

# そもそも株主とは何者か

—東芝事件の基礎理論

上村 達 男

ただいま御紹介いただきました上村です。よろしくお願いいたします。

今度の東芝の件で、ライブドア・村上ファンドのときと似たようなことがより問題のある形で起きているのを見まして、とりあえず一言は言っておきたいということで、産経新聞の「正論」に投稿しました。それ以上のことは考えていなかったのですが、割と同意してくださる方もいらして、さらにいろいろ考えるところが広がってまいりました。

人間復興の会社法理」と題する本が出ます。これは今回のこととは関係なく、私の遺言というぐらいのつもりでもともと予定していたものですが、タイミング的にこういう形になりました。そちらで東芝事件の経緯について一つ一つコメントしてありますので、今日は、この問題が提起している基礎理論について私の考えを述べたいと思います。

## 一、はじめに

今度岩波から「会社法は誰のためにあるのか

まずは、株主総会の普通決議が年間を通じて経

常に機能すべきガバナンス・システムより上なのかということであります。

取締役会、監査役、各種委員会、情報開示、公認会計士監査といったシステムは、年間を通じて、あるいは中期経営計画であれば三年、そういう単位で機能するガバナンスで、これ自体が、業務財産状況の調査等を実施するという仕組みです。株主総会が無機能化した分、このような経常的な仕組みに頼ることになって長い時間が経っております。したがって、株主総会の一回の普通決議で監査委員など中核的な人物を事実上葬り去ることができる、そんなことがあっていいはずがありません。ファンドが入ってくれば株主総会は急に機能するのかといったら、そんなことはありません。まして、やはりガバナンスの充実が一番大事ということとは揺るがないわけです。こうした本質的な問題が問われているのですが、あまりきちっと

論じられていない印象があります。

今回問題になった会社法三一六条二項に基づく調査について時間をかけてお話しするゆとりはありませんが、明治二三年には、裁判所が官吏を調査人として選任しました。明治三二年には、監査役が株主総会を招集した際の補助者として検査役を総会で選任できるとしていました。そして明治四四年には、裁判所が検査役の報告を得て監査役に総会を招集させ、そこで総会検査役の選任ができるという仕組みでした。いづれにしても、従来からこれらはかなり公的な役割を持ち、しかも、いろいろな条件が付された形で機能していたわけです。しかし今回は、資格も、条件も、何をするか、の行為規範もない調査者がいきなり出てきて何でも調査できるとされたわけです。

その際用いられたとされるデジタル・フォレンジック調査について私は知らなかったのですが、

直感的に、この調査報告書のどこにも事実は書かれていないのではないかと思ったものですから、この件について「正論」で「印象操作」という書き方をしました。その後、専門家の方々といろいろお話ししていると、人によっては「作文」とおっしゃる方もいて、事実が書かれている根拠は全くない。むしろ、このやり方は検察官が犯人を捕まえる際の特定の証拠を見つげるために使われるという話のようです。

東芝の場合、臨時株主総会では「配当可能利益の全てを株主に分配できる」という提案がなされ、ほぼ四〇%の株主の賛成を得ました。これは驚くべきことです。つまり、「利益を経営目的のために使わせない」「利益は俺たちが全部持つていってよい」と言っているのも同然で、経営判断裁量を全否定しているに等しいわけです。

かつて、村上ファンドによる東京スタイル事件

では、村上ファンドが一株五〇〇円の配当という提案を行い、委任状争奪合戦になりました。当然、一株五〇〇円もらえたらうれしいと思う株主が大半と思いますが、カルパース（カリフォルニア州職員退職年金基金）は反対しました。なぜか。「配当は株主が決めることではない」というのがその理由です。今回も、ハーバード大学基金運用ファンドやブラックロックは棄権したようですが、これについてはいろいろなことが言われていますが、自国ではいけないことはさすがに日本でもできないということではないかと思えます。

特にアメリカの場合、会社法をヨーロッパから継受した際に、株主総会の下部機関として取締役会があるという位置づけではなく、州の特許状に基づいて取締役会が設置されるという理論構成になっているため、株主総会といえども簡単に侵す

ことはできないということもあります。

したがって、この際問われている会社法の基礎理論とは、株主の物言う資格、物を言った責任、議決権の意味（均一な議決権）とは何かということです。

私は、「株主の属性」にこだわってきたヨーロッパの感覚と日本の感覚との間に大きな落差があると感じています。ただ、日本でも属性を問題にすることはありました。例えば総会屋です。どんなに立派な理屈であっても、総会屋の株主権行使はその属性のゆえに司法的には全否定です。

また、ライブドア事件の際に、買取防衛策を対抗できる四種類の濫用的買取者という概念が認められました。これも買取者の属性の評価です。筋の悪い買取者が出てきたとき、それに対抗する手段は大株主の権利の削減ですから、それ自体を取り上げれば筋が悪い話です。濫用的買取者もそ

の属性として筋が悪い買取者です。要するに筋の悪い買取者と筋の悪い防衛策の対決になり、その場合、どちらがより筋が悪いかという話になるわけです。

ところが日本では、そういう発想ではなく、「株主総会の普通決議を経ればいい」「特別決議を経る必要がある」「株主平等原則との関係は」といった会社法上の手続きの話ばかりしてきました。つまり、会社は株主のものであって、株主総会が一番偉いと考えている多くの人たちから見ると、取締役会だけで決めるのはだめだということ。最近行われている意思確認株主総会というものには実にナンセンスだと私は思っています。とにかく株主がどこかで関与すると正当化されるという感覚で、手続論ばかりで属性論を軽視してきました。これはやはり大事な視点ではないかと思えます。私は、経営者とそれを取り巻くガバナンス

の權威を強調し、買収者の側もそれを超えた経営目的や理念の主張、そうした対決でなければならぬと考えており、したがって、そこに自信があれば取締役、取締役会限りの対抗策で全く問題ないと思っております。買収者の属性が悪ければそれで取締役の任務懈怠は通常生じない。ガバナンスのレベルが低いのは問題ですが、株主総会を囓ませればガバナンスの水準の低さがカバーできるといふ話にはならないと思っております。東芝のガバナンスの水準に問題がなかったとは思えません、ファンドが中心の株主総会がそれを正すことのできる權威を有していないことは確かだと思います。「あんただけは言われたくない」ということが会社法にもあるのですね。

少し視点を変えて、最近のグローバルな動向ですが、ESG、SDGs、労働、気候変動、人権等々、いずれもテーマは「人間」だと思います。

多くの人間たちとかわり、民主的な手続が多いとコストがかかる、これは当然です。逆に、人間とのかかわりが最小で、民主的な手続がなければコストは最小になるわけですが、それが効率的でよい会社なのか。私には微塵も思いません。むしろ、人間にコストをかけ、手続にある程度手間をかける、それが経営者の誇りであって、その誇りを後押しするような会社法理になっているかが重要です。しかし、「人間とのかかわりが少なければ少ないほど効率的だ」「カネがカネを生むことは当然だ」、そう信じている学者はかなりいます。

ところが実際は、震災でも何でも危機が発生すると、人間たちはボランティアとして無償で助け合うという行動をとります。今回のコロナのような危機的な状況においても、社会の空気として、「株主のために配当せよ」というようなことは言

うをはばかるわけです。現にそのようなことをしてはならないと決めた国もあります。つまり、危機に言うをはばかる論理は平時からおかしいのではないかということです。

ヨーロッパでは、バブルが起きるたびにひどい目に遭うなど、危機的な状況が多々ありましたが、その際、配当できない資金を内部に留保させる法定資本や法定準備金制度を構築してきました。これは経験に裏づけされた危機対応型会社法制度だったはずなのですが、日本はそうした制約を過剰規制として徐々に外してきておりまして、非常に危機に弱い会社法制になっていると思います。日本はこうした、法定資本等を重視し、経験知に基づく事前の予防的なヨーロッパの会社法を明治の初めから継受してきたはずで、世界最多の老舗企業がある持続可能性の権化のような国なのですが、そうした誇りは消えつつあるように見え

ます。

## 二、株式会社制度の理念型とは

以下、私がフランスについて話す内容は、そこにおられる日本証券経済研究所の研究員で、私のゼミからずっと研究を共にしてきた石川真衣さんに負っております。私自身がフランスのことを研究していると思う人はいないと思いますが、最初に申し上げておきます。

株式会社という制度は、中間市民層が主役となり、中間市民層が豊かになる企業社会を目指した制度です。これは、国王、教会、特権ギルドと戦ったフランス革命の後に理念として形成されてきたものです。戦後日本のアメリカ法継受の際にも最初に言われたのは「経済の民主化」「証券民主化」でした。また、独禁法も、経済の独裁は政

治の独裁に通ずるという理念に基づいています。

つまり、豊かな中間市民層の存在が民主主義の基盤ということでもあります。

ところが、会社法と民主主義は関係ないと思っ  
ている人が大半なのです。会社法は私法である商  
法の一内容であり、ほぼ私的自治の原則（契約自  
由の原則）の世界だけで理解されており、証券市  
場と一体の株式会社制度という発想はなかったの  
です。日本の最初の商法典である明治二三年商法  
とほぼ期を同じくして、明治二六年に「取引所  
法」を制定した感覚の方がずっと真つ当な会社観  
を有していたと思います。戦後日本の企業法の主  
要テーマが、閉鎖的な会社が株式会社形態をとっ  
ているという実態と法のずれを問題にしてきたと  
いうことが私的な性格の会社法理解を当然視して  
きた原因と思います。

いずれにしても、本来の株式会社制度の論理か

らすると、中間市民層が消え、超富裕層と大多数  
の貧困層という構図は、民主主義の破壊を意味し  
ます。中間市民層を主役とする企業法制が担うデ  
モクラシーが真ん中につきかり据えられていない  
企業社会で成長戦略と言っても、これはせいぜい  
「分配を変えましょう」と言うだけであつて、岸  
田さんも分配の話だけしているようでは、それ  
は成長が必要だね、で終わってしまうのです。民  
主党政権の時には自民党での議論を引き継いだ公  
開会社法の議論が盛んでしたが、いまの野党には  
そうした発想のかけらもないようです。中間市民  
層が主役の企業法制を今からでも再構築するとい  
う強い意志を持っていただけるとしたら、岸田さ  
んは日本の企業法制の方向性の舵を変えた宰相と  
言われるかもしれません。

中間市民層が主役となる企業法制にあつては、  
中間市民層たる株主は、「いつでも買える」「いつ

でも売れる」しかも「共通の公正な価格で」ということが必要不可欠となるため、証券市場と一体の会社法制となります。つまり、株式市場の規律と会社法制は不即不離のものだということです。

私は昔から「公開会社法」と言ってきましたが、これは別に変わったことを言っているわけではありません。世界中どこでも普通の株式会社の話をしているだけで、閉鎖的・同族的な会社を相手にして株式会社を論ずれば、こういう発想にはならないというだけの話です。

現実には、会社法と金商法の制度が重なっている場合、確実に金商法が優先適用されます。例えば、刑事罰が金商法の方が懲役一〇年の時に会社法の過料一〇〇万円が適用されるようなことはありません。他どの制度でも、会社法の方は確実に無視されます。

また、極めて多くの金商法の準用規定が会社法

にあります。会社法には、「ここは金商法を準用しているので会社法は適用されません」というものが山ほどあるわけです。そういう意味では、公開会社について金商法の優先適用を一般的に真正面から認めておかないと、「有価証券報告書には準用規定があるが半期報告書にはない」「有価証券報告書は準用されるが、金融庁の命令による訂正有価証券報告書は関係ない」といった話にすぐになります。まるで収拾がつかないのです。

最近の市場区分の話も、マーケットの方から逆にガバナンスの制度をきちんとさせようというところ自体はよいと思いますが、その中身が公開会社法になっていないのであれば、やはりそこには大きな限界があると思っております。

また、会社法の基本原理とされる株式の自由譲渡性も、実は公開会社の場合には、単なる契約の自由の問題ではなく、資本の投下・回収の自由を



意味しています。民法の契約という次元だけではないということです。

結局、資本主義市場経済の中核を担うのが株式会社制度で、アメリカもイギリスも失敗しながら、株式市場という暴れ馬を手懐けてきたわけですが、イギリスでは約一〇〇年間、株式会社不信の歴史があつたと言われています。マックス・ウェーバーは一〇〇年前に「取引所」という本の中で強い取引所（市場）を持つとする競争は「経済の覇権をめぐる戦争である」と言いましたが、これが現実の姿です。非常にナイーブな日本がその怖い世界に素朴に出ていけば、「おいしそうな太った子豚がいるな」、そんな印象だと思います。

実は、明治から戦前までの株式会社法の議論は公開株式会社法理でした。そのあたりのことについて熱心に研究している弟子がいます、明治か

らその後の話を聞くと、本当の意味でのヨーロッパとの対話になるわけです。ヨーロッパでは当時と今で変わっていない制度が非常に多い。ところが最近では、ヨーロッパの話をするといつても、明治あるいは大正の学者がヨーロッパと本気で対話したというその経験を継受していないものですか、そこに学問の継続性・連続性がありません。これは非常に残念なことです。今の方が進んでいるというようなことは決してないのです。

戦後の私法としての株式会社法の感覚をアメリカの「法と経済学」が追認しました。これは取引ルールの話ですから、エージェンシーコストやトランザクションコスト、あるいはレピュテーションがどうといった話にすると、伝統的な私法の話と非常に符合しまして、アメリカは進んでいるという根拠のない思い込みとともに、これでいいのだと。その結果、組織は組織として論ずることを

しなくなっているという感じがします。

さらに、明治時代以降に資本市場法がないとの誤解が追い打ちをかけています。大衆参加状況を前提とした情報開示や会計監査など、アメリカ法は戦後入りましたが、明治二六年取引所法、その後の有価証券業取締法、有価証券引受業法、有価証券割賦販売業法、外務員規則、そして会社法は公募（公募債も）規制としての新株発行、取締役の対第三者賠償責任規定における株式取得者としての第三者（株主）等々がトータルに用意されていて、明治初期の公開株式会社としての株式会社制度に資本市場の論理がほぼ全て対応していたわけです。しかし、戦後証券取引法の全体がアメリカからきたかの誤解があり、明治初期から戦前の株式会社法制が、当時の欧州の制度を真剣に学んだ公開株式会社法制であったことなど思いもよらないという感じだったのです。

アメリカは、ヨーロッパの法律学や法体系を継受するゆとりがなく、特に西部開拓時代はほとんどストリートジャスティスの時代と言われています。それが今も拳銃に固執する背景ともなっています。そのあたりについて述べているのが「アメリカの行き方 西部劇方式」という別紙です。

端的に言えば、保安官が出てきて直接的な正義をその場で実現するという感じで、そのための手段として、利益の吐き出し、三倍賠償、報奨金、司法取引、おとり・盗聴・覆面捜査なども駆使する。そして、組織犯罪摘発のための法である RICO 法を、証券会社も組織だということで相当適用してきていますし、もともと内部統制制度を定めた FCPA 法（海外不正支払防止法）も、最近では中国のファーウェイに対しても使ったそうです。なぜ中国の企業にアメリカ法を適用できるのかというと、コンピューターがアメリカのサー

バーを經由しているというのがその根柢になつて  
いるようです。

そういう意味では、アメリカは理論体系の欠落  
を腕力で補つてきたわけですが、明治以来、一つ  
一つ漢字の法律用語をつくり、いわゆる「上品な  
法継受？」をしてきた日本には到底真似できない  
世界だと私は思つております。真似してはいけな  
い世界だと思ひます。

しかし、そのアメリカも三十数年前までは欧州  
感覚を有していました。一九九二年のアメリカ法  
律協会「『コーポレート・ガバナンスの原理…分  
析と勧告』の研究」では、「会社は、その事業を  
行ふにあたり、会社の利潤及び株主の利益がその  
ために増進されない場合においても、自然人と同  
様に、法が定める範囲内において行動しなければ  
ならず……」とあり、ある意味、今のイギリスの  
会社法一七二条に近いものを持つていたわけで

す。それを思いつきり捨てたのがここ三十数年  
で、その捨てた部分を今も懸命に維持しようとし  
ている世界でも例外的な国に、日本はなつてい  
るのではないかと思つております。

### 三、株主とは——人間社会の構成員 か

普通、株主は「shareholder」と言われますが、  
これは「株式を持つている人」というだけのこと  
です。カネがあれば株を持てますから、必ず株主  
になれます。その上、会社の目的が株主価値最大  
化ということになれば天下無敵、妨げるものは何  
もないという世界です。それどころか、「法と経  
済学」というのは合理的経済人仮説の世界で法を  
語る傾向が非常に強く、「アフリカでも、東南ア  
ジアでも、日本でも、中国でも合理的経済人はい

る」という議論をしがちです。そこにそれぞれの地域の規範、歴史、倫理、哲学、思想などは入ってきません。

その意味で、人間を語る経済学者は特に少ないように感じます。

それに対して、株主にもう一つの呼び名を持っている世界があります。「company」「associe」（共同体の仲間）です。

福沢諭吉は株主を「社中」と呼びましたが、当時、日本で「company」や「associe」に相当する言葉はなかったかという立派にありました。例えば「座」です。昔のイタリヤ映画「道」にサーカスの一座が出てきますが、あれは「company」ですし、演劇のグループも「○○カンパニー」ですね。

そして「組」。明治六年に第一国立銀行ができたときの出資者は三井組と小野組、残りは公募で

した。公募したのは株式引受人ではなく発起人で、発起人が集まって最初の会合をするのを創立総会といい、こうした形の設立の方法は募集設立に相当します。戦後証券取引法に募集概念が入り、会社法の募集との違いが分からなくなってしまうのですが。

そのほか「講」「結い」「寄合い」「一揆」等があります。むしろ旗を掲げて庄屋を襲ったりするのが一揆かと思っていました。岩波新書の「一揆」を読むと、一般的な組合契約の実質を有していたようです。血判状というのは公正証書のようなものでしょうか。

このように日本ではもともと民法の組合契約の実質を有する共同事業形態を有していたようで、「会社」という言葉もそれ以前の用語との連続性を有していたのではないかと思われまます。そうした実質がその後消えていき、ついには単なる金儲

けの道具ということになっていったと思われるかもしれません。この辺が翻訳語のもつ限界なのかもしれません。

では、フランスはどうか。フランス語で会社は「société」です。これは民法の組合をそのまま使っています。つまり、民法学者は「組合」と訳し、商法学者は「会社」と訳したということです。フランス人はどちらも「société」で、「こっちが組合、こっちが会社」というように考えているわけではないと思います。

その意味では、ヒトの集まりとしての societe がなくなり、共同体のメンバーとしての associate が消え、company が消えて、shareholder だけが残った。株主は shareholder であり、カネがあれば必ず shareholder になれる。ヨーロッパで「会社は株主のものだ」と言えるのは、株主が個人や市民だからです。すなわち、社会の主権者が株主

だから株主主権と言えるのであって、カネがあつて株を買えれば主権者になるわけではない。ここは決定的に重要な点です。

フランスでは株式会社も「société anonyme」で、これはそのまま訳すと「匿名の組合」です。つまり、大規模公開株式会社でも匿名の組合であるということです。

私は、大規模公開株式会社も匿名の組合とは要は「匿名だが人間」ということかと思つたのですが、そういうものとしてどのようなものがあり得るかと考えたときに、「五万人入る野球場」をイメージしました。野球場で野球を観戦しているのは必ず人間ですが、匿名ですね。人間の集まりですから、巨人とタイガースの応援合戦のような人間的なやり取りもあるのです。そういう意味で、これは「匿名だが人間」という世界ではないかと思ひました。そうになると、そもそも人間において

がほぼしないファンドなどは、companyやassociateとは呼べないという段階で、すでに株主と呼べるかという関門が控えているのではないか。日本の株主像には何も関門がない、そこに本質的な問題があるのではないかと思うわけです。

二年以上保有すると議決権が二倍になるという定款規定を設けることがフロランジュ法で可能とされておりますが、利想的な超高速取引株主を事実上排除しようという意思が反映しているように思います。

先ほども述べましたとおり、「shareholder」だけでは、カネさえあれば物言う資格があるということになりかねないわけですが、一定のファンドであっても、配当請求権のような財産権は与えるべきだと私は思っています。「全部、人間単位で・頭数で」と言っても、対価を払っている以上到底無理です。

株式の単位の均一性とは、出資財産を株式数で割ることで一株幾らという価格形成を可能にするという意味で、株式市場の形成を可能とする条件であります。

そして、株主の権利とは、株主というヒトが権利を直接持っているということではありません。それは、均一な単位から成る株式市場で売買されている株式を買うと、その株式に表象された権利である議決権や配当請求権を行使できるといこととです。塊の持ち分とこう意味で「stock」という言葉を使いますが、「stock」を細分化・均一化して「share」にすることで株式市場の成立が可能になるわけです。

合名会社・合資会社の場合、有限責任社員、無限責任社員とも、名前や住所が定款に記載されまです。「この人の権利」「この人の責任」ということで、権利や義務が特定のヒトに属しているわけで

す。しかし、株式の場合は権利はそもそも株式というモノに属していました、売買されている株式を買って持っている、その株式に表象された権利を行使できるということになります。

私は昔から口が酸っぱくなるほど、「株式会社には有限責任社員はいない」と言い続けているのですが、無視されているようです。どの教科書にも「株式会社とは、有限責任社員のみから成る会社形態である」と書かれていますので、それがおかしいと言われても困るようです。

いずれにしても、こうした株式のモノとしての性格が形成される過程とは何かというと、塊の持ち分の証券化 (securitization) です。株式というのは、信託持ち分が細分化されて均一の単位となって市場を形成するのと同じです。つまり stock の share 化です。有限責任も、有限責任という責任がそこに表象されていたり、株主という

ヒトが有限責任という責任を負っているということではなく、証券化商品である株式を「後腐れなく」買い取った姿です。これを証券化の世界では「true sale」と言いますが、まさに株主というのは、証券市場から株式を true sale で買い切ったあとの姿であります。

それとは裏腹に、支配株主の責任とは share の stock 化です。つまり、後腐れなくなったものも一定の条件のもと（流動性のある粒としての株式を長期的・永続的に「塊」として保有することで特定の支配する人が浮上する等）、後腐れあるものに戻すということです。ここは議論し出すと大変なのでやめておきますが、そういうものだと思います。昔から「支配あるところに責任あり」という法格言があり、何となく「支配しているのだから責任がある」という言い方をしてきました。もちろん、それはそれで間違っていないませんが、

本来の意味は今申し上げたようなことだと思っております。

ここで問題になるのが、議決権の均一性（一株一議決権）とは何かということです。先ほど述べましたように、財産権であれば、一株幾らという価格形成を可能とするための均一性ですが、議決権が均一な単位であるとは一体何を意味しているのか。

一株一議決権が、カネがヒトを支配する強力な根拠となっていますが、共同事業に関する民法の原則（組合契約）は頭数の多数決です。つまり、出資が多かろうが少なかろうが、要は人間の人格単位（頭数）で賛成・反対が決まります。わずかな出資の人でも別の貢献の仕方はありますし、多く出資した人が「自分は事業の目的達成のためにより貢献した。だから多くよこせ」というようなことが当たり前の世界ではありません。特約によ

り、出資の多寡に応じて配当すると決めてもよいのですが、これは契約自由です。当然のようにそういう要求はできないわけです。

したがって、tenure voting（出資がふえると議決権が逡減）も昔から当たり前のことです。以前、「株主平等原則」という論文を書いたとき、アメリカの「One Share, One Vote」という論文を引用しましたが、アメリカでもヨーロッパでもこれは普通のこととて、一定の割合以上は議決権がないことにしても全然構わない。

そのことが単位の均一という株式市場のあり方を損なっているかという点、議決権とはある種の行動の行方を決める権限ですから、その「決める」という行為に財産価値があるわけではありませんのでそういう問題は生じません。ただ、財産権的な意味を持つ議決権がないかという点も言いきれません。



例えば、新株の有利発行を行う際には株主総会の特別決議が必要ですが、それは持ち分比率が少数者によって安易に毀損されるのを防ぐためです。つまり、ここでの議決権は財産権的な意味を持つ議決権です。社債権者集会などの議決権に似た機能と言えるように思います。この場合は均一な単位の世界の延長で考えてよいと思いますが、労働のあり方、消費のあり方、環境問題、人権問題、これらはカネの多寡で決めていい問題ではありません。人間が決めるべき問題です。「一株一議決権原則」というのは、この人間の世界をカネで決めてよいと言っていることになりやすい発想です。先に述べましたイギリスやフランスが *company* や *associe* の概念にこだわったのではないかと思います。そこを理解しないうえに日本ではないでしょうか。

日本もかつてはヨーロッパの感覚そのままに、

一一株以上を有する株主の議決権を定款で制限できるとしていました。単にカネの多寡だけで人間社会のあり方を律してはいけないというのは実は常識だったわけです。ところが、財産権を均一な単位にした際に、恐らくよく考えないでついでに議決権も均一にした。そこに「仏」は作つたが「魂」を継受できなかった日本の法継受の弱点が出たのかもしれない。

結果として、*tenure voting* は当たり前、単にカネの多寡だけで人間社会のあり方を左右してはいけないという従来の世界が、いつの間にか、むしろ一株一議決権が当たり前という世界になってしまいました。これは、我々の先人たちが考えてきた議決権の考え方から大きく逸脱しています。皆さんおっしゃいませんが、一株一議決権原則は出資に対して議決権（支配権）を過剰に付与した姿なのではないか。そして、実は議決権をめぐる

株式会社法の中心的な課題は、こうした議決権の過剰付与問題を背景にしていたのではないか。結局、株主の属性論なき株主論と議決権の過剰付与問題こそが、アクティビスト問題の根源にあるのではないかということであります。

では、具体的に過剰問題への対応を意味する法理とはどういうものだったのか。多数決の濫用法理、支配株主の会社に対する忠実義務、濫用的買収者は株主にすべからぬという構成、議決権行使禁止の仮処分、株主総会決議の特別利害関係人の議決権排除、特別利害関係のある株主の議決権行使により不当な決議が成立した場合の株主総会決議取消の訴え、株主の素性情報開示請求制度、tenure voting 規定、累積投票制度、株主平等原則、固有権理論（多数決をもって奪うことのできない権利）等々です。

先人たちがこうした理論を工夫しながらやって

きたのは、支配権を正しく行使することによって少数者を守るという適切な意図があつたからなのは確かと思いますが、今私が申し上げたような観点からすると、一株一議決権の原則が従来の発想に照らして過剰に議決権を付与してしまった状況を是正するという面があつたのではないかと思えます。逆に申しますと、これらの法理が適切に運用されない場合には、常に議決権の過剰付与状態が温存されているということの意味することになります。それだけに、こうした法理の運用に慎重であつてはならないのであります。

それに対し、「こんなことをしたら株価が下がってしまうのではないか」と言う人もいます。しかし、これはデモクラシーの話であつて、「あなたの意見は聞く必要がない」。人間たちの意見を聞くと言っているだけのことです。これで株価が下がるとしたら、現状がどこおかしいのです

ね。

ヨーロッパの感覚を熟知していた先人たちの一人に戦前から戦後にかけてのこの分野の第一人者である田中耕太郎氏がいます。彼は「議決権は株主の会社に対する権限である」と言っています。

これは「取締役が取締役会で議決権を行使するのは義務と責任である」というのと同じような意味で、特に支配株主にとって意義があります。彼は、配当請求権は債権、議決権は権限として一個の社員権ではないという意味で「社員権否認論」と言われましたが、当時の伝統的な社員権論者も当然のように誠実義務を肯定していました。その意味では、戦前の社員権論はヨーロッパの感覚を正しく継受しており、戦後の社員権論が、権利だけを言つて義務を言わなくなったにすぎないのではないかという感じがします。つまり、明治以降、先人たちが理論構成してきたものを忘れ、権

利ばかりを主張するようになったことが一部の思ひ上がったファンドを生むに至る遠因をなしているように思います。

また、最高裁判事だった松田二郎氏は、「議決権は人格権である。一身専属的であつて譲渡できない」と述べ、議決権も頭数主義が妥当との考えを示しています。これはヨーロッパの感覚を非常に素直に表現した貴重な学説だと思えます。商法学者の大半は、「こんなのは昔の古い学説で、最近も誰も議論しない」と切り捨てていると思いますが、とんでもないことです。

実はこうした発想の根底に民法の理解の違いが横たわっているのではないかと思います。これは、私が拠点リーダーとなつた21世紀COE、グローバルCOEで「企業と市場と市民社会」をキーワードに、憲法の先生方と交流する中で知つたことですが、ナポレオン民法典は人権の法であ

り、それは公序に関わる問題という発想です。フランスの憲法は統治機構の話ばかりで人権規定はないと言われますが、それは人権宣言にあり、ナポレオン民法典にある。つまり、民法は私的利害を調整するためのただの取引ルールではなく、契約の自由と所有権の絶対性という基本原理は人間の行動の自由を保障する市民社会のルールであり、まさに人権そのものという感覚であります。

ですから、最近話題になっていいるフランスの「ミッシェン」を有する企業」も、民法上の制度の話をしているわけです。どこかの講演会の通知を見ていたら「商法改正」と書いてありましたが、それは事実として明らかに間違っています。

日本はヨーロッパの制度を本当に真面目に、猛烈に勉強して、英独仏語をみんな日本語に訳しました。これは音と訓と平仮名、カタカナがあるからできたことで、その単語を中国も韓国もほぼそ

のまま使っているわけですが、日本の貢献がなければ、シンガポールや香港のように英語の法律がそのまま国内法になっていたのではないかと思えます。ですから、日本がそういう形でその時点のヨーロッパの制度を端から導入した。つまり「仏」をつくったのは偉業ではありません。しかし、先にも申しましたが、フランスの民法典が持っていた意味や社会規範の重みといった「魂」まで入れられなかったのは、当時としては無理もないことでした。

ただ、ここ三〇年、アメリカのような腕力がなくないかかわらず、規制緩和を徹底してきたことによって結局は「仏」も破壊してしまったように思います。言ってみれば「平成の廃仏毀釈」でしょうか。これは一神教への帰依になぞらえることができます。自然と人間は一体であるという古神道を国家神道という一神教にしたように、株式

会社も多様な価値観を持ち得ていたものを株主第一・効率第一の一神教にした。明治の初期、お寺の仏像の首を切り落として端から薪にしていた状況に似ているのではないだろうか。私の率直な印象です。

また、「グローバルルールなきグローバルマーケットと一体の株式会社は腕づくの世界」と資料に書きましたが、同じ一神教でも持てる者がより持てる者になるという効果を有する一神教の世界で、アメリカはより強者になっていっても、日本はむしろ収奪される側にもつぱら経ているのではないだろうか。腕づくの世界なき規制緩和が日本です。ジャック・アタリは「このまま行く」と、地球の大半の人間が激怒する時代が来る」と言っていますし、エマニュエル・トッドは「正義としての保護主義」、つまり、財産や資本の蓄積段階をそれぞれの国にしっかりと認めてやらな

ければいけないということを言っています。

私が見るに、株式市場規制の変遷は、①産業警察的取り締まりの段階、②業者と投資家の保護育成の段階、そして、③市場の自律的機能が果たせるような市場規制の段階へと規制の理念自体が転換していきます。複雑なルールやエンフォースメント力から成る③の段階を熟知している国にとつて、①と②の段階の国に、③のルールを押しつければ、容易に収奪できるということになりがちです。日本は本当に③の国かといったら、とてもそうは言えないと思います。私は以前から「植民地支配の『内国化』』という言い方をしていのですが、他国に武力で攻められ、その支配下に置かれるという植民地ではないが、今の超格差社会は、富裕層が特化して存在する周囲に、貧困層は閉じ込められている、そんな印象を持っています。映像の世界で、明るい映像を見るためには周

囲を暗くしなければならぬように。

保護主義というのは、資本の原蓄積のプロセスです。本来、始まったばかりの弱い国にそれを認めてやる度量が先進国には必要なのですが、実際はそうではなく、経済の覇権をめぐる戦争にいつも巻き込まれる、これが現実だろうと思います。そういう中で、日本は③の国だったつもりがそれは本当かを問い直す必要があるように思います。最近、フランスでアクティビストに関する報告書が四つぐらい続けて出ていることですが、そこで日本は「ファンドの遊び場」になっていると言われているようです。私は、この際明治の初心に立ち返って、もう一度ヨーロッパを学び直し、それとアメリカの長所を組み合わせるような新しい構想が求められているように思っております。

#### 四、東芝報告書問題は日本の企業 法制の劣化を如実に表現

次に、東芝問題について若干触れておきたいと思えます。

最初に述べましたとおり、株主総会は、ガバナンス・システムの中核である独立社外取締役、監査委員らを軒並み排除できる地位にはありません。今回東芝でも、日本監査役協会の会長だった方、元最高裁判事らが事実上株主によって排除されました。そのこと自体あつてはならないということをまず共有しなければいけないわけですが、それに一部の日本の信託銀行も賛成したのは非常に不見識なことだと思います。

ここには多くの論点がありますが、とりあえず、支配株主の忠実義務すらない日本で、どのよ

うな株主に物言う資格があるのか。あるいは、そもそも、責任を伴わない物言う資格ないし権利という観念はあり得るのかということでもあります。

これも最初に述べましたとおり、裁判所による検査役選任制度がもともとあるわけですが、今回の調査者は株主総会の普通決議だけで選任されました。また、3%の少数株主権である検査役選任にあつては、「不正の行為又は法令若しくは定款に違反する重大な事実があることを疑うに足りる事由があるときは……裁判所に対し、検査役の選任の申立てをすることができ」となっています。が、そういう事由の主張は不要。さらに、報酬も裁判所が決めるのではなく実質的にファンドが決める。報告書の提出先も裁判所ではない。不明瞭なことを言ってきた場合には裁判所が再調査を要求できますが、これもない。調査範囲も、調査手法も無限定。そして、結局はデジタル・フォレン

ジック調査とAIを使った印象操作的なストーリーの公表、等々。

検査役制度は、明治期以来、監査役制度の無機能化を補う司法によるガバナンス制度として機能してきたようですが、現行法上、実は業務財産状況の「年間を通じた」調査・検証・監視、それを今の日本のガバナンス・システムが全体として担っているわけです。「上村はあんな東芝と経産省を応援するのか」と言う人がいます。確かに粉飾決算など、批判されるべき点は多々あつたでしょう。しかし、「あなたにそれを言う資格はない」、しかも今回のような形で。これだけははっきりしていると思います。たとえガバナンスが未熟であつたとしても、それを少しでも向上させるための努力を信頼し、守り立てていくしかないわけです。年間を通じたガバナンス・システムよりも、一瞬の株主総会決議の方が優越するというこ



とはありえないことです。株主総会の無機能化がガバナンスの重視を要請したことについてはこの後に触れます。

最近、私的な研究会で聞いたのですが、明治時代、監査役は株主から選任していたそうです。監査役制度も市民社会の一種の私的自治、そんなつもりだったようです。もともと明治期の商法草案であるレスラー草案では、イギリスの商務省の企業に対する調査権限、これは議会による官公庁に対する監視の意味を有する有名な議会オンブズマン制度の一環で戦前日本でも紹介されてきました。その発想が明治期にすでに意識され、検査役として位置付けられたという側面があったようです。フランスは商事裁判所が検査役を選任していたようです。イギリスでは、多数株主による少数株主への圧迫を裁判所が判断し救済するという制度が昔からあり、こういうものも日本が監査役制

度を導入する際意識されていたようです。商務省や裁判所といった公的な機関が会社制度のあり方に関与すること自体がもともと海外では普通のことだったのですが、日本は徹底的な私的自治の法にしてしまったのですね。これも「仏」の外形だけで「魂」は継受できなかったのではないかと思います。

株主総会は「観客なき喜劇」と揶揄され、その無機能化は一〇〇年も前から言われていますが、私も、「株主総会とは、流通市場の一瞬の静止画像の三カ月遅れの集会」と言ってきました。

また、非株主、すなわち、基準日の翌日に売ってしまった者まで参加できるというのも大問題です。明治時代にも、招集通知を出しても実質株主との間にずれが生じることは仕方ないとしても、株主でない者が参加していたことが後でわかった場合には、総会決議無効の問題になったと聞いて



います。これが常識ですね。しかし、今は感覚が異様に麻痺しています。これを「empty voting」の一種などと言って肯定する学者もいるのです。

株主総会の質問は事前の質問状でよい。回答も総会冒頭の一括回答でよい、決議も議決権行使書でよい。しかも株主でなくても議決権行使が認められる。高度な流通市場を有する株式会社のように無機能化した株主総会にかわって重視されてきたのがガバナンス・システムの充実なので、それが、ファンド株主がたくさんいると株主総会が急に機能するのか。むしろ逆ですね。実際は株主総会の権威に代わって重視されてきたガバナンス・システムを、一瞬の株主総会決議で事実上崩壊させるようなことが起こっている。これを許す論理があるとは思えません、それがまかり通っているのが現実ですね。

最近は何かという「エンゲージメント」とか

言って、株主との対話がよいことであるかに言われますが、あれもおかしな空気を醸成しているような気がします。我々が、公開会社法要綱案一案で提案したのが、会社に対する常時質問権でした。株主、投資家だけでなく、誰もがいつでも会社に対して質問できる。ただ、それに逐一答えるのは大変なので、一般的な回答は一月に一回、あるいは半月に一回といった形でまとめて行う。

これは一種のIRの法制化です。「買い」の投資家とは国民全部であり得ますので、不思議な話ではありません。つまり、一般投資家、株主との經常的対話が最優先で実施されていることを前提に、ファンドもその世界でそのルートで対話すべきであり、ファンドや大株主、アナリストだけ相手にした対話が強調されることには、強い違和感を覚えます。仮に特定の株主との特別な対話がなされた場合には、その記録を確実に保存すべきで

あり、「物を言った責任」が明らかになるような態勢整備も必要ではないかと思えます。大事なことについて物を言っておいて、翌日に売ると言うようなことを認めてはいけないように思えます。

## 五、おわりに

私は、日本の法律学は明治初期の誇りを取り戻す必要があると思っています。富国强「兵」、富国强「財」、富国强「法」、特に「法」はどの国にとっても大きな壁ですが、特に後発国である日本にとってこれほど大きな壁はありません。「兵」と「財」までは一生懸命頑張れば何とかなるかもしれないませんが、ローマ法以来の伝統を有するヨーロッパの「法」は彼らの文化の精髓ともいえる事柄ですので、それをやるのは本当に大変なことです。

その「法」の中にも三段階がありまして、一つ目は明治期の法典編纂（不平等条約の撤廃）、二つ目に戦後改革（GHQ）、ここで強調されたのが「経済の民主化」「証券民主化」で、三つ目が最難関の資本市場つき株式会社制度です。これは資本市場という動く標的に的確に対応できるルールメイクとエンフォースメントが同時進行しなければならぬという規制のあり方で、イギリスでは「responsive regulation（打てば響く規制）」という言い方をします。アメリカのルール型も英国のプリンシプル型も、そうしたあり方を示しています。

その際には、欧州ルールの再評価（市場への懐疑と経験知による事前規制）も必要だと思えます。散々不正やバブルを経験してきたために事前の警戒的な制度を整備してきたヨーロッパの仕組みはやはり経験に伴う知恵が多く、日本は明治以

来ずつとそれを学んできました。しかし、せっかく学んだことをこのところ安易に捨ててきている面もありますので、もう一度、中長期的な制度改革という観点から欧州ルールの再評価を行うことは重要ではないかと思えます。もともと日本の大学は、中央大学が英吉利法律学校、明治大学が明治法律学校という具合に、ほとんどが外国法を学ぶ学校からスタートしてきました。日本は本来この分野はやれば相当できるはずです。

あれだけ経験豊富なイギリスも、伊勢神宮の遷宮並みに約二〇年に一度、必ず会社法改正をしてみました。現在は二〇〇六年の会社法ですが、大分前からイギリスでは次の会社法改正の作業をやっているそうです。この分野で経験豊富なイギリスがそういう態勢なのに、日本では企業法制の中長期的構想を検討する場すらないのは、私から見ると大変惨めなことだと感じます。

そして最後に敢えて申し上げますが、法学の素養を大事にする法学部教育を再構築し、歴史に学び、外国法を学び、理念を重視し、将来世代に責任のある法的素養の涵養を再び重視する態勢を構築すべきでしょう。ロースクール構想によって、「アメリカに法学部がないのだから、日本も法学部は要らない。実務だけやればいい」ということが盛んに言われ、その結果、法学部教育はかなり弱体化し、研究者養成も大きく後退しました。そのレベルから立て直していくには「令和の維新」とも言えるような大きな問題意識が必要ですが、それを主導できる政治家がいつかあらわれてくれることを期待しています。

最後に一点、「判例による法創造を行わなくなった」と資料に書きました。一流の弁護士事務所ほど、判例創造のための努力をあまりしなくなったように見えます。例えば昭和四四年には最

高裁が、事実上の立法と言われた二つの有名な判例を下しました。一つは、法人格否認の法理を認めた判例、もう一つは、取締役の対第三者責任についての法定責任説を認めた判例です。学説と法曹が一体になってまさに法創造が行われたのです。大隅健一郎氏と松田二郎氏という二人の最高裁判事であり商法学者がいた時代のことです。いずれも中小企業の実上の支配者に責任を重く見た判例です。しかし昨今は、大規模公開会社について支配者の責任を認める判例を創造するために学者や法曹が頑張るといふ空気はないように感じます。中小企業の親父の責任追及は頑張ったが、大企業の支配株主らの責任追及には非常に消極的という感じがしています。

本日の私の話はこれで終わらせていただきます。ご清聴ありがとうございます。(拍手)

○増井理事長 根源的な問題を大変明快に提起してください、いろいろな議論ができるのではないかと思います。御意見、御質問等ございますでしょうか。——では、私から。

今度の東芝の話もそうですが、物を言った株主にどういふ責任を負わせるのか。根本的に制度を変えるということはもちろんありますが、当面、こういう問題に対応するときにはどういふことを考えたらいいか、そしてどういふ設計をしたらいいか、そのあたりをお聞かせください。

○上村 一つは、支配株主の誠実義務ないし忠実義務、これは簡単ですので、あとは判例・学説に任せるということの一つの条文があつていいと思います。解釈論としては、取締役の忠実義務に関する規定を大株主に類推して適用することもあり得ます。

もう一つは、金商法の世界で適格機関投資家私募の転売制限というのがありますが、物を言ったら転売制限をかける。つまり、確定日付のように、物を言った日時を確認した上で、口に出したら半年なり一年は転売してはいけないといった規制、そして、言った内容があまりにひどければ、売った後でも責任を問うというのもあり得ると思います。

○質問者A 私自身が直近まで今回のテーマの当事者の一人でもあったという観点で、経営の実態からの問題点を一、二申し上げ、御意見があれば伺いたいと思います。

まず、六月一〇日の調査者報告書ですが、株主の権利、いわゆる議決権の行使と株主提案権を侵害しているのではないかというものでありまして、結果として、公正な株主總會運営に対する疑問が提示された、こういうことだったと思いま

す。

東芝問題の本質は何かというと、一つは、二〇二〇年五月に施行された改正外為法の行政権限の範囲と個別民間企業との関係のあり方です。東芝自身は、財務大臣、経産大臣から報告徴求命令を受けていたので、当然報告の義務があるわけですが、このことをもって、何か野合のような関係で行政と民間が結託しているかのような印象で書かれていることは、全く不適切です。

同時に、会社法の基本原則である株主権の保護という問題に対して市場が過剰に反応してしまつたのは、非常に残念だと思っております。自国の安全保障を含む国益の保護と私権の制限、これは先ほどおっしゃったとおり、適切なバランスを市場ともよく相談しながらどう取り決めていったらいいのか、その間合いをどうとっていったらいいのか、非常に難しいところだと思いますが、これ

について御意見があれば伺いたいと思います。

もう一点、日本の市場でやはり問題だと思っているのは、今回もそうでしたが、多くの長期的な機関投資家が議決権行使助言機関の意見に相当従ってしまったことです。無批判に従ったとまでは言いませんが、自分たちの説明責任を考えた場合、自分の頭で考えた判断基準で議決権を行使するという雰囲気なぜもつと日本の中で醸成できないのか。

最後に、東芝自身が発表しているように、一月初旬（その後、一月中旬に変更）にガバナンス強化委員会の報告書が出ます。この調査報告書がどういった切り口で株主権という私権の制限や三名の弁護士による調査報告書に対して見解を述べるのか、解明されるのか、注目したいところです。

長くなりましたが、自国の安全保障を含む国益

の保護と私権の制限について上村先生はどのようなお考えか、お聞かせいただければ幸いです。

○上村 自国の安全のために国が会社制度に関与するのは、世界中どこでも当たり前のことです。ですから、経産省なり財務省が出てきて調べるということも当然だと思います。ただ、会社法をやってきた人間としては、会社法で対応しようと思っても、なかなかそうできなかったことは残念に思います。望むらくは、国が直接出てくる前に、「これは誠実義務違反だから問題にならない」とか「この決議は取り消し」とか、会社法のレベルで裁判所がこう言っているから片がついている、したがって、経産省や財務省が出るまでもない、こういう形になっているべき問題だったように思います。弁護士さんたちに「自分たちが判例をつくるんだ」という気概があればとは思いません。今回はライブドアや村上ファンドの時に較

べても司法の出番がないままに、私から見ると違法に見える既成事実を前提に話が進んでいるのはいかなるものかという感じですね。そうなれば何が起きてもお仕方がないですね。

議決権行使助言機関の話については、アメリカではもう規制が入りますよね。ただ、議決権行使助言機関がどういう存在なのか、個々のホームページを見ても具体的な説明もほとんどないですし、親会社の意向とは別に独立した意見を日本の国内で持っているかという点、そこも怪しい。そして、コンサルを頼んでいると割と甘いということも言われているようですし、個々の議決権行使助言機関が法人株主の議決権のあり方を左右する地位にふさわしい責任体制をとっているかといった点、これもない。ファンドの言うことに賛成するのも日本の企業社会のあるべき姿を考えてのことだと言えるのか、やはり、日頃の重要顧客のた

めの意見に見えてしまう。日本の一部の立派な金融機関が助言機関に同調したのも、独自の見識で対応していないかの思いを抱かせてしまったような気がします。

○増井理事長 お伺いしたいことはまだまだたくさんあると思いますが、時間も過ぎておりますので、このあたりで「資本市場を考える会」を終わらせていただきます。

今日は、具体的な提案も含めて幅広く、しかも深いお話を伺うことができました。上村先生、どうもありがとうございました。(拍手)

(うえむら たつお・早稲田大学名誉教授)

(本稿は、令和三年一〇月二六日に開催した講演会での要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。)

上 村 達 男 氏

略 歴

早稲田大学名誉教授

早稲田大学法学部、早稲田大学大学院法学研究科博士課程修了

元早稲田大学法学部教授 元早稲田大学法学学術院長・法学部長

元早稲田大学21世紀 COE・グローバル COE「企業法制と法創造」総合研究所所長

学位

法学博士（早稲田大学）

社会的活動 太字は現任

法制審議会会社法制部会委員（法務省）、NHK 経営委員会委員長職務代行者、経済財政諮問会議専門調査会委員（金融・資本市場改革ワーキング・グループ主査-内閣総理大臣）、国民生活審議会委員（生活安全プロジェクト「守る WG 主査」）（内閣府）、司法試験（第二次試験）考査委員〈商法〉（法務省）、法制審議会会社法（株券不発行等）部会委員（法務省）、産業構造審議会臨時委員（経済産業省）、金融審議会専門委員（金融庁）、**投資者保護基金理事**、（株）資生堂社外取締役、**明治安田生命保険相互会社社外取締役**、松竹大谷図書館評議員、日本証券業協会行動規範委員会公益委員（副委員長）、**アライアンスフォーラム財団評議員**、会計教育研修機構評議員

著書

会社法改革—公開株式会社法の構想—岩波書店（2002）（平成15年度大隅健一郎賞受賞）2015年に中国証券管理監督委員会編の中国語版刊行

編著

早稲田大学21世紀 COE 叢書〈企業社会の変容と法創造〉全8巻（日本評論社）

論文

「〈連載〉新体系証券取引法（全25回）」企業会計53巻4号以下（2001～2004）など