

〔論 説〕

企業統治の収斂と宗教的経路依存性 —Dirk Zetscheの見解を参照して—

武 田 典 浩

- I. はじめに
- II. Dirk Zetsche論文の概要
 - 1. 問題提起
 - 2. 会社支配権の明示的システムと黙示的システムの区別
 - 3. 規範の問題
 - 4. 倫理的基礎付け：ルター派对カルヴィン派
 - 5. 明示的システムと黙示的システムの区別：比較法
 - 6. 結論
- III. 若干の検討
 - 1. 総説
 - 2. 検討
 - 3. 日本法への示唆

I. はじめに

企業統治は収斂してゆくのか、それとも各国様々な形態において分散し、⁽¹⁾そのまま維持されていくのか、との論点がしきりに議論されている。特に、（1）会社を運営する際には誰の利益を最上とすべきなのか、そして取締役が業務執行を行う際に誰に対して義務を負うのか（株主利益か利害関係者利益か）、（2）会社の組織形態は取締役会を中心とする一層式にすべきか、それとも監督を行う監査役会と経営を行う取締役会を分離する二層式にすべきか、（3）株式所有は、集中して多数派株主が会社経営の監督機

（1）最近でも、加藤貴仁「コーポレート・ガバナンスをめぐるルールのコンバージェンス」ソフトロー研究18号55頁（2011年）、大杉謙一「コーポレート・ガバナンスの収斂と、その背景」法律時報84巻10号31頁（2012年）。

能を担うのか、それとも分散して個々の株主による監督機能は期待できないのか、といった論点がある。

これら収斂化論争は条文レベルで議論されたり、社会経済的背景との関連で議論されたりすることが多かった。以下で紹介する Dirk Zetzsche の論文は、具体的制度についての収斂を論じるわけではなく、収斂化論争の議論の立て方を検討しているだけに過ぎない。ただ、収斂化論争について各国が有する宗教的背景事情から分析することが重要であることを指摘した点に興味深いものがあり、また、そこから立てられた議論の対立軸についても傾聴に値する。そこで以下では Zetzsche 論文の概要を紹介し、本論文は果たして収斂化論争に寄与し得るのかを検討する。

II. Dirk Zetzsche 論文の概要

1. 問題提起

現在の収斂化論争においては、宗教的価値判断を除外して論争することが一般的である。しかし、アメリカと欧州との企業統治の経路を健全に説明するためには宗教的背景事情を加味することが必要であると Zetzsche は強調している⁽²⁾。

伝統的な収斂化論争においては、以下の三点の対立軸を基準として、収斂が起きるか否かを検討している。すなわち、(1) コモン・ローと大陸法、(2) 市場中心型と銀行中心型、(3) 株主指向型と利害関係人指向型、である。

(1) コモン・ローと大陸法

(豊かな) コモン・ロー諸国においては少数派株主保護が優れた結果、

(2) Dirk Zetzsche, *An Ethical Theory of Corporate Governance History*, CBC-
RPS No. 0026, p. 4, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=970909>.

企業統治の収斂と宗教的経路依存性—Dirk Zetscheの見解を参照して—（武田典浩）

株式所有が分散化し、バーリ・ミーネズが描いたような大規模公開会社のモデル、すなわち、株主は会社経営に参画せず、その代わりに取締役が会社経営の中核を占める、というモデルが構築される。その一方で、少数派株主保護に乏しい大陸法諸国では株式保有が集中化し、多数派株主が会社経営の中核を占めると主張される⁽³⁾。その理由としては、少数派株主保護が優れている国家では、買収等により自らの支配権を失う事件において、支配権を有する株主は自ら没収されることを恐れず、自ら進んで議決権の保有を切るからであるとする。その一方で、少数派株主保護が乏しい国家では、支配権を失うことは支配権を有する私的利益を引き渡すという意味においてコストがかかる⁽⁴⁾とする。しかし、Zetscheは歴史上もまた現代においても、コモン・ローと大陸法とを明確に分類する基準があるのか疑問が残るとする⁽⁵⁾。例えば、日本法のルーツはドイツにあり、大陸法の影響を受けているといわれるが、殊に第二次世界大戦後は会社法を中心にアメリカ州法の影響を多大に受けており、コモン・ローの影響が強くなっているともいえる。これは、両法系を明確に分類する難しさを説明する事例の一つであるとする。

（２）市場中心型と銀行中心型

アメリカを代表とする市場中心型と、日本とドイツを代表とする銀行中心型とに分かれる。銀行中心型システム、例えば、日本のメインバンクシステムについては、貸主としての地位に基づき借主情報を適切に収集し十

(3) Rafael La Porta=Florencio Lopez-de-Silanes=Andrei Shleifer, *Corporate Ownership Around the World*, J. of Fin., Vol. 56, No. 2, 471, 473, 511 (1999) .

(4) Lucian Arye Bebchuk=Mark J. Roe, *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, in: JEFFEREY N. GORDON=MARK J. ROE ED., CONVERGENCE AND PERSISTENCE IN CORPORATE GOVERNANCE, CAMBRIDGE, 2004, 69, 82. 初出は52 Stan. L. Rev. 127 (1999) であるが、以下では上掲書の頁数で引用する。

(5) Zetsche, *supra* note 2, 7~8.

分なモニタリングを行うことについて美点を有する見解がある。その一方で、貸主は確定請求権者⁽⁷⁾であるためにリスク回避的態度からモニタリングを行う恐れがあること、自己取引への対応策としては銀行よりも市場を介したモニタリングの方が強力であること、貸主モニタリングよりも資本市場規制の方がより良い情報提供ができることからして、市場中心型の方が優れているとの見解もある⁽⁹⁾。実際に、アメリカでは1933年のグラス・ステイガール法による銀証分離政策をとることにより、銀行に頼らずに証券市場中心のガバナンス体制を構築し、その一方で、ドイツと日本は同様の政策を採らず、銀行中心型ガバナンスを展開してきたとされる。しかし、ドイツも日本も銀行持株体制が崩れつつあり、銀行が株式会社に対する影響力が減退しつつあり⁽¹⁰⁾、アメリカでは1999年のグラム＝リーチ＝ブライリー法によって上記の1933年法規制が撤廃され、そして、アメリカでは銀行が信託を介して非金融会社に重要な議決権を保有し、またそれにより取

(6) 花崎正晴『企業金融とコーポレート・ファイナンス—情報と制度からのアプローチ』(東京大学出版会、2008年) 61頁以下参照。

(7) 確定請求権者対残余的請求権者の利害衝突の概説としては、落合誠一『会社法要説』(有斐閣、2010年) 22頁以下参照。

(8) Blackは、自己取引 (Self-Dealing) という言葉には二つの側面があると指摘する。(1) 直接的自己取引 (direct self-dealing) とは、会社が、会社内部者、関係者、友人、内部者が支配する他の会社に、利益を与えるような取引を、独立当事者間取引条件ではなく行うことを指す。(2) 間接的自己取引 (indirect self-dealing) とは、内部者が、情報で劣後する投資家との間で取引をするために、会社に関する情報を用いることを指す。Bernard Black, *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*, 48 UCLA L. Rev., 781, 804 (2000-2001) .

(9) Black, *ibid.*, 842-843.

(10) ドイツでは1998年5月1日から施行された「企業領域における統制及び透明化のための法律 (KonTraG)」において、株主総会における金融機関による議決権代理行使に厳格な規制を加えた。この改正の背景には、株式会社に対して金融機関が与える影響力を制限することを目的とする、いわゆる「銀行権力」問題があるとする。この点については、小宮靖毅「一九九七年ドイツ株式法改正試案素描—in dubio pro libertate—」法学新報104巻4・5号109、128、143頁(1998年)、小栢徳武「ドイツにおける会社法改正の動向」森本滋編著『比較会社法研究—21世紀の会社法制を模索して—』(商事法務、2003年) 50、54頁。

企業統治の収斂と宗教的経路依存性—Dirk Zetscheの見解を参照して—（武田典浩）

締役に参加したりしているという。⁽¹¹⁾ Zetscheはこれらの事実を、ドイツ・日本：銀行中心型、アメリカ：市場中心型という図式が崩れた証拠であると指摘する。⁽¹²⁾

（3）株主指向型と利害関係人指向型

会社は主に株主の利益を追求すべきであり、取締役が会社を経営するにあたって株式の利益を最上とすべきであることが、支配的見解に立っていることは、疑う余地はない。株主は残余的請求権者であり、彼らの利益を追求することは企業価値全体の向上にもつながること、株主は契約による自衛ができないために法が強行的に株主利益最大化の規範を定立する必要があることなどを、その理由付けとする。⁽¹³⁾ その一方で、企業買収に続く事業リストラに由来する労働者や地域社会への影響、各種消費者被害の発生など、株主利益の最大化を追求することにより生ずる歪みが株主以外の利害関係人に及ぶことに鑑み、会社法は利害関係人の利益を最上とすべきであるとの見解も有力である。しかし、確定請求権の利益を最大とすることが企業価値向上とつながらないこと、利害関係人の保護は会社法外の法律の任務とすべきことなど、この見解には批判が多い。⁽¹⁴⁾

上記のような議論の中で、2001年にHansmannとKraakmanの共著によ

(11) Joao A. C. Santos=Adrienne S. Rumble, *The American Keiretsu and Universal Banks: Investing, Voting and Sitting on Nonfinancials' Corporate Boards*, 80 J. of Fin. Econ., 419, 421, 451 (2006). 銀行は信託の受益者としてキャッシュ・フロー権のみを享受し、支配権を分離させることなく、関係者を取締役会構成員に送るなどして非金融会社の経営に積極的に参加している。

(12) Zetsche, *supra* note 2, 10.

(13) 落合・前掲注(7)47頁以下参照。ANDREW KEAY, *THE ENLIGHTENED SHAREHOLDER VALUE PRINCIPLE AND CORPORATE GOVERNANCE*, ROUTLEDGE, 2012, 15 ff.に詳しい。

(14) KEAY, *IBID.*, 49 ff.

る注目すべき論文が表れた。⁽¹⁵⁾ 同論文によると、19世紀終わりに会社形態が、最高度の資本集積を行うピークルとして、完全な法人格、所有者及び経営者の有限責任、投資者による資本の共有、取締役会構造の下で委任された経営、自由譲渡株式という5つの性質を有するものへと収斂していった⁽¹⁶⁾ように、現代においては、スタンダードとしての株主指向モデル (standard shareholder-oriented model) へと収斂しつつあると説く。⁽¹⁷⁾ かつてのアメリカの立場であった、経営者は一般的公益に仕えるという方法により会社事業の実行を促すという経営者志向モデル (manager-oriented model)、ドイツ共同決定制度に代表する労働者指向モデル (labor-oriented model)、私的企業が公益に仕えるべく、政府が企業に対し強い監督を及ぼすという国家指向的モデル (state-oriented model) と対比させ、これらのモデルはみな失敗に終わり、株主指向モデルへと収斂してゆくと考え⁽¹⁸⁾ている。

しかし、Zetzscheは、上記分類法では不十分であるという。まず、Hansmann=Kraakmanはフランスが国家指向型である所以として刑事制裁の多さを挙げているが、これはフランスにおける企業統制の一部を切り取ったものにすぎないという。⁽¹⁹⁾ ついで、ドイツ共同決定制度を例にとりドイツを労働者指向型であると分類しているが、労働者が半数参加している監査役会の最終決定は株主の手中におさまられているとの憲法裁判所の判

(15) Henry Hansmann=Reinier Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, in: GORDON=ROE, SUPRA NOTE 4, 33. 初出は89 *Geo. L. J.* 439 (2001) であるが、以下では上掲書の頁数で引用する。

(16) このような収斂状況の中で、とりわけ法人格が有する資本を拘束する機能 (Locking in Capital) に着目するものとして、Margalet Blair, *Locking in Capital: What Corporate Law Achieved for Business Organizers in the Nineteenth Century*, 51 *UCLA L. Rev.*, 387 (2003) も参照。

(17) Hansmann=Kraakman, *supra note* 15, 35.

(18) *Ibid.*, 36~40. なお、Hansmann=Kraakmanは、本文に掲げた3分類以外に、利害関係人モデルを掲げているが、これらはすべて3分類のいずれかに該当するとする。

(19) Zetzsche, *supra note* 2, 13.

企業統治の収斂と宗教的経路依存性—Dirk Zetscheの見解を参照して—（武田典浩）
(20)
例があること、監査役会に参加している労働者は監査役としての地位に基づいて行動すること、賛否同数の場合には議長の二票目で決定するがこれは株主の利害を代表する票を投ずることからして、共同決定制度は、決して労働者指向型とは言えないとする。⁽²¹⁾最後に、なぜ他のモデルによってではなく、アメリカ型株主指向モデルによって、会社法の歴史が終わるのかも理解できないとする。⁽²²⁾

2. 会社支配権の明示的システムと黙示的システムの区別

(1) 総説

以上からして、3つの対立軸では不十分であるとし、別の対立軸を立て

(20) BVerfG of 01. 03. 1979 – 1 BvR 532, 533/77, BVerfGE 50, 290, 377 – Mitbestimmung –. この判決については、マークス・ルッター＝木内宜彦編著『日独会社法の展開』（中央大学出版部、1988年）152頁、正井章彦『共同決定法と会社法の交錯』（成文堂、1990年）79、85頁参照。

(21) Zetsche, *supra* note 2, 14.

(22) なお、Hansmann=Kraakman論文が公表された後においても、例えば労働者指向型を唱えている。KENT GREENFIELD, *THE FAILURE OF CORPORATE LAW*, CHICAGO, 2006. が刊行されている。特に、p. 21～27. 分散化投資が可能な株主と人的特殊の投資を行う労働者とを対比させて労働者保護を主張し、会社法を私法としてではなく、社会・マクロ経済政策立法の一環として捉え、会社法に労働者保護を組み込んでゆくべきとの立論がなされている。この立論の前半については首肯しうるものの、後半については議論の余地がある。

る必要があると説く。⁽²³⁾

Zetzscheは、上記のものに代わる企業統治の分類方法として、企業支配権の明示的統制システム（以下「明示的システム」と略称）と黙示的統制システム（以下「黙示的システム」）(Explicit System and Implicit System of Corporate Control) という概念に着目する。明示的システムとは、現在の株主の直接的影響力に立脚したモデルであり、取締役会の監督を通じて支配株主に、株主総会による監督機能によって少数派株主に、それぞれ与えられている。黙示的システムとは、資本、生産物及び労働力市場の効率性を利用した統治モデルである。⁽²⁴⁾

(2) 具体的内容

ここで、Zetzscheによるシステムの区別について言及しておく。

(23) なお、Zetzscheは、2006年イギリス会社法改正によって導入された啓蒙的株主利益 (enlightened shareholder value) アプローチについては何も検討していない。同アプローチは、取締役は株主の利益の最大化を図るべく会社を経営してゆくとともに、今後の会社の成功を確保するために労働者、供給業者、顧客などとの長期的な、信託的な関係を構築してゆくべきであるとの考え方である。KEAY, *IBID.*, 63. この考えを前提とし、会社法172条1項 (a)～(f) において、配慮すべき利害関係を列挙しているところに注目すべきである。

会社法172条1項 会社の取締役は、誠実に、全体としての構成員の利益のために会社の成功を最も推進できると、彼が考慮するような方法でもって行動しなければならない。その際には、以下の点について考慮すべきである。すなわち、

- (a) あらゆる決定の長期におけるありうべき結論
- (b) 会社の従業員の利益
- (c) 供給業者、顧客及び他者との会社の事業関係を促進させる必要性
- (d) 共同体及び環境に対する会社運営のインパクト
- (e) 事業活動の高度の水準にかかる評判を会社が維持することへの欲望、そして、
- (f) 会社の構成員間において公正に取り扱う必要性

(なお、417条では取締役の事業報告 (Business Review) において、172条列挙事項が含まれている) ただ、この見解は、あくまでも株主利益最大化モデルの一類型であり、利害関係人保護最優先ではないことに注意すべきである。KEAY, *IBID.*, 15.

(24) Dirk A. Zetzsche, *Explicit and Implicit System of Corporate Control - A Convergence Theory of Shareholder Rights*, CBC-RPS No. 0001, 2004, p. 23～29, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=600722>.

会社経営者にその義務の履行を促進させる制度には8つ存在する。(1) 議決権、(2) 公的（公的、私的監視人（watchdog））モニタリング、(3) 公開買付け、(4) 株式買取請求権、(5) 株主訴訟、(6) 株主総会を通じた株主の監督、(7) 多数派の濫用からの少数派株主の保護、(8) 取締役会による経営者の監督、である。これらのうち、議決権と株主総会を通じた株主の監督は明示的システムであり、公的モニタリングは市場を促進させるための情報収集の制度であり、黙示的システムである⁽²⁵⁾。

問題となるのは、それ以外の制度がいずれのシステムに該当するのか、である。

第一に、公開買付けは、応募者の立場からすると買付けにより会社からの退出（Exit）を行い、現経営陣を市場からの評価に委ねるという側面に着目すると黙示的システムであるが、買付け者が応募者から株式を購入し支配権を握るという側面に着目すると明示的システムである。すなわち、公開買付けは黙示的システムから明示的システムへの蝶つがいとしての機能を有する。ただ、ここで論じている明示的・黙示的システムは、未来の株主ではなく、現在の株主の展望により判断されることに鑑みれば、現在の株主が市場において株式を売却することによるガバナンスととらえる、市場志向的な、黙示的システムの観点が強調される。⁽²⁶⁾

第二に、株式買取請求権は以下の二つの理由から黙示的システムであるとする。1つは、買取請求権は、経営者の行為に対し、買取市場を利用して、黙示的に影響力を行使することが見込まれているということ、2つは、ひとたび特定の株主が支配的影響力を集めたときに、買取請求権は単に少数派株主の退出権を保護するだけであり、発言権とは言えないことである。⁽²⁷⁾

第三に、少数派株主保護については、米独比較を行っている。アメリカ法については、会社の事業機会の剝奪の法理（corporate opportunity）と、

(25) Zetsche, *ibid.*, 23.

(26) *Ibid.*, 23~24.

(27) *Ibid.*, 25.

多数派株主の少数派株主に対する信認義務の法理を紹介している。⁽²⁸⁾特に後者についてはSinclair Oil Corp. v. Levien, 280 A.2d 717 (Del. 1971)を検討し、取締役の行為が買取請求権を回避することにより、裁判所が事実上の⁽²⁹⁾合併の法理を適用させることがなければ、取締役の行為が経営判断原則に⁽³⁰⁾よって保護されることを強調している。

その一方でドイツ法については、集中的株式保有状況を肯定する上で、多数派による少数派の利益の収奪について強力に規制するコンツェルン法⁽³¹⁾について強調する。コンツェルンは、支配企業が従属会社との間で「支配契約」を締結する（株式法291条1項）契約コンツェルンと、契約によらないコンツェルンとして事実上のコンツェルンとに分かれる。契約コンツェルンにおいては、支配企業が従属会社を統一的に指図する権限が与えられる（株式法308条1項）が、その反面、支配企業は従属会社の年次欠損を填補し（株式法302条）、従属会社株主へ配当保証を行い（株式法304条）、従属会社株式をセルアウトする義務を負う（株式法305条）など、従属会社株主を直接保護する義務を負うこととなる。事実上のコンツェルンでは、従属会社は独立した地位を保てる一方で、支配企業が支配的な影響力を行使して従属会社に不利益な行為をさせた場合にはその不利益を補償する義務を負い（株式法311条1項）、補償を実行しない場合には損害賠償責任を負う（株式法317条1項）。また、支配企業・従属会社間取引等を報告させ

(28) これらについては、森まどか「アメリカにおける子会社の少数株主・債権者保護」商事法務1835号32頁（2008年）以下参照。

(29) 合併による株主保護の規定（株主総会決議、株式買取請求権）を回避するために、合併類似の行為を合併以外の法手続で行うことである。例えば、売主である会社が全資産を売却し、その対価として買主である会社が当該会社の株式を譲渡し、売主である会社がそれを配当（または解散・清算による分配）として株主に付与するようなものである。同法理を用いて、回避された手続の履践を求める。カーティス・J・ミルハウプト編『米国会社法』（有斐閣、2009年）180頁。

(30) Zetzsche, *supra* note 24, 25.

(31) 下記のドイツのコンツェルン法の説明は、高橋英治『ドイツと日本における株式会社法の改革』（商事法務、2007年）172～174頁を参照した。

企業統治の収斂と宗教的経路依存性—Dirk Zetscheの見解を参照して—（武田典浩）
るための従属報告書の作成が義務付けられている（株式法312条1項）⁽³²⁾。

以上からアメリカ法では、多数派・少数派利害衝突の解決策としてはセルアウト権と信認義務違反の訴訟を提供している一方で、ドイツ法では、支配権を金銭的価値から離れた財産権の要素として考慮しており、金銭補償では株主の財産権喪失と釣り合いをとらせるためには不十分であるとし、コンツェルン法は、いわば買収規制の機能的代替物であると考えている。ゆえに、アメリカ法では退出権の経路を構築し、黙示的システムをなし、ドイツ法では発言権を通じた少数派の影響力を確保し、黙示的システムをなしているとする⁽³³⁾。

第四に、株主訴訟は、原告たる株主と会社との間の直接的接触を要求するのであるから、明示的システムであるように思える。しかし、代表訴訟には、提起される意図に応じて二種類存在することに注意すべきであるとする。すなわち、証券詐欺、民事クラス・アクションの際の株主訴訟は金銭の支払いを目的とし、他の訴訟は株主総会の決定に挑戦したり、あるいは、特定の種類の行為の一時的あるいは永久的な矯正を求めたりすることにより、会社の行為に即時的なインパクトを与えることを意図している。後者「矯正指向的訴訟」は直接的株主監督を意図しているため明示的システムであるが、前者「補償指向的訴訟」の金銭支払い（補償）は、会社あるいは支配的株主が現在の株主から株式価値の一部を買い上げることと同じ機能を果たすために、会社からの退出権としての、黙示的システムの一部であるとする⁽³⁴⁾。

第五に、取締役会による経営者の監督は、取締役会はいわば株主の代理人として、株主の利益のために監督を行っているのであるから、株主からの明示的な影響力があるように思える。その一方で、経営者を決定し、直接的監督を及ぼすのは会社であり、株主からの直接的拘束を受けることは

(32) Zetsche, *supra* note 24, 26.

(33) *Ibid.*, 27.

(34) *Ibid.*, 27~28.

ないともいえる。よって、取締役会による監督は明示的システムと黙示的システムとの中間にありそうである。⁽³⁵⁾

ゆえに、議決権、株主総会を通じた株主の監督、コンツェルン法、矯正指向的訴訟は明示的システムに属し、公的モニタリング、公開買付け、株式買取請求権、補償指向的訴訟は黙示的システムに属するとする。ただ、両システムを完全に区別することは困難であるため、「程度の問題」に過ぎないとも指摘する。⁽³⁶⁾

(3) 両システム区別の意図

Zetzscheによると、黙示的システムには3つの特色があるとする。(1) 現在の株主やその代理人の境界線で囲まれた領域を飛び越える行動が必要となる。例えば、市場を通じた株式の売買を例にとると、現在の株主による売却と将来の株主による購入の双方の行為が必要である。(2) 株主会社間の直接的接触関係が要求されない。(3) 株式が商品化され、完全に金銭的補償に取って代わられる。逆に言えば、明示的システムでは株式を単なる金銭的価値のみでは評価しないのである。⁽³⁷⁾

また、Zetzscheは、明示的・黙示的システムの区別はアメリカの学説に対する挑戦であるともいう。すなわち、欧州の資本市場が発展してこなかった理由を、多数派の搾取に対する少数派株主の保護が不十分であることに求めてきた。⁽³⁸⁾ところが、この見解は、資本市場を介する株主のコントロールすなわち黙示的システムにより補完がなされていることを見逃してきた。⁽³⁹⁾黙示的システムによる補完に焦点を当てることに注目すべきである

(35) *Ibid.*, 28~29. ただ、アメリカでは取締役候補者は取締役市場から選ばれ、欧州では大株主による推薦で選ばれているため、この区別に着目すれば両システムの区分に寄与しように思えるが、これは取締役の属性の問題であり、株主の直接的権利の問題ではないとする。*Ibid.*, 29, fn. 91.

(36) *Ibid.*, 29~30.

(37) Zetzsche, *supra* note 2, 16.

(38) La Porta et. al., *supra* note 3, 473, 511.

(39) Zetzsche, *supra* note 2, 18.

ともいう。

3. 規範の問題

(1) 総説

取締役及び多数派株主が少数派株主の犠牲の下、公開会社資産への支配権を奪い取ることを如何にして避けるのか、という問題に共通して直面しているにもかかわらず、なぜ政策立案者が異なった経路を選択するのだろうか。Zetzscheは社会規範を考慮に入れることによって、適切な答えを導き得ると考えている。⁽⁴⁰⁾ 法と社会規範の関係はしばしば好まれて議論されており、2001年にはペンシルヴァニア・ロー・レビュー誌上において特集号も組まれた程である。⁽⁴¹⁾ しかし、規範が重要である (Norms do matter!) といっても、それは何時、どの範囲において重要なのか、との重要な論点が残っている。まさにこれらの論点が、ここで検討される。なお、Zetzscheは社会規範に、関連する社会グループ間の倫理的同意に依存する、非法的制度であるという定義を与えており、規範は「義務」に関連するものであり、その一方で、何が誤りで、何が正しいのかに関わる感覚であるとする。⁽⁴²⁾

(2) 法と社会規範の関わり方

なお、Zetzscheの議論の位置づけを明確化するために、以下の点を指摘しておきたい。

法と社会規範の関係との論点は、⁽⁴³⁾ 2つの側面がある。1つは、強制を伴

(40) *Ibid.*, 18.

(41) この特集号の内容を紹介・検討したものとして、上村達男ほか「特集 規範と会社法」企業と法創造（早稲田大学21世紀COE《企業法制と法創造》総合研究所 3巻3号77頁（2006年）以下がある。

(42) Zetzsche, *supra* note 2, 19.

(43) 大杉謙一「アメリカのコーポレート・ガバナンス論・再論（下 その二・完）—および「日本的経営」の法と経済学—」東京都立大学法学会雑誌45巻1号99、103頁（2004年）、野田博「コーポレート・ガバナンスにおける法と社会規範についての一考察」ソフトロー研究1号105、123頁（2005年）参照。

う法と強制を伴わない社会規範との適用の相互関係である。例えば、責任追及訴訟や刑事制裁に基づく法による制裁と、取締役の評判や市場による制裁といった非法的な社会制裁につき、いかなる場面においていずれの措置を用いるかという選択や交錯の問題である。もう1つは、現行法を形成する起因となった規範の存在である。現行法を形成するに当たり、如何なる文化的背景があったのか、政治的背景があったのか、一定の層が擁護したいと欲している私的な利益があったのか、などといった法形成の背景事情がこれに当たる。

前者の意味において法と社会規範の関係を問題とするならば、立法活動が伴わないために社会規範は法と比べて事実と端的に適合し、しかも迅速に改廃することが可能となることが強調される。後者においては、一定の社会規範・諸価値の存在が法形成のための経路となってしまう、法の分散化により固定され、収斂が起きないことが強調される⁽⁴⁴⁾。Zetzscheは、ある国家が、明示的システム中心とするのか、それとも黙示的システム中心とするのかの判断基準としては、背後にある社会規範、より具体的には宗教的背景事情が重要であると考えている⁽⁴⁵⁾。そこで、特に、プロテスタンティ

(44) 社会規範の中でとりわけ文化に着目して検討するものとして、Amir N. Licht, *The Mother of All Path Dependencies toward a Cross-Cultural Theory of Corporate Governance Systems*, 26 Del. J. Corp. L., 147, 163, 186, 205 (2001) . p. 186では、文化は2つの理由により経路となると指摘する。1つは後知恵の観点から、文化的諸価値は、一定の人間同士の共通の経験や諸制度の伝統を構築し、それが特定の会社構造や法ルールを沢山のメニューから選択することに影響を与えうる。もう1つは将来的な展望からであり、文化的諸価値は人間の心や社会諸制度内に深く埋め込まれている。その結果、社会選好と融和性を保つコーポレート・ガバナンス制度は特定の社会において速やかに機能することができる。さらに、この融和性はある特徴の維持を促進し、改革を妨害するのだという。

(45) Zetzsche, *supra* note 2, 21.

企業統治の収斂と宗教的経路依存性—Dirk Zetzscheの見解を参照して—（武田典浩）
ズムが西欧法制度に対して与えた影響に着目して分析を進める。⁽⁴⁶⁾

4. 倫理的基礎付け：ルター派對カルヴィン派

(1) 総説

Zetzscheは、マックス・ヴェーバーの著書『プロテスタンティズムの倫理と資本主義の精神』⁽⁴⁷⁾の分析を手掛かりに、同じ宗教改革の旗手であるルターとカルヴィンの思想の違いに着目した。特に両者の市場の力と事業活動⁽⁴⁸⁾へ向けられたその態度の差に焦点を当てている。以下では、注記でヴェーバー『倫理』の分析を参照しながら、Zetzscheの分析を紹介する。

(2) ルターとカルヴィンの相違：総論

ルターの思想とカルヴィンの思想について、ともに神の恩寵を受けるためにはどうすべきであるかが問題とされる。

ルターの思想では、信仰者の靈魂に現実の神が入り込むという意識の存在を認め、罪の赦しを得るのに必要な謙遜と単純さを維持するための、「毎日の改悔 (poenitentia quotidiana)」を育むべきものとされる。これに対し、カルヴィンの思想では、人の靈魂に神が現実に入り込むことは、あらゆる被造物に対する神の絶対的超越性によって、絶対に不可能であるとする。神と、神の恩寵を受けた者との間の交わりが生じるためには、彼らの行為が神の恩寵の作用としての信仰から生まれ、更にこの信仰がかの行為の実

(46) なお、Zetzscheは、欧州の法の歴史を考察する際には、宗教的背景事情をも加味すべきと強調するBermanの見解を引き入れている。Berman曰く、「関連する諸分野における現代の学者たち—歴史学者、神学者、哲学者、社会学者、法学者—は、稀な例外を除いて、16、17世紀プロテスタンティズムの、西欧法制度の展開に与えた膨大な影響にほとんど配慮してこなかった。」 HAROLD J. BERMAN, LAW AND REVOLUTION II—THE IMPACT OF THE PROTESTANT REFORMATIONS ON THE WESTERN LEGAL TRADITION, HARVARD, 2006, 373.

(47) カトリックによる贖宥状（免罪符）販売に対するルターの疑問（95箇条の提題）に起因する宗教改革の全容については、例えば、徳善義和『マルティン・ルター—ことばに生きた改革者』（岩波新書、2012年）58頁以下などを参照。

(48) Zetzsche, *supra* note 2, 27

質によって神の作用たることを証明されることが必要である。

すなわち、両者の差異は、彼が自ら神の力の容器 (Gefäß) と感じるか、あるいはその道具 (Werkzeug) と感じるか、にある。第一の場合には、彼の宗教生活は神秘主義的な情感生活に傾き、第二の場合には禁欲的な行為に傾くものである。ルッターは第一の類型 (Typus) に接近し、カルヴィン派は第二の類型に属するものであるとする。

両派の信念ともに召命 (calling, Ruf: 神から授けられた使命 (Aufgabe)) の思想を受容している。この召命という概念は、「使命としての職業」「天職」という意味で用いられており、ルターに始まる宗教改革の所産であるとするのがヴェーバーの所説である。⁽⁵¹⁾ただ、この「天職」という言葉に倫理的な評価を与えただけに止まるのか、それとも合理的な生活態度の形成という意味まで与えたのかについて、両派で異なり、それに派生して、利潤の追求についても異なった位置づけを与えている。

(3) ルターとカルヴィンの相違：利潤追求と市場

ルターは、利潤の追求が他人にコストを生じさせてのみ達成されるのであるから、それは罪深く、不信心として遇されるべきであると考えた。しかも、信者は天賦の地位に集中すべきであり、例えば、生産手段の改善に

(49) マックス・ヴェーバー (梶山力訳 安藤英治編) 『プロテスタンティズムの倫理と資本主義の《精神》』(未来社、1994年) 204~205頁。

(50) ヴェーバー・前掲注 (49) 133頁。

(51) 牧野雅彦「新書で名著をモノにする『プロテスタンティズムの倫理と資本主義の精神』」(光文社新書、2011年) 62頁。

より、挑戦や変化をすべきではないとした。⁽⁵²⁾

カルヴィンは、天に召されるべき選ばれた者に自分が該当するか否か（いわゆる「救拯の確かさ」(certitudo salutis)）⁽⁵³⁾についての不安が常に払拭されないため、⁽⁵⁴⁾ 撰びの自己確信を得るべく、⁽⁵⁴⁾ 不断の絶間ない職業労働に勤しむとする。よって、利益最大化の機会の追求あるいは創造による富もその最大化も、罪深いこととはされない。その財産を享受し、神の尊厳と栄光の否定を意味する職業労働を止め、それゆえ天国へ導かれることから締め出されてしまうような、怠惰な状況に至ることがもしもなければ、支配

(52) 「各自その「生業」に止まり、神なきものが利益を追求するのに任せよ—これが、直接に世俗の職業Hantierungについて述べている章句全体の精神である。…すべての人は主の再臨の日を待っている故、各々主の「召し」(Ruf)を受けたときと同じ身分と世俗の業務Hantierungに止まり、従前と同じく労働すべきである、かくして貧のために兄弟を煩わさないのがよい、—しかもそれはただ暫くの期間である、と。」 ヴェーバー・152～153頁。

「各人は原則として神の一旦授け給うた職業と身分のうちに止まるべきであり、各人の地上における努力はこの与えられた社会的地位の範囲を超えてはならないのである。…この信仰は、神への無条件的服従と、所与の環境への無条件的適応とを同一視するものである。かくて、ルッターは宗教的原理と職業労働との結合の基礎としては新しい原則一否、単に一定さの原理さえ樹立するには至らなかったのである。畢竟、教説の純粋をもって唯一の正確な教会の基準であると考えたルッターの立場は、(千五百)二十年代の抗争を経たのちには一層強固なものとなり、このことだけでさえもが、倫理の領域における新しい立場の発展を阻止したのである。」 ヴェーバー・前掲注(49) 156～157頁。

(53) ヴェーバー・前掲注(49) 197頁。

(54) ヴェーバー・前掲注(49) 202頁。

の収益性は神の栄光が生じる。⁽⁵⁵⁾ 眞の信者はこのように、その者の召命を追求することによって崇敬を行う。その結果、ルター派及びカトリック社会と比較すると、取引あるいは事業活動による利益最大化は一般的に、カルヴィン派社会において受容される目的となる。このように、カルヴィン派倫理は強力に、国家の妨害にかからない市場制度の発展を促進させるのである。

マックス・ヴェーバーの「プロテスタンティズムの倫理」は、上述のようなカルヴィニズムの職業労働へ向けた勤勉さが、資本主義を支える精神的支柱となっていたと指摘したことに重要性があるということは、いまさら多言の必要はない。Zetzscheは、ルター派とカルヴィン派の職業と取引に対する考え方の相違にかかるヴェーバーの分析を踏まえ、Zetzscheは両者の市場に係る考え方の相違を読み込んだ。すなわち、取引・市場を指向しないルター派が多数を占める国家は、市場を利用しない監督システムすなわち明示的システムを指向し、取引・市場を指向するカルヴィン派が多数を占める国家は、市場を利用する監督システムすなわち黙示的システムを指向し、これが企業統治の収斂を止める経路を作り出しているのだと、⁽⁵⁶⁾ Zetzscheは考えているのである。

(55) 「カルヴィンは教職者の富がその活動を妨げず、反ってその声望をよくするという理由からこれを歓迎し、彼らが躓きを起こさぬ範囲で財産を有利に投資することを認めたのであった・・・道徳上眞に罪悪とされたものは、財産によって休息すること、富の享樂とその結果である無為と肉の欲、殊に「聖い」生活への努力をすて去ることである。財産が道徳上危険であるのも、かかる休息の危険を伴うからに過ぎない。けだし「聖徒の永遠の憩い」は来世において与えられるものであって、地上では我々は自己の救拯を確実にするために、人間も「己を遣わし給いしもの業を昼のうちになさ」ねばならないからである。神の意志として明白に示されているように、その栄光を増すに役立つものは、無為や享樂ではなく、専ら行為（Handeln）である。従って時間の浪費は原理上最大の、最初の罪悪である。人生の時は自己の召命を「堅固にする」（festmachen）ためには無限に短く、また貴重である。時間を費うことは、交際や「無益な饒舌」や奢侈ばかりではなく、健康に必要以上の睡眠も絶対に排斥されねばならない。」ヴェーバー・前掲注（49）297頁。

(56) Zetzsche, *supra* note 2, 28.

（４）各国家の宗教の相違

では、国家の宗教構成はどうなっているか。Zetscheは、各国の宗教的背景事情を踏まえ、⁽⁵⁷⁾更にCIAが公表しているWorld Factbookなどを参考⁽⁵⁸⁾にして現在の各国家の宗教構成を分析している⁽⁵⁹⁾。

| Country | Year | Catholics | Lutheran | Calvinist | Other |
|-------------|------|-----------|----------|-----------|-------|
| US | 2002 | 24 | | 54 | 22 |
| UK | 2001 | 9 | 5 | 57 | 29 |
| France | 2005 | 85 | | 2 | 13 |
| Germany | 2005 | 33 | 33 | | 34 |
| Canada | 2000 | 47 | 1 | 40 | 12 |
| Netherlands | 1998 | 31 | | 21 | 48 |
| Sweden | 2005 | 2 | 87 | 1 | 10 |
| Switzerland | 2000 | 41.2 | | 42.7 | 16.1 |

上記図のように、アメリカ、イギリスはカルヴィン派国家であり、ドイツはカトリック・ルター派国家である。すると、アメリカ、イギリスは市場を利用した黙示的システムを利用し、ドイツは市場を利用しない明示的システムを利用しているとの仮説を出せそうである。以下では、個々の国家の会社法制を概観して、上記仮説の妥当性を検討する。なお、Zetscheはそれ以外の国家についても検討対象としているが、下記ではアメリカとドイツの2か国とイギリスについて若干の紹介をするだけに留める。

5. 明示的システムと黙示的システムの区別：比較法

（１）総説

Zetscheがとりわけ注目するのは、株主の情報権、株主の救済権そして株主総会取締役会の機関権限分配である。

(57) *Ibid.*, 28~50.

(58) <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/fields/2122.html>

(59) 更に詳しい図はZetsche, *supra note 2*, 74.にある。

(2) 情報権

株主総会において議決権を行使するためには、適切な情報提供があることを前提とする。その情報提供手段としては、アメリカ法では証券取引規制が中心となり、ヨーロッパでは会社法が中心となるのだ⁽⁶⁰⁾という。

a) アメリカ法

アメリカ法では1933年証券法と1934年取引所法の2本立てで証券取引規制をなしており、そこでは情報開示の哲学が追求されている。強制的情報開示がなされ、多くの情報が可能になれば、投資者が投資適格、不的確を判断し、株価が改定され、その結果、市場を通じたガバナンスが可能となる⁽⁶¹⁾。そして、証券の発行登録をした者はフォーム10-K (Rule 13a-1) による年次報告書 (annual report)、フォーム10-Q (Rule 13a-13) による四半期報告書 (quarterly report) をSECに提出しなければならない (取引所法13条 (a) 項2号)⁽⁶²⁾。また、特に取締役の選任にかかる委任状勧誘合戦の際には、委任状説明書に現在の取締役会の構成、構成、個々の候補者の報酬・会社との取引の内容などが記載されるとともに、株主宛年次報告書も添付される (Rule 14a-3)。会社の経営成績を取締役の選任議案を判断する資料⁽⁶³⁾とするためである。

ただ、株主総会招集通知には総会開催場所、日時が記載されるのみでその他の参考となる情報の記載は要求され⁽⁶⁴⁾ず、株主提案については、デラウェア会社法上には規定は存在せず、Rule 14a-8において、発行済株式

(60) Zetsche, *supra note* 24, 43.

(61) 開示され、利用可能となった情報は適切に株価に反映されるという、セミ・ストロング・フォームの効率的資本市場が前提とされている。市場効率性については、ジョナサン・バーク＝ピーター・ディマーズ (久保田敬一ほか訳) 『コーポレート・ファイナンス 入門編 第2版』(ピアソン、2011年) 332頁以下、538頁参照。

(62) 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法[第2版]』(弘文堂、2004年) 101頁。

(63) 黒沼・前掲注 (62) 203頁。

(64) 黒沼悦郎「アメリカにおける株主総会に関する規整—デラウェア州法を中心として—」森本滋編著『比較会社法研究—21世紀の会社法制を模索して—』(商事法務、2003年) 109、115頁。年次総会の場合は会議の目的を記載しなくても良いが、特別総会の場合は会議の目的を記載しなければならない。

総数の1%以上または市場価値2000ドル以上の議決権ある証券を1年以上保有する者に、提案を委任状説明書に記載させる権利を付与するだけである。⁽⁶⁵⁾

b) ドイツ法

その一方で、1990年代前半までは、ドイツでは目論見書発行規制以外には、証券取引規制にかかる目立った立法がなかったといってよい。その理由としては、ドイツにおける資金調達には伝統的に間接金融中心であったからである。ヨーロッパ全体で直接金融を重視する傾向になったことに呼応して、1990年に始まる4度の資本市場振興法によりドイツの証券取引規制が整備されてきた。証券取引監視機関としての連邦証券取引監督庁が設立されたのは1994年である。⁽⁶⁶⁾ 経営者の監督は株主の私的関心事であり、年次報告書による強行法的情報開示は、株主と債権者を保護するための私的情報を入手する手段に過ぎなかった。⁽⁶⁷⁾

情報権はむしろ会社法が担っている。株式法（AktG）131条1項は取締役に対し、「議事日程の目的である事項の適切な判断のために必要な限りにおいて」⁽⁶⁸⁾ 説明義務を負わせ、広範囲にわたる株主の説明請求権について規定している。なお、1人の株主に対して株主としての資格に基づいて株主総会外で説明をした場合には、取締役会は、その説明が議事日程の目的である事項の適切な判断のために必要でない場合においても、説明義務を免れることはできない（株式法131条4項）。ただ、株主が監査役会構成員としての資格で得た情報は、監査役会構成員としての資格においてしか利用することはできない。⁽⁶⁹⁾

(65) 黒沼・前掲注(64) 117頁。

(66) 相沢幸悦「ドイツの資本市場振興策と証券市場の変貌」財団法人日本証券経済研究所編『ドイツ第四次資本市場振興法の概要』（2005年）1、9頁以下参照。

(67) Zetsche, *supra* note 24, 45.

(68) ドイツ株式法の翻訳は、早川勝「1965年ドイツ株式法の改正と展開」同志社法学352号2817、2852頁（2012年）を参照した。

(69) Zetsche, *supra* note 24, 46.

c) まとめ

アメリカ会社法は個人株主に、公開会社の株主総会において発言し、質問をする権利を認めていない。ドイツにおいて提案権として期待されている機能について、アメリカ法は、定時総会における議決権行使、委任状勧誘合戦、そしてウォール・ストリート・ルール⁽⁷⁰⁾に委ねている。なお、アメリカ法では帳簿閲覧権 (inspection rights)⁽⁷¹⁾が存在し、これが個人株主の情報権を補うとの見解も存在する。しかし、(1) 情報内容が決議の結果などの客観的側面に限られ、意見などの主観的側面まで含まないこと、(2) 閲覧権は株主側の一方的な行為であり、会社とのコミュニケーションを含むものではないこと、(3) 閲覧権は株主側に閲覧費用がかかり、しかも情報取得後の監督は正の効果は他の株主にも及ぶため、ただ乗り (free-rider)⁽⁷²⁾が起きる可能性があること、との問題から、帳簿閲覧権には相補性がないという⁽⁷³⁾。

ドイツ法では個人株主の情報権が会社法レベルで確保されており、これに対してアメリカ法では個人株主の情報権の確保が不十分で、むしろ証券取引規制に委ねられている。これは会社支配権の明示的システムと黙示的システムに対応するものである。すなわち、もしもルールが会社に対して

(70) FRANK EASTERBROOK=DANIEL R. FISCHEL, THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW, HARVARD, 1996, 83 n. 33に対応する本文にこのような記述がある。「我々が強調してきたように、会社に資本を提供する者が会社を運営する利害と技能を有するべきであるとする理由はない。集合行為問題と株式市場を利用した容易な退出とが結合していることを前提とし、最も不満を有している株主にとっての合理的な戦略は、議決権を通じた変化をもたらすことを試みるよりもむしろ、売却することにある。」更にn. 33にはこのような記述がある。「売却あるいは退出の選択肢の利用可能性が多くなればなるほど、議決権および発言の有用性は減ずる。」

(71) アメリカ法における帳簿閲覧権については、木俣由美「適切な経営監視のための株主の情報収集権—会計帳簿閲覧権を中心に—」産大法学38巻1号1、20頁(2004年)参照。

(72) 株主名簿閲覧ケースで1万~2万5000ドル、帳簿・記録のケースで2万5000ドル~5万ドルかかり、会社側の強い抵抗があれば額はさらに跳ね上がるという。木俣・前掲注(71)23頁。

(73) Zetzsche, *supra* note 24, 48.

企業統治の収斂と宗教的経路依存性—Dirk Zetscheの見解を参照して—（武田典浩）

すべての重要情報の開示を求め、市場が経営者を監督し、市場価格がすべての利用可能な情報を反映するとするならば、単に金銭的利害を有することが想定されている株主は質問を行う理由がないのである。⁽⁷⁴⁾

（3）救済

前記のとおり、Zetscheによると、株主訴訟は金銭的補償を得る場合（補償指向的）と株主総会の決定の矯正を求める場合（矯正指向的）とに分かれ、前者は黙示的システム、後者は明示的システムとに区分される。

a) アメリカ法

アメリカ法は補償指向的システムであるとする。⁽⁷⁵⁾ 補償指向的システムの典型例は派生訴訟である一方、デラウェア州法下で代表的な訴訟は、多数派株主の影響の下で、合併における取締役行為に挑戦をする株主により、公開会社に対して開始されるクラス・アクションをなしている。デラウェア会社法225条b項が取締役の選任事例の有効性を争う矯正指向的訴訟を規定しており、裁判所が暫定的差止命令により矯正指向的救済を付与し得るが、裁判所は株主総会の決定を無効とするのは稀であるという。⁽⁷⁶⁾

b) ドイツ法

ドイツでは矯正指向的訴訟が重要な地位を占めているという。ドイツ株式法241条以下において、株主総会決議を争う訴訟について規定されているからである。そして、補償指向的訴訟については手続的なハードルが高い。すなわち、Zetscheの論文執筆当時の株式法147条では、株主総会が決議したときまたは資本金の10分の1を有する少数株主が要求するときには、会社が取締役等に対する損害賠償請求権を行使しなければならないと

(74) Zetsche, *supra* note 24, 48.

(75) アメリカにおいては株主総会決議の瑕疵を争う一般的な規定が置かれていないために、Zetscheは言及すらしていない。岩原紳作「株主総会決議を争う訴訟の構造（3）」法学協会雑誌96巻8号981頁（1979年）参照。

(76) Zetsche, *supra* note 24, 49.

し、会社による請求権行使がなされない場合には、総会決議等により任命された特別代理人により訴訟が追行されることとなっていた（訴訟強制権⁽⁷⁷⁾）。ところが、特別代理人となるのは株主に限定されていないこと、及び、持株要件が付されていることを踏まえ、株主代表訴訟を導入することが立法課題となっていた。そこで、2005年改正により、株式法148条において、資本の100分の1又は10万ユーロの持分額を有する株主が、自己の名で147条1項1文の会社の賠償請求権を行使することが申し立てることができるようになった。ただ、少数株主権となっているのみならず、実体審理に先立ち裁判所が訴えの合理性等を厳格に審査するため、実際には利用されていない⁽⁸⁰⁾。

c) イギリス法

⁽⁸¹⁾
イギリス法は株主代表訴訟の派生国といわれているが、実際に、会社に対してなされる不正行為を救済するために、個々の株主が会社に代わって

(77) 2005年の企業の健全性及び取消権の現代化のための法律（UMAG）による株式法改正以前の訴訟強制権の状況については、高橋英治「ドイツ法における株主代表訴訟の導入—UMAG報告者草案とわが国法制への示唆—」『ドイツと日本における株式会社法の改革』（商事法務、2007年）233、234頁参照。なお、同論文初出の2004年時点ではUMAG報告者草案が出されたのみであるが、本書登載時にUMAG改正法への言及も加えられている。なお、高木康衣「ドイツ株式法147条とその改正案について」比較法雑誌38巻1号135、140頁（2004年）、ジェラルド・シュビンドラ（久保寛展＝早川勝訳）「ドイツにおけるコーポレート・ガバナンス—企業の健全性および総会決議取消に関する法規制の現代化に関する法律（UMAG）による変更—」同志社法学313号293、295頁（2006年）も参照。

(78) 約1000万円である（論文執筆の10月2日時点）。

(79) 高橋・前掲注（77）252頁。

(80) 松井秀征「ドイツにおける株式会社法制の運用実態とわが国への示唆[上]」商事法務1941号25、29頁（2011年）。

(81) イギリス会社法制研究会「イギリス2006年会社法（4）」比較法学42巻3号257頁（川島いづみ＝中村信男＝菊田秀雄）（2009年）、川島いづみ「イギリス新会社法における株主代表訴訟制度」比較法学43巻2号1頁（2009年）以下参照。

企業統治の収斂と宗教的経路依存性—Dirk Zetscheの見解を参照して—（武田典浩）
訴訟を提起することは若干の例外に該当する場合を除いて禁止されていた。⁽⁸²⁾
これはZetscheの論文執筆当時の状況であった。⁽⁸³⁾その後、2006年のイギリス
会社法改正により、株主代表訴訟に関する新たな規定が置かれた。2006
年法では、会社の取締役による任務懈怠、債務不履行、義務違反または信
託違反に関する現在もしくは将来の作為または不作為から生ずる訴訟原因
に関する場合に、代表訴訟が提起することができるようになった（イギリ
ス会社法260条3項）。⁽⁸⁴⁾

d) まとめ

アメリカ法が金銭補償を指向し、ドイツ法が決定の矯正を指向している
ことは、会社支配権の黙示的及び明示的システムの区別と合致する。イギ
リス法は代表訴訟を活用していないという事実はこの区別にとって逆の事
実となるが、たいしたことはない⁽⁸⁵⁾とZetscheが指摘するものの、上記のと
おりイギリスの代表訴訟制度が改正されて利用しやすくなったことは、
Zetscheの議論の援護射撃となる。

(4) 株主総会と取締役会との権限分配

ヨーロッパに比べてアメリカの方が、会社経営のプロである取締役への
敬意（deterrence）を払い方が大きい。これも、会社支配権の明示的シ
ステムと黙示的システムとの区別に対応している。アメリカ法は、あらゆる

(82) *Foss v. Harbottle* (1843) 2 Hare 461. 例外とは、①当該行為が違法または権
力能力外の場合、②株主の個人的な権利が侵害された場合、③当該行為が株主総会
の特別多数決によってのみ追認されうる場合、④不正行為者が会社を支配する場合
において、当該行為が少数派株主に対する詐欺を構成する場合、である。川島・前
掲注 (81) 3頁。

(83) Zetsche, *supra* note 24, 51.

(84) 川島・前掲注 (81) 10頁。

(85) Zetsche, *supra* note 24, 51. アメリカと比べ、イギリスの方が株主総会の意義
を高く評価しているため、イギリスは株主総会の決定内容を金銭補償で終わらせる
ことだけでは済まないという哲学が背後にあることが原因であると推察する。
Ibid., 51, n. 197.

会社の権力が終局的には取締役会⁽⁸⁶⁾に帰属しており、株主には議決権⁽⁸⁷⁾と訴訟提起権と株式売却権ぐらゐしか保証されていないとの、基本的な考え方を出发点としている。これでは、明示的システムが働く余地は、わずかにしか過ぎない。それに対してドイツ会社法は株主総会を会社の最高機関として位置付けている⁽⁸⁸⁾。ここでは、明示的システムは十分に働きうる。

(5) まとめ

以上の検討からして、アメリカ・イギリスは市場を介した黙示的システムを利用している一方で、ドイツは黙示的システムを利用しているのである。これは、従前の宗教的背景の分析と合致する。

6. 結論

以上からして、市場の力を指向するカルヴィン派が支配的となる国家は市場を利用した企業統治体制すなわち黙示的システムを採用し、市場の力を指向しないルター派が支配的となる国家は市場を利用しない企業統治体制すなわち明示的システムを採用するとの見解に行き着く。

最後に、Zetzscheは自己の論文の意義について触れている。第一には、企業統治の経路については純粋な経済的要素以外の要素をも加味して検討する必要がある。第二には、経済成長の時期には人々は無神論者になりがちである一方で、経済的衰退期において人々は文化や宗教にすがりたく

(86) デラウェア州法で取締役会の権限として規定されている事項は、配当の支払、取締役・役員に対する報酬の支払、自己株式の取得・消却、新株発行、資本減少である。黒沼・前掲注 (64) 112頁。

(87) デラウェア州法で株主総会における決議事項として規定されているものは、取締役の選任・解任、基本定款・附属定款の変更、会社の基礎的変更、利益相反取引等の承認等のみである。黒沼・前掲注 (64) 109頁。

(88) Zetzsche, *supra* note 24, 51.

(89) なお、アメリカの敵対的企業買収に対する大きな寛容さは、市場によるメカニズム（黙示的システム）の表れであるとの指摘もある。Zetzsche, *supra* note 2, 52.

なる傾向にある。この想定が正しければ、経済成長期には収斂が起りやすく、衰退期には分散が起りやすいとも言え⁽⁹⁰⁾そうである。

Ⅲ. 若干の検討

1. 総説

最後に、Zetscheの見解を前提として日本の会社法・金商法の適用関係を分析する際の視座を得るために若干の検討を行っておきたい。学説の検討と日本法への示唆に分けて分析する。

2. 検討

(1) どのような経路か？

仮に宗教的経路依存性が存在するならば、政治過程の検討が必要ではないかと考える。株式所有が集中している国家において、多数派株主が支配権の私的利益を守りたいがために、政治過程に圧力をかけ、分散所有が解消されてしまいかねない立法を行わないように圧力をかけてしまうとの見解はよく知られて⁽⁹¹⁾いる。この理解を前提として、カルヴィン派やルター派の意見を代弁する政党が働きかけを行い、立法過程を固定化させてしまう可能性は否定できない。このような観点から分析を行うと、宗教的な経路が見えてくると考える。上述のとおり、Zetscheは論文の末尾で経済的衰退期に分散化が起きやすいことを指摘しているのであるから、このような時期にどのような利害を代表する政党が現れ、どのような立法活動に従事してゆくのかとの分析も興味がある。

(2) 2つのシステムの分類方法

(90) Zetsche, *supra* note 2, 73.

(91) Bebchuck=Roe, *supra* note 4, 93 ff.

Zetzscheの見解の肝をなすのは、企業統治の手段が明示的システムと黙示的システムとを区別することができることにある。ただ、これは程度の問題であり厳密に区別することが困難であるかも口吻も漏らしている。

ただ、そもそもの分類自体にも疑問を提起する余地がある。例えば、株式買取請求権は市場の力を利用した退出権を保障するだけであり黙示的システムであると、Zetzscheは主張する。しかし、合併に関与した支配株主・取締役の行動に対する少数派株主の監督、すなわち忠実義務違反の主張として株式買取請求権制度を位置づけるとの見解が有力である。忠実義務違反の主張となるとこれは明示的システムに限りなく近くなる。これは「程度の問題」というよりもむしろ「分類そのものの問題」であるといえる。もしかすると、金銭処理：市場による淘汰に委ねる：黙示的システム、行為の矯正：株主による直接的監督：明示的システムという図式でZetzscheは考えているのかもしれないが、金銭賠償は単なる金銭の支払いに終わらない、背後の意図があることもある⁽⁹²⁾。

また、株主の情報権については、アメリカ法では委任状勧誘規制という証券規制に委ねられ、ドイツ法では株主提案権という会社法の課題となるとして、明示的システムと黙示的システムとに区分されるという。しかし、この区分は、株主による直接的監督行使が明示的システムであり、市場を介した監督が黙示的システムであるというZetzscheの当初の定義と、果たして合致するのであろうか。根拠法が何であるかというレベルの議論では

(92) 神田秀樹「合併と株主間の利害調整の基準—アメリカ法」江頭憲治郎編『鴻常夫先生還暦記念 八十年代商法の諸相』（有斐閣、1985年）331、355頁。ただ、この見解には批判もある。飯田秀総「株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素（5・完）」法学協会雑誌129巻7号1455、1481頁（2012年）。

(93) コンテキストは異なるが、「成立した契約が不公正な取引等に当たると評価された場合に、不法行為を理由とする損害賠償により契約の名の下で支出した金銭に相当する額の回復を命じることで、被害者にとっては、契約を（一部）無効と評価したうえで給付利得の返還が認められたのと同様の経済的効果を導き出す」という、原状回復の損害賠償という考え方もこれに該当する。潮見佳男「規範競合の視点から見た損害論の現状と課題（1）」ジュリスト1079号91、94頁（1995年）。

企業統治の収斂と宗教的経路依存性—Dirk Zetzscheの見解を参照して—（武田典浩）

なかったはずであるし、また、提案権という情報収集レベルよりもむしろ、議決権行使とか株価下落による市場からの淘汰といったような、会社支配権に直接影響を及ぼす段階の比較をなす方が本筋なのではないだろうか。

（3）ヴェーバーも語らなかった制度論？

Zetzscheはヴェーバーの分析に立脚して、市場を介した企業統治と市場を介しない企業統治という制度自体を検討した。ただ、やや気になるのは、ヴェーバーのそもそもの立場である。ヴェーバーが「プロテスタンティズムの倫理」で検討したのは、カルヴィン派の思想と資本主義の「精神」の関係のみである。禁欲的合理主義が資本主義の「制度」に及ぼした影響の究明にまでは踏み込んでいない。⁽⁹⁴⁾ ヴェーバーの分析を超える精査が必要となる。「精神」レベルならば宗教の背景事情の分析のみで事足りるかもしれないが、「制度論」となると、宗教的以外の背景事情をも加味しなければならぬ。⁽⁹⁵⁾ また、カルヴィン派が取引を指向し、ルター派が取引を指向しないことだけでもって、カルヴィン派が市場取引を指向し、市場を介した黙示的システムを指向するという点に、本当に因果関係があるのだろうか、検討しなければならない。

3. 日本法への示唆

（1）宗教的背景事情

仮にZetzscheの見解が妥当であると仮定しても、現在の日本社会においていかなる宗教団体が大勢を占めているのか判定することは難しい。日本人の8割が無宗教者であると言われたり、前述のCIA Factbookによると⁽⁹⁶⁾ 神道：83.9%、仏教：71.4%、キリスト教：2%、他宗教：7.8%といわれ

(94) 梶山純「訳者序説」ヴェーバー・前掲注(49) 39頁。

(95) Zetzscheも宗教以外の事情を加味していない点を自説の欠点であると認めている。Zetzsche, *supra* note 2, 62.

(96) 合算して100%を超える理由は、神道と仏教の両方を信仰している者が多いからだという。

たりするなど、各宗教の信者割合の統計を取ることが難しい。ましてや、宗教区切りで市場の指向性を判断することは相当困難であると言わざるを得ない。神道や仏教が市場をどのように評価しているのかが分からないからである。

(2) 市場を介した企業統治の可能性

企業統治と市場の関係については、これまでもしきりに議論がなされているが、Zetscheの論考のように、株主による直接監督と市場による監督との関係という形で論じられたことは多くないと思われる。ただ、2005年会社法制定による定款自治の拡大を受けて、これまで会社法が担ってきた統治を、証券取引所の自主規制による統治がカバーできるのかといった形で論じられるなどして、株主監督と市場監督との関係も注目されている。⁽⁹⁷⁾ 前者と後者とを対立させて論ずるというよりもむしろ、どのように前者から後者へ移行させるべきかとの観点から分析するほうが、現在の法状況に適合している。Zetscheのように、経路となっている宗教的背景事情を重要視すべきとの見解も勿論ありうる。しかし、宗教的背景事情を望ましい法規制への移行を阻害するような障壁として（意識的か無意識的かを問わず）利用することが多少でもあるのならば、それは許されるべきではない。

2012年10月3日脱稿

(97) 加藤貴仁「証券取引所と上場企業の管理」黒沼悦郎＝藤田友敬編著『江頭憲治郎先生遷暦記念 企業法の理論（下巻）』（商事法務、2007年）683頁。