

## 市場経済システムの歴史②④

法政大学 経済学部教授 (客員) 渡部 亮

1930年代の大不況 (Great Depression) と、リーマンブラザーズ破綻で頂点に達した 2007~08年の大景気後退 (Great Recession) とは、政府による規制強化を招いたという点で類似している。前者の場合には、1929年の株価大暴落によって株主が大きな打撃を受け、会社法制や証券法制の不備が明らかになった。その結果、F. D. ローズヴェルト大統領の時代 (1930年代) に 1933年証券法と 1934年証券取引所法が連邦法として制定された。この二法は、証券取引法であるとともに連邦レベルでの会社法といった性格も帯びていた。そこで米国会社法の歴史を簡単に振り返ってみよう。

### 米国会社法の歴史

米国では、英国よりも少し早い 19世紀初頭に、特別の連邦法による免許がなくても、各州独自の会社法にもとづき、株式会社を設立できるようになった。これは米国固有の地方自治制のもとで州の経済自治権が認められたためであり、その後現代に至るまで米国の会社法は州法である。しかし 19世紀の米国では、各州が産業誘致のため競い合って会社法を制定したので、会社側にとって都合のよい抜け道が多く、株主利益重視や投資家保護といった条項が欠落していた。

株主有限責任の原則を最初に採択したのは、1811年のニューヨーク州製造会社法だといわれている。同法では、会社の存続期間が 20年にかぎられていたが、創業時のメンバーが誰一人いなくなっても存続可能という意味で、継続事業体としての現代株式会社に近いものであった。それ以前には、法人の設立を希望する者が請願書を提出する必要があったが、会社法の制定によって会社設立の簡素化が図られ、産業企業を誘致しやすくなった。ニューヨーク州製造会社法による有限責任原則の採択も、同州がニューイングランド諸州に追いつくための産業政策上の優遇措置であった。

### 信認義務の法理

会社法の内容は各州によって異なるが、株式会社の設立規定、取締役会や株主総会の機能と権限および運営手続き、会社の権利能力、株式と資本金、解散・清算、合併などを主たる条項とする点では、各州の会社法の間には大きな違いはない。

コーポレートガバナンスの観点からすると、会社法のキーワードは経営者 (取締役) の信認義務である。信認義務は忠実義務と善意の管理者の注意義務によって構成される。米国の会社法にも当然信認義務の規定があるが、その義務の対象者は多分にあいまいである。各州の会社法では、取締役の信認義務は、会社にたいする一般的な義務と記されている場合が多いからである。例えばニューヨーク州会社法 717条 (取締役の責務) a 項には、取締役の注意義務への言及があるが、誰にたいする注意義務かは明記されていない。ただし同条 b 項には、「会社支配の変化を伴う行為をなすにあたり、取締役は (1) 会社および株主の長期的利益と短期的利益の双方を考慮するとともに、(2) 現在の会社の従業員、企業年金などを受給する退職者、顧客および債権者、会社が営業を行う地域社会、これらのいずれかにたいして長期的および短期的におよぼす効果を無制限に考慮することができる」としている。

またデラウェア州会社法でも、102条 b 7項に取締役の信認義務への言及があるが、それは会社および株主に対する義務とされている。なお米国模範会社法では、8.30条に「取締役は、①善意で、②取締役と同様の地位にある、通常程度に思慮深い者が、類似の状況で用いるような注意を持って、③会社の最善の利益になると合理的に信じる方法で、取締役としての義務を履行しなければならない」と定めている。

## 判例による株主利益の重視

信託義務が株主にたいする義務ということに限定されるようになったのは、フォード社とドッジの訴訟に際して 1919 年にミシガン州最高裁判所が下した判決が、ひとつの契機となった。ドッジというのは、ホーリス・ドッジとジョン・ドッジの兄弟が経営していた会社で、創業当初のフォード社にシャシーやエンジンを提供していた。その後、フォード社がドッジ(会社)を買収した結果、ドッジ兄弟はフォード社の株式の 10%を保有する少数株主となった。

この訴訟は、ドッジが配当の引き上げを求めて、フォード社を相手取って起こした訴訟であった。1915 年から 16 年にかけてフォード社は、折からのモータリゼーションのさなか、巨大な利益を計上していたが、設備投資を最小限に抑え、車の値下げもせず、手許現金(キャッシュフロー)が積み上がる状況になっていた。この当時、58%の株式を保有するヘンリー・フォード社長(創業者)の権限が圧倒的に強く、またかれの慈善事業への関心も高かったため、株主にたいする配当は据え置かれていた。そこでドッジ兄弟が増配を求めてフォード社を訴えたのである。この訴訟において、ミシガン州の最高裁判所は、経営者(フォード社長を始めとする取締役会)には、株主への配当を増やす義務があると判断した。裁判所は、慈善事業への寄付よりも、株主の利益請求権を重視したということができよう。当時の判決文を要約すると、それは次のような主旨であった。

(1) 事業会社は主として株主利益向上を目的として経営されるべきである。(2) 取締役の権限もそうした目的のために行使されるべきである。取締役の裁量的判断は、株主利益向上といった目的を達成するための手段選択に関わるものであって、そうした判断は、目的自体の変更、利益の削減、株主への配当拒否などに及ぶべきではない。(3) 取締役や株主が、一般公衆にたいして負っている義務と、取締役が株主にたいして負っている会社法上の義務を、混同すべきではないが、フォード社の取締役会は両者を混同している。

こうした判決を契機として、会社利益は株主利益と同義とみなされるようになり、株主利益重視の株式会社経営が定着していった。

## 連邦法としての証券関連法

1929 年の株価大暴落によって株主利益の侵害がますます明らかになり、1933 年証券法と 1934 年証券取引所法が制定された。この二法は、投資家保護と同時に、連邦レベルの会社法制といった性格も持っていた。このことは、バーリとミーネズが指摘したように、1930 年代の初頭に「株主による所有」と「経営者による支配」の分離が進み、経営者の支配力が強まっていたことを反映している(本シリーズ(22)参照)。

1934 年証券取引所法はその第二条で、証券取引が国家利益(公益)に関わる重要な取引であり、証券取引の規制監督が、健全にして公正な商業および金融業を維持するうえで不可欠であるという認識を明記した。証券取引所法にもとづき証券取引の監視機関として 1934 年に SEC(米証券取引委員会)が創設され、株式発行会社や証券引受業者の不正行為を摘発するようになった。

1933 年証券法の目的は、公募で発行される証券に関して十分に信頼できる情報を開示することにあった。すなわち証券を公募発行する会社は、登録届出書を SEC に提出し公衆の縦覧に供すとともに、登録届出書のダイジェスト版ともいべき発行目論見書を証券買付け者(投資家)のすべてに交付しなければならない。

連邦法としての上記証券関係二法をコーポレートガバナンスの観点から評価すると、それは次の三つの支柱によって支えられている。第一は、信託法の考え方を援用し、会社と株主の関係を委託者と受託者の関係に見立てたことである。第二は、ブローカーとしての証券会社、証券アナリスト、引受証券会社、会計士など、民間の専門家集団の代理人機能を活用した点である。第三に、連邦議会(立法府)、証券取引委員会(行政府)、民間の専門家集団の三者関係のバランスを考慮したことである。民間の専門家集団の自主ルールに任せることによって、行政機関の運営にかかる財政負担を軽減する一方、株価の大暴落によって仕事量が激減した民間部門の雇用を促進するといった配慮が加えられた。

(以下は次号に続く)

わたべりょう(法政大学教授)