

# アメリカ会社法における企業統治

——コーポレート・ガバナンスの誕生——

久保成史

## 目次

- 一 はじめに
- 二 所有と支配の分離論
  - 1 問題提起の論点
  - 2 誕生の経緯
  - 3 歴史上の先例的事実
  - 4 学説：Brandeis, Lippmann そして Veblen
- 三 一般株主から専門投資家の時代へ
  - 1 Ripley の足跡
  - 2 大量株式所有者層の形成
  - 3 一般株主から専門投資家の時代へ
  - 4 Ripley の追従者
  - 5 一般株主から現代の会社へ
  - 6 小括
- 四 結語

## 一 はじめに

2021年3月1日から改正会社法が施行された。その主眼とするところは、コーポレート・ガバナンス・企業統治を強めることにある。例えば、改正法により上場会社は、社外取締役の設置が義務付けられ、役員報酬のお手盛りを防ぐために取締役による決定方針の決議と概要の開示が求められるようになった。<sup>(1)</sup> また、2016年の日本私法学会シンポジウムで

---

(1) この間の経緯などをここで改めて説明する必要はないが、ごく最近の

は、コーポレート・ガバナンスが取り上げられ、様々な角度からのアプローチがなされて、活発な議論が繰り広げられたことは、記憶に新しい。<sup>(2)</sup>わが国でコーポレート・ガバナンスが論じられて以来、現在の焦点は、内部統制へと移ってきているが、それらの内容は、アメリカにおけるコーポレート・ガバナンスの影響を強く受けている。会社不祥事に対する規制等は、社「外」が一つのメルクマールになっているといっても過言ではない。自己統治のさらなる強化を目指すものである。

さて、ここで展開するのは、コーポレート・ガバナンス論が会社を取り巻く環境において普及した現在、我が国の企業統治に関する様々なアプローチの議論の端緒となったのは、まぎれもなくアメリカで1932年に公刊されたバーリ＝ミーンズ共著の『現代会社と私的所有』<sup>(3)</sup>であり、これに異論はないと思われる。<sup>(4)</sup>

しかし、筆者は、ある論文を目にして以来、この論文の内容に耳を傾けてみようと思ひ立ち、ここでその展開を試みる。その気になる論文の内容は、決してバーリ＝ミーンズの功績を否定するものではないが、彼らが公刊する前に株主の増加により、すでに所有と支配が分離されていた<sup>(5)</sup>というものである。コーポレート・ガバナンスに関する我々の現代の

---

資料として次のものを挙げておく。2021年法律・ルールこう変わる「役員報酬」決め方開示（日経新聞2021年1月4日付）。

- (2) 「変化するコーポレート・ガバナンス」（日本私法学会シンポジウム資料・2016年10月9日）[旬刊商事法務2109号抜刷]。
- (3) カタカナ表記の「バーリ＝ミーンズ」は、その著である THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY も含めている場合もあることをお断りしておく。
- (4) ADOLF A. BERIE & GARDINER MEANS, THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY (Harcourt, Brace & World, Inc. 1986) [hereinafter MODERTN CORPORATION]. なお、邦訳書として、森杲『現代株式会社と私有財産』（2014年）を挙げておく。
- (5) Harwell Wells, *The Birth of Corporate Governance*, 33 SEATL L. REV, 1247 (2010). 本稿は、この文献に負うところが大きい。また、文献入手あるいはネット閲覧できないものは、Harwell Wells が引用しているものをその

議論が始まったのは、いつ頃からなのか。そのことは、所有と支配の分離の輪郭を描いた労作である1932年公刊の、バーリ＝ミーゼの『現代会社と私的所有』を契機としてからであるとするのが伝統的な見解である。同書は、現代のコポレイト・ガバナンスの源であると言われており、コポレイト・ガバナンスにおける現代の議論の始まりである。また、同書は、アメリカのコポレイト・ガバナンスにおける基本的な問題を最初に認識させられるものであり、同時に所有と支配という解決困難な分離の問題として著述されたコポレイト・ガバナンスの最初の労作<sup>(6)</sup>でもある。しかし、この労作に対して否定的な議論も存在し、労作ではなく、不都合な悪い作業であるとの指摘もある<sup>(7)</sup>。

また、時折、バーリ＝ミーゼの前に先駆者がいて、所有と支配の考え方は、所有と支配の「分離」という考え方が著された『現代会社と私的所有』の公刊前に存在していたとの認識もある<sup>(8)</sup>。

---

まま資料としていることもお断りしておく。

(6) William Bratton, *Hedge Funds and Governance Targets*, 95 GEO. L.J. REV. 853, 884 (2008).

(7) Oliver E. Williamson, *Corporate Board of Directors: In Principle and Practice*, 24 J.L.E. & ORG., 247 268 (2009). バーリ＝ミーゼの分析が間違えであるとする学者は、Williamson だけではなく、彼らの作業から50周年にあたる年に開催されたシンポジウムでは、その貢献は、議論にならなかった。See Symposium, *Corporate and Private Property: A Conference Sponsored by the Hoover Institution*, 26 J.L. ECON. 235 (1983).

(8) 例えば後述の Ripley が、バーリ＝ミーゼの先駆者であるとする論文として、Lipartio & Morii, 33 SEATTLE L.REV. 1025 (2010); また、反トラスト法分野で著名な Hovenkamp もこの点について、議論している。HERVERT HOBENAMP, *ENTREPRISE AND AMERICAN LAW 1836-1937* 357-59 (1991) [hereinafter ENNTERPRISE]. 彼は、Marshall Veblen, そして Ripley について述べている。また、Hovenkamp は、次のようにも論じている。「所有権と支配の分離」は、その歴史が Berle と Means の現代企業と私有財産 (1932), 制度派経済学, リアリズム法学, ニューディール政策と永遠に関連するフレーズである。その環境の中で、大規模な株式公開企業は、株主, 社会的無責任, および内部の非効率性を犠牲にして, 過度の経営力

本稿は、コーポレート・ガバナンスが誕生した経緯について、バーリ＝ミーンズ以前に、彼ら2人が指摘したことをすでに認識していたとする理由を探ることにある。すなわち、現代の株式会社における「所有と支配」論の源流をたどることである。

## 二 所有と支配の分離論

### 1 問題提起の論点

Harwell Wellsによれば、「現代会社と私的所有」は、数十年に及ぶ成果物の目的でもなければ、思想的なものからくる革新的な潮流でもなかったとする。その意味で、経済学者、法曹家、そしてジャーナリストからは、新たな現代社会の諸問題に関するガバナンス並びに国民一般に対して有したコーポレート・ガバナンスの諸問題が、ガバナンスそのものと国民一般にどのような影響を与えたか、ということを理解しようとしたのである。その結果、分散した株主と共に所有と支配の分離は、20世紀後半のまもなく、アメリカの会社を新たな展開として認識したのであり、そのことは、バーリ＝ミーンズがその書を公刊する前から十分に知られていた、と彼は論じる。

しかし、バーリ＝ミーンズらは、そのような既に認識されている重要なことをいささかも明らかにしていないのである。その当時の早い時期の経済学者と法学者は、所有と支配の分離によって、そこからもたらさ

---

で識別されるようになったのであり、新古典派経済学では、所有権と支配の分離は常に効率的なコーポレート・ガバナンスと企業財務の不可欠な要素である。Herbert Hovenkamp, *Neoclassicism and the Separate of Ownership and Control*, 4 VA. L. & BUS. REV. 373, 374-75 (2009) [hereinafter *Neoclassicism*]. その他として、Dalia Tusk Mitchell, *Shareholders as Proxies: The Counters of Shareholder Democracy*, 63 WASH. & LEE L. REV. 1503, 1527-33, 1539 (2006) [hereinafter *Shareholders as Proxies*]. Mitchellは、彼自身の研究における特別テーマとして、最近の20年間にRipleyの問題提起に打ちこんだ唯一の法学者である。Id.

(9) Harwell Wells, *supra* note 5, at 1248.

れる正確な意味がなんであるのかを議論し、最も敏感に影響を受けると思われるグループは、どのようなグループであるのか、そして、そもそも所有と支配は問題になるのかということも議論していたのである。<sup>(10)</sup>

1920年代までに、所有と支配の分離、それに関する会社経営に対する憂慮すべき問題を引き起こした要因としては、広範囲に分散された株式の所有形態が認識されてきたことにある。幾人かの者は、このような考え方を一般によく知られた傾向・外観として採用して著書に表してきている。彼らもまた、バーリー＝ミーンズと同じように、株主の保護を会社法の中心的な目標として認識したのである。コーポレート・ガバナンスが、新聞の論調、雑誌の記事、そして大衆紙にみられるように、国民的議題の主たる論点になったのは、この10年間、すなわち2000年に入ってから活発になったのである。

このように述べる Harwell Wells の問題提起を一言でまとめるならば、コーポレート・ガバナンスは、本当にバーリー＝ミーンズと共に始まり、どのような場合でも彼らの主張が常に上位に位置するのか、ということに尽きるのではないか。<sup>(11)</sup>

ここで Harwell Wells は、次のように論点を絞っている。第一として、コーポレート・ガバナンスの概念を簡潔に調査し、1920年代の論争について概念の起源がいつであったかを議論しており、第二として、所有と支配の分離に関する初期の頃の学者と一般的な議論を展開している。こ

---

(10) *Id.*

(11) バーリー＝ミーンズに敬意を表する論文として、次の二つを挙げておく。

Robert B. Thompson & Randal S. Thomas, *The Public and Private of Derivative Lawsuits*, 57 *VAND. L. REV.* 1747, 1756 (2004)。彼らは、20世紀のほとんどにわたって、法律研究の範囲内に位置するコーポレート・ガバナンスの支配的な理論的枠組みは、彼らの古典的な書である1932年公刊の書を著したバーリー＝ミーンズによって提示されたと論じている；Douglas M. Branson, *Corporate Governance 'Reform' and the New Corporate Social Responsibility*, 62 *U. PITT. L. REV.* 605, 605 (2001)。彼は、コーポレート・ガバナンスの歴史の日付をバーリー＝ミーンズへの改革としている。

ここでは、3人の思想家である、Louis D. Brandeis, Walter Lippmann, そしてThorstein Veblenに焦点を当てており、彼らは、所有と支配の分離という輪郭あるいはその影響・効果に同意しない旨を主張している。彼ら3人は、必ずしも所有と支配の問題を株主の問題として捉えてはおらず、中には全く問題にしていけないのである（後述）。

そして第三として、中心的な論点になるWilliam Z. Ripleyに焦点を当てて展開している。Ripleyは、1920年代に著した*Main Street and Wall Street*<sup>(12)</sup>において、最高潮であったコーポレート・ガバナンスの改革者であり、バーリ＝ミーンズの最も重要な先駆者であった。Harwell Wellsによれば、Ripleyは、当時、最も有名な経済学者の一人である。Ripleyの功績は、アトランティック・マガジン誌におけるスピーチ並びに一連の論稿で、株主に対する新たな保護策を用意するために意図された会社法とガバナンスにおいて、会社経営者に対して繰り返し説得して改革の範囲を推し進めたのである。彼のキャンペーンは、広範囲に及ぶ注意喚起とウォール・ストリート誌並びに合衆国大統領から注目を得たのである。すなわち、彼の働き・業績は、所有と支配の分離及び分散された株主に対する世間の注目を浴びた一連の学術的並びに一連の著作物の中で最も心に残ったものである<sup>(13)</sup>。このように、1920年代は、所有と支配の分離という形態を採用した結果、それが現代までの流れであることを認識させられる時代であった。

---

(12) WILLIAM Z. RIPLEY, *MAIN STREET AND WALL STREET* (1927) [hereinafter *MAIN STREET*]. この論文は、あまりにも有名である。ここで簡単に説明する。1927年の*The American Economic Review*に取められた彼の論文は、1973年6月1日にハードカバーとして出版されており、またペーパーバックとしては、2013年10月27日に出版されている。どちらも、アマゾンで入手可能である。なお、*The American Economic Review*は、一般的な経済学のジャーナルである。1911年に設立され、経済学の分野では最も古く、最も尊敬されている学術雑誌の一つである。

(13) Harwell Wells, *supra* note 5, at 1249.

最後に第四として、Harwell Wells は、バーリ＝ミーンズに目を向け、初期の理論と雑誌・論文等への寄稿に関して議論し、バーリ＝ミーンズが、彼らを超越したかを検討している。彼は、バーリ＝ミーンズの著である、*The Modern Corporation and Private Property* が、所有と支配の分離に関して、技術的に洗練された実験的手法を根拠にした法的及び経済的分析を用意することによって、先行者らの業績を捨て去ったと断<sup>(14)</sup>じている。

Harwell Wells は、バーリ＝ミーンズ以前に、コーポレート・ガバナンスの歴史を議論するに際して、3つのことを掲げている。すなわち、①：コーポレート・ガバナンスに対する現代の議論で常に上位に位置する起源について、新たな説明を試みること、②：1920年代、コーポレイト・ガバナンスは、一般社会・大衆にとっての関心事項になったこと、<sup>(15)</sup>

---

(14) *Id.* at 1250. ここまで論じる Harwell Wells は、バーリ＝ミーンズの労作を全面否定するのではなく、先行者らが、「所有と支配」に関する論考等を要領よくまとめていなかったことに歯がゆい思いを込めているようにさえ思われる。

(15) 経済学者や法学者だけを引きつけたのではなく、当時、所有と支配の分離が紹介されると、それに腹をたてた普通のアメリカ人にとっても関心事になった。更に、本文③について、何故、バーリ＝ミーンズは、提唱者として急速に支持されたのか。これに関して、彼らのはうまく所有と支配の分離をまとめて、それを一冊の書物として公刊したが、先行者の業績も理解することによって、バーリ＝ミーンズの正真正銘の革新的アイデアを最良に理解することができる。*Id.* なお、当時と現在を見渡した場合に、エンロンやワールドコムの不祥事に際して、その後の対策として制定された Sarbanes-Oxley Act は、現在のコーポレート・ガバナンスの中心的課題の一つではあるが、それに対してバーリ＝ミーンズの所有と支配の分離を前面に出してコーポレート・ガバナンスを論じることは、完全に失敗であったと指摘して、批判を挙げている。例えば、Sarbanes-Oxley Act の批判者は、同法が注意を施したのではなく、一般市民の怒りに対する急ごしらえの対策の産物であり、その事実は、同法の欠陥に現れていると評している。See, e.g., Roberta Romano, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, 114 YALE L.J. 1521, 1528 and passim (2005).

そして③：バーリ＝ミーンズは、すでに出回っているアイデアに基づいてまとめ上げ、彼らの見解を聞く準備をしていた一般大衆に演説したこと。以上の諸点をあげて、コーポレート・ガバナンスが何処で生まれたか（起源）を説明している。

上記3つの点について、Harwell Wellsは、次のように補足説明する。①について：コーポレート・ガバナンスを論理だてするにあたり、通常は、*The Modern Corporation and Private Property* から始まり、それはまた、背景としてみれば用意された大会社の経済的な展開から開始され、そこには一定の知的な先行者の補足的認識事項も添えられている。ただ、歴史的な説明をするうえで、バーリ＝ミーンズらは、自身らの分析以前になされた所有と支配の分離に取り組んでいる著者を軽視した。その結果、所有と支配の問題は、バーリ＝ミーンズの業績を採用することになる。②について：コーポレート・ガバナンスの議論では、彼は、当時と現在を別々に論じたり、全体を見渡して（歴史的に）議論することになる。つまり、コーポレート・ガバナンスの一般的な側面を見ただけでは、十分な法規制にはならない場合がある。<sup>(16)</sup>1920年代において、コーポレート・ガバナンスは、一般大衆にも関心事項になり、経済学者と法学者だけを引きつけたのはなく、その当時、所有と支配の分離が紹介されるや否や、そのことに腹を立てていた普通のアメリカ人にも興味を引いたのである。③について：何故、バーリ＝ミーンズは、提唱者として急速に支持されたのか。これに関する回答の多くは、2人が既に出回っているアイデアに基づいてまとめ、既に2人の見解を聞く準備をしている一般大衆に対して演説したという事実に根差すのである。ただ、我々は、彼

---

（高い利潤を得た会社の不正行為と破産状況の事例を含めたマスコミの狂乱報道に端を発した経済の悪化と一般市民の抗議に対する同法の成立について、それらを関連付けて説明している）。

(16) Romano が指摘した通り、Sarbanes-Oxley 法はすぐに修正されている。町田祥弘『内部統制の知識＜第3版＞』（2017年・日経文庫）86頁以下。



ら先行者の業績も理解することによって、彼らの正真正銘の革新的業績を最良に理解することができる。

これらの理由によって、Harwell Wells は、「所有と支配の分離」を最初にまとめた者を探し出すのではなく、何故、2人は、そのような考え方が成功したかについて、我々に教えてくれなかった知的な先例を描き出すことであると論じている。

これらの問題提起をしたうえで、彼は、バーリ＝ミーンズ以前の先行者について、コーポレート・ガバナンスが何処で生まれたかを探っているのである。

## 2 誕生の経緯

バーリ＝ミーンズよりも前に、コーポレート・ガバナンスの起源が19世紀初頭に根差していたと主張することは、問題を提起することになる。つまり、コーポレート・ガバナンスに我々が意味づけするのは、いったい何なのか。一つの形態あるいは他の形態において、「コーポレート・ガバナンス」は、少なくとも投資家と経営者間における衝突を考慮してきた会社形態である限り、常に我々が考えていることと同じであった。このように前置きした Harwell Wells は、次のように説明する。

例えば17世紀初頭、取締役と株主間における衝突は、オランダ東インド会社で顕著であった。諸国民の富において、アダム・スミスは、彼ら自身の理解として、効率的な会社運営には克服できないジレンマがあり、経営者と所有者間におけるどうしても一致しない利益を認識したのである。<sup>(17)</sup> アダム・スミスは、次のように記述して会社は、経営者の任務懈

---

(17) 反トラスト法の分野で著名な Hebert Hovenkamp は、少なくとも、1920年代に活躍した経済学者である Alfred Marshall と法学者の William W. Cook の考え方を辿って説明している。HOVENKAMP, ENTERPRISE, *supra* note 8, at 357-58.

(18) Harwell Wells, *supra* note 4, at 1251.

怠と浪費が常に広がると論じている。すなわち、取締役ら自身の為というよりも、他の人々のお金を預かっている経営者である彼らは、共同のパートナーシップのパートナーが、頻繁に自分自身を監視するのと同じ不安な警戒感を抱いているため、その預かったお金を監視することは決してないの<sup>(19)</sup>である。19世紀の中頃、合衆国におけるコーポレート・ガバナンスは、株主の投票権に関して加重投票制度により少数株主に重要な力を与えたものであったが、最も多くの株式を所有する者に都合の良い1株1議決権という金銭政治的なシステムに置き換えられたのである。<sup>(20)</sup>

しかしながら、今日、会社法の学者によって使用されているように、「コーポレート・ガバナンス」は、それ自身が有している言葉の意味も込めて、さらに専門的に使用されるようになってきたのである。最も広義に言えば、この用語は、会社の意思決定過程におけるあらゆる規則と制約事項を含めることができる。<sup>(21)</sup>

ただ、極めて頻繁に法学者によって使われてきたコーポレート・ガバ

(19) *Id.*

(20) Colleen Dunlavy, *From Citizens to Plutocrats: Nineteenth-Century Shareholder Voting Rights and Theory of Corporation*, in *CINSTRUCTING CORPORATE AMERICA: HISTORY, POLITICS, CULTURE* 66, 66-88 (Kenneth Lipartio & David Sicilia ds., 2004), *quoted in*, Harwell Wells, *supra* note 4, at 1251.

(21) *See, e.g.*, Tom Baker & Sean J. Griffith, *Predicting Corporate Governance Risk: Evidence from the Directors' and Offers' Liability Insurance Market*, 74 U. CHI. L. REV. 487, 516 (2007) (コーポレート・ガバナンスは、法的資料が狭義の定義を与え、それを一般的に受け入れてきたのである。学者らは、特定の規制改革の内容や特別規定の用語並びに容易に後戻りできる注目すべき構造的な特徴において、それらに関する議論を頻繁にしてきたのである。しかし、コーポレート・ガバナンスは、企業内におけるインセンティブのシステム及び運営する際の制約という、何らかの局面を広範囲に言及するのである)。当時の議論は、定義や用語の議論に終始しているようにさえ思われる。コーポレート・ガバナンス論は、狭義・広義を含めても、各論的なものが多く、また、コーポレート・ガバナンスの捉え方によっても、かなり相違するよう思われる。

ナンスなる用語は、少なくとも公開会社において、株主にとって最善の利益になる行動をする為に経営者を強制することに主眼を置いてきたのである。換言すれば、コーポレート・ガバナンス論は、所有と支配の分離によってもたらされるエージェンシー問題に対する回答でもある。すなわち、力のない株主と自律的な（自律性を有する）経営者の問題である。このことの意味は、Hillary Sale が提起した用語の定義によってみごとに捉えており、彼は、次のように述べている。

「コーポレート・ガバナンス」という用語は、役員、取締役、そして株主間において、力の均衡問題に言及して広範囲に使用される。学者らは、情報共有の規制とエージェンシー・コストの効果という文脈でコーポレート・ガバナンスについて頻繁に議論する。その場合に、会社役員と取締役らは、会社を支配する力を有しているが、所有者である株主は種々多様であり、概して行動しない者達である。そのために、優れたコーポレート・ガバナンスは、役員と取締役らがどのように行動して、株主がどのような希望を持っているかの狭間で、その均衡を考慮するのである。このコーポレート・ガバナンスという用語は、経営者が株主の為に働く適切なインセンティブを有し、株主は 経営者らの行動に関する適切な情報を有しているということを含んでいるのである。<sup>(22)</sup>

このようにコーポレート・ガバナンスを捉える一方で、他の学者らは、異なる定義を提示したのであり、それらの定義を見る限り、ほとんどの定義は本質的にみて、コーポレート・ガバナンスは、所有と支配の分離によってもたらされた諸問題を最小にするためのメカニズムにとって必要であったとするものであった。すなわち、株式は世界中で売買されており、「ほとんど関心のない」株主にとって、コーポレート・ガバナンスは、法（規制）とは何か、経済（活動）とは何かを問うものであり、その社会的メカニズムは、株主の代理人並びに会社経営者を最も良い

---

(22) Hillary Sale, *Delaware's Good Faith*, 89 CORNELL L.REV. 456, 460 (2004).

方法で強制することができるとする。ただ、コーポレート・ガバナンスは、会社をうまく経営するだけでなく、株主の利益のためにも経営するものであり、社会的メカニズムの為ではないと強調する。<sup>(23)</sup> 要するに、所有と支配の分離は、「コーポレート・ガバナンスの中心的な課題」なのである。

したがって、ここでは、所有と支配の分離が、どのように発生したのか、どのようにして最初に理解されたのか、そしてどのような問題としてみなされるようになったかを考察することにする。

### 3 歴史上の先例的事実

19世紀を俯瞰すれば、鉄道の発展が、現代の会社及び現代のコーポレート・ガバナンスを生じさせてきたと考えられ、それはまた、同時に産業の大きな成長に価値を見出だすことができる。<sup>(24)</sup> 20世紀になって、大

---

(23) See, e.g., JONATHAN MACEY, CORPORATE GOVERNANCE PROMISS KEPT vii (2008). 本書では、コーポレート・ガバナンスについて、次の立場で議論している。株式の公開と株式の取引について企業の責任者を含んだ法と経済学に関する雑多な議論は、投資家との約束を守るためのあるいは投資家を誘導するための一種の装置である。Merritt B. Fox & Michael A. Heller, *Corporate Governance Lessons from Russian Enterprise Fiascoes*, 76 N.Y. L. REV. 1720, 1722 (2000) (企業は優れたコーポレート・ガバナンスを誇示するものである。その時、企業の剰余金、すなわち当該企業の実際の運営によって生じた富について、投資家所有の企業の場合には、一般的な基準で株主に対して分配するのではなく、分配を最小限にするのである)。また、ある研究者は、そのことに留意すべきことであるとして、株主利益に焦点を絞ることだけに関して議論を提示する。See PROGRESSIVE CORPORATE LAW (Lawrence Mitchell ed., 1995). 本書によれば、企業は優れたコーポレート・ガバナンスを誇示するものであるが、彼らは、実際の企業運営によって生じた富である企業の剰余金を最大にすると共に投資家が所有する企業の場合には、その運営方法に応じて株主に生じた多くの富を配当するのである。また、株主の利益だけに固執する狭い焦点に対しては異を唱えている。

(24) See, e.g., Naomi R. Lamoreaux, Daniel M.G. Raff & Peter, Temin, *Beyond*

企業の組織は、多くの中小企業と結合するのであるが、それは、大企業にとって関心のある産業を支配している巨大企業と合併することによって、業界全体としての製造業部門になっていった<sup>(25)</sup>。そして、1910年代の半ばまでに、幾つかの巨大な「中心的な企業」は、10年間にわたってアメリカ経済の多くの部門を支配し、彼らの卓越性を維持したのである<sup>(26)</sup>。ただ、これらの企業の成長は、大衆の反動を引き起こしたのである。すなわち、それらの企業に対する批判は、巨大な会社によって弱小の小売店を圧迫し高い運賃の設定に腹を立て当惑した農夫から広がったのである。大企業に対する一般的な敵意が、「トラスト問題」の誤解を招くような妨害の下で高まったため、様々な種類の結合とそれらのさまざまな悪影響の区別は、公の言説でしばしば失われたのである。

もう一つの問題は、大規模会社の成長とそれに対する敵意が並行して進み、これにより、大規模会社の有価証券市場の拡大と多くの株主が成長したことである<sup>(27)</sup>。20世紀への変わり目、合併は、新たな巨大会社を作り出し、巨大会社もまた、多くの産業部門を作り出したのである。彼ら

---

*Markets and Hierarchies: Toward a New Synthesis of American Business History*, 108 AM. HIST. REV. 404, 428-35 (2003).

(25) NAOMI LAMOREAUX, *THE GREAT MERGER MOVEMENT IN AMERICAN BUSINESS, 1895-1904* (1985). 本書の中心的課題について、それは、合併企業がすべて成功するとは限らないが、20世紀における大企業は、自社に関心のある産業を合併し、支配していったとの指摘である。

(26) 中心的な企業では、資本が集中し、技術的に進歩した企業は、規模の経済や当該領域、その他、両面で享受し成功したのである。結合に関する公式・非公式の調査によれば、そのような資本や進歩した技術を持たない産業では失敗し、そこでは新しい競争者による参入が容易であった。THOMAS McCRAW, *PROPHETS OF REGULATION* 68-79 (1984) [hereinafter *PROPHETS*].

(27) See generally Julia Cathleen Ott, *When Wall Street Met Maun Street: The Quest for an Investors' Democracy and the Emergence of the Retail Investor in the United States, 2890-1930*, 9 ENTER. & SOC'Y 619 (2008) [hereinafter *When Wall Street*].

はまた、多くの個人、特に合併した中小企業の元の所有者を生み出し、<sup>(28)</sup> 彼らは所有権の支払いを受ける必要があった。これらの個人は、証券、優先株、普通株を受け取ることができ、その後、それらはしばしば売却され、その結果、産業用証券の市場を生み出すのである。このとき、初めて、かなりの数の比較的「小さな」投資家は、有価証券の所有者としての地位に引き込まれたのである。<sup>(29)</sup> たとえ正確な所有者の数が、1920年以前に試算するのが極めて困難であるとしても、あるひとつの研究によれば、アメリカの3つの大会社では、少なくとも1900年と1917年の間に自社の株主を3倍にしたことを立証している。<sup>(30)</sup> さらには大衆紙が、比較的小さい投資家が持株制度に目を向けた現象に注意喚起したことも、株主が増加した証左である。このような持株制度における現実の急増は、1920年代に何百万人ものアメリカ人が、初めて投資家になった時に起こったと考えることができる。<sup>(31)</sup>

---

(28) See Thomas R. Navin & Martin V. Sears, *The Rise in a Market for Industrial Securities 1887-1902*, 29 BUS. HIST. REV. 105, 137 (1995), quoted in Harwell Wells, *supra* note 4, at 1254. 彼ら2人の考察が産業用証券に焦点を当てているとしても、他の考察は、鉄道証券もまた、1900年以前において広く支配されていなかったことを示唆している。1900年に合衆国の最も大きな鉄道会社について言えば、10,000人以上の株主を擁する大会社は、アメリカン・シュガー社（10,816人の株主）とU.S. スティール社（54,016人の株主）である。Gardiner C. Means, *The Diffusion of Stock Ownership in United States*, 44 Q.J. ECON. 561, 594 (1930) [hereinafter *Diffusion*].

(29) Ott, *When Wall Street*, *supra* note 27, at 620.

(30) Means, *Diffusion*, *supra* note 28. Harwell Wells, は、この Means の研究を次のように評している。彼の研究は、理解を容易にしている。しかし、正確な試算を得るための試みは、透明性の欠如によって障害になった。例えば、彼の図表はアメリカの31の大企業における株主の総計が、1900年から1917年の間に3倍になったと立証しているものの、これらの株主のどれくらいの者が、重複しているかを区別していないのである（例えば、2つの会社にまたがって株式を所有している1人の者が2回計算されている）。したがって、これらの個人の数値は正確ではない。

(31) Ott, *When Wall Street*, *supra* note 27, at 620.

現代の会社において、所有と支配が分離していることについて、大衆の考え方が目覚めたのを初めて知ったのは、1920年頃である。もちろん、そのような考え方になる前に、経営に参加しない少数の株主からなる会社は存在していたのである。<sup>(32)</sup>そして、そのような少数株主は、自社を運営している株主の支配によって時には抑圧を被ったのである。しかし、これらの少数株主は、その数が非常に多く、また広く分散しているため少数株主の窮状が主要な公的問題であるとの感覚は存在しなかったのである。幾つかの会社が支配的な株主からなっているのではなく、また、会社自治による経営者の下で、その支配下に入ったという意味でもないのである。世紀が代わった後、どのような新しいことが起こったかは、多くの少数株主が台頭してきたことに関係しているのであり、たとえそのような現象を望んでいたとしても、また、その現象を追求した認識があろうとも、彼ら少数株主が会社経営に影響を与えるには力不足であると考えられる。つまり、所有者は、株主（＝所有者）だけでは会社を支配できないことが広く知れわたったならば、そしてまた、専門の経営者が会社経営を引き受けるならば、その時、株主と経営者の利害は、もはや同じではないことになる。このことにより、①：会社における少数株主の台頭と僅かな所有権を有する経営者の台頭並びに②：所有と支配の分離としてのひとつの塊りが共に起こってきたという二つの展開が存在

---

(32) ある研究によれば、1820年代の初め頃ニューヨークにおける会社は、積極的に経営に関与することができた株主よりも関与しない株主が多く存在したことが分かったとしている。平均的な会社は、47人の株主を有し、数百株の所有者は僅かであったと述べている。See Erick Hilt, *When Did Ownership Separate from Control? Corporate Governance in the early Nineteen Century*, 68 J. ECON. HIST. 645, 663-64. (2008). これらの会社は、おそらく「経営上の支配」によるものではなく、「少数の支配」によって特徴づけられたものと思われ、その少数の支配者は、他の株主には説明責任を伴わないほどの十分な出資金を保有している経営者によって特徴づけられるものであり、そのことは、ことさらに声高に言うほどのものではないのである。Id. at 679.

したのである。<sup>(33)</sup>

この展開・進展の意味するところは、20世紀初期の頃の10年間に主張されたものであり、それらに関して3人の著者による驚くべき知的な遺産をあげることができる。その3人とは、連邦最高裁判事であった Louis D. Brandeis, ジャーナリストであった Walter Lippmann, そして反体制派エコノミストであった Thorstein Veblen<sup>(34)</sup> である。彼ら3人は、所有と支配に関してそのことに焦点を絞って記述することはなかったが、彼ら自身は、所有と支配の分離の発見者として認識されていたのである。<sup>(35)</sup> したがって、所有と支配の分離及びその成果について、パーリ=ミーンズを単なる先行者として理解することは、彼ら3人によるパーリ=ミ

(33) Harwell Wells, *supra* note 5, at 1255.

(34) 彼ら3人以外に、Hovenkamp は Alfred Marshall と William Cook を加えている。HOVENKAMP, ENTERPRISE, *supra* note 8, at 3577-59. なお、パーリ=ミーンズは、ドイツの政治家である Walter Rathenau を引用できるとしている。See BERLE & MEANS, CORPORATION, *supra* note 1, at 2 n.3, 352. また、Ripley は、Woodrow Wilson を挙げている。Wilson は、何十万もの人々の合意として、1910年のスピーチで当該会社について述べており、彼は、かつて彼ら自身の為に資金を一つの企業に利殖目的で投資し、考慮も関与もせずに一握りの者に全般的な指揮・管理を任せていたと。RIPLEY, MAIN STREET, *supra* note 12, at 5 (アメリカ法曹協会への挨拶で、Woodrow Wilson の1910年の年次挨拶を引用している)。Herbert Hovenkamp もまた、類似の考え方が1920年以来、新古典派の金融理論において提示されていると言及している。See Hovenkamp, *Neoclassicism*, *supra* note 8, *passim*.

(35) See, e.g., Allen D. Boyer, *Activist Shareholder, Corporate Directors, and Institutional Investment: Some Lessons from the Robber Barons* 50 WASH. & LEE L. REV. 977, 999 (1993). この論文の「序」において、Boyer はマーク・ツヴェインの言葉を記している（歴史は決して繰り返さないが、それは、韻を踏む）。論文が発行された1993年を起点とし、この10年の時点で、米国企業の株式の53%が機関投資家の手に渡っている。すなわち、年金基金、私的年金基金、投資信託、保険会社、財団、および管理された信託基金などにより、国内最大の50社では、発行済み株式の割合が機関投資家の手にあり、彼らは50.1%を所有している。Thomas McCraw, *In Retrospect: Berle and Means*, 18 REV. AM. HIST. 578, 579 (1990) [hereinafter *Berle & Means*].



ンズとは異なる重要な道筋を失うことになる。所有と支配の分離を株主の保護として捉えなかった彼らのコーポレート・ガバナンス論とは、いったいどのようなものであるのか。

#### 4 学説：Brandeis, Lippmann そして Veblen

##### (1) Brandeis

1914年の彼の書である *Other People's Money and How the Bankers Use It* において、Brandeis は、所有と支配の分離問題に焦点を当てている<sup>(36)</sup>。彼は、Pujo 委員会（金融信託調査の委員会）の報告書に興味を示し、「金融信託」に対する1913年議会の調査について次のように述べている。多数のそして広範囲に散らばった株主からなるあらゆる巨大会社のほとんどにおいて、経営は、事実上の支援者の力により、永続的に可能であり、また、株式の過半数を支配することで他の支配も可能であると結論づけている<sup>(37)</sup>。Brandeis が、小論 (*Other People's Money and How the Bankers Use It*) を書いたのは、Pujo 委員会の報告書を受け取った後、直ぐであった。

この小論において、Brandeis は、所有権共有の分散が、当該会社の

---

(36) LOUIS D. BRANDEIS, *OTHER PEOPLE'S MONEY AND HOW THE USE IT* (1914), *quoted in* Harwell Wells, *supra* note 5, at 1256.

(37) H.R. rep. No. 1593 (1913), *quoted in* EDWARD S. HERMAN, *CORPORATE CONTROL, CORPORATE POWER: A TWENTIETH CENTURY FUND STUDY* 7 (1981). 本書において、Herman は、企業の仕組みを深く詳細に調査することで、取締役会の運営方法、社外取締役の重要性、メンバーの選任方法、複数の取締役が大企業をどのように結びつけるか等について論じている。See also, MELVIN UROFSKY, *LOUIS D. BRADEIS: A LIFE* 321 (2009). (Brandeis は、Pujo の調査書を丹念に追随し、それが問題になるとすぐ1913年のはじめに同委員会のレポートを読んだと記している)。Urofsky による Brandeis の伝記であり、連邦最高裁における最も重要な裁判官の一人であり、彼は、反トラスト法分野において、顕著な一人である。反トラスト分野の彼の解釈については、拙書、『アメリカ反トラスト法における合理の原則』（2017年・中央経済社）17頁～18頁。

経営に参加しない少数の投資家によって大部分が占められており、会社にとって重要な社債と株式を彼らに委ねていたと記している。<sup>(38)</sup>ただ、そのような投資家は、銀行マンを頼って代理人の助言がなければ証券の価値を判断することができないのである。というのも、当時の株主は、女性や経営に参加しない人々である一方で、彼らは米国の大会社の社債と株式を相当多数保有する所有者になっていたからである。<sup>(39)</sup>Brandeisは、所有と支配の本質を確認したのである。すなわち、それは、分散した力のない株主である。しかし、彼は、会社の経営者ではなく、銀行家に権力を委ねるだろうと結論付けたのである。この結論は、J. P. Morganが、合衆国の投資銀行を支配し、巨大な産業を結合した組織体をつくり上げたことで理解できる。このような銀行家の支配力は、Pujo委員会による丹念な調査によって示されたものの、そのことに驚くほどのことはない。このような展開は、確かに株主を不利な立場に置くものの、Brandeisにとって、株主は現実の関心事ではないのである。

その代わりに、現代の会社に置き換えてみた場合、Brandeisが最も懸念し、現代の会社の根本的な問題であると信じていた現代の会社の経営と支配の「分離」は、会社の経営者と彼らの会社の間での分離の拡大であった。つまり、経営者側と会社側との分離拡大であり、会社の所有者である株主と経営者の分離ではないのである。かつて、Melvin Urofskyが記したように、Brandeisは、結合体が経営陣にとって責任の重いものであり、経営するにはあまりにも大きすぎる会社を創り出したと信じたようである。大きき故に、経営陣はあらゆる部門で何が起きているかを知り得ないからである。<sup>(40)</sup>会社統合の必然的結果として、経営と支配

---

(38) BRABDEIS, *supra* note 36, at 7-8.

(39) *Id.* at 8. 彼はまた、次のようにも記している。アメリカ製糖会社の株主の過半数、ペンシルバニア鉄道の株主とNew York & Hartford社のほぼ過半数は、女性の株主であった。

(40) UROFSKY, *supra* note 37, at 322

の分離は、会社を支配しづらくして効率的ではないものの、弱小の競争者を押しつぶすためにその力を用いて当該会社を存続させるのである。そのような状況において、経営と支配の分離は、少数株主に損失を与える可能性がある一方で、それ以外にも多くの一般市民に害を及ぼしたのである。

Brandeis は、「金融信託」の法制定を批判しているが、それは、同法制が兼任取締役を禁じることによって、銀行の支配力を破壊させる目的であったからである。批判した理由は、この法律が一般市民を保護しないし、……金銭信託法制の基本的な目的は、取締役が株主に損失を与えないようにするためではなく、取締役が一般市民を苦しめないようにすることにその目的があったからであると論じている。<sup>(41)</sup>したがって、会社の経営者と所有者（株主）に関する分離の結果について、Brandeis の考えているほとんどは、一般市民に害を与える巨大会社の危険性と競争関係にある中小企業の経営者のことであって、決して株主のことを考えているわけではないのである。<sup>(42)</sup>つまり、巨大会社と中小企業の関係に関心があり、このことは、Brandeis の反トラスト法分野で活躍を考慮すれば、あながち理解できないことではない。

## (2) Walter Lippmann

Harwell Wells によれば、Brandeis が小規模な自己資本主義の時代を振り返った一方で、Walter Lippmann は、巨大会社時代の将来をみたと論じて、Lippmann の著書から説いている。<sup>(43)</sup>すなわち、Lippmann の書である *Drift and Mastery* において、所有と支配の分離を議論している<sup>(44)</sup>のである。

---

(41) Brandeis, *supra* note 36, at 80.

(42) See UROFSKY, *supra* note 37, at 397; BRANDEIS, *supra* note 36, at 205.

(43) Harwell Wells, *supra* note 5, at 1257.

(44) See McCraw, Berle and Means, *supra* note 35, at 583.

彼は、巨大会社を念頭において経営者と企業について記述した際、所有者と経営者は一般に同じ人々であるが、会社は、所有権を経営者から分離させると記しているのである。<sup>(45)</sup>この記述からもわかるように、Lippmann は、パーリ＝ミーンズよりもはるか以前に、この分離の結果が、所有者と所有権という概念的なそのものに変化が見えることを認識したのである。すなわち、

ある者が大会社の株式を買うとき、彼は、理論的にはその会社の所有者の一人になり、私有財産に関する本能を行使できると想像するはずである。しかし、彼は、実際にどのようにしてその本能を行使できるのか。我々が彼に伝えることができるのは、この文明社会における本能の行使が、現実の力だけではないのか。彼は、決して自分の所有物を見ることができないかも知れないのである。彼は、自分の所有物のある場所を知ることができないかも知れないのである。彼は、当該会社の経営に関して相談を求められることはないのである。相談を受けたとしても、彼は、相談にのる能力が全くないのである。このプロセスは、彼を朝にして金持ちにし、夕にして貧乏にさせるのであり、彼の収入を多くしたり少なくするのである。このことは、想像もつかない不思議なことである……<sup>(46)</sup>誰も、彼が所有するものとこれほど抽象的な関係を持たないのである。

パーリ＝ミーンズも含めて、他の著者と Lippmann が違うのは、所有と支配の分離を一つの問題として理解しなかったことである。彼の議論の特徴は、株主についてほとんど言及していないことである。それは何故か。彼は、次のように続けている。

あなた方は、しばしば、株主が自らの義務を自覚しなければならないと言われる。しかし、スティール・トラストの20万人の所有者（株主）は、「彼ら」の資産について精力的に株式市場に興奮することはないと

---

(45) WALTER LIPPMANN, DRIFT AND MASTERY 48 (Prentice-Hall 1961) (1914), *quoted in* Harwell Wells, *supra* note 5, at 1258.

(46) *Id.* at 1258.

の考えであり、それは、怠惰な道徳家の頭脳と同じくらい素晴らしいものなのである。世界中にまき散らされ、日ごとに変化している株主は、考えられ得る最も不適切な顧客層である。<sup>(47)</sup>

このような Lippmann の理解は、経営者から多くの保護を要求したり損失を被った株主を遠くから眺めるだけで、株主を「無知な株主、プリン<sup>(48)</sup>の相違がわからない株主」として過小評価したのである。そして、「私的所有は、やがて消え失せるであろう」し、「株主としての機能は、会社を運営する雇われ経営者、政府の委員会、そして活発になった労働組合にとって代われ、支配されるであろう」と彼は予測しており、彼らの所有権を奪われた株主は、貸金業者へと姿を変えているのである。<sup>(49)</sup>

Lippmann にとって、所有と支配の分離は、社会の進化において歓迎された瞬間であった。力は、企業の所有者によって雇用された「サラリーマン」の経営者に移行したのである。そして、経営そのものは、所有者型経営による利潤追求を超えて新たな社会的役割を手に入れるものへと変化したのである。<sup>(50)</sup>彼は、さらに以下のようにも記述している。すなわち、所有者と取引関係者から分かれた雇われ経営者は、気持ちの上でビジネスのインセンティブとして大きな変革を象徴したものである。

---

(47) *Id.*

(48) *Id.*

(49) *Id.* at 1259. Harwell Wells は、最後の一説に注目して、次のように述べている。この10年間、株主の役割を注視した他の研究者もやはり、20世紀初頭において、会社の所有者になるというよりも当該会社への資金の貸し手として捉えるべきであるとの考えに変わったのである。See, e.g., E. Merrick Dodd, *The Modern Corporation, Private Property, and Recent Federal Legislation*, 54 HARV. L. REV. 917, 921 (1941). この論文でも、会社経営者が、資本を借りて、そして株主が経営者を雇用するとの伝統的な仮説は、通常の理論ではないことに言及している。

(50) ビジネスマンを政治家のように見る楽観主義的な考えは、その時代の共通した特徴であった。See, e.g., E. Merrick Dodd, *For Whom Are Corporate Managers Trustees?*, 45 HARV. L. REV. 1145, 1154-55 (1932).

何故ならば、彼ら経営者は、巨大な企業を運営するからであり、市場の喧噪さに関係なく、また競争の巧妙さと戦略に関係のない立ち位置にいるからである。利益をあげる動機は、彼らの個人的な動機ではないのである。偉大な産業の統制・運営は、各取引の前に立ち止まることができず、また自問することもできない男の手に渡っているのである。経済人としての私の義務は、目の前にある利益を求めているだけなのか。<sup>(51)</sup>

Lippmann は、株主から解放された経営者が利潤システムの需要からも解放され、彼ら経営者が社会の利益になると信じ、そして会社を営みながら産業の優れた指導者になるべく彼らの専門性を利用すると信じたのである。要するに、Lippmann は、経営と支配の分離を理解しつつも、経営者寄りの発想で理論を展開しているのである。

### (3) Veblen

所有と支配の分離に対する最も独特な見解は、当時、革新的な経済学者であった Thoresten Veblen であつたかも知れない。<sup>(52)</sup> 彼は、1904年初期の *Theory of Business Enterprises* <sup>(53)</sup> の書の中で所有と支配の分離を議論しており、<sup>(54)</sup> 20年後に *Absentee Ownership* を公刊している。

(51) Harwell Wells, *supra* note 5, at 1259.

(52) 彼に関する論文は多く存在する。当時(1957年～1929年)の経済学者・社会学者であり、「有閑階級の理論」が有名である。さしあたり、次のものを挙げておく。William T. Ganley *The Theory of Business Enterprise and Veblen's Neglected Theory of Corporation Finance*, 38 J. ECON. ISSUES 397 (2004); Forest G. Hill, *Veblen, Berle, and the Modern Corporation*, 26 AM. J. ECON & SOC. 279 (1967); Rosalind Schulman, *Absence Ownership Reread*, 21 AM. J. ECON & SOC. 319 (1962). Veblen に関するこの議論は、所有と支配の分離について彼の見解に焦点を合わせたものである。

(53) THORESTEIN VEBLEN, *THEORY OF ENTERPRISE* (1904), *quoted in* Harwell Wells, *supra* note 5, at 1260.

(54) THORESTEIN VEBLEN, *ABSENTEE OWNERSHIP AND BUSINESS ENTERPRISE IN RECENT TIMES: THE CASE OF AMERICA* (Viking Press 1964) (1923), *quoted in*

*Theory of Business Enterprise* の書において、Veblen は、バーリ＝ミーンズの先駆者であるかのような印象を与えており、それは、運用資産が現代の会社金融の方法によって管理される限り、経営は、所有と支配の分離であり、会社金融の範囲にまで拡大し続けると記述しているからである。彼はまた、現代金融の効果が、所有と支配を分離させることであるとも記している。<sup>(55)</sup>

ただ、この彼の理解には注意が必要である。*Theory of Business Enterprise* の公刊にみられるように、現代の会社を理解する Veblen の分離論は、どのような直接的な方法においても、株主と経営者の分離ではないのである。すなわち、2種類の株式の分離であり、普通株式の受動的な所有者と優先株式を所有する経営者である。Veblen によれば、資産価値について言えば、現代の会社は、有形資産（例：機械）と無形資産（例：暖簾）の両方の価値に基づいてますます資本化してきたのである。同様に、株式面では、現代の会社は、優先株式と投票権のみを持つ普通株式の両方を発行するのである。

この Veblen の見解において、優先株式の株主は、会社の価値、すなわち有形資産のより安定した部分を要求する一方で、支配権を維持したい経営者は、優先株式を外部の投資家に売却し、経営者自らで普通株式を保持（投票権を確保）したのである。このことの結果は、事実上、優先株式の所有者（投資家）にとって当該株式を所有したいという点で効果的であったが、同時に会社の有形資産に関する優先権を投資家に与えてしまったことである。Veblen が記述した「資本化の方法」は、産業装置に関する経営と所有権の間の分離に幾分か影響を与えたものの、会社組織の下で、工業原料の所有者は、その会社の経営にいかなる声もあげることにはなかったのである。<sup>(56)</sup> 要するに、会社の所有者（株主）と経営者

---

Harwell Wells, *supra* note 5, at 1260.

(55) *Id.*

(56) *Id.*

(支配者)との関係における論点を言及していないのである。

コーポレート・ガバナンス金融に関するあらゆる形態に懐疑的であった Veblen は、現実の会社が企業の有形資産であったと信じているかのように思われたのである。それ故に、有形資産に優先権を持った優先権株主が、当該会社の実際の所有者であった。究極のところ、彼は、このような優先株主に対して防御するのではなく、当該会社における会社経営者並びに一過性の権利を有する株主を攻撃したのである。すなわち、Veblen は、力のない株主を気かけなかったのである。<sup>(57)</sup>

Veblen のもう一つの著書である、*Absentee Ownership* は、誤って読み込むこともある。しかし、初期の頃と比べて異なった理論を提供するのである。バーリ＝ミーンズの著書に慣れた者にとって、この極端なタイトルである「不在所有者」は、経営者と株式保有者間における分離を示唆するものであるが、Veblen にとっては、そのような分離に関心がないのである。脆弱な株主の存在から離れて、彼が主張する不在所有者は、株式を購入するパラサイトであり、自らは、特に不労所得を要求する有閑階級の人々なのである。ただ、不在である一方で、このような投資家は、不在所有者と支配のシステムによってやはり会社を支配するのである。<sup>(58)</sup>

その書 *Absentee Ownership* において、Veblen が描いた分離は、全体として不在所有者と会社の機構及び産業のシステムをそれぞれ運営する人々の間に一線を画するものであった。彼は、次のように記述している。不在所有者は、社員の人事や製造現場のあらゆる部署に関係せず、そして極めて同様のことは、不在所有者のビジネス代理人(経営者)、投資銀行並びに責任ある正社員とも関係を持っていないことである。<sup>(59)</sup>不在所有者が所有する企業から彼らが排除されるだけでなく、彼らの利益もそ

---

(57) *Id.* at 1261.

(58) *Id.*

(59) *Id.*



のような企業にとっては極めて敵対的なのである。要するに、簡潔に言えば会社の株主は、実際に当該会社で何らかの任務を負っているわけでもないために、株主を不在所有者と呼んだのである。したがって、会社の所有者である株主は、会社が得た利益から得る配当に関しても道理に合わない感情を持っていたと思われる。

Veblen の計算において、株主が普及したという事実は存在しないのであり、彼の関心事は、コーポレート・ガバナンスに関する現代の提唱者からかけ離れている。彼の皮肉的な表現である不在所有者と会社人間において、Veblen が公開の場である講演で示したのは、会社の経営的支配と株主の無力化であったが、それは相容れない形態においてであった。けれども、そのような考え方は、10年以上もたった後、「現代会社と私的所有」が公刊されるまで、永続的な現代の形態が提示されることはなかったのである。この理由を理解するために、Harwell Wells は、1920年代にそのような考えの持ち主に目を向ける必要があると主張し、William Z. Ripley がそのような考え方を最も世に広めたことを示唆する<sup>(60)</sup>のである。

### 三 一般株主から専門投資家の時代へ

#### 1 Ripley の足跡

1927年、急進的なジャーナリストであった Stewart Chase は、William Z. Ripley の書であるネイション社の *Main Street and Wall Street*<sup>(61)</sup> を書評している。同書は、現代の会社経営に対して鋭く述べたものであり、所  
有と支配の分離という考え方を提示し、そのことを一般大衆に定着させ

---

(60) *Id.* at 1262.

(61) See Stewart Chase, *Professor Quixote*, THE NATION, Mar. 9, 1927, at 263, quoted in Harwell Wells, *supra* note 5, at 1262. ドン・キホーテならぬ教授・キホーテとしてもじっているタイトルである。理想主義者としての意味を込めたのかもしれないが、これは筆者の邪推の域を出ない。

ることの問題点を指摘したのである。Chaseは、Ripleyを“Professor Quixote”とニック・ネームで呼び、彼は、次のように記している。すなわち、アトランティック・マンスリーにおけるRipleyの論文のいくつかが、この国・アメリカの金融センターの一掃を世界中の誰もが知っている。そのことは、編集者と彼の見解を大見出しにして、すべての新聞の社説に掲載されたことから理解できる。その結果、ニューヨーク証券取引所を変化させたのである。<sup>(62)</sup>このことの本来的の意味は、まさに驚きという言葉が当てはまり、いったい、どのようにしてハーバード大学経済学部の「眼鏡の教授」が、ウォール・ストリートを震え上がらせるようになったのか。

1867年ボストン郊外で生まれたWilliam Z. Ripleyは、マサチューセッツ工科大学の卒業生であり、1893年コロンビア大学から政治経済学の博士号を授与されている。社会科学の境界線とそれがまだ確立されていない狭間にあって、彼の興味は広範囲に広まったのである。彼の学位論文は、植民地のように支配的であるヴァージニア州の金融の歴史であった。1893年から1901年にかけて、彼は、コロンビア大学で社会学及び人類学と並行してMITで政治学、社会学、そして経済学を教えている。1901年に彼は、経済学の教授としてハーバード大学に移籍している。<sup>(63)</sup>

---

(62) See *id.* at 1263.

(63) Ripleyは、会社と関連する領域で力を発揮する前、人種間のことに関しても多くの論文を書いているが、現在も考察の対象にされている労作として、*The Race of Europe*を出版しており、人類学者の一面を持っている。同書において、彼は、ヨーロッパにおける唯一の白人が、インド・ヨーロッパ語族であるとする先人らの研究が導いた誤った結論に対して、600頁にも及ぶ書で反論したのである。中でも、頭の測定によって暴露された「頭示数」(頭の最大幅と最大長の比に100を乗じたもの)によりわかったことは、インド・ヨーロッパ語族ではなく、チュウトン族、アルパイン族、そして地中海に住む人々の3つの原住民が存在したということである。この研究により、3つのグループ族に焦点を合わせる一方で、Ripleyはまた、ヨーロッパのユダヤ人も調査しており、この「不幸な人類のたまり場」が、

その後、人種に関する素晴らしい業績をあげる一方で、その執筆活動から距離を置くようになり、国家にとって必要不可欠な主要産業である鉄道に深い問題が出始めた頃、Ripley は、鉄道政策を立案する鉄道の専門家として積極的な関与者でもあった。鉄道に対する Ripley の業績は、急進的ではなく、彼の徹底した着実な方向付けを示したものである。彼は、鉄道の批判からその職務を開始したが、州際商業委員会が料金の設定権限を獲得した後、彼は鉄道の適正な収入の必要性に共感し、懲罰的な料金の設定が、鉄道に深刻な損害を与えるとの警告を発したのである。鉄道規制に対する Ripley の業績は、後に彼が著した *Wall Street* において十分に発揮されているのである。

## 2 大量株式所有者層の形成

Harwell Wells は、1920年代の Ripley の活躍ぶりを次のように述べている。Ripley が会社金融の研究に転換したとき、彼は、急速に変化する分野を認識したのであり、1900年以後、既に議論した著者らの株式保有の分散を認識する傍ら、第一次世界大戦以後、新たな小口の株主が金融市場に殺到したのである。<sup>(64)</sup> 広まった有価証券保有者の傾向は、第一次世界大戦の間に加速され始め、その当時、アメリカ国民は、戦争の為に資

---

アメリカに流入する脅威という危険性を指摘し、いわゆる、東ヨーロッパのユダヤ人を暗に示唆して叙述している。彼の研究が、移民制限を支持する人々から好意的に受け入れられたことは驚くことではない。なお、1916年、彼は Louis Brandeis を連邦最高裁へ推薦した数少ないハーバード大学の教授の一人である。Id. WILLIAM Z. RIPLEY, *THE RACE OF EUROPE* (1899). 本書は、当時、広く且つ十分に受けいれられており、ニューヨーク・タイムズも支持している。William Z. Ripley, *The Race of Europe*, N.Y. TIMES, Aug. 27, 1899, at IM 10.

(64) 比較的小株主の多くは、第一次世界大戦よりも前に増加していたが、一般的に認識されたのは、アメリカ人の平均的な人々が株式投資に走り、そのことが誇張されはしたが、実際に株式所有者が急増したのは第一次世界大戦後であった。Harwell Wells, *supra* note 5, at 1265.

金を抛出する一般的なリバティー債を購入したのである。<sup>(65)</sup>終戦後、証券購入に気を良くしたアメリカ国民は、さらにその国債購入に勇気づけられたのである。そして、株式についても、国内の小口の証券会社に広がり、多くの会社で顧客や雇用者も株式の所有者になる機運になったのである。<sup>(66)</sup>正確な数字を入手することは困難であるが、ある一つの最近の研究は、株式の保有者が第一次世界大戦以前の数十万（合衆国家計の内の約3%）から1929年には800万（大雑把に家計の約4分の1）になったと評価している。<sup>(67)</sup>

投資家にとって、この増加した必然的結果は、株式所有の更なる分散であり、はじめての大量株式所有者層の形成であった。何人かの戦争前の著者は、株式所有の拡散に潜む諸問題が見えるようであると記した一方で、戦後の初期の頃の評者らは、この傾向を歓迎したのである。この株式拡散を歓迎した著者らは、社会的問題に対する鎮痛剤として絶えず広がる株式所有者の到来を告げたのである。何故ならば、普通のアメリカ人が、全米で成長する会社経済における一人の関係人（出資者）になることを約したからである。<sup>(68)</sup>1925年、Ripleyのハーバード大学における

---

(65) DAVID M. KENNEDY, OHERE THE FIRST WORLD WAR AND AMERICAN SOCIETY 105-06 (1980). 第一次世界大戦後の同盟国を支援するために米国で販売された戦争債権である。債権の購入は、米国における愛国心の象徴となる、その後、議会も承認して今日でも米国財務省債として発行されている。

(66) Ott, *When Wall Street*, *supra* note 27, at 622-24.

(67) Julia C. Ott, "The Free and Open People's Market": *Political Ideology and Retail Brokerage at the New York Stock Exchange*, 19193-33, 96 J. AM. HIST. 44, 45 (2009) [hereinafter *The Free*]. Ottは、Ripleyについて詳細に論じている訳ではない。しかし、彼女は、1920年代における所有と支配の分離に対して十分に注目して論じており、個人としてのRipleyに親近感を持っていたことが伺える。Id. at 62.

(68) ニューヨーク証券取引所は、「株主民主主義」のビジョンを「普遍的な株式所有によって区別された現代の形態である所有者民主主義」として促進することによって、この時期の規制に反対するキャンペーンを張ったのである。Ott, *The Free*, *supra* note 67, at 64. もちろん、株主民主主義は、

経済学研究の同僚であった Thomas Nixon Carver は、その著 *The Present Evolution in the United States* の中でこの点について述べている。Carver は、株式所有者の広まりが、小さな投資家を「小さな資本主義者」にすることによって、「労働問題」を解決できると指摘する。<sup>(69)</sup> 類似の考え方は、同じ年に出版された博愛主義者である Robert Brookings の *Industrial Ownership* の中で引用されている。同書において、Brookings は、20世紀資本主義における2つの卓越した自論を展開しており、それは、所有と経営の分離に加えて広範囲に広がった株式所有である。同書で、彼は、所有者が「人口の大部分を占めて拒絶」されるまで株式所有が継続すると予測したのである。<sup>(70)</sup> Carver のように、Brookings は、このような株式所有の展開からいかなる問題も起こるものでもないと考えたのである。バーリ＝ミーニズが、所有と支配の分離において、経営者にとっては適切な富の機会であるとみたのに対して、Brookings は、所有者の拡散が悪影響を有し、経営陣にとっては、株主に目を向けた経営責任が増加することになると理解したのである。彼は、所有の広範囲の普及並びにあらゆる利害関係を有する当事者にとって、経営の責任という意味の増加が、産業問題における納得のいく解決策になると指摘したのである。<sup>(71)</sup>

このような二人の考え方に対して言及されなかったとしても、普通のアメリカ人が株主としての観点から見た場合、それは、コーポレート・ガバナンスの方向付けにおいて基本的な考え方の流れを暗示するもので

---

「所有者民主主義」にとって、それは優れて対象的なものであった。しかし、ニューヨーク証券取引所は、違った趣旨で主張したのである。Id. at 61-65.

(69) THOMAS NIXON CARVER, THE PRESENT ECONOMIC: REVOLUTION IN THE UNITED STATES 112 (1925), quoted in Harwell Wells, *supra* note 5, at 1265.

(70) ROBERT BROOKINGS, INDUSTRIAL OWNERSHIP: ECONOMIC AND SOCIAL SIGNIFICANCE 9 (1925), quoted in Harwell Wells, *supra* note 5, at 1265.

(71) Id. at 1266.

ある。Carver と Nixon の見解は、普通のアメリカ人の富と有価証券に  
 関係しており、株主及びその地位が直接に関係していたとするのが正し  
 いのであれば、そのとき、株主としての彼らの健全な状態は、重要な問  
 題点とかかわり合うことになるのである。もはや会社が、競争者や一般  
 市民に損害を与えるのは会社法の根本的な問題ではなく、現在では、会  
 社法の中心的な関心事が、株主に対するもの<sup>(72)</sup>に変わってきているので  
 ある。歴史学者である Julia Ott が指摘したように、全米的な株主民主  
 主義の展望の下、株主利益の最大化は、コーポレート・ガバナンスと経  
 済政策における最も重要な考察対象である<sup>(73)</sup>。

### 3 一般株主から専門投資家の時代へ

1929年代半ば、William Ripley は、コーポレート・ガバナンスの全米  
 的な議論が華々しく起こる前に、所有と支配の分離を提示している。彼  
 の最初の思いがけない刺激的な議論は、一見して控えめに映った議論で  
 あった。ニューヨーク学術センターの年次総会の場で、1925年11月、彼  
 は、「会社の本質と行動における2つの変化」と題する講演<sup>(74)</sup>をして、「わ  
 が資本主義体制における優れた主因」として話している。

---

(72) *Id.*

(73) Ott, *The Free*, *supra* note 67, at 64. 同じ流れを汲む議論では、Dalia  
 Tsuk Mitchell は、パーリ＝ミーンズの明確な表現において、現代の会社  
 社会では2つの階層が存在し、それはまだわかっていない部分である労働  
 者も含めて経営者と株主であると指摘している。See Dalia Tsuk, *Corpora-*  
*tion Without Labor: The Politics of Progressive Corporation Law*, 151 U.P.A. L.  
 REV. 1861, 1884 (2003).

(74) See William Z. Ripley, *Two Change in the Nature and Conduct of Corpora-*  
*tion*, 11 PROC. ACAD. POL. SCI. N. Y. 143, 143 (1926). *quoted in* Harwell Wells,  
*supra* note 5, at 1267. このスピーチもまた、彼の論稿である *More Power to*  
*the Bakers*, NATION, Dec. 2, 1925, at 618 の中に収められているものであり、  
 後に連邦議会議事録に収められる (Congressional Record, 67 CONG. REC.  
 7719-20)。

第一の論点は、良識的で効果的な経営にとって、直接的な説明責任は何であれ、会社または受託者によって流通した証券に代表される株式の所有権から所有者の分離である。第二の論点は、従業員と当該会社の製品の消費者への広範囲にわたる株式の普及である。結論として Ripley が出したものは、ほとんどは中間業者である銀行による絶対的な支配という仮説であり、責任面から言えば、少なくとも理論的には実際の所有者の肩にかかっているということである。<sup>(75)</sup>

Harwell Wells は、Ripley の結論が既に他の者によって結論付けられていたと述べ、特に、銀行支配に対する彼の批判は、10年前になされた Morgan の批判とほとんど変わらないと指摘する。ただ彼が、革新的な内容を導入したとき、2つの分離要素を認識したのである。それ以来、我々は、「所有と支配」の分離として一つのまとまった考え方を共に共有してきたのである。彼にとって「所有と経営」の分離は一つの問題であり、それは拡散された株主によって悪化したのである。この株主の拡散という悪化問題は、「所有と支配」の分離を一般社会へとその方向を変えたのである。<sup>(76)</sup>

#### (1) 種類株式の問題点

Ripley の問題への取り組みは、緊急性を要するものを採用したものである。何故ならば、所有と支配の分離は、既に頂点に達していたからであり、分離も株主も消極的な問題であり、目新しいものではなかったのである。すなわち、株主は、常に不活発であり、株主の権限を委任していたのである。ただ、株主自身を主張するために活性化させることができる可能性は、やはり存在させていたのである。会社金融における新し

---

(75) *Id.* at 143.

(76) 「所有と支配」を一つの問題として、それを前提に考えてきたが、「所有と経営」の問題は、株主の拡散によって「所有と支配」を一般社会になじませてしまったことになる。Harwell Wells, *supra* note 5, 1267.

い革新は、そのようなことに終止符を打つことを約束したのである。彼は、Dodge社の公募を引用して持論を説明したのである。すなわち、ある銀行がその公募に応じて1億4,600万ドルで購入した時、株式を保有しているある投資家は、1億6,000万ドル分の社債、優先株、そして普通株を売却し、1年後に再びDodge社に公募を購入したのである。この時の経緯をRipleyは、新たにDodge社が「A種」と「B種」という2種類の普通株からなる新たな資本構造になっていたことを指摘したのである。この2つの種類株のうち、B種類株式だけが議決権を有したのであり、その銀行は、A種類株式を売却し、B種類株式を保持し、当該会社の所有者からあらゆる権限を奪ったのである。Ripleyは聴衆に質問をしている。「そのような状況下で、急激な権力の濫用以外にどのようなものが存在したのか？」<sup>(77)</sup>。

株主民主主義にとって、彼の応援団長ともいえるニューヨーク・タイムズから見放されたRipleyの考えは、彼の講演後出版されたニューヨーク・タイムズの社説で掲載されたものであり、彼が、所有者の拡散に際して本質的な危険性を主張したことであった（社説は、彼の主張を批判したものであった）。Ripleyの講演内容は、全米の産業が、以前の所有者の広範囲な広がりを受け入れたことに対して、それは否定的な疑問を投げかけたものであると言われたのである。株式に関する広範囲な所有者と「所有と支配の分離」を結びつけるに際して、Ripleyもまた、中心的な関心事に対する株主の移動（所有者の移動）によって、コーポレート・ガバナンスにおける現代の論争を期待したのである。正確に言うならば、ニューヨーク・タイムズは、消費者に害を与える旧いトラ

---

(77) もっとも、議決権のない株式を発行したのは、Dodge社だけではなかった。Ripleyが非難したA種類株式を発行した企業は、1916年と1924年から1925年にかけて12社以上にのぼっている。See *The Development of Class A and B Stocks*, 6 HARV. BUS. REV. 332 (1926), quoted in Harwell Wells, *supra* note 5, at 1268.



ストとして、株式が拡散された結果、所有者に害を与える閉鎖的な会社経営であると結び付けたのである。<sup>(78)</sup>

当時、Ripley の講演は広範囲にわたって注目を集めたのである。ニューヨーク・タイムズは、講演の翌日、2つのコラムを掲載して講演会を感動させたと報告している。その後すぐに、ウォールストリート・ジャーナルに掲載されることになり、同誌は、次のように報告している。

Ripley の講演は、銀行家からみればかなりの関心を持たれたのであり、バンク・オブ・アメリカは、Ripley の攻撃に勇気を持って否定すること、そしてこれ以上ビジネスに政府の規制が必要でないとの声明を発しななければならないと感じたのである。1925年11月半ば、ニューヨーク銀行協会での講演者は、Ripley の主張に反論し、Thomas Carver の初期の頃の結論、すなわち、実際に株主の利益となる所有者の普及を主張する一方で、投資家である所有者（銀行）に対して信託責任という意味で更なる有用な役員責任を付与し、銀行業界の内外において、何人かの者による支配という意味での否定を主張しているのである。<sup>(79)</sup>

次の年、Ripley は、経営と支配の分離並びに株式所有者の普及を一般的な議論の中心に据えて、合衆国大統領さえも巻き込んでニューヨーク証券取引所による重要な変化へと導いたと思われるキャンペーンを行っていた。そのキャンペーンは、ニューヨークで始まり、1926年1月に急な盛り上がりを見せ、その時、Ripley は、全米で最も読まれている雑誌の一つであるアトランティック・マンスリー誌において、*From Main Street to Wall Street* というタイトルをつけた論稿で、彼特有の攻撃を広めたのである。<sup>(80)</sup> この論稿により、彼が、この議決権のない普通株に対す

---

(78) Harwell Wells, *supra* note 5, at 1268.

(79) *Id.* at 1269.

(80) See William Z. Ripley, *From Main Street to Wall Street*, ATLANTIC MONTHLY, Jan. 1926, at 4 [hereinafter *From Main Street*]. この Main Street というタイトルは Sinclair Lewis の小説のタイトルに反応して、“Main Street and Wall Street” を引き合いに出して付けたものであると言われている。この

るキャンペーンに乗り出したと想像することができ、そのことは、現代のコーポレート・ガバナンスに対する攻撃でもあった。

## (2) 買収による責任放棄

*From Main Street to Wall Street* は、父親から地元の電力会社の株を与えられたメイン州の若者についての例え話で始まっている。父親は息子に、株と一緒に所有権の義務について短い講義をしている。すなわち、おまえは、おまえがこの事業に部分的な責任があることを決して忘れてはいけない……その責任は、おまえの所有権の不可分の一部である。<sup>(81)</sup>更に、Brandeis 判事の言葉を引用して、その父親は次のように続けている。

無知な株主として、……私の気持ちには、いかなる考えも存在しない。彼は、事実として、無知であるかも知れないが、彼は、無知のままでいることはできない。彼は、そのシステムの利益を受け入れるのである。公共の福祉に合致するポリシーを実行する者を代表する人々の存在を知ることが、彼のビジネスであり、彼にとっての義務である。……富に対するこの責任は、我が偉大な国が設立されたことに対する私的な所有権

---

Main Street に該当するのが議決権のない株主であり、Wall Street に該当するのが議決権を有する専門投資家である。ここでは、意識として、“From Main Street to Wall Street” を「一般株主から専門投資家へ」としておく。本章3の見出しもこの訳による。なお、アトランティック社は、あえて説明するまでもないが、若干、触れておく。1857年創刊。世界中の月刊誌の中で多くの National Magazine Awards 受賞歴を持つ正統派評論誌。現代社会・文化、政治、経済、歴史、科学、文芸、芸術、旅行、グルメ、アート情報まで、世界中のあらゆる事柄の核心に迫る鋭い視点で世論をリードしてきた。NEW YORKER, HARPER'S MAGAZINE とともに有名で、中でも書評が充実しておりわが国では、株式会社富士山マガジンサービスが扱っている (<https://www.fujisan.co.jp/product/1281682568/>)、  
<最終閲覧日：2021年8月27日>。

(81) *Id.*

全体の制度に根差すものであり、そのことは正当化される。<sup>(82)</sup>

しかしながら、Ripleyの主張と照らしてみれば、所有者責任を行為として捉えれば、経済の発展は、その息子の株主としての責任の試みをすぐに頓挫させたのである。というのも、公営事業会社が、メイン州の小さな電力会社を買収し、息子は、彼の所有権が、メイン州からオララホマ州、ネブラスカ州までの州において、数万人の所有者とシカゴに拠点を置き、電力会社を所有する国営企業の株式の所有権に変わったと知ったからである。そのようなことは、質素な生活と株式の所有という責任の日々が、ニュー・イングランド地方における公益事業の分野で過ぎ去るだけの時間のように見え始めたのである。父親に言われた株式所有の責任の重さは、いとも簡単に過ぎ去ったのであり、簡潔に言えば、息子が所有している会社の株式は、親会社である国営企業によって買収されたのである。したがって、責任の重みなどは、論外といった方が適切であった。

Ripleyの批判は、1920年代の論文として、持株会社の有効性に限定したものではなかったのである。メイン州の株主が所有権の責任を行使できる企業に投資しようと探したとき、息子は、会社が株主の関与を避けるために議決権信託とピラミッド型の所有権を使用していることに気づいたのである。初心者である一般投資家でも、このことは理解できたものの知的に参加できる期待はできなかったのである。

Ripleyによれば、このような展開は、株主の声を彼らの会社から排除するだけでなく、私有財産のために提供された伝統的な正義を弱体化させることであった。彼は、会社の所有者である株主から経営者が支配する構図に変わりつつあることを指摘しているのである。

すべての経営者は、年間を通じた会社運営の成果として、それはかな

---

(82) *Id.* (quoting LOUIS D. BRANDSEIS, THE COURSE OF BIGNESS: MISCELLANEOUS PAPERS OF LOUIS D. BRANDEIS 74-75 (Osmand K. Fraenkel ed., 1935), *quoted in* Harwell Wells, *supra* note 5, at 1269-70.

りの部分を占めている報酬であるが、その点を除けば給与を得て働いている。ただ、経営者自身の利益に関する動機は、時に触れて、会社の業務における迅速な売上高とは対照的に、長年かかって築き上げてきたことが関係する限り、年間の報酬に注ぎ込まれていたかも知れないのである。<sup>(83)</sup>

このような新たな事態は、株主を恐れさすだけでなく、経済全体の秩序にも関係するのであり、真実を言うならば、我が全米の現代社会に根差している私有財産制度は、我々が注意を払わない限り、その土台から脅威にさらされるのである。このように述べる Ripley は、包括的な問題解決に着手するのであれば、議決権のない普通株式を組上にあげなければ何も始まらないとして、この普通株式を取り上げるのである。議決権のない普通株は、2つの方法で株主を脅かすのである。第一として、会社の経営上の方針を経営者に委ねるのであり、第二として、株主の所有権に対して有している何らかの責任を完全に台無しにするのである。つまり、このような金融上の設定をすることによって、実際の所有者の経営に対す最後の責任を露骨で理不尽な、まるで窃盗のような形に終わらせるのである。<sup>(84)</sup>

この議決権なき株式は、主たる問題であり、Ripley ひとりがこの問題に取り組んでいたわけではないのである。ただ、他の研究者らは、1920年代に奨励された株式所有の普及に関心を示し、そのことを後押ししたのは、従業員の成長と消費者による株式購入の意欲によるものであった。その点について Ripley は、経営者の更なる力を確固たるものにするだけであったと考えたのである。彼は、次のように記述している。従業員と当該会社の製品を購入する消費者への株式の幅広い普及・分配は、会社の所有者と経営者の間における専門的な経営力をうまく取り入れた制度に累積された運命であると考えられる。Ripley は、株主の数が多くな

---

(83) *Id.*

(84) Harwell Wells, *supra* note 5, at 1271.

ればなるほど、残りの株式すべては、少数株主の一団の手にわたり会社を容易に支配できることになると説明している。したがって、株主が多くなっても、取締役の選任投票で勝つことはできないのである。<sup>(85)</sup>

次に Ripley は、彼が認識した問題を解決するための一連の解決方法を提案しており、その一つとして社債について提案している。すなわち、社債権者は、株主と同様の権利が与えられ、累積投票を広く採用すべきであると主張すると共に連邦政府は、持株会社を規制することができる<sup>(86)</sup>と訴える。しかし、彼の主たる解決策は、広報活動を通じて問題解決の方策を認識させることであった。この1920年代、株主と社債権者の開示を要求した項目は僅かである。<sup>(86)</sup> Ripley が信じたのは、州の開示命令が、会社経営の概略、会社の活動経費、そしてとりわけ、会社の良い状態と悪い状態に対する会社の方針を公にすることであった。このように信じた根拠は、たとえ当該会社のデータを個人的に評価する素養を身に着けていなくても、株主の役に立つ情報開示は、やはりそのような分析を準備できる優秀な専門家による知的な判断から利益を得ることができると考えたからである。<sup>(87)</sup>

### (3) 議決権なき株式の上場拒否

Ripley は、読者に対して「そこに、何か問題がある」ことを認めるように要求して最初の寄稿論文を締めくくっている。いまだ危機的状况に至っていないが、投資分野への富裕層による適切な手段によって共有さ

---

(85) Ripley, *From Main Street*, *supra* note 79, at 99.

(86) 大会社が、ニューヨーク証券取引所の上場要件あるいは州のブルースカイ法に基づき、そのような影響の為に幾つかの開示を行っている。しかしその一方で、多くの会社は、それらの要件を回避して何らかの有益な情報が存在していても、ほとんど開示しなかったのである。See Harwell Wells, *No Man Can be \$1,000,000 a year: The Fight over Executive Compensation in 1930s America*, 44 RICH. L. REV. 689, 707-08 (2010).

(87) Ripley, *From Main Street*, *supra* note 80, at 104.

れている会社の所有権は、株主としての所有権を有しているものの議決権がないことで差し迫った状況になっていることを訴えたのである。

そして、一般市民の怒りが、彼の唯一の関心事である議決権のない普通株に焦点を当ててきたことに驚ろかなかつたとしても、この問題に関する燃焼は、彼自身の論文にその原因があることを理解するのである。<sup>(88)</sup>

*From Main Street to Wall Street* の発行から数週間の内に、初めて激しい抗議が起り、その声は、議決権なき普通株の発行をニューヨーク証券取引所に認めないようにするのに十分であった。その後、議決権なき普通株は、上場を拒否されたのである。<sup>(89)</sup> また、州際商業委員会は、議決権信託を認めず、公共の利益のためには、強力な少数ではなく、鉄道会社の株主全員が経営責任を負うことを要求しているとの声明を出している。そして、ニュージャージー州公共事業委員会は、その後すぐに、同様の理由で議決権なき株式の発行を拒絶したのである。このような経緯の後、幾つかの会社は、自社の資本構造が議決権なき普通株からなっていることを認識し、自分たちの会社は、あらゆる株式が完全に議決権を有しているとの事実をセールスポイントにしてアピールしたのである。そのような結果、1926年2月ホワイトハウスにおいて第30代米国大統領カルビン・クーリッジが、議決権なき普通株の問題点を Ripley と議論したとき、そのことが報道されたために、一般市民が知ることにになり、彼らからの抗議が勃発したのである。<sup>(90)</sup>

経営支配力に対する Ripley のキャンペーンは、政策決定者だけでなく一般市民をも扇動したのであり、彼の改革運動によって生じた注目すべき最もわかりやすい事例として、ニューヨーク・タイムズが1926年春

(88) Joel Seligman, *Equal Protection in Shareholder Rights: The One Vote Controversy*, GEO. WASH. L. REV. 687, 693-99 (1986). このエピソードは、Seligman のこの論文の中で紹介されている。

(89) *See id.* at 697. ニューヨーク証券取引所あ、1926年1月18日 Fox Theater に対して議決権なき普通株の発行を認めなかった。

(90) Harwell Wells, *supra* note 5, at 1273.

の発行に掲載されたポエムがある。見出しは、「議決権なき株式を糾弾する新たな大衆、空虚さを持って待ち続ける」としており、実務界の株主と比較して、小口の株主の苦境を皮肉交じり叙述している。

1926年春、議決権なき株式がマスコミ報道で盛んになる一方で、Ripley の広範囲に及ぶ懸念事項もまた、ある部分では通用する事態を引き起こしたのである。というのは、議決なき株式の普及により、彼ら株主が会社を支配することから遠ざかるという事態と引き換えに、いったい誰が会社を支配しているのかという論点を明らかにしたからである。このような、「議決権なき株式、ウォール街を呼び覚ます」と題したニューヨーク・タイムズの1926年の記事は、Ripley が大いに関心を寄せている問題を要約しており、議決権なき株式の真相を掲載したのである。その記事において、議決権なき普通株式は、コーポレート・ガバナンスの観点からすれば基本的な兆候の変化をあらわしているに過ぎなかったのである。例えば、その記事では、産業支配の中心が、「所有者」＝株主から投資銀行へと移行する傾向にあり、過去数年間の急速な勢力を得ている典型的な動向として Dodge Brothers 社の再編成を記述している。そのような移行の理由として、株式所有者の分散並びに複雑な持株会社の成長を強調しており、会社経営の責任から会社所有者を分離して、実際の会社支配から金融上の危険性を分離したことに関して、そのような現象が、危険な権力濫用の傾向を認識しながら続けられたのである。<sup>(91)</sup>

Ripley の反対ともいえる改革運動は、急速に議決権なき株式を挫折させたのであるが、その運動の最終目標は、思ったよりも容易には到達しなかったのである。<sup>(92)</sup> 1926年8月、彼はアトランティック社の月刊誌に続

---

(91) *Id.* at 1274.

(92) 我々が考える資本家秩序の中心的な正当性を有する所有者責任の原則を失った議決権なき株式の存在について、議決権なき普通株式に対するニューヨーク証券取引所の禁止は、些細な一つの側面であるものの、それが重要な不正であり、誰一人として気乗りのしないものであろう。このような記事を1926年2月、ニュー・リパブリック社の紙面に一人の編集者に

論を、*Stop, Look, Listen! The Shareholder's Right to Adequate Information*<sup>(93)</sup> というタイトルで寄稿している。この寄稿において、彼は独特の理解しがたい暗喩を駆使して次のように述べている。

2つの道が交差しており、最初は規制されず、旅行者もほとんどいない。ところが、交通量が多くなるにしたがって、不注意な飲酒ドライバーが現れて、その後、死亡やその前兆となる大事故が起こり、やがて、交差道路への公共の管理が実施されるようになる。この比喩は、明確である。

#### (4) 否定的な情報開示

一般株主・個人投資家 (Main Street) と専門投資家 (Wall street) は、いわば直角にお互いが交差するようになったのである。株式について、それが広範囲に分散された所有の現象と同義語である一般株主の道と大規模な資本の中心に位置する金融資本として知られている集団として専門投資家が交わったのである。常に逆の目的を有するこの利益の交差は、所有と経営の接点で衝突する危険性によって特徴づけられるのである。

当時、会社は、株主に対してほとんどあるいは全く情報を提供することがなかったのであり、また、株主からも要求されることもなかったのである。Ripleyの関心事は、会社の財務上のデータが欠如していたこと<sup>(94)</sup>にあった。何社かが、定期的に監査報告における貸借対照表と損益計算

---

よって記述されたものがある。*The Week*, THE NEW REPUBLIC, Feb. 10, 1926, at 308, *quoted in* Harwell Wells, *supra* note 4, at 1274.

(93) William Z. Ripley, *Stop, Look, Listen! The Shareholder's Rights to Adequate Information*, ATLANTIC MONTHLY, SEPT. 1926, at 380-399 [hereinafter *Stop, Look, Listen!*], *quoted in* Harwell Wells, *supra* note 4, at 1274. この誌面において、より基本的な経済的变化の当然の結果として、この議決権なき普通株式の骨幹について、彼は、会社の報道について今まで以上に自身の論調を展開している。

(94) See Wells, *supra* note 86, at 737-38.



書を公表する一方で、多くの企業は、公表していなかったのである。もちろん、Ripley は、彼の判断で不十分な開示に対して攻撃することに躊躇しなかったのであり、そこともあり、彼は名をあげたのである。Singer Manufacturing 社や Royal Baking Power 社のような企業は、元々、株主に対していかなる財務上の情報も与えなかったが、他の多くの企業は、なんとか短期の貸借対照表を提供した、と彼は報告している。会社情報に関する Ripley の議論は、株主に対する彼の見解におけるひとつの分離を特徴づけたのである。それは、活動的な株主という旧い見解から、主として受動的投資家（多くの利益を求めない平均的な株式の運用者）としての株主という新たな認識への移行を示すものである<sup>(95)</sup>。彼は、会計情報に関する更なる情報が株主の役に立つと考えたものの、その情報から株主は、どのようにして利益を得ることができるかという問題点も引き起こすのではないかと考えたのである。とはいえ、Ripley は、時に触れ、より良い情報が株主の会社に対する関与を創り出すと示唆することによって、少なくとも、弱体化したとされる株主の行動意欲に一定の希望を提供してきたのである。「一般株主から専門投資家へ」の傾向において、Charles Cabot によって広報された長期におよぶ株主キャンペーンも含めて、個々の株主が、巨大会社に打ち勝つことができる場合の事例をいくつか強調したのである<sup>(96)</sup>。しかし、1927年の彼の書である *Main Street and Wall Street* において、たいていの株主が、会社の経営に関する改革を出すためのいかなる希望も能力も持っていないと認める

---

(95) 主に投資家としての株主に関する見解は、1910年代までに既に支配的であった。Dalia Tusk Mitchell, *Shareholder as Proxies: The Contours of Shareholder Democracy*, 63 WASH. & LEE L.REV. 1503, 1517 (2006).

(96) Harwell Wells, *supra* note 5, at 1275. Wells は、12時間中 U.S. Steel 社に対してどのように圧力をかけるのかに関して、Cabots の実際のストーリーは、Ripley のストーリーよりも複雑であると評する。See Charles Hill, *Fighting the Twelve-Hour Day in the American Steel Industry*, 15 LAB. HIS. 19, 21-23 (1974).

のである。

株主全員が参加して一般的な活動をするとの期待に基づく会社経営のより開かれた民主主義に関する何らかのプランは、まさに針金が絡まるように失敗する運命にあり、平均的な株主は、積極的に会社経営に係る資格は全くないのである。<sup>(97)</sup> 驚いたことに、多くの大会社の株主の半数以上は、女性である。ただ、そのような一般的な女性の多数が、政治において選挙を通じて影響を与えるのと同じように、「性」に基づいて株主としても影響を及ぼすとする根拠のないことで結果とするのは不適切である。同様に、大部分の株主が男性としても、彼らは、そのような関係に対して時間も影響力も、そして能力も有さないのである。要するに、女性も男性も関係なく、リスクの拡散という投資の分散におけるこの優れた慣行は、評価するのは困難であると考えられる。<sup>(98)</sup>

また、Ripley は次のようにも結論付けている。会社にとって、情報は、より良き統治者である株主の役に立たないものの典型であり、ひとたび会社の情報が提供されれば、「専門家、分析家、銀行家、そしてそれらの者に準ずる者達が、即座に情報を広めるのである」と記している。<sup>(99)</sup> Harwell Wells は、このことが一目を置く興味あるものとして、Ripley の認識を次のように捉えている。たとえ、Ripley が株主の共益権を維持するための方策を探そうとも、この文脈において、それが効果的でないことを彼は認めたのである。株主が、より良い情報から利益を得るのは、

(97) 「株主全員が参加して一般的な活動をする」とは、要するに、教科書的な説明に基づけば、共益権の行使である。

(98) 筆者自身、当時の一般的な投資家は、女性が多数を占めていた一の記述に驚かされた。女性にしる、男性にしる、株主という地位に付与された権限の行使に無頓着であったということである。つまり、当時のアメリカは、一昔前の日本の株主総会の形骸化に匹敵し、いわゆる「モノ言う株主」はアメリカにもいなかったということである。RIPLEY, MAIN STREET AND WALL STREET, *supra* note 80, at 129-30.

(99) Ripley, *Stop, Look, Listen!*, *supra* note 92, at 385, *quoted in* Harwell Wells, *supra* note 5, at 1276.

株主を経営に参加させる権限を付与するからではなく、株主の経済的利益を間接的に保護するからである。すなわち、このことは、公開会社に対する究極的な防御である。議決権という権限の行使を通じた民主化の付属物ではなく、それは、現実の市場価格の形成に貢献するからである。<sup>(100)</sup>

#### (5) 州規制から連邦規制へ

この Ripley の考えは、会社の情報をどのように引き出すべきかについて、自身の考えた規制の在り方と社会的な圧力の提案を即座に放棄したことを意味するのである。彼は、ニューヨーク証券取引所の開示命令を称賛する一方で、開示命令は、当該証券取引所での取引を望まない企業によって容易に回避されると結論付けている。更に、州の「ブルースカイ」証券法の弱さゆえに、州レベルの規制では何一つ問題が解決できないと指摘したのである。Ripley の解決方法は、連邦レベルでの解決であり、特に、それは、会社に対して詳細な開示を要求する連邦取引委員会による解決方法であった。連邦取引委員会は、会社からの詳細な情報<sup>(101)</sup>が欲しいのであれば、それを要求する権限を既に有していたからである。

---

(100) Harwell Wells, *supra* note 5, at 1276.

(101) 上場要件でさえ、限られた用途に過ぎなかったものであり、上場要件が大量のデータを要求する一方で、データは、ニューヨーク証券取引所でのみ閲覧できたのである。要するに、州レベルの問題になり、Ripley の主張する連邦レベルの問題にしなかったのである。ただ、解釈の問題になるが、連邦取引委員会法は、本来が州際商業に関する反トラスト法違反を扱うため、投資における情報開示や株主の保護をその射程範囲にすることができるか？ 具体的には、連邦取引委員会法第 6 条の解釈に依存する。Id. 例えば、FTC 法第 6 条(b)は、委員会が、年次または特別な組織、ビジネス、行為、慣行、管理、および他の企業、パートナーシップ、個人との関係に関する情報を提供するために、特定の質問に書面で報告または回答を提供する……委員会の第 6 条(b)の権限はまた、特定の法執行目的を持たない広範な研究を行うことを可能にする。第 6 条(f)は、委員会が得た情報の一部を「随時公表する」ことを認め、開示が公共の利益に役立つ（要旨）。連邦取引委員会 HP 参照。https://www.ftc.gov/about-ftc/what-we-do/enforce-

Ripley の第二の論文は、再度、文字通りウォール街を揺るがしたのである。*Stop, Look, Listen!* の見出しは、1926年8月24日の早いうちにニューヨーク中に知れ渡ったのである。当日の昼までに、多くの証券会社は、市場の声としてその論文に言及し、顧客、仲介業者に配布して、Ripley の批判が、明らかに会社の社会的信頼を損なうことになり、証券会社自身は、投資家に対する新たな報告要件になる可能性を示唆したのである。市場の観測筋によれば、その結果は、その日の終わりに市場を低迷させるほどの鋭い売り注文になったのである。<sup>(102)</sup>ウォール街の一部では、実際に、より良い開示をしなければならないことに直面していたが、そのことは、ニューヨーク証券取引所の過去1年間の開示方法にその原因があったのである。多くの者は開示を恐れており、少なくとも Ripley <sup>(103)</sup> の批判を恐れていたのである。

Ripley の論文は、国の資本にも波文を投じたのである。彼の論文が公になってから数日後、何人かの連邦取引委員会の委員たちは、同委員会がニューヨーク証券取引所に対して Ripley が主張するような権限を与えるものではないと主張しているのである。<sup>(104)</sup>このことは、時の大統領をも同様の議論に巻き込んだのである。すなわち、第30代クーリッジ大統領は、議決権なき株式に関する先の Ripley の発言に刺激を受けた会社の問題について、夏季研修会での報告を受けていたのである。けれども、クーリッジ大統領は、その報告書が会社を良くするものであり、完全な

---

ment-authority (Last viewed May 12, 2021).

(102) *New Ripley Attack Stirs, Wall Street*, N.Y. TIMES, Aug. 25, 1926, at 1.

(103) Harwell Wells, *supra* note 5, at 1277.

(104) *See Against Ripley's Plan: Majority of Trade Commission Doubt Its Legality*, N.Y. TIMES, Aug. 26, 1926, at 21. Harwell Wells によれば、Ripley が、会社から報告書を出させる連邦取引委員会の権限について、あまりにも楽観主義者であったと評している。See Milton Handler, *The Constitutional-ity of Investigation by the Federal Trade Commission: II*, 28 COLUM. L. REV. 905, 930-37 (1928).

共感を持っていると主張する一方で、会社が州から生活の糧を得ており、そのために報告書の要求が州の関連事項であるとの理由で連邦の介入を拒否したのである。<sup>(105)</sup>

*Stop, Look, Listen* なる見出しもまた、注目を浴びており Ripley の立場を支持したのである。ニューヨーク・タイムズが、*When Ripley Speaks, Wall Street Heeds*, すなわち、Ripley が話すとき、ウォール街は注意を払うと題して発行した当該月において、証券取引所、銀行家、大規模投資会社、そして会社の顧問弁護士らは、ハーバード大学の教授陣から指摘されたそれらのシステムと慣行の批判を真摯に受け止めて、真正面から捉えたのである。<sup>(106)</sup> しかしながら、彼の論文が頂点に達していた頃、Ripley は、より鋭い批判的になったのである。すなわち、*Stop, Look, Listen!* が出現した後、彼に対する批判は、保守的なウォール街の弁護士である Gilbert Montague から放火を浴びたのである。Montague は、*More Government in Business -Dose Wall Street Need It, or, Main Street Want It?*<sup>(107)</sup> と題した論文において、彼は Ripley に対する批判を展開したのである。

(105) Harwell Wells, *supra* note 5, at 1277.

(106) *When Ripley Speaks, Wall Street Heeds*, N.Y. TIMES, Aug. 28, 1926, at 1.

(107) *Says Ripley Plan Runs Afoul of the Court*, N.Y. TIMES, Aug. 30, 1926 at Fin. 22 (providing comments of Gilbert Montague); Gilbert H. Montague, *More Government in Business-Does Wall Street Need It, or Main Street Want It?*, 119 ANNALS AM. ACAD. POL. & SOC.SCL 138 (1927). この Montague の論文は、1927年に発行されたのであるが、それは、*Stop, Look, Listen!* に対する返答・反論であり、1926年になされた論争も含んでいる。なお、Montague に関する一般的な論文としては、次の論文を参照されたい。Wyatt C. Wells, *Counterpoint to Reform: Gilbert Montague and the Business of Reform*, 78 BUS. HIST. REV. 433 (2004), *quoted in* Harwell Wells, *supra* note 5, at 1278. Montague は、企業と政府の関係について活躍した弁護士およびロビイストである。この立場で、彼は規制、特に独占禁止法の展開に大きな影響を与えたが、同様に重要なこととして、彼のキャリアは、20世紀前半に米国で出現した顧問弁護士とロビイストで構成される集団訴訟に対する貴重な洞察を提供している。

この時の Montague の反論は、もちろん「ノー」であり、その主たる内容は、Ripley の示した証拠に対して、会社役員と取締役らが株主から寄せられる以上の情報を用意し、株主からの追加の要望に応える為、常に情報を理解するように努めて準備していたと反論したのである。

ここでの反論は、Ripley の懸念した会社の開示問題だけでなく、広範囲に拡散した株式の所有者及び所有と支配の分離に根差した Montague の分析であった。Ripley による *Stop, Look, Listen!* の発表後のインタビューにおいて、当時、GM の社長であった Alfred P. Sloan は、Ripley の批判にこたえている。<sup>(108)</sup> 株主に対する GM の報告が適切であったと説明した後、会社の幹部を説得するのは容易ではないとも言及している。このとき、彼は、会社の所有者が、あまりにも拡散され過ぎていると認めたのである。ただ、GM は、7万人の小株主（個人株主）がおり、それらが全体の40%を占めるものの、残りの60%は、主にデュポン・ファミリーによって所有されていたのである。Ripley の言葉によれば、GM は、「支配グループ」を有したのである。Ripley が指摘した支配グループの脅威は、大株主に対するよりも、むしろ小株主間の分散に伴い増加した株主に対してもたらしたのである。しかし、Sloan によれば、支配グループの存在は、公共の利益を維持するための強力な防壁であるとの認識であった。つまり、そのような支配株主は、経営が健全で、産業が順調で、そして進歩的であり、多数株主、少数株主に関係なくあらゆる株主に利益をもたらすと認識されれば、いかなる機会も失うことはない

---

(108) See Alfred P. Sloan, Jr., *Modern Ideals of Big Business*, *WORLD'S WORK* 695, 697 (1926). Sloan の論文は、明らかに Ripley の雑誌論稿への返答である。quoted in Harwell Wells, *supra* note 5, at 1278. なお、GM の社長として君臨した彼は、慈善家としても知られ、90歳でその人生を終えている。“Alfred P. Sloan Jr. Dead at 90; G.M. Leader and Philanthropist; Alfred P. Sloan Jr., Leader of General Motors, Is Dead at 90. On THIS Day, Feb. 18, 1966, N. Y. TIMES.

と考えられるのである。<sup>(109)</sup>このことは、多数の支配株主の存在と力のない株主の分散という株式所有の2つの長所である。これが、Sloanの持論であった。

#### (6) Main Street and Wall Street 出版の評判

1926年の秋、Ripleyのキャンペーンは速度を上げている。アトランティック社が、会社法の広報に関する論文を出版した2か月後、彼は、第3番目の論文を公表している。すなわち、*More Light!-and Power Too*は、1920年代に形成されたピラミッド型が有用とされた持株会社を攻撃するだけでなく、Ripleyの先の2つの論文のテーマを繰り返して取り上げて、さらに攻撃したのである。<sup>(110)</sup>第一次世界大戦の終結以来、有用性、すなわち有益とされる持株会社が突如現れて、その後、全米の各州をまたいで統合・合同を繰り返したのである。このとき、Ripleyは、各州と国家における持株会社の立ち位置の多様なレベルをしばしば主張しているのである。<sup>(111)</sup>複雑に絡まった資本構造と何層にも積み重なった所有は、たとえその形式が、全体的にみて小さな持合株式の所有であるとしても、最上位に位置する企業を所有することによって傘下の企業を支配できるようにしたのである。<sup>(112)</sup>その結果、持株会社の不可解な資本構造もまた、

---

(109) Sloan, *supra* note 108, at 697-98, Harwell Wells, *Id.*

(110) See William Z. Ripley, *More Light!-and Power Too*, ATLANTIC MONTHLY, Nov. 1928, at 667 [hereinafter *More Light!*], quoted in Harwell Wells, *supra* note 5, at 1279.

(111) *Id.* Ripleyは、次のように述べている。持株会社に対する一つの有益な根拠は、州内に設立された会社が所有する当該会社の有益性を要件とする州法の存在である。州法が持株会社の有益性を認識するならば、例えば、ウイソコン州の企業は、ミネソタ州にある企業（当該会社の有益性）を所有したいのであり、そのことは、ミネソタ州の会社をウイソコン州の会社の傘下にすることである。しかし、そのことは、会社が所有する多様なレベルを説明しないのである。

(112) Harwell Wells, *supra* note 5, at 1279.

容易に不正行為を行うことがしばしばであり、Ripley 流の表現で言えば、手品のような誘惑、裏切り行為、欺き行為などの不正行為が増加したのである。

Ripley のそれぞれの論文が大衆の注目を集めていたが、その当時、より良きコーポレート・ガバナンスの改革運動を展開するために、彼は、自身の論文集を集めて一冊の研究書として出版する方向で準備しており、1927年2月に *Main Street and Wall Street* が出版されている。ただ、同書が出版される1か月前、彼は、ニューヨーク法曹協会の年次総会でスピーチの機会を与えられ、タクシーで会場に向かっているときに事故に遭遇し頭部外傷を被り、その後、彼は神経衰弱に陥っている。皮肉なことに、Ripley の本が高い評価を得ていた頃、彼は姿を消し、最終的に彼がハーバード大学で再び講義を始めた1929年まで注目を集めることはなかったのである。<sup>(113)</sup>

*Main Street and Wall Street* は、多大な賞賛を受け、Ripley だけでなく Brandeis, Lipmann, そして Woodrow, Wilson らも含めて彼らは、会社資産の所有と支配の分離を認識していたのである。<sup>(114)</sup> しかし、その問題点が根本的に変化し、新たに重要なことが起こっており、そのことは、会社に対する大衆的な投資がかなり増加していることであると認識していたのである。つまり、投資というビジネスが変化しており、それが身近なものになったことを意味したのである。そのことは、身近な所有と言い換えても良い。しかも広範囲に支持され、事業を支配する者が、すぐ側にいる状態なのである。

*Main Street and Wall Street* の特記すべきことは、アトランティック

---

(113) See S.T. Williams, *William Z. Ripley and Some Others*, N.Y. TIMES, Dec. 29, 1929, at XX2.

(114) See RIPLEY, MAIN STREET, *supra* note 12, at vi. Ripley は、所有と支配の分離が、初期の頃の研究者と「根本的な考え方」を分かち合っていると心底述べているのではなく、その点は明らかである。



社の論説が読者にとって馴染みやすい点にあった。すなわち、会社は、まず成長ありきで他のビジネスを追い越すことである。また、経営者は、株主の権限による忠告を撃退することである。さらには、会社所有に対する支配力は、会社の所有権を分離してきたのであり、所有の広範囲な分散と新規の小規模な株式の売買は、単に支配力の移行を加速させただけであった。繰り返して言えば、Ripley は、あらゆる点でこのような持論を2つの基本的な変化（株主の分散と支配の加速）に関連させたのである。換言すれば、所有者に関する手順を経て徐々に目的を実現する一方、他方で、経営力が増加しつづけ、その結果、集中の拡大をもたらしたのである。<sup>(115)</sup>

アトランティック社の論説は、株主の権利に対して経営の着実な侵攻を許した会社法の変更に注意を払っていたのである。<sup>(116)</sup> 議決権なき株式の登場は、更なる変化をもたらし、それに気づいていた Ripley は、株主の支配力が徐々に弱体化していったことを主張したのである。要するに、会社の所有者である株主の会社に対する支配力が弱まるにつれて、経営者が支配力を増していったことを意味したのである。このとき、鋭い読者らは、どのようにすれば、会社の設立を許可した州の競争が、経営者の支配力を促し、州レベルの規制を阻止できるかを学んだのである。その教訓には、無額面株式の利用の増加も含まれていたのである。<sup>(117)</sup>

---

(115) Harwell Wells, *supra* note 5, at 1281.

(116) *Id.* このような変化のいくつかは、アトランティック社の論説において述べられているものの、議決権なき株式に対する Ripley の攻撃によって色あせていたと受けとられていた。

(117) 無額面株式は、株券に金額が記載されていない株式であり、市場の取引で相場＝時価が決まる。因みに、我が国でも平成13年10月1日施行の商法改正により、額面株式は廃止されて会社法にも引き継がれている。廃止の主な理由としては、株式の時価と額面が食い違うことが常態化していたこと、額面がいくらでも株価の変動要因にはならないこと、配当も1株につき行われるため、配当される金額も変わらないこと、そして、欧米では無額面株式が主流になっていることなどが挙げられる。JPX（日本取引所

(7) Berle は Ripley の教え子

法の発展・展開に関する概要を用意することによって、数年後のバリー・ミーンズによる『現代会社と私的所有』で考察されたことを予測できたのである。注目すべきは、1927年までに、既に Ripley は、Adolf A. Berle の友人であり、彼の後援者にもなっていたが、それよりも驚かされるのは、Berle は、ハーバード大学の時に Ripley の学生であった。その時、後の大統領になるフランクリン・ルーズベルトも Ripley の学生であった。<sup>(118)</sup>

1925年、会社の顧問弁護士として成功を収めた Berle は、ハーバード・ビジネススクールで会社金融のクラスを担当して教鞭をとり始めていたのである。<sup>(119)</sup> 1920年代の Berle の文書は、会社法が株主から力を奪うという変化があり、それに対する様々な分析がなされたのである。この当時、Ripley の名前がアトランティック誌の論説に見られないようになった一方で、Berle の名前とその考え方は、*Main Street and Wall Street* において6回にわたって掲載されるほど際立っており、それは、これまで Ripley が問題ありとしてきて法的変遷に関係していたのである。<sup>(120)</sup> 1927年まで、彼らは良き友達であったが、それを物語るエピソードがある。Ripley が、自身のスピーチをアメリカ弁護士協会で行うために会場を向かっている途中で事故にあい、そのため Berle が彼の代わりに原稿を朗読したのである。この時の代読スピーチは、Berle の Ripley に対する友

---

グループ) 用語集参照。

(118) Harwell Wells, *supra* note 5, at 1281.

(119) See JORDAN SCHWARZ, *LIBERAL: ADOLF A. BERLE AND THE VISION OF AN AMERICAN ERA* 51-52. (1987). 同書では、現代のアメリカの自由主義を形作った願望並びに、彼の個人的な論文や日記、広範な歴史的研究、そして Berle の同僚、家族、友人との詳細なインタビューを含む Berle 自身の著作から引き出されており、この記念碑的な研究は、世紀の最も重要な出来事や人物のいくつかに触れられている。

(120) See RIPLEY, *MAIN STREET*, *supra* note 12, at 47, 53, 60, 92, 122, 131, 133,

情であったが、その代わりに、Berle は、現代の会社を研究し始める道筋を確保したのである。<sup>(121)</sup>

このような関係にある Berle と Ripley の両者間における相互作用は、1920年代後半の彼らの業績の比較においても現れている。<sup>(122)</sup> *Main Street and Wall Street* において、Ripley は、コーポレート・ガバナンスに対する持論（批判）を繰り返し、解決策を示唆してきているが、同時にコーポレート・ガバナンスに関する問題点を軽減する新たな提案も示したのである。ただ、株主の無関心さと力の無さに直面した Ripley は、株主の利益を代弁するため伝統的な会社運営に対して、常設の委員会が、個々の抑制と調和の為に作用する役割を果たすために形成されるべきであると示唆しているのである。その1年後、Berle が、*Studies in Corporation Finance* <sup>(123)</sup> を出版して、その主たる提案は、小さな株主と株式の預託者の為にひと塊となって、株式を保有するトラスト会社に対抗する案であり、彼ら二人は、小さな株主の権利を防御する制度上の中立的な手段

---

(121) See SCHWARZ, *supra* note 119, at 51-52.

(122) 業績の詳細な点については、以下の文献を参照。See Tusk Mitchell, *supra* note 95, at 1529-33.

(123) ADOLF A. BERLE, JR., *STUDIES IN THE LAW OF CORPORATION FINANCE* 39 (1928) (quoted in William W. Bratton, *Berle and Means Reconsidered at the Century's Turn*, 26 J. CORP. L. 737, 752 (2001)). Bratton の記述によれば、1930年代において、Berle は、株主に権限を付与する提案から遠ざかっていたようである。なお、日本では、戦前、持株会社により財閥があらゆる産業を支配していたが、この持株会社に該当するアメリカの会社は、トラスト会社である。信託証書により傘下の会社を支配していたのである。持株会社とトラスト会社は、形式的に相違するが実質的には同じであると考えてよい。そのようなトラスト会社の隆盛により、競争が滅殺してそれに対抗するためにはじめられたのが、反トラスト運動であり、その運動の成果が反トラスト法である。ただ、この呼称は、総称としての反トラスト法であり、具体的には、シャーマン法やクレイトン法、そして連邦取引委員会法などである。久保成史・田中裕明『独占禁止法講義 [第3版]』10頁(2014年)。

(小さな株主とトラスト会社の両方を公平にする)を模索していたのである。

*Main Street and Wall Street* が出版された時、その評判は非常に広く賞賛されたのであり、いかに Ripley の考え方が広範囲に広まっていたかが証明されたのである。中でも、*California Law Review* において叙述した著名な会社法学者の Henry Ballantine は、*Wall Street and Wall Street* に対する Ripley の衝撃を詩作技法で書いており、それほどまでに彼は影響を受けたと思われる。<sup>(124)</sup>

#### (8) Ripley の鋭い視点

Ballantine 以外の評価も同じように、Ripley の業績に関するその影響を示唆している。ある者の書評は、経済的な記事を扱っているものの Ripley ほど十分な注目を受けておらず、経済学の一般的な書籍にみられるのは、Ripley の業績であり、アメリカの出来事におけるある種の目覚めを創りだしたのである。<sup>(125)</sup>

また、ケインズの *The Economic Consequence of the Peace* (1919) 以来、現在の経済的側面における最も重要な書籍であると評されている。<sup>(126)</sup>

その書評において、ニューヨーク・タイムズは、やはり困難な問題に

---

(124) Henry W. Ballantine, *Ripley's Indictment of Corporate Skullduggery*, 17 CAL. L.REV. 35, 35 (1928). タイトルのそのまま訳せば、「会社の不正行為に関する Ripley の告発」ということになる。彼の詩的な表現は、次の通りである。「恥をかいて赤面した悲しみの顔を見ると、ウォール街の全体像が見えてくる。ウォール街の勇気の問題が目覚めたとき、Ripley の鋭い指摘が身に染みる」。

(125) 例えば、*Main Street and Wall Street* を評価したものとして、E. A. Kincaid, *Book Review*, 14 VA. L. REV. 240, 241 (1927); Avarid L. Bishop, *Main Street and Wall Street*, 37 YALE L. J. 280, 280 (1927).

(126) Harold Lasswell, *Book Review*, 33 AM. J. COC. 658, 659 (1928). なお、彼の著である HAROLD LASSWELL ON POLITICAL SOCIOLOGY (1980) は、現在、通販でも入手可能である。

応じようとしたのである。すなわち、何故に、キャンペーンは、「著名な」ハーバード大学の経済学者が注目するほど重要視されたのか？アトランティック誌で、Ripley は、彼の持論を展開していたが、誰一人として、彼の論文に反論できなかったのである。また、異なる見解を有する学者は、その批判内容が専門用語で表現されていた。その一方で、Ripley のわかり易い口語的な表現は、読者を魅了したのである。同様に、Ripley は、提唱者として同じトーンで話すことに努めたのである。そして、彼は、最初で最後の道徳に基づく活動家であり、彼と同世代の不道徳者を何度も説得していたのである。というのも、彼は、会社に対して厳しい批判を向ける際に、当該会社の名前と日付に言及するというをしななかったのである。その評価は、Ripley の生き生きとした文体が、彼の業績に浸透している怒りに表れる魅力を見事に捉えているのである。しかし、このことは、何故に Ripley の批判が、後になって忘れ去られるのかの一つの理由を示唆しているものであり、また彼の批判は、広範囲の聴衆に向けて投げかけられたものであり、会社法と会社金融を詳細に分析した学者としての業績という点で、その影響力に欠けるのである。<sup>(127)</sup>

多くの読者にとって、*Main Street and Wall Street* は、ある種の暴露本的な書物であると思ひ起させられるのである。しかし、何人かの読者は、その業績が会社法とガバナンスの一般的な理解におけるターニング・ポイントであったと認識したのである。株主の保護が常に会社法の一つの要素であった一方で、1920年代以前の会社に対する公の言説は、会社の外部のグループ、すなわち、顧客、競争者、そして一般大衆など「トラスト問題」という用語の中に要約された会社の関係に焦点が置かれていたのである。ただこの当時、その注目度は、会社との関係で言えば、会社と当該会社の株主へと移行し始めたのであり、会社以外のグ

---

(127) Evans Clark, *Cleaning House in Wall Street*, N.Y. TIMES, Feb. 13, 1927, at BRI.

ループというよりは、やはり、株主が中心であった。<sup>(128)</sup>

*Main Street and Wall Street* は、ある意味で評判の良い批判的な書物であった。それは、所有と支配の分離、株式所有者の普及というコーポレート・ガバナンスに関する現代の問題点の核心を突いたものであり、小株主に向けられた危険性も含めて、学者・研究者に対するだけでなく、アメリカの読者に帯状のように広範囲に広がったのである。

#### 4 Ripley の追従者

Ripley の古くて緊張感のある分析は、数年にわたって彼を一般大衆の舞台から除外した。ただ、彼が提唱したその考え方は、依然として耳に残り続けるのである。1920年代後半までに、会社の所有と支配が分離されたことは、誰も疑わないのである。所有と支配の分離によって創り出された数々の問題は、株式所有の分散により深刻になったのである。<sup>(129)</sup>

*Main Street and Wall Street* が出版された後の数年間、Ripley 以外の著者らは、彼の評判の良いところを取り入れて再現しようと試みるものの、誰ひとりとして彼のような評判を得ることはできず、Ripley の考え方は、主要なアメリカの経済と文化の中に生き続けたのである。

1929年、John H. Sears のその書、*The New Place of the Stockholder* は、最近、急上昇して、大衆が参加者（株主）になって成長している会社が存在し、そのような会社が、一般的な需要に応じて出版されたビジネス

---

(128) Harwell Wells, *supra* note 5, at 1284. 1920年代の会社の経営にとって、会社の株式所有者が、多くの西部の州で実質的な関心事になってきたと説明している。

(129) 1928年、所有と支配の分離に関する問題は、連邦最高裁判決にも現れている。See *Louis K. Liggett Co. v. Baldridge* 278 U.S. 195, 114 (1928) (Homes 判事の反対対意見など)。会社の利用に関して、裁判における当事者適格の批判は、それが、会社について何も知らない人々によって所有されているような取引から引き起こされるのである。そして、論点は、会社の支配力と当該会社に関する知識の分離が悪であることを立証するために必要であるとは考えてきていないのである。

書のリストに加えられていると記述している。<sup>(130)</sup> Sears は、弁護士であり、彼の書籍は、聴衆受けするものであった。同書は、庶民的なプロローグで始まり、そこでは、概念の凝り固まった2人のアイルランド人を登場させ、現代の会社について議論している。<sup>(131)</sup> 尤も、議論というよりも、同書は、会社には諸問題が存在する一方で、会社は、当該会社の株主の声に耳を傾けることの必要性をあげ、株主の権利の学習を急速に広めたのである。彼は、拡散した株主によって引き起こされたいくつかの問題点を認識しており、弁護士活動も含めて、公開会社ゆえに増加する任意の情報開示を示唆したのである。ただ、彼自身が認識した主たる問題は、まさに会社経営が、当該会社から歓迎された小株主の自覚という点で十分ではなかったのである。彼が切望したアプローチは、一般株主が、会社金融における専門投資家を批判する権利を有しているということに行きつくのである。<sup>(132)</sup>

他方で、*Frankenstein, Incorporated* なる書は、反対の方針を採用している。同書は、フォーダム大学ロースクールの教授にして名高いニューヨーク州の会社法専門の弁護士である Maurice Wormser によって書かれたものである。<sup>(133)</sup> タイトルが示すように、Wormser は、Ripley よりも

---

(130) Robert L. Masson, *Book Review*, 5 THE ACCOUNTING REVIEW 324 (1930), *quoted in*, Harwell Wells, *supra* note 5, at 1285.

(131) *See, e.g.*, JOHN H. SEARS, THE NEW PLACE OF THE SHREHOKDER 35-43 (1929), *quoted in* Harwell Wells, *supra* note 5, at 1285. この書は、Sears がジャーナリストでユーモアリストでもあった Peter Finley Dunn が作りあげた人気のある「Mr. Dooley」を登場させて、民族的なユーモアを交えてわかり易く説明したとも言われている。

(132) *Id.*

(133) *See* I. MOURICE WORMSER, FRANKENSTEIN, INCOPORATED (F.B. Rothman 1981). 同書は、全242頁からなり1981年に Rothman によって再版されている。設立された会社をフランケンシュタインという人造人間に見立てて、この社会から受け入れられるものではなく、いずれはどこかに誰知れず葬り去られるべきものであると比喩的な表現で論じている。

厳しい批判である。しかし、彼の書は、*Main Street and Wall Street* に反響するものである。同書は、多くの明白な濫用が、わずかにしか変化（変質）しない閉鎖的な会社や個人商店など、それらが全米に存在すると位置づけ、その株式は、広範囲に分散されて多くの者に所有され、懈怠と不注意に満ちた経営と支配によるものであると性格付けられるのが常であったと記している。彼のターゲットは、Ripley と同じであった。すなわち、設立屋的な州（暗に Delaware 州を指す）、議決権なき株式、持株会社などあらゆるものが、批判の対象であった。彼が提案する解決策は、Ripley のものよりも、意欲的なものであり、特に、Wormser は、統一全米会社法を提唱したのである。この Wormser は、小グループが会社の寡頭支配を生ぜしめてきたとして、Ripley を追隨したものの、広範囲に分散した株主は、当該会社にとっては取るに足らないレベルになったのである。

両書物である、*The New Place of the Stockholder* (1929年) と *Frankenstein, Incorporated* (1931年) は、Ripley の功績を思い出させたのである。これらの書は、どちらも所有と支配の分離並びに分散した株主に焦点をあてたものであり、法律上のメカニズムに時間を割き、そのようなメカニズムによって経営が株主を圧倒した点を指摘したのである。ただ、確かに *Main Street and Wall Street* (1927年) を参考に論じたものであろうとも、彼らの書物と存在は、究極的に好評を得た Berle と Means の書である *The Modern Corporation and Private Property* によって影が薄(134)くなったのである。

## 5 一般株主から現代の会社へ

1932年に出版された *The Modern Corporation and Private Property* は、今世紀の遺物として会社法の課題を取り上げており、現代のコーポレイ

---

(134) Harwell Wells, *supra* note 5, at 1286.



ト・ガバナンスの中心的課題として所有と支配の分離を論点にしているのである。しかし、同書における前書き部分では、このような問題点に取り組む最初の作業ではなかったとの認識で言葉を締めくくっている。すなわち、「これらの問題に取り組む最初の学生は、我々も含めてそうであるが、William Z. Ripley 教授のおかげであり、教授は、この領域を開拓された人であると認識しなければならない」<sup>(135)</sup>。The Modern Corporation は、Main Street and Wall Street の盗作ではない。確かに、以下で議論するように、1920年代の批判からその出発には類似点もあり、そのことは重視するが、後の書は、Ripley の弱点部分を明確に追従して補っているのである。

#### (1) Ripley の成果

The Modern Corporation は、その端緒を Ripley に負っている。1927年、Ripley の支持もあり、Berle は、最終的に The Modern Corporation and Private Property のモデルになると考えられる現代の会社の研究を始めるために、Laura Spellman Rockefeller 財団から許可を得ていたのである。ロックフェラー財団が Berle に共同研究を強く要求した時、彼は、旧友で経済学者である Gardiner Means を選んだのである。Means は、そのとき、コロンビア大学で経済学を専攻する大学院生であると同時に、彼は、ハーバード大学の大学院で Ripley の院生でもあり、ハーバードでは Ripley の講義科目である「会社と産業のコース」を履修していた。<sup>(136)</sup>

---

(135) BERLE & MEANS, MODERN CORPORATION, *supra* note 4, at ix.

(136) Fredric Lee, *The Modern Corporation and Gardner Means's Critique of Neoclassical Economics* 24 J.EC. ISSUES 673, 675 (1990). 本ジャーナルは、1967年創立の世界的に尊敬されている雑誌である。実際の経済問題の解決策を議論している。Fredric Lee は、冒頭で次のように述べている。20世紀に最も影響を与えたものの一つが、バーリー＝ミーンズの書である *The Modern Corporation and Private Property* であり、誰も疑わない。新古典派経済学者にとって、同書の重要性は、所有権を支配から分離することに

Berle の研究に関する Ripley の支持は、翌年から数年継続されており、1931年に Berle がケースブックである *Corporate Finance* を著したとき、Ripley は、*Columbia Law Review* に寄稿している。同書は、法律学とビジネス慣行に対する目標となる貢献的な書物というだけでなく、*Main Street and Wall Street* に関する手引書でもあると記述している<sup>(137)</sup>。事実、ケースブックに対する他の評価では、同書をあたかも *Main Street and Wall Street* の卓越した脚注であるとさえ述べているのである<sup>(138)</sup>。

この間のことについて、Harwell Wells は、次のように述べている。すなわち、*The Modern Corporation and Private Property* は、1932年の後半に出版され、同書の出版とそれが大好評であったことは、よく知られるところである。同書は、強い影響力を持つ Macmillan によって取り上げられ、*The Modern Corporation* が、広範囲な貢献と良い評価をもたらしたと記したのである。そして、燦然とした評価は、同書のロングランを後押ししたのである。また、ニューヨーク・ヘラルドトリビューン誌は、歴史家である Charles Beard が、その業績を *Federalist Paper* 以来のアメリカの国政のうちの最も優れたものであると評しており、ニュー・リパブリックスチュアート誌では、Chase が、同書から画期的な影響を受けると強調している。まさに、同書は、売れに売れて一級品として支持されたのである<sup>(139)</sup>。

---

関する議論と利潤最大化の仮説にとって意味がある。

(137) William Z. Ripley, *Book Review*, 31 COLUM. L. REV. 1220, 1222 (1931) (BERLE, CASES AND MATERIALS IN THE LAW OF CORPORATE FINANCE (1930) を評価している)。

(138) Joseph V. Kline, *Book Review*, 42 HARV. L. REV. 714 (1929)。

(139) Harwell Wells, *supra* note 5, at 1287. *Federalist Paper* は、1778年から1788年にかけて、新聞に掲載された85の論説をまとめたもので、アメリカ合衆国憲法を批准して、連邦政府の樹立を訴えたニューヨーク州の新聞である。連邦政府・国の成り立ちを促進した内容で、それと同様の賛辞を贈っているところに、その評価が絶大であったことを示している。

(2) 難解な統計を駆使した *The Modern Corporation and Private Property*

*The Modern Corporation and Private Property* の概要において、その業績が評判の良い素晴らしいものであることに疑いはない。しかし、その素晴らしい評判には、当惑する部分もある。要するに、同書は理解しやすい本ではないのである。このように述べる Harwell Wells は、さらに続けて以下のように説明する。幾人かの者が批判してきたように、同書は、必ずしも道筋が立っている訳ではなく、寄せ集めの労作であり、それは、アメリカ社会と経済学の進化について、会社法の領域を気の遠くなるような難解さをもった驚くばかりの統計を駆使した長い論文だったのである。たまたま統計の手法を身に着けた会社法の弁護士を除いて、同書のすべてを理解する者は、ほんの数人ではないか。

事実、*The Modern Corporation and Private Property* は、経済の変化を説明しようとした1930年代に出版された唯一の本ではないのであり、同じような書籍と相違して、同書は、辛うじて大不況問題に取り組んだものであった。<sup>(140)</sup>

では、何故にきわめて速く且つ熱狂的に受け入れられたのか？同書に寄せられ賞賛のいくつかは、Ripley の業績に基づくものであり、彼以外の者による1920年代の会社に対する批判であった。*The Modern Corporation and Private Property* は、少なくとも、最初の印象では、初期の頃の Ripley によって普及したテーマ、すなわち、所有と支配の分離という新しい変化の質的側面が歓迎されたのである。次から次へと、評者らは、同書が、見慣れた分野に適合したと記したのである。<sup>(141)</sup> *Cornell Law*

---

(140) *Id.* なお、1930年代初期の頃の書店には、*The Crisis of in America, From Chaos to Control, The Road to Recovery, and America Faces to the Future* のようなタイトルの本で、アメリカ経済の病気を診断し、治すことができると期待されるような本であふれていた。

(141) Robert S. Stevens, *Book Review*, 18 CORNELL L. Q. 634, 634 (1933); See also Paul L. Sayre, *Book Review*, 18 IOWA L. REV. 581, 584 (1932), この書評

*Quarterly* 誌において、ある者は、Ripley の *Main Street and Wall Street* によって研究された問題について、今までよりも更に一步進んだ詳細な最新の研究がなされたと述べており、Veblen と John による初期の業績にも言及している。また、*Yale Law Journal* 誌における Nathan Isaacs は、最近の会社に関する一連の書物としての *The Modern Corporation and Private Property* が、会社の法的理論とビジネスの実態における利用とその濫用には、かなりの隔りがあると述べており、他の評論もまた、バーリ＝ミーンズと Ripley との類似性を指摘している<sup>(142)</sup>。特筆すべきは、出版直前にニューヨーク・タイムズで、同書の寛大な評価を書いたのは、誰であろう Ripley 自身であった。Ripley は、自身の業績である *Main Street and Wall Street* によって提起した論点を簡単に論じただけで、*The Modern Corporation and Private Property* は、全体的なビジネスの詳細且つ実質的な論点を提示したと述べているのである<sup>(143)</sup>。

はたして、*The Modern Corporation* に書かれている内容において、古いものと新しいものは何なのか？ 同書の考えとテーマの多くは、10年間にわたって広まって行ったのであり、それは、主として Ripley の業績に感謝しつつ、研究者の仲間内だけでなく、広範囲におよぶ講演会にまで及んだのである。読者らは、雑誌や本でその内容を学んだが、所有は、巨大会社の支配から分離されたということであった。この現象は、小株主の成長によって加速したのである。このような進展は、現代の会

---

では、明確に Berle と Means が Ripley の業績を継続していると評している。

(142) Northan Isaacs, *Book Review*, 42 YALE L. REV. 463, 463 (1933).

(143) William Z. Ripley, *Our 'Corporate Revolution' and Its Peril*, N.Y. TIMES, July 24, 1932, at XXI タイトルをそのまま直訳すれば、我が国の「企業革命」とその危機的状況となるのだろうが、企業革命こそが、所有と支配の分離であり、悪い意味での革命であり、そのために危機的な状況にある。それを鋭く指摘して、問題点を浮かび上がらせたのが、バーリ＝ミーンズである。このような気持ちで同書を褒めたものと推測できる。

社に関する正当性とガバナンスに対する深い問題点を投げかけるのである。同書は、会社の批判に通じるものであり、消費者、労働者、そして競争者などに焦点をあてたものではなく、株主に対する経営の脅威に焦点<sup>(144)</sup>をあてたものである。

このことについて、Harwell Wells は、Berle と Means が紹介した考え方につき、それは、株式の所有という新たな種類としたことであると指摘している。そして、*The Modern Corporation and Private Property* は、単に1920年代の批判ではなく、それらを超えたものであった。Berle と Means は、1920年代に展開された資料をもって始めたのであるが、初期の労作がないままに包括的な枠組み内で展開して、自身らの考え方に適合させたのである。他方で、Ripley による *Main Street and Wall Street* は、所有と支配に理解を示すというよりもある種の嘆きをもって、ジャーナリズムの意識と擁護の観点から描かれたものである。*The Modern Corporation* は、擁護の側面を有したが、付け加えれば、それは、会社法における最近の展開・発展に関する難解な議論をくじき、統計的なデータを用いた研究者としての威厳のある業績であった。簡潔に言えば、両書の外観と事実において、*The Modern Corporation* は、*Main Street and Wall Street* <sup>(145)</sup>において欠けている項目に重きを置いたのである。

Ripley と彼の重流が株主の成長の概要を描いたのに対して、Means は、全米で最も大きな会社の小株主に関するきめ細かい体系的な情報を提示する為に主たる企業を調査している。Ripley が、株主から経営者の遮断という問題を指摘したのは、議決権なき株式である。彼の書籍・論文により、致命的な法律上の内容を描き出したことに対して、Berle は、株主から力を奪った法的変化の詳細な概要を提供しており、100頁にも及ぶのである。<sup>(146)</sup>

---

(144) See BERLE & MEANS, MODERN CORPORATION, *supra* note 4, at 7-8.

(145) Harwell Wells, *supra* note 5, at 1289.

(146) BERL & MEANS, MODERN CORPORATION, *supra* note 4, at 47-68, 127-220.

(3) 「所有と経営」の分離から「所有と支配」の分離へ

バーリ＝ミーンズもまた、1920年代の議論がないままにその考え方を展開しており、そのことの一つは、「所有と経営」の分離からもたらされるカテゴリーとしての「支配」の考え方である。<sup>(147)</sup>そして、ひとつ注意すべき批判の考え方は、独自の洞察力を著したものであり、*The Modern Corporation* という書物が、顕著で長きにわたって貢献したことであると思われる。Berle と Means にとって、巨大会社の支配は、当該会社の取締役を指名する能力であり、したがって、会社の方針を設定する能力であり、会社は、多数株主によって行使され、所有権が十分に分散していれば少数株主によって行使されるのである。ただ、少数株主が分散しすぎた結果、いかなる力も持っていなければ、経営者側によって支配されるのである。<sup>(148)</sup>他の新たなアプローチは、1920年代が Ripley の時代であった一方で、Berle は、会社経営者を支配するように株主自身のメカニズム（株主の権利）を気づかせ、それを行使するために株主に目を向け、そして彼は、株主に対する司法上の保護を要求し始めたのである。<sup>(149)</sup>

(147) わが国で、コーポレート・ガバナンスといえば、「所有と経営」の分離として捉えるが、バーリ＝ミーンズは、「所有と経営」を前提として、株主の広範囲な拡散により、経営者側が会社をコントロールできる力、すなわち「支配」力を保持できることを論点にしている。なお、ニュアンスは若干相違するが、次の文献でもこの点について触れられている。吉川満「米国におけるコーポレート・ガバナンス」『ジュリスト特集 コーポレート・ガバナンス』(No. 1050, 1994年), 63頁以下。

(148) 要するに、たいいていの場合、経営は支配を維持したのである。BERL & MEANS, *MODERN CORPORATION*, *supra* note 4, at 128.

(149) 新たなアプローチとして取り上げている Harwell Wells は、Bratton と Wachter の指摘を採用すると明言している。William W. Bratton & Michael L. Wachter, *Shareholder Primacy's Corporatist Origins: Adolf Berle and The Modern Corporation*, J. CORP. L. 99, 107 (2008). 彼らは、現代の会社について2つの論点があるとする。一つは、所有権と支配権の分離が依然として存在すること（エージェンシー問題）、もう一つは、将来的には公共・社会に役立つ会社に対して、当該会社の所有と支配を問題にする必要

それ故に、Berle は、*The Modern Corporation* の中で、会社経営者の支配力は、いうまでもなくトラスト形態の力であると論じたのである。付け加えれば、トラスト形態による会社経営は、会社の支配を維持したのであり、そのことは、司法上許されているトラスティー（信託証書の受託者）の力であると主張したのである。<sup>(150)</sup>したがって、会社の内部から株主の保護を見つけることはできず、それは、法廷で見つけるしかないのである。

しかし、バーリ＝ミーンズの最も顕著な点は、所有と経営の分離とそれに関するより壮大な歴史的な流れの中で、株主の分散によって生じた会社所有の現象を彼らの著書の章立ての中に組み込んだことである。会社の集中に関する Means の研究に依拠すれば、あるプロセスに気づいたと論じ、そのプロセスによって、米国の最も大きな会社は、米国の資産をますます吸収し、それにより、そのような会社が大きくなっていったという単なる観察ではないと主張するのである。単なる観察ではないとするのは、会社の所有と支配というシステムが求心的な魅力を存在せしめたが、会社の規模を大きくしていった集合体の中に富も引き込んでいったからである。<sup>(151)</sup>バーリ＝ミーンズによれば、既に他の著者が示したように、米国を代表する200社に及ぶノンバンクは、全米に存在する会社の富の半分を支配し、仮にそれらの会社が支配を継続するならば、彼らが予測したように、ノンバンクは、20世紀半ばまでにあらゆる会社の

---

がないこと（将来的なメッセージ）である。

(150) Harwell Wells は、ここでも Bratton と Wachter の見解に賛同しており、この点をバーリ＝ミーンズは、*The Modern Corporation* の真ん中あたりで説明されているが、やはり難解さを否認しないと述べている。Harwell Wells, *supra* note 5, at 1290.

(151) BERLE & MEANS, MODERN CORPORATION, *supra* note 4, at 18. この点につき、他の研究者は必ずしも賛同していない。See, e.g., *Symposium, Corporations and Private Property*, 26 J. L. & ECON. 235 (1983);

活動の70%を運営することになる可能性がある。<sup>(152)</sup>

持続する現代の会社の成長とその経済の増加並びに政治的権力は、バーリ＝ミーンズにとって現代の生活における中心的事実であり、彼らは、会社が所有権の本質に変化をもたらした記した初期のRipleyらと同じ考えだったのである。すなわち、本質的な会社の所有者である株主から、株主の分散現象によって、会社の経営者らが会社を支配したことを意味するのである。

しかし、バーリ＝ミーンズは、会社に対する株主の支配力を確立するのではなく、会社自身ができること、あるいは経営する目的を再考する必要性をこのことから推定したのである。1920年代の会社に対する批判は、会社経営を管理するために困難な問題に対峙する傾向にあった。*The Modern Corporation* は、あらかじめ推測していたこと、すなわち所有と支配の分離に関する本質的なことを明確にしようとしたのである。<sup>(153)</sup>

バーリ＝ミーンズは、先行する理論から離れて *The Modern Corporation and Private Property* で正確に位置付けたのである。第一の要素は、学術的な裏付けによって、その重要性と徹底さである。Ripleyらが、コーポレート・ガバナンスの深い問題点をつくりだすものとして、所有と支配の分離並びに分散した株主を認識する一方で、バーリ＝ミーンズは、これまでに試みられたことがない方法で所有と支配の現象を実証したのである。第二の要素として、バーリ＝ミーンズは、壮大なストーリーにおいて彼らの理論を練り上げたのであり、所有と支配の分離並びに分散した株主が、解決されるべき通常の問題点としてではなく、米国社会と資本主義に横たわる基本的な変革の要素として描き切ったのである。<sup>(154)</sup>

---

(152) BERLE & MEANS, *MODERN CORPORATION*, *supra* note 4, at 352.

(153) Harwell Wells, *supra* note 5, at 1291.

(154) Dalia Tusk は、*The Modern Corporation and Private Property* の新規性が、……規範的なメッセージを除いて、支配から所有の分離に関する厳格



## 6 小括

Harwell Wells は、コーポレート・ガバナンスの誕生について次のような評価を述べている。学者や歴史家は、1932年出版の Adolf A. Berle & Gardiner Means の *The Modern Corporation and Private Properties* が、現代のコーポレート・ガバナンスの起源と定める。しかし私は、その起源が間違いであると論じる。所有と支配の分離、株主の分散、そしてそこからもたらされる諸問題を内容とした理論は、*The Modern Corporation* の出版よりもかなり前に知的な分析による話題性のテーマ、さらには公開討論会まで存在したのである。このような所有と支配の分離という考え方の知的な起源は、少なくとも1890年代に遡るのである。

すなわち、Louis Brandeis, Walter Lippman, そして第一次世界大戦以前にその内容に取り組んでいた Thorsten Veblen を含めた著者らである。1920年代において、所有と支配の分離並びにコーポレート・ガバナンスの結果として生じた諸問題は、公開討論にとっての関心事になったのである。ただ、そのことは、経済学者である William Z. Ripley のハーバード大学時代の功績に大いに感謝すべきことであり、彼は、自身の著者である1927年の労作である *Mian Street and Wall Street* で完結されている会社経営に対する一般大衆による反対運動を通じて、それらのことを世の中に知らせしめたのである。Ripley 及び他の者による著書によって、1920年代までに会社の方向性は、すでに消費者や競争者のような外部者に対する「会社支配力の問題から会社内部の権限の配分」に関する懸念事項に移っていたのであり、そのことは、株主の保護が、会社法の中心的な関心事になった時から始まっていたのである。

このように持論を展開した Harwell Wells は、次のようにも指摘する。この結論は、*The Modern Corporation and Private Properties* の実際の業

---

な分析ではなかったと述べている。Dalia Tusk, *From Pluralism to Individuation: Berle and Means and 20th Century American Legal Thought*, 30 LAW & SOC. INQUIRY 175, 186-87 (2005).

績評価を中傷するものではない。同書は、衝撃的で、しかも見慣れたものである事実（所有と支配の分離）に基づき、一つの古典的な書物として急速にもてはやされたのである。そして、資本主義の変遷に関する同書の壮大な予言的能力は、やはり衝撃的でさえあった。

しかし、そのような予言的能力は、同書の出版以前の10年前に広範囲に普及していた会社の進化とガバナンスに関する結論に依存したのである。*The Modern Corporation* は、アメリカ人が綿々として常に考えてきた故に、所有と支配の分離、広範囲に分散した株主、そしてコーポレート・ガバナンスに対する一連の労作のうちの最新の書であった。そのために、同書による更なる追及・徹底した結論が、伝え聞くということに勝利したのである。その一方で、時間の経過と共に William Z. Ripley 及びその他の著書の記憶が薄れていったのである。ただ、そのような理由によってのみ、バーリ＝ミーンズこそが、現代のコーポレート・ガバナンスを文書化した最初の者として、そして所有と支配の分離を発見した者として認識されるようになったのである。

#### 四 結語

アメリカに限らず、我が国でもコーポレート・ガバナンスと言えば、バーリ＝ミーンズがまず頭に浮かぶ。本稿で展開してきた意図は、Harwell Wells<sup>(155)</sup>と同じように、*The Modern Corporation and Private Properties* の業績を否定するものでも中傷するものでもないし、元よりそのような資格もない。真意は、これほど受け入れられた同書が、彼ら二人の業績だけではなかったということの発見である。

21世紀の今、コーポレート・ガバナンスの内容は、大きく変貌してい

---

(155) 彼が、「コーポレート・ガバナンスの誕生」を執筆した理由は、シアトル大学の Adolf A. Berle センター主催の「Berle の足跡」のシンポジウムに参加したことが発端であると記している。Harwell Wells, *supra* note 5, at 1247.

る。会社は、いったい誰のものであるか。法的な所有者は、まぎれもなく株主のものである。しかし、経済社会が進展するにつれて、会社は、株主だけのものではなく、ステークホルダーとして一括りにして経営者や従業員、そして関係のある者（主として取引先・債権者）も含まれるとされてきた。ところが、表面的にはそのように言っても、実質的には株主のものであるとして株主至上主義が実施されてきたのが、アメリカの投資家世界であった。ただ、2019年8月19日、アメリカ・ラウンドテーブルは、株主第一主義と決別すると宣言したのは、周知のとおりである。<sup>(156)</sup> 本当にこのことが実施されるのか。今や、世界的にSDGs一色である。会社法にもこの影響が及び、ステークホルダーをさらに拡大し、地域社会や環境をも考慮し、SDGs会計なるものも提案されている。

他方で、「物言う株主」によって、会社経営者は、株主の意向を無視することはできず、これらの株主がSDGsの方向性に沿った中で、企業価値の向上策として低炭素の事業分野の分割（切り離し）を提案するようになっていく。<sup>(157)</sup> このようなことも、ある側面では、やはり株主第一主義の現れでもある。今後も、会社法の分野において、所有と経営（支配）の分離に関する問題点は、現下の我が国コーポレート・ガバナンス（主として会社の内部統制）にも関連し、時代を超えて支柱的立場を維持し続けるのではないかと。<sup>(158)</sup>

---

(156) 例えば、米経済界「株主第一主義」見直して従業員の配慮を宣言する。日経新聞2019年8月20日付。

(157) まさに、株主の力を見せつけた記事である。シェルに会社分割案—米「物言う株主」低炭素事業切り出し—、日経新聞（夕刊）2021年10月28日付。また、東芝の事業分割案に関する記事にもみられる。例えば、鷲尾龍一、他2名「東芝3分割案に『失望』、物言う株主が反発」日経ビジネス（2021.11.15）。

(158) 【付記】本稿は、コーポレート・ガバナンスの誕生に関する歴史的な側面に焦点をあてて、筆者自身が、バーリ＝ミーンズ以外にもこの領域に貢献した先達を知ることができた。我々が論文を書く時は、多くの先行研究者の業績によるものの、その裏に隠れたことまで気づくことは少ない。

---

首尾よく時流に乗って世に出た業績のタイトルだけに目を奪われないことである。そのことを肝に銘じるべきであると思うのは、筆者ひとりではないであろう。