手中に資本の集中することに対抗することであるということになる。「国民全部にとっての所有」(Eigentum für Alle)という目標が経済的所有権としての株式の助けを借りて株式会社の財産として実現されるべきだといわれている。

②ところで、西ドイツには株式法の経済政策的中立性の理論があり、純粹「組織法」としての株式法は経済政策の目的に役立ててはならぬと、立法改正の度毎に強調されてきている。⁽³⁾この見解によると、株式会社は一般に私的権力の形成および行使のための中立的カバー、たんなる目的形式とみなされる。株式会社はいつでも意に従う道具として、ある社会勢力の自由になるものでなければならぬ。それに応じて、株式法は純粹な「権能付与的制定法」(enabling act)とみなされる。それは会社の成立および存続のため「組織枠」に役立てる法とは考えるが、社会的な動機をある一定の方向へ操作したり、社会秩序の形成に積極的に影響を与えたりする課題は有しないものとみなされてきた。

以上の考え方は一八八四年の立法改正で明らかにになり、近時の改正論でもたどられた見解でもあるが、一九二八年にはB・ブーフバルドは反対の見解を述べるに至った。⁽³⁾彼の見解では、全体経済的な、個々の会社をこえる機能の中に、株

株式会社の内外部構造の規制と少数株主権の規制的な観点を認めた。いわく、資本投資あるいは投機利益獲得のために株式を取得した弱小株主を考えるだけでは、少数株主権の強化を促すことは全く間違いである。確かに弱小株主も保護されるべきであるが、問題そのものはもっと深いところにある。株式法制度に内在する欠陥によって生ずる経済的理由および社会的理由から、特に有害である資本の「独占集中」が生ずることが問題である旨を指摘したのである。

つぎに、一九二〇年代にはF・ハウスマンが競争法と株式法との相互浸透および相互結実を求め、その後になって、F・ベームやW・オイッケンがその考え方を特に強調して、競争制限法の施行以来この考え方の追隨者は増えてきている。⁽⁴⁾ W・オイッケンの著作によって明らかになってきた法律秩序と経済秩序との相互依存の承認は、ここでは株式会社という法形態は、「秩序政策的課題」と「社会政策的課題」とを相乗させていることを教示してくれる。なるほど株式会社の内部構造は変転する日常政策の諸要求に奉仕する必要はないが、現行の経済制度の基本原理に一致している株式会社の法規制を展開することは不可欠なことである。

③ここに株主の一定権益の表現として、株主の権利行使が株式会社の機能性に役立つかどうかの検討が必要である。換言すると、株主に与えられている会社基本事項決定の際の共同経営管理権、および経営管理陣に対する監督抑制権は全体経済の中で、株式会社の諸課題の達成を促進するやり方で、会社へ影響を与えうるものかどうか。西ドイツにおけるこの点の考え方をU・イメンガの説を要約する中で把えてみると、大略以下のようになる。

すなわち、株式会社における経済的所有権の秩序政策的意義をのべることは、株式法政策上も理解できるわけであるが、この期待を株主権益の強化のための社会政策上の根拠に对照させると、ある矛盾が生ずる。すなわち、株式会社の経済的所有権の秩序政策的諸作用はつぎの二点を前提にして生ずるものである。

一つは、株主（所有権の所有者）は、自分の所有権の処分と自分の利益の考慮を実現するために、ある程度の専門知識を有しなければならぬ。それらは社員権行使においてのみなすことができる。たとえば、支配契約又は定款変更について、

同様に、特別検査又は会社役員への訴の提起の申立について、株主の利益にかなう処分決定は、その企業における複雑な諸経過を判断する能力を前提とする。

これに加えて第二に、自己の権益の維持を始終注意する準備がなければならぬ。たえず変化している企業への財産の投資は大なり小なり、監督権を無価値ならしめないように、経営管理陣の恒常的監視を必要とするものである。

ところが、株式を大衆化させ、私的財産形成に役たたしめる「社会政策的目標」は、以上の第一、第二の、経済的所有権（株式）の秩序政策に効果ある諸条件に対立してくる。国民すべてのための株式法上の所有権（株式）というその要求はこの所有権の秩序政策上の諸効果の右の諸条件と一致されえないのである。けだし、株主の大多数のところ、企業の諸経営経過は判断されえないし、投下された財産を自分の投資の範囲内でコントロールする用意があることも期待されないからである。

しかるに、株主権の拡大については社会政策上かつ秩序政策上の根拠づけは矛盾をもたらすことになる。つまり、その矛盾は社員権行使による株式の専門的な、そして恒々監視の必要ある投資により解消すべきものである。ここで明確にされるべきことは、株式の所有権付与においては社会政策上の目標観念と秩序政策上の目標観念とは基本的に完全に一致できるはずのものであるということである。株式所有権を企業の特分という形式だけで形成するのは二律背反が生ずる。

④ところで、以上の疑念はいわゆる法社会学上の実態を示すものでもある。すなわち、株式会社という法形態の大企業が分散所有の会社、いわゆる公開会社に発展するとともに、普通の弱小株主は自分の権利を使用する意思もなく、かつその状態でもないことが示されてきている。その所有権は弱小株主によっては操作されず、彼らは利子付株主又は投機株主になる。いわゆる株式の処分権はその所有権者と分離し、その結果が処分権能の自律化であり、株式会社の経営管理は株主から離れる。

会社法としては、以上の展開は応用されないうで、かつ休止している議決権を経て実現される。株主は共同して、会社の

基本事項の変更を決定する可能性をあきらめる。そして、さらに重要なことは監督（抑制）機能を履行しないことである。会社の業務執行の監視のための監査役会はもはや投資家の利益の維持のための手段ではなくなり、監査役員は取締役によって補充されて、それによって同時に自己補充の能力が維持される。

G・ピッツナーの分析では、西ドイツの銀行寄託議決権の矛盾が鋭く指摘された。それによると、銀行はそれまでの営業関係の結果として、原則として、当該企業の経営当局に賛成し、事情によっては預託客たる株主とは利害衝突する場合がある。この銀行寄託議決権の果たした役割を分析すると、会社経営管理の処分権能の自律化現象を知ることができる。この展開によると、株式会社の基礎は交替して、会社機関の相互の課題分割という法の観念は現実にもはや一致していない。経済的・社会的会社の機能性を考えて、いまなお株主にあてがわれている権力者たる地位は主に経営管理陣に移行してしまっていて、取締役が権力の支配者として自分の一存で、勝手に行動しているやに思われる。

ここで、所有と経営の分離、経営者支配の分析を述べるまでもなく、現行体系の機能性に対する疑念は、株式会社の現実をめぐる論議の中では「通貨」となっている。株式会社の総会は形式でしかなく、空虚な儀式であって、株主は消極性にしがみついたままであるということになる。⁽⁷⁾

(2) W・ラテナウと J・K・ガルブレイス

以上のように、株主が自分の財産の処分権能から現実から離れていることは、株式会社の秩序要素としての株主資格を一般に疑う試みとなつてあらわれてくる。ここではW・ラテナウの所説とJ・K・ガルブレイスの所説に検討を加えておきたい。

①資本主義経済に不可欠な「企業の自律化」は第一次大戦後、株式会社に関して「企業自体の理論」を生ぜしめる方法で達成されてきた。著名なW・ラテナウの説「自律的企業」という観念とともに、株主の利得利益と、企業の維持・継続発展を目的とした経営管理陣の成果処分利益との対立は、経営管理陣の有利なように決定されるものというのである。具

体的には「企業自体の理論」をめぐる法学上の議論は今日ではもはや利益がないかもしれないが、それでも、国民経済の生産担当者および分配担当者としての機能においてばかりでなく、労働および生活の場としての意義において、大企業が法秩序を設定する問題の解決のための基本的考察は重要である。W・ラテナウは、同族的企業の姿とはかなり離れているが、多くの、相互には結合のない資本投資家の財産から養われている「固有の法則性をもつ構成体」である大企業の活動を指摘したのである。企業が自分の目標を達成しようとするなら、その企業が考えねばならぬ「固有の法則」がある。とりわけ企業は株主の多数から防禦されねばならぬというのである。ただし、企業の経営管理陣だけが企業利益を判断できるからであり、かつ企業の健全な維持は「公益」的本性であるから。しかし、その構成体が現在の形式で存続するかぎり、企業は私益による分立主義の細分化から保護されねばならぬ。これによって偶然的投機の意図が消されるかどうかいづれでもよい。これがわれわれはとくに企業の生存条件を考えて、各個人の無理な権利侵害となることなく、国家社会の福祉の維持を続けることを配慮する必要があるという。

さて周知の通り、この企業自体理論は株式法上経営管理陣の地位強化をもたらした。企業の経営管理は株主とは独立して、そして緊急の場合、株主利益に反しても企業利益を守り通さねばならないという。これによって基礎の交替は株式会社内部構造の交替についての事後的な「正当づけ」になるというのである。しかし企業利益の定義を経営管理陣に基礎づけることの危険性はここにのべるまでもない。すなわち、それは会社財産の唯一の処分権を私腹を肥すために利用したり、または会社営業行為の執行が用意周到でないのに、たやすく株主利益を侵害したりする状況に置き換えられる。しかも、経営管理陣の個人的名声のために、経済的には不当な企業の展開に、企業利潤が使われることにもなる。

この企業自体理論によつては、株主の諸権利と経営管理陣の諸権利との関係を決定する株式法上の課題に貢献するものが見出されえない。その理論はただ企業利益に向けられていて、ならぬ企業内部構造の中で対立する利害調整を機能する規程を提供したのではない。E・J・メストメッカー⁽⁹⁾はこの理論は非法律的なもの(unjuristisch)であるというので

あるが、株式会社内の利害対立を分離・調整する手がかりとなる点を有していない旨を指摘している。またK・バーレルシュテットは、⁽¹⁰⁾企業自体論は各利害の対立を粉飾してヴェールをかぶせてしまっているが、その理論が危険なものではない旨のべているのである。

②W・シュトラウスによると、⁽¹¹⁾この理論は市場経済原理に矛盾することになるといふ。けだし株式会社内の現存の権力関係を温存することに妥当するからであり、そのことは国民経済上の資本の最適投資を弱めることになるのである。そして結局、株式会社の資本集積機能が危険にされることになる。経営管理陣の権力完全支配が企業への私的投資をおびやかして、それを抑制するように働くからであるという。

株主利益に対立する企業利益の保護という観点の下では、配当を求めたり、または投機利益を求めている弱小株主に、企業経営管理陣の先見の明ある計画を対照させることになるが、問題はこの見解の正当性はどこにあるのか、株主および企業としての株式会社はいかなる利益を追求しているのかということであろう。

一般に、ある市場経済体系において企業の存続は利潤を得る能力にかかっている。企業の自由にかされた資金を最小限度の出費でもって最大の利潤獲得のために使用するよう試みる必要がある。換言すると、企業の利益は収益性に向けられている。株主の利害状態はこれに対立するものではない。その際株主が企業者株主であるか、利子付株主であるかは問わない。企業に持分をもつ形式で財産を投資することは自分の犠牲によって他人の利益をはかるような目的を追求しているのではなく、割に合う資本投資の目標を求めている。以上のことから、株主は株式会社によって経営される企業の最高収益率に利害がなければならぬわけである。しかし企業の収益性への期待と投資家のそれと両者の利益が一致すると捉えられてはならない。企業も株主も収益性に向って行動するという前提の下でも、株主の直接的な配当利益は、利潤を留保して、それによって可能にされる投資が実現されるいわゆる長期的企業目標とは対立することがある。このことは利潤処分権の歴史がかわってきたこと、株主総会の報告書の検討、によって示される。しかし、以上の実態が企業利益と株

主利益との本来的矛盾を述べているのであって、そのことから企業の経営管理陣の地位に一般的結論を導くことを妥当にするものではない。両者の対立は利益の実現化する時点に戻されるからである。いわゆる短期的収益性利益と長期的なそれとは相対立するが、この対立矛盾の止揚の尺度は株主全部の既得権的な利益でなければならぬ。まさに現行の西ドイツの株式法五八条はこの問題の解決を規定しているのである。¹²⁾

③ 今日では一般に克服されているとみなされる「企業自体理論」に言及してみた。その理由は、企業自体の理論は、同時に、株主の権利縮少の意義につながることを、そしてその理論は現代のもう一つの装束の中に、再出現していることを確かめたからである。すなわち、そのことをJ・K・ガルブレイスの所説の一端を通して検討したからである。¹³⁾

彼曰く「資本による支配力の行使に代わるものについては、真剣には議論の対象ともなっていないのである。……株主の支配力はますます弱ってきたようである。株主総会では総株数のほんの小部分が代表されているだけであって、それは一つの儀式でしかなく、そこでの陳腐さに花をそえるのは主として無関係なことがらである（最近では、この陳腐さが多少は、兵器生産や環境破壊にたいする抗議によって、救いを得ている感じである）。株券の過半数は経営陣によって選ばれた重役連のため、委任状による参加するのだから。外から見た証拠に堪えるかぎり、支配力は彼らの手中にある。事実がこうであるにかかわらず、資本の所有者から支配力が大きく永続的に移行しつつあるという点は、なかなか認められない。一部の論者は、株主の支配力という神話を維持しようと努力してきた。外交政策におけると同様、現実が否定するところのものを呪文で救いようと考えられているのだ¹⁴⁾」。また曰く「第二次大戦前の百七十六社の大法人企業にかんするゴードン教授の調査によれば、これらの会社の株式の少なくとも半分は、全株式のパーセントよりも少ない単位でしか個々の株主によって保有されていなかった。たとえば取締役会の選出などを通じて会社に対する潜在的な統制力をもちうるほどの株主支配力が存在したのは、会社総数の三分の一以下であったし、「会社におけるなんらか積極的な指導権が相当数の株式所有と結びついているような会社の数は明らかにもっと少ない」。これは四分の一世紀も前のことであっ

た。その当時、株式所有の分散傾向は、新規の産業会社よりも旧来の鉄道会社について、より大規模に生じていたのだが、この傾向はその後もほとんど間違ひなく持続してきている。それは、会社にたいする統制力の主体を変えるためには、それだけいっそう多くの株主にたいして、事柄の性質上彼らが知りもせず、また信頼する気にもなっていないような誰かを、経営陣の勧告に反して支持し投票するよう説得しなければならぬことを意味している。また、この種のことをしようとするれば、無関心な株主が経営陣へ代理権を与える傾向もなんとか克服しなければならぬ。また、代理権争いの敗者は、会社の外部のものである場合にはその費用を払わねばならぬというハードルも、そこにはある。さらに最後に、株主は不満であればいつでも自分の株を簡単に売ってしまえるという事態とも対抗しなければならぬ。会社の規模の拡大も時の経過もさらには株式所有の分散も株主の権利を奪うものではない。むしろ依然として株主は投票権を保持しているが、ただ彼の投票は価値がなくなっているのだ」。

さらに曰く「⁽¹⁶⁾法人企業（16）の儀式が多かれ少なかれ作爲的に眞実を偽装しているという点を承知しておくことは重要である。重要であるだけに、この点をもう少しふえんしておこう。法人企業の儀式用文句では、取締役会の権力、したがって究極的には、取締役会が代表すると想定されている株主たちの支配力が大いに強調されている。この点を立証する儀式は非常な莊嚴さをもって営まれる。誰もこれらの実体について自分が冷笑的な態度をとることを許さない。資料で充満した莫大な討議事項が取締役会へ提出される。それには勧告が付加されている。討議は短く、形式的で皮相的なものでしかない。参加者の大部分が老人なのだ。そこにいたるまでの準備の程度や集团的にそれがなされたという性格を前提にする、これを拒絶することは到底考えられないことであろう。それにもかかわらず、取締役会は自らが決定を行なったという印象をもつようにされているのだ。……法人企業の儀式もまた、株主に支配力があるかの印象を与えようとつとめる。それも、あまり成功はしていないようだが、見せかけの熱意だけは相当なものだ。株主が会社を支配している（あるいは支配していた）ときには、株主総会は儀式としてはまったく取るにたらない。すなわち多数派が選挙でえられ、少数派

が選挙で追出され、その間戦略上の必要による譲歩が行なわれ、そしてすべての人々がこれらの過程のもつ意味を理解している。それだけのことである。

ところが、株主が影響力を失うようになると、かかる無内容を偽装する努力がなされる。総会の開催場所を選ぶのも、株主の便宜が考慮に入れられる。株主は、それを準備することが今や専門化した仕事にまでなっている立派に印刷された報告書を受けとる。製品や、さらには工場さえもが視察される。議事進行中に、報告書におけると同様、あなた方の会社という言葉が何度もくり返される。高級職員たちは、何も知らない総会出席者の著しく的確はずれの発言にたいしても、これに注意しているというあらゆる仕事を示しながら耳を傾け、これらの発言は最大の関心をもって検討されるだろうと保証する。十株しかもたぬ模様服を着た婦人株主が「諸氏がわれわれの会社をまことに立派に経営していること」にたいして感謝決議を提案すると、経営陣はこれを、うまく感謝を装った態度で受けとる。かりにも批判するようなものがあれば、出席者の全員がこれをきびしく拒絶する態度を示す。重要な株主は誰も出席しない。いかなる決定も行なわれなない。このような米国の大法人企業の年次総会は、おそらくわれわれにとってもっとも手の込んだ大衆的幻想の儀式であると言つてよからう」。

さらにガルブレイスは以上の分析結果に満足せず、「テクノストラクチュア」の存在を提案していることは周知の通りである。それは現代法人企業の勃興、現代の技術および計画化により必要とされる組織の出現、ならびに資本所有者の企業統制力からの分離に伴つて、地歩の確立した産業会社では必ず存在するものであるという。それは情報の交換および相互判断により個人の可能性をこえる決定を下すグループによつて表わされるものであるという。「決定の権限を個々の人間からとり上げ、テクノストラクチュアの内部に奥深くはめこむことにより、技術の進歩ならびに計画化は、決定が外部のものに影響されないようにする働きをもつ」という。しかし「法人企業はテクノストラクチュアにたいして遙かにもっと特殊な保護を与えている。それは自己の収益から派生し、全面的に自己の統制下にある資本の源泉を、テクノストラ

クチュアに提供することによってである。銀行家は誰も、内部に留保された収益がいかに使用されるべきかについて条件を付することはできない。また、いかなるその他の外部のものもそうすることはできない。通常は無害な株主を別にすれば、誰も留保収益からの投資の結果が思わしくいかなかったからといって、そのことを追求する権利をもつてはいない。⁽¹⁷⁾

思うに、以上かなり長文の引用を行なった。右所論は法律イメージから遠のく大企業の実態の局面の一部を適切に表現するものと思われる。ここにおいてJ・K・ガルブレイスの考察は業務執行機関の広範囲にわたる「自律化」に賛成したものであり、彼の以上の見解には既述の企業自体の理論と類似性があるように思える。もっともガルブレイスは、大企業は利潤極大化の目標を追求し、「需要と供給の法則」の範囲にあるという把え方ではないことなど、所論の特殊な前後関係が考慮されねばならないが、その点を一応おくと、株主権の排除を要求する彼の主張はこれまで前述した企業自体論の危険を結果として内蔵してしまうことになるように思われる。⁽¹⁸⁾

(3) 経営管理の内部抑制から外部抑制への移行

① 現代の経済および社会にとって、株式会社の形式で経営される大企業の役割の意義から引き出される「株主権益の重要性」に対する異議——たとえば株主は株式会社に産れる権力の地位を監督（抑制）できないし、それを正当化できもしない、しかるに株主以外の者が株主に代わる必要があるという——は、実は現行経済制度の中核問題にかかわる。この異議の方向で、W・ラテナウは大企業がもはや私的利益の構成体ではなく、国民経済的要素であるという。なるほど大企業はその発生上いままお純粹私企業の諸特質を負うている一方、これまでずっと、しかも相当程度に「公益」に役立たしめられたのであり、このことによって新たな企業そのものの生存権が創造されてしまったことをのべたのである。

大企業の「公益」関係性にはむづかしい論点があるが、その一つを要約すると西ドイツではつぎのことがいえると思う。つまり、西ドイツでは、近時大企業は中・小企業以上に広く「一般公益の必要条件」に服しなければならぬという見解が普及するに至った。そして、大企業が存続するということは資本提供者としても、経営管理陣としても、そして従業員として

も関与していない国民の利害をも考慮することであるといわれ、そのことについては、いずれの陣営でも一致している。⁽¹⁹⁾ 大企業は国家社会の経済的發展も政治的發展もともに決めるのであり、しかるにそれはもはや「私事」ではなく、「公益的性質」を有するに至る。現代大企業は国家の「生産および分配」の決定中枢であり、「国（州）の資本投資率」の規準を決めるというのである。

H・プロスによると、大企業に必然的に伴う問題をつぎのように、はっきりと定義している。大企業という構成体に集中している権力、すなわちこれを支配しているグループの手中にある権力の濫用の可能性から身を守ること、その権力使用を国家社会全体のために監視することは、大企業の成立と同時に、国家社会に生じてきた最重要課題に属す。特別な経営権力の抑制、所有権力の強化においてではなく、現在ある監督グループの監督において、すなわち民主主義的原理の意味において国家社会が統制しなければならぬ問題がある、というのである。

たとえば一九五一年のK・バーレルシュテット、一九五六年のH・ケーラーの所説などは「一般公益」という視角から大企業に位置づけねばならない特殊な必要条件を明らかに指摘してきた。一九六九年の西ドイツの「開示法」の成立の意義を考へるに、⁽²⁰⁾ 彼等のそうした思考態様が立法者を動かして、大企業の地位の特別責任を斟酌すべき法規定の公布をさせたといわれる。

ところで、現代の日常生活に顕著な影響は大企業から生ずる。その責任は現実には少数の経営管理陣にあることになる。彼らは資本投資に基づいて企業家としての課題が遂行される時期、場所、方法をきめる。大企業の経営者の決定によってまず従業員労働者の生活条件が関連し、産業所在地の地方公共団体にとっては、一つ一つの決定がその地方公共団体の栄枯盛衰を意味づけることがある。商品供給者と需要家とが結びつくことにより、ある経済階層のはかり知れない大企業への従属が生ずる。こうして、産業生産の対象物を判定するばかりでなく、産業技術上の諸条件がそなわるやいなや、新たな生産領域の開発をも判定できる大企業の能力は重大な影響力を有するし、大企業の諸作用が国家の教育にまでおよぶ状態

でもある。以上のように大企業は経済機能の達成と結びつく作用以外に、国防とか、外交政策あるいは国家論の対象にされてきている。

こうして大企業が国家社会への重大な作用をもつことになる、この大企業の権力の経営管理陣の正当性（資格づけ）の問題が生ずる。というのは、経営管理陣に処分権をゆだねている会社法上の委任は、株主の利益のために会社財産を投入する資格だけを規定しているからである。

② かつて、アメリカの著名学者アドルフ・A・バーリは、⁽²⁴⁾「財産なき支配」で以下の分析をしている。「大会社は大体において今でも外部からの統制を受けることなく、その経済権力の大部分を享受している。分析的にみると、取締役会の経営権に与えられている委任は彼らが事業をやるようにするために与えられていたのであるとすべきだろう。今でも、形式と経営権には変化はないが、権力は実際には社会全体の生活を処理し取り扱っているのである。その社会生活の中には直接の顧客も従業員も含まれているし、また輸送の便宜、雇用の安定、サービスの改善ないし低下とそれらに伴うあらゆる未知および既知の諸影響から生ずる諸結果も含まれる。要するに、権力は委任された以上のものになったのである。即ち、選出の形式的過程と、実際の機能及び個人に委ねられるそれ相応の権力との間には歴史の結びつきがあるにすぎなくなっている。われわれがアメリカの経済組織を新に建設するのだったら、現在の株主投票制が経営者を選び権力の所在をきめるやり方として最善の方法であるかどうか疑うであろう。それどころか良い方法かどうかさえも疑うだろう。この制度はそれ以上のよりよい案を誰も作らないから存続しているだけのことである」。

右のようなA・A・バリードの所信をくつがえす「株主投票制に関する案」は現在のところない。アメリカではM・A・アイゼンベルグ、⁽²⁵⁾西ドイツではG・H・ロート⁽²⁶⁾により、株式会社に代わりうる案が工夫されているところであるが、それはさておく。右のA・A・バーリの指摘にある「委任されたもの以上になっている会社権力」はいかに正当化されるものかはまさに現代の問題であり、その点を西ドイツについて把えておく。この点の権力の正当性について西ドイツでは企業

者的諸決定について労働者の従属性の克服が求められてきた。この問題の解決はいわゆる「労働者の経営参加（共同決定）」の中で、社会政策的な検討を踏まえながら、論議されているところである。ここでは著名なG・クンツェの所論、さらに西ドイツの共同決定報告書の見解を要約することにより、大企業経営の権力の正当性の考察としたい。

ところで生産手段についての所有権は企業者活動の基礎として、それだけで必要かつ十分であるという主張では、企業経営権力の正当性概念 (Legitimationsbegriff) は共同決定拡大に反対を主張することになる。他方、この正当性概念は共同決定および大企業組織のための法政策的な論証として導入されるのであり、詳しくいうと大企業の経営陣に生ずる経済的かつ社会的諸権限の処理(使用)は「資本と労働」とがいっしょになってのみ創造される資格づけが必要といわれる。個人の労働力、資本、土地および技術上の諸知識への私的な処分権を有する市場経済体系において、大企業およびその経営陣の最高の課題は、それらの生産要素を財貨生産の目的に経済的に結びつける点にある。この課題がその企業や企業経営陣に公共的機関によって与えられるものではなく、その企業自体によって選び与えられるものである。市場経営における企業者たる活動の決定にあたっては国家的な指図はいらぬ。自由に選択される企業者活動の社会的意識はつぎの点にある。つまり、おそらく十分な競争およびその他の規制的な諸条件の影響の下で、最高位の公益、すなわち「消費者の最適状態の財貨調達への利益」が維持される点にある。市場は、法的意味ではなく、経済的意味において大企業およびその企業経営陣の活動を正当化するのである。その際、企業およびその経営陣の第一次的社会的正当性 (Legitimation) が重要であることは、その大企業が継続的赤字の場合、国家の助成金などの助けを借りてしか存続できないという現実から明らかである。以上のような要約がなされるところである。

換言すると「市場の有効競争」の体系が前提であり、それは企業が諸サービスおよび諸商品の生産を市場の需要で決定し、そして最大限に有利な価格をつけるように強いるものである。つまり法による競争の保護は企業者活動の正当資格の基盤の構成部分になり、それは無制約な権力者たる地位の成立に対する「外枠」として機能する。これはA・A・バーリ

によると、⁽²⁸⁾ 経済権力に対する最大の 持続的抑制となつてゐるものは「競争を含む多元性」ということになる。すなわち「このような意味での多元性」といふと、古典的には競争組織及至産業による競争の可能性を意味する」。

以上のことは収益性に方向づけられる大企業は必然的な要素として公益的課題の実現のためにも維持かつ促進さるべきことを明らかにしていると思われる。そして「利潤極大化が合理的行動の規準」であり、それ以外の規準は、企業者活動の判断のためには実行されうるものではないということになる。

こうして独立企業の体系で追求される諸課題の実現のための前提条件として、いわゆる利潤極大化は制度的にいかに確保されうるかという問題に答えなければならぬ。株式会社では業務執行機関が無条件に損得に動かされる動機を有しているのではないから、利潤極大化へ影響する競争抑圧以外に、この問題は重要である。

一つの解答は「株主」においてのみ示される。株主は収益性ある資本投資という目標を追求し、特に社員権が経営管理陣の抑制内容にしているかぎり、その社員権をそれ相当に行使できるのである。

つまり経済的に「市場」によって正当化されて、かつ制約もされる大企業の権力は、法律上はこの株主の権力の正当性 (Legitimation) を正当化するため、株主の財産利益に結びつけなければならない。そして、この株主権益の機能は大会社が公益的意義ある結果として、なんらかの一般の公益と同じ平面上にのみ存しうることを明らかにするものである。取引経済における私法規制の公益的機能はいかなるその他の順位づけを許すものでなく、いづれにせよ一般公益(性)とすることばであらわされる利益競争はありえない。株主を株式会社から追い出すことに賛成しては間違いなく公益性と結びつく大会社の活動はなにも意味がなくなる。大会社の経営管理陣を株主の権利や利益に結びつける大きな意義は株式会社の内部構造において株主を従業員その他より優先して考察することにあるという。この結果に到達したものに西ドイツの共同決定報告書によって提案された企業内の労働者の「共同決定」である。それは会社の機関構造における労働者の利益を株主の後に秩序づけたのである。

さらに一つの解答として株主の權益以外に、その他の利益が制度的にどの程度考慮されるべきかは、株主權益の利潤極大化で整列されている企業者活動とちか合うかどうか詳細な吟味が必要である。諸利益の目標が矛盾し衝突が確認されるかぎり、企業者たる裁量の余地を限界づける政治的決定が必要である。たとえば企業の経営管理を、大気の汚染防止とか、水質の汚濁防止とか、対外政策上の利益保護といった、上位概念的観点と一般的に結びつけることでは、いかなる範囲で経営管理陣の態度の限界が設定されるかは必ずしもはっきりとされるものではない。

③株主利益の復活と会社デモクラシーの基礎交替 株主を活発化して、証券面上の株主権の有効な行使を持続させる能力を与えようとする努力は、西ドイツ、アメリカにおいて、株主のための「代役作り」として立法上の努力がされてきている。しかし最近の四〇年の経過の中では、大会社のほとんどにおいて、株主がその企業の支配者でなく、その意思も能力もないという見解が確定されてきている。勿論、過半数の資本を有する一人または数人の主幹株主の手中にある中小会社や大会社もあるが、そのような過半数株主のいないところでは「支配」は資本持分から離れて、強力なパーソナリテイが法律および事実上の権力手段の装置—プロキシ制度を時には積極的少数株主のため使うが、しかし大部分は経営管理陣のために機能させる。そしてその経営管理陣は事実上の権力の「自選・自己永続」(Self-elected and self-perpetuating)の中核になるのである。ここでは「会社デモクラシー」の基礎は交替して、「経営管理の寡頭政治化」(Management-Oligarchie)が生じているといえるだろう。³⁰⁾

さて議決権は形式的に残存しているから賢明な経営管理陣は口では議決権に敬意を示すことを怠らないけれど、本質的には議決権行使は「儀式的行為」以外のなものでもない。議決権代理行使勧誘の争奪がはじまるときですら、株主の実質的意思形成および意思表示そのものとは別な意味、ほとんど政治政策的キャンペーンの意味が生ずる状況である。しかし大多数の弱小株主はかかる現状を妨げる必要はない。弱小株主には事実上権力はなくなっていて、各人の株式所有の規模もほとんど問題にならず、その儀式は弱小株主の心理的要素によって徐長されている。つまり、典型的な弱小株主は、そ

の思考上および希望上もならびにその能力上も、企業者ではなく、貯蓄者・資本投資家である。つまりその目標は経済的権力およびその形成ではなく、利子プラス換金可能な価値増殖である。それに応じて、弱小株主が投資後思い通りに必ずしもすべてがうまくゆかない場合も、その企業の中で自力による救済策を講じて、自分の手元にある反作用力・抑止力を使用するのではなく、自分の持分をあきらめて、自分の持株を売るのである。株式にその理念上化体している企業への支配力は弱小株主にとっては反作用力の支えとならず、むしろ少くともめんどうなものである。弱小株主から権力と責任が取り去られるならば、それをよるこぶ状況もある。以上の事実からみると「株主支配」の救済についての立法上のあらゆる努力がはじめから暗礁にのりあげて失敗していると判断されてきたし、かつ判断されている。曰く弱小株主の救済のための立法上の試みすべては「状況をすべて誤認してきた」と指摘する学説もある。⁽³¹⁾

最近、株主義決権の修正とは別なやり方で会社における権力分割の修正が探究されてきている。しかし現在まで依然として前掲 A・A・バーリの洞察の続いている状況であり、かつまた M・A・アイゼンベルグの好意的な弁護論によっても、プロキシ体制の実践においては、弱小株主の積極性がないこと、および積極参加がないことを如何とも修正され得ないことがはっきりと指摘されている。

ところで、議決権代理の問題はいつも立法改正考察の前面にあり、一九六五年の西ドイツ株式法の政府草案は新しい規制が会社の経営管理をこれまで以上に株主の抑制の下に置くことを明言しているけれども、株式法の原則と実務では、建前が現実とは逆になっていることを物語る。たとえば西独株式法の一三五条はどうにも救いがたいものと判断されている。というのは、西ドイツでは歴史的理由から議決権を預託客にかわって銀行が維持管理するわけであるが、その銀行に、銀行自身の判断により、議決権行使することをいまも許しているのである。なるほど銀行が議決権行使できる前提条件は、株主が申し込んで、議決権行使について指図しない場合であるが、実務を知る者はまさにその場合が原則であるというのである。

かつて、G・クツエンベルガー⁽³²⁾は「株主の経営参加」という標語の下で、専門的に、会社の経営管理陣といっしょに

作業する「株主委員会」の形成を提案した。その意義は「所有権をその無気力から解放することであるとして、つぎのように要約している。われわれは現行の経済・社会秩序の確保および維持のためには、株式会社の領域において無機能的な所有権を与えることはできない。秩序機能もなく、かつ責任をも認めない株式所有権者層がますます増えること、一方ではその所有権に基づく会社の経営権力は会社の経営管理陣によって奪われることを許してはならない。そのためには、所有権をその無気力から解放し、数十年來、誤って發展してきた重荷を免除して、所有権を責任の下につれ戻してくることが要請されているというのである。

曰く、その目標は、株主の純粹な形式の経営参加（共同決定）というやり方でしが達成されない。今日必要なことは、株主がすすんで投資のよろこびをもつ株式所有権であり、そうなれば株主層の範囲はひろがる。まさにいたるところで考慮すべき資本の独占集中および少数の者への経済権力の集中には、株主の経営参加により、共同責任を喜んで引受ける機能有る株主所有権による抑制（監督）が必要である、とのべるのである。

以上の通りG・クッツェンベルガーの理解するように無気力な株式所有権の機能の復活ができるものかは即断しがたく、かなり疑念を感じる。しかし確かなことは、ある会社の経営管理の地位の必然的な自動的獨立化に直面して特別な比重が有効な監督権（抑制権）の展開へ置かれる必要があること、および、有意義な積極参加は比較的少数からなる株主によってしか期待されえないこと、その有効な監督権の展開は少数の株主にまかされる必要があることなどではないかと思う。

こうした認識の中で、西ドイツでもアメリカ法の「代表訴訟」を西ドイツ法へ導入することが、とくにG・グロスフェルトにより、詳細に論ぜられている。彼の主張は新しい規範の展開以上に、現存の基準を考察して、その実施をすることが必要であること、所有と支配の分離ははばむ必要があること、株主を活動化して、株主をできるかぎり会社に引き寄せる必要があること、などから、「代表訴訟」は適当な手段であると結論したものである。文字通り、弱小株主による抑制装置の代表的なものとして、「代表訴訟」を好意的に扱っている。

確かに、西ドイツもわが国も同様にその導入について教義上の疑いもなく、「代表訴訟」が経営管理陣を鎖につなぐ一

役をなすものとして有益であることは認められるし、かつ、代表訴訟がいわゆる「会社（總會）ゴロ」のための訴訟に变质することを強調すべきでもない判断されるところである。しかし、思うに、代表訴訟による「会社経営管理の抑制」は数人の弱小株主のイニシアティブを助けて、突破口を開くわけであるが、ここから「資本と支配の再統合」を期待することも、楽観的すぎる。代表訴訟は、訴訟費用や弁護士費用など一定の附与があつて、その機能を發揮するわけである。アメリカでは株主の個人支配装置および監督装置としてではなく、特殊専門的な弁護士といつしよになつて代表訴訟が機能していることが指摘されている。さらに問題に思えることは議決権の実効力ある行使に類似した障害が、弱小株主による「代表訴訟」というこの武器の使用に際して生ずることが指摘されるのである。つまり弱小株主はこの武器を使う関心、意図なく、かつ十分な情報付与もなく、武器を使える状態でもないといふのである。

しかして単独株主権のような監督権が経営管理の濫用的行為を抑止できるわけであるけれども、このような訴権により株主の意図通りの会社の業務執行の確保になるとは必ずしも思えないところにきてゐる。とりわけ「事業経営の合理性判断」の裁量のおよぶところでは、訴権を使って、たとえばその会社の経営管理の責任に由来する商品売上減が攻撃されることもないといふことである。ここに至り、株主の財産利益を「秩序要素」として規定する株式法上の可能性に対する幅広いあきらめがあることになる。つまり会社が経済合理的に経営されていない場合、しかも各株主も反作用力―抑止力を行使しないかぎり、秩序要素としての株主に対する法律上のあきらめが根拠づけられるのではないかとさえ思われる。

しかし、それはそうではなく、ここでは公開会社の平均的弱小株主は会社の業績悪化については、株式を売却することで答えるのであり、漏水する船を見放すのである。とくに利潤後退が配当減という形であらわされるときには、株式を手放すといふことになる。

そこで、問わなければならないのはある会社の経営能力が弱体化して、業績が悪化する場合、株式を手放すといふことしか積極的に能動化しない株主に、「経営管理の抑制可能性」についての期待が結びつけられるものかどうかといふことである。

④これまでの所論と関連することに「証券市場の機関化」という現象を検討する必要がある。これは株式市場に絶大な影響力をもつ「機関投資家」（機関株主）の成長により市場環境の変貌を察知した表現である。ここ数年来、その機関投資家という言葉がクローズアップされ、個人株主に対して「機関」という表現が用いられていることは周知のところである⁽³³⁾。この機関投資家の原型が、銀行なのか、保険あるいは信託なのか、投資信託その他なのか、それぞれの性格が異なるゆえに、その共通点は容易に見つけがたい。ここでは「株主構造の基本的変更」とのかかわり合いの中で、受託者としての誠実性が強くもとめられる各機関投資家を想定して、その意義を問いたいと思っている。この機関投資家の株式市場への波及効果は彼らが集団行動に出た場合、測り知れないものがあり、その責任は重大である。今後の検討として、いわゆる「間接投資の株式所有形態」が資本市場、ならびに一般の会社におよぼす影響の問題があるわけである。

その一つの局面は「機関投資家」は会社経営管理陣に対する「抑制力」として作用するということである。資本の所有と経営の分離によって、一般弱小株主は経営管理に発言する意思がないか、あっても発言の機会に恵まれず、かつその機会に恵まれたとしても、これを経営管理に生かすことは至難である。この無力な弱小株主に代わる機関投資家の出現は会社対株主との関係において、これまでとは異質な関係を期待できるように思える。その組織機構は弱小投資家に代わって「仲介的なグループ」として、株式分散の増加をおさえながら、新しい、力のある主幹株主に発展しようとする期待される。たとえば、機関投資家として投資信託は受託者としての誠実義務を負うており、組入会社の経営に不満があれば、一般弱小株主に代わって意思表示すべきではないかとの見解さえあるところである。

この点、A・A・バーリー教授は⁽³⁴⁾機関投資家は会社の経営管理をめぐるトラブルを意識的にさけるものという見解である。つまり、投資信託は真の意味の株主ではなく、実質的に企業株式の所有者は一般投資家であり、その者は会社の内紛に興味はないのであるから、投資信託が介入するのはゆきすぎであるという見解である。これらの見解の対立と本稿との関係において留意すべきは、本来的に実効力あるものとして観念されている「株主による経営管理の内部的抑制（コントロール

ール）から主として機関株主による外部的抑制への移行」の段階にきていると把握するかということである。つまり株式市場が介在した機関投資家によるこの抑制態様も「株主」および「株主の権利」に指示されることをコントロール実現に必要な会社法上の諸手段が示しているのである。ただし外部者がその経営管理陣と交替できるのは、証券取引を通じて得られた過半数持分を株主総会に投入できる場合だけであるから。

ところで機関投資家の影響力と問題点を端的に示すアメリカの事例がある。

すなわち一九六七年二月、アメリカの大手映画会社 M G M の委任状合戦では既発行株式総会数の四分の一をこえる一四二万三千株を所有する一六の投資信託の動向が注目された。M G M の経営管理当局、その反対派、いずれに議決権を行使するかは、M G M の一般弱小株主の利害関係に直接ひびいてくる問題となった。取締役選任の議案をめぐる両者の争奪戦は大手投資信託が経営管理当局に賛成したため、わずかの差でその挑戦者側の敗北に終わった。この事件について、投資信託を含めて、主幹株主としての機関の権限と責任についていかに考えるかに議論はわかれて、議決権行使の権限剝奪なし会社当局への反対投票を禁止すべきであるといった見解があるところである。

これまで過去のアメリカの機関株主は積極的な独立した投資家として行動しないことを批難されてきている。投資信託を例にすると運用資金の管理に全力投球することが自分らの建前として、経営者や経営方針に対する是非の表明は「株式の売買」に依存し、どちらかという、不活発な機関株主とみられてきている。アメリカでいわれる「ウォール街の慣習」とは、要するに投資先の会社経営に不満があり、危険を感じるものであれば、機関株主は持株を処分するというものである。問題は機関投資家はその権力の行使を自ら放棄することがはたして妥当であるかということになるが、以上の叙述の内容は経営管理の「外部抑制」の作用を伝えるものと理解できるであろう。

他方においてわが国の機関投資家のあり方に対する問題意識と、アメリカ、西ドイツのそれとに、ズレが生ずることは否定できない。アメリカの例では、現段階では機関投資家が沈黙するパートナーではなくってきている例が多くあると

いわれる⁽³⁸⁾。勿論主幹株主として発言の機会が与えられているにかわらず、沈黙をつづける機関株主は存するし、その種の投資家の行動は運用資産の管理に集中し、それによって外見上はおだやかであるが、しかしこれも長期に安定株主の座にいるわけではなく、既述の「前注」で述べたように、持株の処分に対抗してくるのである。既述の M G M の委任状態では多数の投資信託が経営争奪戦にまき込まれたが、いずれを支持するかは各投資の運用者の判断によってまちまちであった。しかし議決権の行使にあたって、各機関株主が協同歩調をとった場合の影響力は絶大となる。

わが国では昭和四二年には証券投資信託法の一部が改正され、投資信託の委託会社は組入株式に関する議決権行使その他の株主権行使について受託銀行に指図する権限が認められるようになった。これまで議決権行使は会社側に委任される慣行であった。これは独禁法第一条との関係で金融会社の株式保有の制限（既発行株式の一割をこえる取得制限）の適用除外をうける条件として議決権行使に制約をうけていたからでもあるが、投資信託が議決権を積極的に行使することになると、それは機関による権力の一部行使を意味して、機関株主の機能が従来とは変わったものとなるはずである。こうして、機関株主と一般弱小株主との格差はますます大きくなる一方、弱小株主の行動力が期待される場所である。対会社との関係では持株比率の点で影響力の小さい弱小株主は、機関株主の行動力を注目するわけであるが、現実には会社当局と機関株主とのゆ着がかなりすすんでいる段階において、機関株主のとるべき態度、あるいはあるべき姿については理念像をつくりあげることがむずかしい状況にある⁽³⁹⁾。

⑤ 現代の株式制度には、個人株主と会社との間にあらわれて、個人株主の企業への影響を完全に排除する「機関株主」が形成されていることを知る。この機関株主が積極的に活動することは、休止している一般弱小株主の議決権の数が減ずることを意味づけるけれども、機関株主による抑制機能が実際に活発化される意味でもない。ただ重要なことは機関投資家の増えることによって会社に無関係な勢力が議決権を自己および自己の利害のために横取りすることを妨止できる意味はある。

さらに、機関株主によって弱小投資家の利回り利益が確保されること、およびこの機関株主自身の利回り利益を媒介した各企業の利潤極大化が機能するということである。この点、いわゆる西ドイツの株主保護協会とこの機関株主と異なるのであり、さらに、証券市場の機関化現象によって現行経済秩序の中で明るみに出された矛盾が解決される可能性がある旨指摘されている。それは一方に、最大可能な国民階層が国民経済の生産財へ資本参加することの社会政策的要請を基礎づけるし、他方に社員権の形式における私的所有権投入の法秩序政策上の諸機能の期待を基礎づけるのである。

ところでアメリカの個人株主数は一九七五年までには三千万人に達すると推定されており、マクロでみるかぎり、大衆が経済、あるいは企業をささえる地盤構成が一段と強くなっていること、いわゆる大衆資本主義の下のアメリカの経済繁栄がいわれている。D・T・バームとN・B・スタイルスは個人株主以外に、機関株主の背後にある大衆をも加えて、企業に対して大衆の参画している形態を「プロレタリア資本主義」と呼んでいる。彼らの研究によると、機関株主の出現により、大衆資本主義を土台としたもう一つの概念が形成されつつあるとも思われる。あるいは株式の間接投資の形態が普及して、機関株主の台頭により、大衆資本主義を建設的に補完する「集団資本主義」が生まれつつあるとも説かれてい⁽⁴⁰⁾る。

いづれにせよ、機関株主の発展の問題は会社支配の機関株主への移行が企業の「経営者支配」のそれ以上にのぞましいものかどうか、あるいは株式市場がおびやかされないかななどの問題へ発展していく。

(4) 経営管理の外部抑制についての有力な動向—アメリカの学説とその批判⁽⁴²⁾

① W・G・カツェとH・G・マンネは株主の積極参加に特別な見解を採った。これによると、株式議決権に「株式市場」（自由市場の合法性）が加わるおかげで、会社の抑制（支配）のための市場（Market for Corporate Control）があるという。その機構は十分な株式の買い占めという方法で部外者によるその会社権力の継承をすることで、経営困難におこまれた経営管理陣を常におびやかすというものである。この理論は結局は「株式議決権による支配の復活」を主張

するのであるが、少くとも株主層の交替を通した経営管理陣の交替による会社抑制の可能性はあるといっているのである。

つまり彼らによると、企業の指揮管理の質すなわち企業の成果が最高条件に到達していない場合、この機構は自分がより十分な業務遂行能力があると考える部外者には、その会社の支配（経営）を継承するさそいとなり、よりベターな経営管理から生ずる高い利益を得させようとする。この利得欲はつぎのことから生ずる。つまり株式相場は常に達成済の企業成果、ないしこのような事情のもとで期待される企業成果を反映する。しかるに、部外者は折にふれて、もとの経営陣から株式を買収して、その権力承継後、高い利益をあげると、第一に、自分の資本支出に平均以上に利息を高くつけ、第二にその投資の価値増大を期待できる。外部からそのような企業支配の意欲による攻撃をうける危険は経営管理陣の抑制に役立つけれど、当該経営管理陣に対する闘争ないし会社支配の承継を可能にするのは株式議決権だけである。このことを考えると、そして右述の利得欲達成に必要な資本基礎を築くためにも、企業買収に関心ある部外者はその企業の相当数の株式を自分の手の中に入れることを考えねばならない。部外者はここでは本来の相場、投資価値相当の相場以上のものを支払わねばならない。この相場と相場との値びらき（値ざや）は株式に納めてある潜在的な支配力のためのプレミアムにほかならない（支配プレミアム）。その値ざやが大きければ大きいほど、それだけその企業支配の承継の魅力がそえられる。つまりこれまでの経営管理が悪ければ、それだけ株式の純粋な投資価値はさがってくる。

このことの意味はつぎのようになる。株式は投資価値以外に支配価値をも有している。この支配価値なるものは最適状態の経営管理の下では価値のないものに等しくなる。しかし、企業の指揮管理が傾きかけて、それによって投資価値がおちてくると、価値がでてくるのは支配価値である。

株主はこのような支配価値を実現できるわけであるが、それは値ざやをつけて売却するか、あるいはその株式を所持して、新しい経営管理陣の成果の享受にあずかるかにより実現される。もちろん、その支配価値はあらゆる場合に、かつ、全部の株主に等しく実現できるものではないわけであるが、議決権の存在と運命をともしながら、現実に機能する

ものである。

換言すると株式の相場と相場の値びらきはその企業への支配（抑制）の価値をあらわし、部外者が直接に株主に関係してくると、公開会社の弱小株主も自分の株式に与えられている抑制の価値の持分を実現できる。経営管理の抑制の移行のため、そして公開会社では株主による支配（抑制）の成立のための前提条件は、このために存する株式市場である。そこでは、プレミアムの支払をうけて、自己の業務執行を通してより高い企業利益が期待される中で、企業の経営管理の支配（抑制）を承継するに必要な株式を取得する部外者の準備がなされるというわけである。

②以上の理論を分析したG・H・ロートは、⁽⁴⁾つぎのような諸前提を下にした立論であり、それには矛盾と弱点とがある旨を述べ、W・G・カツツエとH・G・マンネの理論を批判している。

すなわち右述の理論にはつぎの五つの前提がある。

(イ) 会社経営の成果が正確に標示される完全な株式市場がある。

(ロ) 経営管理陣の交替の必要があるとき、企業経営承継の意思があり、その経営改善の能力を有する部外者がいつも現実にいるとしている。

(ハ) 支配権争奪において部外者が勝つことを前提にしている。

(ニ) 経営権力が交替することにより、特により有能な経営管理陣から得られる企業および株主の諸利点がある。

(ホ) すべての株主にとって有利であることを前提としている。

以上の(イ)～(ホ)についてG・H・ロートは批判をしている。(イ)は証券市場における株価は経営成果以外の雑多な影響をうけること、(ロ)についてはアメリカの最近の経営権力の承継の波動を除いて、ドイツでは考えられないと批判している。

(ハ)については、たとえば合併の途が選ばれる場合には、それまでの経営陣との了解の下に、合併の目標を達成しようとするので、支配権争奪の闘争で勝つなどは実現できないとする。(ホ)については、経営権力を狙う部外者は、一般に、すべ

ての者の有利になるように、その企業経営を建て直す意図などに左右されるものではなく、単に企業の中味を取り出すことを考えているか、あるいは自分の投機利益のためには、長期的にはその企業の損になるような政策を実現しようとしているなど、多くの危険があり、この危険には経済法則も法律秩序もほとんど味方できないことを考えると、(b)の点は決定的な弱点である旨指摘する。(c)の点は理論的に矛盾があり、短期的投資家にもは有利になるが、長期的投資家には関係ないとはいえない。

こうして、なるほどこれまでの経営陣にしがみつ়くより、もっと有利な場合があるという以上の議論は、そのほかの方法では有効な援助をえられないことを前提にしているから、G・H・ロートは社団モデルの「公示宣誓」として妥当する前提であるかもしれないと述べている。しかし前もって「社団構造上の代替可能性」を排除してしまう理論に反対するのである。

つまりは、一般に企業の外部者による企業支配(経営)の承継の方法はいろいろあり、たとえば、「合併」、「T・O・B」があるわけである。資本利潤を手に入れるために、経営困難になっている経営管理陣を新しい経営管理陣に代替する動向は、実は株式市場を経た企業の経営管理者の支配(抑制)を高める意義がある。証券相場下落はそのチャンスを示唆するものであることが以上の所論で教示されているように思える。

思うに、アメリカでは株式投資を通ずる経営の多角化現象が生じ、これが未曾有の法人買い現象として、「コングロマリット経営」があらわれている。この目的は株式保有により支配下においた企業を通じ親企業が経営の多角化をはかることであり、「株式市場」を通じた経営管理の支配(抑制)になるところに現代の意義がある。

(一) Walter Eucken, Die Wettbewerbsordnung und ihre Verwirklichung, Ordo II, S. 46ff., Rudolf Reinhardt, Die Problematik der Aktienrechtsreform, in: Marburger Aussprache zur Aktienrechtsreform (1959) S. 11, Walter Strauß, Grundlagen und Aufgaben der Aktienrechtsreform, Walter Eucken Institut, Vorträge und

- Aufsätze Heft 5 (1960) S. 14; derselbe, Die Rechtsstellung des Aktionärs, in: Marburger Aussprache zur Aktienrechtsreform (1959) S. 18, E-J. Mestmäcker, Über das Verhältnis von Rechts- und Wirtschaftswissenschaft im Aktienrecht, in: Jus (1963) S. 417ff. Ulrich Immenga, Aktiengesellschaft, Aktionärsinteressen und Institutionelle Anleger, Walter Eucken Institut (1971) S. 6ff. Marcus Lutter, Der Aktionär in der Marktwirtschaft (1974) S. 26ff. 拙稿「西ドイツの株主機密と「シュツ」鹿兒島大学「法学論集」第十卷第二号参照
- (2) Walter Jagenburg, Aktienrecht als Organisationsrecht, in: Aktiengesellschaft 1965, SS. 156, 160, Bernhard Grossfeld, Aktiengesellschaft, Unternehmenskonzentration und Kleinaktionär (1968) S. 44 ff.
- (3) B. Grossfeld, a. a. O., S. 47.
- (4) 新山雄三・法律時報四六卷九号「福岡博之「西ドイツ私法学における『ネオ・リベラリズム』の影響」東京経済学会誌八二号 B. Grossfeld, a. a. O., S. 47.
- (5) U. Immenga, a. a. O., SS. 7-8
- (6) Günter Püttner, Das Depotimmrecht der Banken (1963) S. 60ff.
- (7) B. Grossfeld S. 16ff. 上の定の歴史的・法社会学的文献とくつは数多くあるが、割愛する。
- (8) Walter Rathenau, Vom Aktienwesen (1917) S. 23 ff.
- (9) E. J. Mestmäcker, Verwaltung, Konzerngewalt und Rechte der Aktionäre (1958) S. 14 ff.
- (10) Kurt Ballerstedt, Unternehmen und Wirtschaftsverfassung, in: JZ 1951 S. 486 ff.
- (11) W. Strauß, a. a. O., S. 26
- (12) U. Immenga, a. a. O., S. 14
- (13) ガルンレイス・都留重人監訳・新しい産業国家（第二版）（一九七二）
- (14) ガルンレイス・都留重人監訳・前掲書八五頁。

- (15) ガルブレイン・都留重人監訳・前掲書 一二四頁。
- (16) ガルブレイン・都留重人監訳・前掲書 一三〇頁—一三一頁。
- (17) ガルブレイン・都留重人監訳・前掲書 一二六頁。
- (18) U. Immenga, a. a. O., S. 15 ff.
- (19) Peter Raisch, Unternehmensrecht 2, S. 60 ff.
- (20) Herge Pross, Manager und Aktionäre in Deutschland (1965) S. 13, S. 189
- (21) K. Ballerstedt, a. a. O., S. 490
- (22) H. W. Köhler, Unternehmensverfassung und Aktienrechtsreform, in: JZ 1956 S. 1376 ff.
- (23) P. Raisch, a. a. O., S. 63ff.
- (24) 加藤寛ほか訳・前掲財産なき支配一四三—一三四頁。
- (25) 前田重行「株主による会社経営者の支配についての考察」商事法の諸問題(石井照久先生追悼論文集)四七七頁以下。
- (26) Günter H. Roth, Das Das Treuhandmodell des Investmentrechts S. 179 ff. 渋谷光子「企業利益への株主の参加」現代商法学の課題上(鈴木竹雄先生古稀記念)四五八頁以下。
- (27) Otto Kunze, Wirtschaftliche Mitbestimmung als Legitimationsproblem (1970) S. 16 ff., Mitbestimmung im Unternehmen (1970) S. 102 ff. Ziff. 15
- (28) A. ムーリ・加藤寛ほか・前掲書 一一〇頁—一一二頁。
- (29) Vgl. Horst Steinmann, Das Großunternehmen im Interessenkonflikt (1969)
- (30) G. H. Roth, a. a. O., SS. 177—179. D. T. ツェートン・B. スタインルス著・坂野幹夫訳・前掲書三五頁以下。
- (31) Gerhard Kutzenberger, Mitbestimmung der Aktionäre (1964) S. 221
- (32) B. Grossied, a. a. O., SS. 199ff. —211ff.

- (33) D・J・バーム／N・B・スタイルス著坂野幹夫訳・前掲書参照、奥村宏・前掲書二二二頁以下、三枝一雄・前掲論文参照。
- (34) アドルフ・A・バリー・加藤寛ほか訳八二頁。
- (35) U. Immenga, a. a. O., S. 27
- (36) D・J・バーム／N・B・スタイルス著坂野幹夫訳・前掲書二〇六頁。
- (37) D・J・バームとN・B・スタイルスの機関投資家による権力行使についての結論をいそぐとつぎのようになる。「会社デモクラシー派」の力は議決権の行使そのものである。力の行使は議決権の行使でもって測ることになるが、事實は、機関投資家が経営者側に味方して賛成投票し、個人株主の提案に反対投票していることを物語っている。ここで結論をいそげば、つぎのようになる。「株主としての投資会社は、会社運営の参加者たる株主として、投資会社の株主または一般の株主たちに対して、自己の責任をほとんど、あるいはまったく果たしていない」。この結論は、ミューチュアル・ファンドに関するかぎりは、ウォートン調査においても完全に支持された。その報告書の文中で、機関投資家は、「機械的」な経営者支持のことで、有罪を宣言されている。機関投資家のいいぶんは、いわゆるウォール街の慣行でもって要約されているという（坂野幹夫訳前掲書八三頁）。
- 既に一九一七年に、W・ラテナウは株式は小額貯蓄者のための資本投資物ではない旨述べて、現代的には経済の必要性はラテナウの意味を克服したのであるけれども、それにもかかわらず、ウォール街の慣行は株式ではなく、証券取引所は小額貯蓄者にとつて何にもならぬというラテナウの文章を体現しているように思える。
- (38) 坂野幹夫訳・前掲書二〇七頁—二〇八頁。
- (39) 坂野幹夫訳・前掲書二二〇頁。
- (40) 奥村宏・前掲書二二二頁以下参照。
- (41) Güter H. Roth, Das Treuhandmodell des Investmentrechts (1972) SS. 182—184.
- (42) Günter H. Roth, a. a. O., S. 212—215. この文献に帰するところが大きい。
- (43) Henry G. Manne, Some Theoretical Aspects of Share Voting, 64 Col. L. Rev. 1431 (1964) Wilber G. Katz,

Responsibility and the modern corporation 3. J. Law & Econ. 75-85 (1960), 著者82-84頁。

(44) Günter H. Roth, a. a. O., S. 213

(45) わが国では一九七二年になって、証券取引法の一部を改正し、あらたに外国証券業者に関する法律を新設して、株式(有価証券)の公開買付の規制に関する制度を明確にしてきている。本稿ではこれらの点に関する分析が不足していることを反省するが、株式の買集め(買占め)、あるいはこれによる乗取りが、所定の届出手続を経ることによって堂々とできる点などに関心があつたわけだ。一般には、これは株式市場を通した経営管理の外部抑制と位置づけられると思う。T・O・Bの最近の文献には、商事法務掲載の論考がある。たとえば、商事法務六二〇号、六二三号、六二六号、六三三号、六三四号、六三六号、そして六六六号など参照。Vgl. U. Immenga, a. a. O., SS.30-33

(五) 抑制措置小論—結びに代えて

(1) いわゆる機関投資家たち自身、共同歩調をとりながら公然と「株式の購入は経営を買うこと、経営が気にいらぬ場合には株式を売却する」という理論が投資証券の管理において踏襲されてきていることを知る。機関投資家による膨大な持株が増大する傾向の中で、委任状機構による経営権力の維持に変化が認められることが指摘されてきている。そして専門経営管理者は業務執行に忠実であり、企業経営の道徳律も向上してきているが、経営責任を監視する必要はますます強くなってきている。われわれが大企業の雇用条件(労働時間、最低賃金、安全労働、退職者の生活保障など)に服して、そして資本から生まれる収益の分配という企業目標を、一市民として獲得していることは重要な意義がある。アメリカでは人口の一〇%が企業への直接投資の株主として、また六〇%が間接投資の受益者(年金および退職基金の受益者、保険会社の契約者、投資会社の株主、信託の受益者、財団の設定者または受益者、各種の貯蓄機関の預託者)といわれる。その富を大衆に分配するための代償として、われわれが完全には抑制できないままに大企業がもたらした社会

的・経済的諸変化を放置すること許されず、その変化、は必然的にこれまでの企業法理学の基底に流れていた法的關係を変えらるものであらう。その意味で、現代の経済体制のもとでどのような経営管理の抑制措置を講ずるかは今日の重大な懸案事項の一つである。

(2) 本稿は法理論では経営管理の行動を抑制できるのは株主であることを確認しながら、現実にある限界を再確認しようとした。その結果は株主権による会社経営に対する監督機能は著しく低下して、経営管理陣の相対的独立性はますます強くなっていくのである。この株主の議決権行使による抑止力のみが会社経営管理に対する抑制措置ではなく、それ以外にもいくつかの抑制措置があることを知る。

その一つは経済・社会にある「競争原理」ということであらう。本稿では必ずしも十分な分析、理論の下での把握になつていないことを反省するが、競争に打ち勝つことにより、すぐれた経営管理へ走らせて株主たちの利害と一致するといふ「経済原理」があると思われる。

つぎに、救済手段としての「持株の処分」という道である。これはみずから選択して他の会社へ乗り換えることは、当該会社の経営管理にとっては大きな脅威になり、それによる抑制効果を期待できるといふことである。この権利が明らかにいわゆる「株主デモクラシー」を促進するに役立つのかについては疑わしく、株式売買益に固執する人々にはその意義は認められない。

第三に、株主による議決権行使の分裂が委任状機構の経営支配と密着して、堅い防衛態勢をとる指導層に恒久的な権力を与えてきたし、大型の公開会社の株式の過半数を所有することがほとんど不可能な現実を想起するとき、たとえば○分の三以上の株式を保有して少数株主権を行使して、経営管理の抑制をするといった法の建前はその理念上も大きく崩れ、変つていのではないのかということであらう。そのことが経営の相対的独自性になり、あるいはJ・K・ガルブレイスの所論の説得力でもある。ましてや、個人株主が既発行株数の一%以上を保有することは現代の大企業では至難とな

り、単独株主権による経営管理の抑制も、会社法が予定する「画餅」⁽²⁾になっている。その意味は株主権による経営監督機能が失われていくことを物語るのであるが、この「餅」はかみくだいてももとの味はとりもどせないものか。

第四に、いわゆる機関所有は会社経営者に対する抑制手段としてその可能性が持ち上がってきている。しかし機関投資家による大規模な所有は、会社株式の所有の分散、弱小株主の無関心、少数者による経営者支配など多くの含みがあり、既発行株数に対する所有比率の表示では単純に解明できないものがある。

(3)しかるに会社権力に対する若干の抑制措置を列記してみるとつぎのものが代表的である。西ドイツの場合は、いわゆる「参加」を通じた権力の正当づけが論ぜられているわけである。それが「労使対等の法」として昇華していく過程は今後の研究に待ちたい。

ところで、抑制措置の一つは①会社デモクラシー(株主デモクラシー)ということ、その二は②委任状合戦ということ、その三は③代表訴訟ということである。

①はたとえば「株主として企業を所有し、かつ運営し、また会社デモクラシーの機能をとおして、資本と頭脳を供給する大衆による民主的な資本主義をつくること」⁽³⁾のために、闘って権利行使することである。しかし、現実には、その基礎はゆらぎ、全く会社デモクラシーの基礎は交替してしまっている。しかるに、その「代役作り」が論及されてきているわけであるが、いずれ資本主義の根幹にふれる問題となる。②は小株主からなる委員会が選ぶよりもっとよい経営管理陣が選ばれる可能性が現実にあることと関連する。政治の場では、われわれは主要政党のどちらかを選ぶことによって、自分の支持者を抑制できるけれど、会社株主は、委任状合戦の機会においてのみ経営管理陣を抑制する手段として右の選挙システムを利用できる。しかしこの民主的手続の発議は企業の煩雑性と全くかみあわず、委任状合戦は選挙システムと同列に扱うことはできない。弱小株主にとって委任状合戦の価値は限られたものであり、委任状合戦は一つの政治的運動化するのであるが、職業的専門家や機関株主がこの合戦に介入するときのみ、知識・判断力が示される。ただしこの合戦

を彼らがやりたがらないことは、弱小株主にとってどうにもしかたなく、株主の力関係の差を感じるどころである。さらにはこの合戦には膨大な費用を準備しなければならず、挑戦者側にきわめて不利である⁴⁾。

③はアメリカ法の所管であり、社会の重要な防衛策といわれてきている。しかし会社の不祥事件が公表されると、誠実な会社の経営管理の維持手段としての「株主訴訟」一般が必ずしも適切な機能を果さないことを知るのである。刑事制裁の適用といった効果的な抑制措置が講ぜられる前までは、この社会秩序の防衛策として「株主訴訟」しかないわけである。代表訴訟は会社の経営管理陣による信頼の背任行為に対する抑制手段としてもっとも効果的な措置であることは疑いない⁵⁾。

株式所有の分散の結果として、大企業はより一層社会的性格を帯びて、経営管理者の誠実義務を保証する効果的な規制の必要はさらにかまわってゆくわけである。真空地帯ともいわれるほどの「会社権力」の抑制手段は経済力の集中とともに現代の課題となり、多分に実行のともなわない「会社デモクラシー」の理念それ自体が検討の必要があり、会社の経営管理陣を抑制する手近なその他の手段があるかもしれない。

④ところで近時の西ドイツでは「企業組織法」(Unternehmensverfassungsgesetz)が流行語以上のもthingになり、いわゆる大会社論における企業内部の組織構造がもはや「資本」という生産要素だけにその基礎があるのではない現実をあらわしてきている⁶⁾。とりわけ、西ドイツで私的小資本投資家—弱小株主が法律上の利益保護の客体として広く問題にされてきていることは特異な感じもするが、国民資本主義の下での弱小株主の「社会政策」上の光彩がすでに色あせはじめられていることを知る。しかるにわが国では小額投資家の利益保護の方策という視点から、たとえば渋谷教授は利益配当の強制による株式投資の魅力回復を提唱されて、G・H・ロートの主張する「信託による利益確保」には疑問をだされている⁷⁾。これはいずれも現存する「社団法機構」にしがみつくことによるある種のジレンマから脱して、投資利益の確保、あるいは投資の再保証を狙った解決策であるわけである。たとえば企業の開示義務とか、株主の解決請求権といった機能性

ある抑制メカニズムを投げ捨てることではなく、もっと有望性あるメカニズムによって、無機能な抑制メカニズムを取り換えようとする動向として把えることができるのである。一方において考えるべきは、W・ラテナウ、あるいはJ・K・ガルブレイスの論及にあるように、経済的強制原理のなかでは、支配・統治機構としての「経営管理」体制がいわゆる大公開会社ではすでに実在している（Realität）ことを考えると、「社団法的な抑制メカニズム」にしがみつくことが果たして妥当かどうかということであろう。いずれにせよ、弱小株主の「消極性」ということがあらゆる改革にあたって事実であるということに同意しなければならぬわけである。社団法上の抑制メカニズムのもっているジレンマに直面して、D・ロイター⁽⁹⁾およびU・イメンガ⁽¹⁰⁾は、投資基金、あるいは機関投資家に期待をしているし、M・ルター⁽¹¹⁾は「代表者集会」へ期待をかけて、弱小投資家の積極的利益保護策を展開している。本稿は弱小株主の保護と経営管理の抑制の必要を把えながら、株式—資本市場政策との関連の一部に言及することになった。

西ドイツでは銀行の寄託議決権制に一長一短があり、アメリカでは、プロキシ制がもたらしている「抑制されるべき経営管理陣」による抑制・監督権の現実的行使という難関につきあたっているところである。

(1) 富山康吉教授の御教示に「会社法の間接的機能」ということがある。それは会社法が、私法として、私人間の利益を調整する法であると同時に、現実には、私人間の利益の調整というわく組みをとおして、会社法は間接的にはさまざまな社会的経済的機能を果たしてきたといえる。この問題意識は株式法を競争秩序との関連において把えられるわけである。その意義は会社法秩序以外の、たとえば経済社会にある競争原理による外部的抑制が法秩序にもおよぶことを意味するものである。——富山・現代商法の課

題二〇頁以下

(3) 三枝一雄・前掲論文 三五九頁—三六〇頁。

(3) D・J・バーム／N・B・スタイルス著・坂野幹夫訳前掲書一六頁。

(4) 前掲 坂野訳二一一頁。

- (5) B. Grossfeld・前掲書はドイツ株式法へ代表訴訟法の導入を論じ、大企業の現状を把えて、単独株主へ主眼を移すことを強調したものである。
- (6) Konrad Duden, Zur Methode der Entwicklung des Gesellschaftsrechts zum, Unternehmensrecht., in: Festschrift für Wolfgang Schling S.311 ff.
- (7) 渋谷光子「公開会社における株主の地位に関する一考察」石井先生追悼論文集商事法の諸問題二一九頁以下、同「企業利益への株主の参加」鈴木先生古稀記念現代商法学の課題上四四七頁以下。
- (8) Günter. H. Roth, Unternehmensverfassung, Vermögensbeteiligung und Anlegerschutz, in: Die Aktiengesellschaft 71 (1976) S.176 ff. この論文はほとんど脱稿後入手した。G・H・ロートの諸批判に対する反論として注目される。
- (9) Dieter Reuter, in: ZHR 137 Bd. Heft5 (1973) S.412
- (10) Ulrich Immenga, a. a. O., S. 24ff.
- (11) Marcus Lutter, a. a. O., S. 35ff. M・ルター教授によると「株主利益の確保の措置」として、(a)現在の株主総会を利害代表者集会に組織変更すること、(b)選任方法をかえて監査役会の構成に変化をもたらすこと、(c)従業員株式の発行を促進し、同時に従業員の株式団体をつくること、(d)株主の包括的質問権を最広義において承認し、営業政策の領域にもおよぶこと、(e)銀行制度を信用供与義務の銀行と有価証券の業務をする銀行とに分けることを、提唱している。