

物言う株主は救世主か？

——ドイツ株式法にみる理想の株主像——

田 中 裕 明

1. はじめに

わが国では元号が「令和」になってから、いわゆる物言う株主⁽¹⁾が喧しくなっている。令和5年の株主総会では、物言う株主による株主提案権の行使の例が多く報告されている（もっとも、効を奏したという例は多くないようである⁽²⁾が）。

（1） 2005年のドイツ取引所によるロンドン証券取引所の買収をめぐる、イギリスのヘッジファンド、ザ・チルドレンズ・インベストメント・ファンド（TCI）との対立を著したものとして、ヴェルナー・G・ザイフェルト／ハンス＝ヨアヒム・フォート著、北村園子訳『もの言う株主』（講談社、2008年）。この買収計画は、TCIの猛反対で頓挫した。この事案では、ヘッジファンドTCIが「物言う株主」であった（本書では「イナゴ」と称された）。

（2） 令和5年6月27日の東洋建設の株主総会では、任天堂創業者家系の投資ファンドが提案した取締役9人のうち7人が賛成多数で可決した。一方、同月29日の熊谷組の総会では、香港投資ファンドによる株主還元の強化を求める株主提案が否決された。また、同月22日のコスモエネルギーホールディングスの総会では、同年4月の旧村上ファンド系投資会社シティインデックスイレブンスによる社外取締役選任の提案に対抗するための、買収防衛策発動の是非を問う議案が可決された。その際、議案の利害に関係する株主の投票権を認めない「マジョリティー・オブ・マイノリティー（MoM）」方式が採用された。MoMは、新聞輪転機メーカー東京機械製作所が2021年、投資会社アジア開発キャピタルの敵対的買収に対抗する買収防衛策への賛否を問うた際にも使われた。

物言う株主とは、いかなる株主をいうのか。この種の株主を法的に成文化したものはない。ここでは次のように位置づけておく。物言う株主とは、議決権やその他の株主権を通じて、会社とその経営に積極的に影響を与えようとする少数株主であり、その目的を達成するために、報道キャンペーンなどの非公式な手段を通じて積極的に会社の運営に圧力をかけようとする少数株主といえる。⁽³⁾ここで理解されている意味での物言う株主は、少数派株主に限られることに注意することが重要である。

株主の目的は、少数株主であるにもかかわらず、会社やその経営陣が株主の考えに沿うように影響を与えることである。もちろん、それ自体が目的ではない。物言う株主は、会社の価値を高めること、ひいては自らの投資価値を高めることに常日頃から関心を寄せている。しかし、具体的な目的は多岐にわたる。例えば、株価のプラスまたはマイナスの変化などである。高配当の支払いに関する会社の方針の変更も考えられる。さらに最近では、M&Aアクティビズムも急増している。M&Aアクティビズムとは、買収の直前または最中に、売却計画から即座に高いリターンを得るために株主が企業を買収することである。これには、例えば、退職金に関するあらゆる影響も含まれる。これらの目的に共通するのは、物言う株主の最終目標は常に自身の投資価値を高めることである。株主の議決権は影響力を行使するために使われるが、公的キャンペーンなどの非公式な手段も経営に影響を与えるために使われる。もちろん、他の株主権の利用も可能である。部外者であることによって及ぼされる⁽⁴⁾影響力の可能なバリエーションは、株主の創造力次第である。

このような株主参加の形態が広く世間に知られるようになったのは、⁽⁵⁾ドイツ取引所とロンドン証券取引所との買収合戦と、それに伴う当時の取締役会長の辞任がきっかけだった。しかし、この時点で忘れてはなら

(3) P. Brückner, *Aktivistische Aktionäre*, Berlin, 2023, S. 25.

(4) P. Brückner, a. a. O., S. 24.

(5) 註(1)参照。

物言う株主は救世主か？

ないのは、1990年代に連邦通常裁判所が下した Girmes 判決⁽⁶⁾も、当時世間を騒がせていた物言う株主の行動に基づいていたということである。しかし、これは現代の物言う株主のようにメディアの注目を集めることにはつながらない。2008年前後には、金融危機とそれに伴う資本撤退のため、物言う株主は静かになった。しかし近年、物言う株主の行動が再びメディアで取り上げられるようになった⁽⁷⁾。

物言う株主としての分類に関しては、いわゆる略奪的な株主は除外される。彼らは抑圧的な取消権によってのみ、金銭的利益を行使しようとする。これはあくまで取消権の商業化に過ぎず、会社そのものに影響を与えるものではない。しかし、物言う株主といえども、その目的を達成するために取消権を行使することは最初から排除されているわけではない⁽⁸⁾。

本稿は、上述のような物言う株主の姿を通じて、理想の株主像とはどのようなものであるかを探る手掛かりを得ることを目的とする。その際の材料としてドイツにおける会社法の変遷を眺めて、株主の理想像を探ることにする。

2. ドイツ会社法における株主像の展開

上述のような会社の経営方針に対する積極的な干渉は、必然的に、物言う株主に対する株主理解がドイツ会社法から逸脱しているかどうかという問題を提起する。ドイツ有限責任会社 (GmbH) の社員は、業務執行者に対して社員総会の決議によってその (代表) 権限を制限することができる (ドイツ有限責任会社法⁽⁹⁾37条)。このことから、有限責任会社

(6) Girmes 判決について、拙稿「Girmes 判決にみる小株主の誠実義務」南山法学第20巻第3・4号 (1997年) 375頁以下参照。

(7) P. Brückner, a.a.O., S. 22-23.

(8) 略奪的な株主による権利濫用的取消訴訟についての検討について、拙稿「小株主の誠実義務—ドイツにみる権利濫用的取消訴訟との関連で—」追手門経済・経営研究第2号 (1995年) 94頁以下参照。

の社員は単なる受動的な投資家ではなく、会社の積極的な参加者であることが分かる。しかし、ドイツの株主はどのようなイメージに基づいているのだろうか。ドイツ株式法では株主は受益者であり、法がこの受動的な役割を果たすことを意図しているという定式も、ある程度規則的にみられるところである。受動的な行動、例えば、小口投資家にとっては、会社の経営政策に積極的に介入することは、コストと便益が合理的な割合で釣り合っていないため、好都合とはいえず、会社の経営政策に無関心であることは経済的に正当化される。しかし、ドイツでは株主は拋出義務（出資義務）以外の義務を負わないという一般論は正しくない、とされる。拋出義務は株主の主要な義務であるが、誠実義務のような二次的な義務⁽¹⁰⁾もあり、それは具体的には行為義務にもなり得るのである。株主を不活発な存在とする見方は、場合によっては、資本市場と会社法（株式法）の全体的な発展を軽視することになる。したがって、株主の立場⁽¹¹⁾はより詳細に検討する必要がある。

3. ドイツ普通商法典から1965年株式法への歴史的展開

株主の立場は時代とともに変化してきた。そのため株主のイメージも変化してきた。

ドイツにおける近代株式法の歴史的展開は、200年以上に及ぶ。株式法の歴史そのものはさらに古く、ドイツの法領域では、1861年のドイツ

(9) ドイツ有限責任会社法の条文については、法務大臣官房司法法制調査部編『西ドイツ有限会社法 西ドイツ組織変更法 西ドイツ会社財産による資本増加及び有限会社の合併に関する法律』（法曹会、1988年）、平松健『西ドイツの有限会社 理論と実務』（三修社、1985年）を参照した。なお、ドイツ会社法全般については、高橋英治『ドイツ会社法概説』（有斐閣、2012年）参照。また、ドイツ株式会社法の発展については、同『日本とドイツにおける株式会社法の発展』（中央経済社、2018年）も参照。

(10) 株主の誠実義務について、拙稿註（6）、（8）参照。

(11) P. Brückner, a. a. O., S. 33-34.

物言う株主は救世主か？

普通商法典（ADHGB）によってはじめて統一的な株式法の制定が可能となった。⁽¹²⁾したがって、株主の立場の検討は、ADHGB に始まる近代的かつ統一的なドイツ会社法の枠内でのみ行われることになる。

a) ドイツ普通商法典

ADHGB は株式会社の内部構成に関して大きな自由裁量を認めていた。組織規約に関する規定の大部分は、拘束力を持たないか、勧告に過ぎなかった。原則として、社員総会（株主総会）は最高機関の地位をも有していた。特に、ADHGB 第224条(1)に従い、会社の経営を決定する権利をも有していた。そのため、あらゆる事柄について執行委員会に指示を出す立場にあった。組織構造は最終的に会社の定款に委ねられていた。⁽¹³⁾制度設計の自由と影響力の行使の可能性から、必然的に株主の積極的なイメージ（姿）が生まれる。株主は決して会社経営から排除されていたわけではなく、それどころか、会社経営に大きな影響を与えることができたのである。むしろ、株主が経営にかなりの影響力を行使することができた（株主は経営に適していたのである）。

b) 1870年改正株式法

1870年の会社法改正は、根本的な変化を伴うものであった。これまで任意であった監査役会が義務化されたことで、株主の任務は一部変更された。当初の立法者による構想の出発点は、免許や国家の監督ではなく、強力な株主総会が株主を濫用や行き過ぎから守るべきであるという考えであった。その時の立法動機は、「会社の自己監督権（Selbst-

(12) L. Pahlow, 8. Kapitel: Aktienrecht und Aktiengesellschaft zwischen Revolution und Reichsgründung. Das Allgemeine Deutsche Handelsgesetzbuch von 1861, Rn. 1, in: Bayer/Habersack (Hrsg.) Aktienrecht im Wandel Bd. 1, Tübingen, 2007.

(13) L. Pahlow, a. a. O., Rn. 59.

beaufsichtigungsrecht)」と株主が「自らの利益保護 (Wahrnehmung ihrer Interessen) のみに依存する」ということであった。その後、立法者は、「株主の組織的総体 (der organisierten Gesamtheit der Aktionäre) としての株式会社の意思は、……株主総会においてのみ表現される」とした。言い換えれば、国家統制が廃止された後は、株主が株式会社の監督を自ら、すなわち株主総会における意思の形成を通じて行わなければならないことに気づくことが期待されたのである。⁽¹⁴⁾ 1861年の ADHGB では任意であった監査役会が導入 (強制) されたのは、国による免許制度 (Konzessionssystem) が廃止され、株主が自ら監督を行わなければならないようになったからである。監査役会の設置が義務化されたことで、立法者は、株主の利益のために経営陣の継続的な監督を確保するという目標を追究した。⁽¹⁵⁾ しかし、法的には、監査役会は株主の拡大部門とみなされていた。つまり株主総会以外でも、会社の機関は会社経営陣に対して株主の利益を代表すべきであるとされ、株主総会が開かれるまでは、監査役会が株主総会の機能、とくに経営陣の監督機能を果たしていたのであった。それは、株主総会と取締役会をつなぐ役割を担っていたのである。⁽¹⁶⁾ もっとも監査役会はむしろ、株主総会が取締役会に対して株主の権利と利益を継続的に保護する余裕がないことを示す譲歩でもあった。いわば、監査役会は「略式総会 (verkürzten Generalversammlung) の形をとった「株主総会」とみなされていたのである。⁽¹⁷⁾ この譲歩から、監査役会の設置は効率化を意図したものにはすぎず、監査役会導入の構想は明らかに積極的であったと結論づけることができる。立法過程をみると、株主総会が中心であることが暗黙の了解となっていたからである。この

(14) J. Lieder, 10. Kapitel: Die 1. Aktienrechtsnovelle vom 11 Juni 1870, Rn. 70, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), a. a. O.

(15) J. Lieder, a. a. O., Rn. 71.

(16) A. a. O.

(17) A. a. O.

物言う株主は救世主か？

ように、株式会社の基本構想は変わらずにいたのである。その際も、まず株主が積極的に影響を及ぼしていたのである。

c) 1884年株式法

次の改正は1884年の株式法である。同改正株式法は、歴史的な文脈の中で位置づけられることに注目しなければならない。この歴史的いきさつについては、Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht Sonderheft 4, 1985 が、「近代株式法の100年」と題して特集号を刊行している。1870年～1871年の「普仏戦争」にプロイセンが勝利したことで、前述したように会社設立に際し免許制度が廃止され「準則主義」が採用されたことが重なり、戦勝気分のもと、会社設立乱立に走るようになったのである。いわゆる「発起人の時代 (Gründerjahre)」が到来したのである。しかし、「普仏戦争」の結果、ヨーロッパにおける戦後のインフレ、鉄道事業に対する投機的投資の蔓延、巨大な貿易赤字などの経済的混乱の波乱も起こり、オーストリア＝ハンガリー二重帝国の首都ウィーンでの財政破綻に始まる金融危機をも招来するに至った。これが、1873年から1879年まで続く「1873年恐慌」である。この間、泡沫株式会社の乱立が続き、やがて「発起人の時代」は終わりを告げることになる。当時の会社設立状況をみると、1871年から1873年の間に、プロイセンだけで843社の会社が設立されたのであった。その前年は、わずか203社にとどまっていたのに、である。その新会社のうち61社が、いわゆる「危機の時代 (Krisenjahre)」(1873年～1879年)に倒産し、257社が清算された。これは新会社の約3社に1社に相当するものであった。⁽¹⁸⁾当時、多

(18) S. Hofer, 11. Kapitel: Das Aktiengesetz von 1884 – ein Lehrstück für prinzipielle Schutzkonzeptionen, Rn. 2, in: Bayer / Habersack (Hrsg.), a. a. O. 1877年 R. v. イェーリングは、その著書「法における目的」の中で、当時のこの数字について次のように述べている。「1873年以来の大惨事は、戦場や教会堂のようなイメージをわれわれに与える。それは、血の海や死体、墓穴を掘る者たち、略奪者—こういった者たちだけが元気なのだ！」

くの場合、投機目的のみで設立された会社であったため、一般大衆が取得した株式は、結局、無価値であった。これらの会社には十分な株式資本がなく、資金が適切に払い込まれていなかったか、現物出資に過大な評価が設定されていたためである。このような危機の兆候が現れて以来、株式法の改正によってこの欠点に対処できないかどうか議論されたのである。⁽¹⁹⁾

1884年株式法については、当時の立法手続きは、経済・法制度の基本的な組織について非常に慎重な議論が交わされていた時期に行われたことが指摘されている。そのため、株式法の個々の規定が最終的に決定される際には、基本的な概念が明確に意識されていた。この姿勢は、国家による福祉という考え方が中心的な役割を果たしている今日の世界にとって、株式法改正をめぐる議論は非常に示唆に富んでいるといえる。⁽²⁰⁾

この時の改正は、その主眼を株主保護に向けていたようで、会社内部の自助努力 (Selbsthilfe) が強化されることになった、とされる。すなわち、株主への基本的な考え方が、依然として企業への積極的参加に向けられていたのであった。具体的には、監査役の選任など株主総会に不可侵 (unentziehbar) の権利を認めることで、自助努力を強化したとされる。このように設定することで、最終的に株主は会社経営に積極的な役割を果たすことになったのである。同改正法の立法理由書には、「株主の組織全体としての株式会社の意思は、株主総会においてのみ表現される。」⁽²¹⁾と記されていた。

(a.a.O.)

(19) A.a.O.

(20) A.a.O., Rn. 3.

(21) P. Brückner, a.a.O., S. 36. P. Brückner は、本文でみた経済危機は、結局、会社の経営への株主の参加が不十分であったことが原因であったとみている a.a.O.)。

d) 1897年株式法

次に株式法が改正されたのは1897年で、株式法がドイツ商法典に移管された。しかし、1897年の株式法改正は、根本的な変化をもたらすものではなかった。⁽²²⁾ とはいえ、株主の権利と義務に関しては、まったく疑問の余地がないわけではなかった。今日でも株式法55条の形で存在する付随義務の例外が、ドイツ商法典212条に明記されたのである。しかしこの例外は、特に甜菜業界からの圧力によって設けられたものであり、株式法の基本概念の変更どころか、組織的な否定につながるものでもなかった。むしろ、これは狭義の例外に過ぎないと規定した。したがって、株主像に変更はないといえる。

e) 1937年株式法

1937年に制定された株式法によって、会社機関の権限の配分が根本的に変更され、それに伴って会社組織の体制も根本的に再編された。⁽²³⁾ 1937年株式法第70条は、取締役の個人責任を成文化したものである。ドイツ商法典における従来の規定とは異なり、指図⁽²⁴⁾に従う義務は廃止され、取締役の行動は取締役自身の責任のもとに置かれた。この点に関して、指導者原理（Führerprinzip）が株式会社に固定されているという話があるが、これは少なくとも不正確である。取締役の単独責任は正当化されたが、それはおそらく国家社会主義的指導者原理によるものだけではないだろう。⁽²⁵⁾ このような考え方は、ワイマール時代の議論でも異質なもので

(22) L. Pahlow, a.a.O., Rn. 15. この時の改正でも、株主の保護をどのように実現するかという問題が決定的に重要とされた。

(23) W. Bayer/S. Engelke, 15. Kapitel: Die Revision des Aktienrechts durch das Aktiengesetz von 1937, Rn. 122, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), a.a.O. 1937年株式法については、大隅健一郎・八木弘・大森忠夫『現代外国法典叢書(8)獨逸商法〔Ⅲ〕』（有斐閣、1956年）を参照した。

(24) W. Bayer/S. Engelke, a.a.O., Rn. 63.

(25) W. Bayer/S. Engelke, a.a.O., Rn. 50. 「指導者原理はナチスの政治上

はなかった。取締役の経営権に関する決定は、主に経済的必要性に基づいて行われたと思われる。株主総会は経営問題を討議するために招集されることはなくなったが、取締役会からの要請もなかった。⁽²⁶⁾しかし実際には、株主総会で最終的な決定ができるにもかかわらず、いずれにせよ会社の経営は長い間、管理部門 (Verwaltung) の手に委ねられていたの⁽²⁷⁾である。大株主や銀行との合意により、株主総会は経営陣にとってほとんど意味のないものとなっていた。しかし、この改正は株主総会の完全な権限委譲を伴うものではなかった。⁽²⁸⁾とはいえ、株主総会、ひいては株主が会社の経営に介入することは、これまでの経験から不適切であることが判明しているため、もはやできないはずである。株主のイメージは、より受動的な役割に特徴付けられるようになった。時折、簡単な問題に関してのみ、株主は決定を下すことになっていた。株主はあまりにも無知であるため、真面目にビジネスを行うことはできないと考えられていたのであった。この改正は、多すぎると考えられていた不服申し立てや取消訴訟の数を減らすことも意図していた。もう一つの問題は、株主責任の欠如であった。これでは個々の資本の利益ばかりが前面に出すぎてしまうことになる。この改正は、既得権益を経営から追放することも意図していた。そのため、株主が経営政策に積極的に介入する機会はほと

の原理にとどまらず、経営経済上の企業経営原理であった。企業家は経営指導者であるとの前提に立ち、有能で責任感のある指導者としての取締役の権限と責任を強化する一方、無能な株主の無責任な行動、すなわち企業の利益および企業の社会的使命としての国民経済の需要充足を顧みることなく自己の利益を図る行動、とりわけ株式の投機的転売を目的とする行動で企業に不利益を与えることがないように、株主総会の権限を縮小することが1937年株式法の方針であった。」弥永真生『企業会計法と時価主義』(日本評論社、1996年) 55頁。

(26) W. Bayer / S. Engelke, a. a. O., Rn. 122.

(27) W. Bayer / S. Engelke, a. a. O., Rn. 63.

(28) W. Bayer / S. Engelke, a. a. O., Rn. 79.

(29) W. Bayer / S. Engelke, a. a. O., Rn. 80.

物言う株主は救世主か？

んど与えられず、この改正がすべてのタイプの株主を平等に対象とすることを意図していたかどうかは疑わしい。投資対象による差別化は否定されたものの、大株主や主要株主は監査役会の構成を通じて会社に大きな影響力を行使することができた。しかし、実際には一般株主は積極的な影響力から排除されていた。小株主や投機的な利益しか持たない株主は根本的に弱体化されることになったが、大株主は改正の本来の対象ではなかった。しかし、このことから、取締役会は経営を任せられ、受動的な株主像が形成されていると結論づけることができる—特に、株主総会⁽³⁰⁾には基本的な決定事項しか残されていなかったからである。

f) 1965年株式法

株式法の次の大改正は、もともと株式法から国家社会主義の影響を取り除くことを目的としていた。取締役会の強い立場は国家社会主義的な考えに基づくものであり、したがって修正する必要があるのではないかという疑問が生じた。広く主張された見解によれば、国家社会主義による「指導者原理」の結果は、1937年株式法第70条第2項から導き出せ、それによれば、取締役会議長に任じられる取締役は、法律により意見の相違ある場合には、法令の異なる規定が適用されることを条件にして、取締役会において決定される。圧倒的な意見は、取締役会議長のこの唯一の意思決定権は、廃止されるべきであるというものであった⁽³¹⁾。また、株式会社の組織における取締役会の強力な地位は、広義の指導者原理の派生したものといみなされることが多々あった。これは、業務執行に係る問題における取締役会の固有の責任ある地位に、特に当てはまる。したがって、株主総会の権限の剥奪と株主の権利の剥奪を、業務執行に係る問題において、撤回する要求があった。すなわち、株主総会は再び会社

(30) P. Brückner, a. a. O., S. 38.

(31) B. Kropff, Reformbestrebungen im Nachkriegsdeutschland und die Aktienrechtsreform von 1965, Rn. 57, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), a. a. O.

組織の最高機関とならなければならないとされたのである。⁽³²⁾ 結局最終的には、株式会社の権限分掌は適切であり、必ずしも国家社会主義思想に遡るものではないという結論に達した。つまり、株式法の国家社会主義思想から一掃という目的は、結局、改正にはほとんど影響しなかったのである。とはいえ、この改正は、資本集散地 (Kapitalsammelstelle) としての株式会社を活性化させるために、株主が会社に対して再び大きな影響力を持つようにすることを意図したものだった。特に注目されたのは、(会社)所有者としての株主の地位である。その結果、団体法では株主を経済的所有者とみなす考え方が生まれた。特に、株主の所有権は、会社の機能上必要な範囲でのみ制限されるべきである。このことは、株主がそれぞれの株式について熟考の上決定し、それに応じて関心を持つという前提につながる。しかし、株主がこのように理解されたとしても、株式会社の組織構成の組織が変わるわけではない。1965年の株式法は、取締役会による会社経営を変更した。第76条に従い、当該株主は会社の経営者として任命された。1965年の株式法の理由書も、株主が経営問題を俯瞰する余裕がないことを前提としている。そのため、株主の基本的立場は優先されなかった。改正をめぐる議論では、会社の経営権はわずかな位置づけに過ぎなかった。結局、株主総会の経営権限は現状のままとすることが決定された。しかし、年度決算書の採用は多くの議論の対

(32) B. Kropff, a. a. O., Rn. 58. 株主総会を再び会社の最高機関としようとする試みは、1950年代に、特に「株主保護協会 (Aktinärsschutzvereinigung)」によって行われた。政治の分野では、株主総会による取締役会への反対はナチスの指導者原理の表現とみなされる可能性があり、この理由から是正されるべきであると考えられた。しかし、このイデオロギー的な偏見は、さらなる改正のプロセスを経て、もはや役割を果たすことはなくなった。株主総会の権限の縮小は、ワイマール時代の議論においてすでに緊急課題と考えられていたことが認識された。何よりも、綿密な検討の結果、株主の組織が業務を管理することを妨げることが、依然として適切であると思われることが明らかになった。vgl. U. Noack, Hauptversammlung und Stimmrecht nach 50 Jahren Aktiengesetz, ZGR Sonderheft, 2015, S. 163, 166.

物言う株主は救世主か？

象となった。提案されたのは、従来の規則を維持するもの、すなわち管理部門が最終決定するものから、株主総会に完全に移行するものまでさまざまであった。しかし、株主総会への移行は行われなかった。つまり、株主はこの重要な分野でも大きな影響力を認められなかったのである。結局のところ、1965年の改正は、1937年当時の状況に比べて大きな構造的変化をもたらすことはなかった。所有権に重点が置かれたことから、1965年の株式法は積極的な株主の立場によって導かれたと考えることもできるが、特に組織構成に大きな干渉が加えられなかったという事実を考慮すると、説得力はないように思われる。⁽³³⁾

4. むすびに代えて

株主の地位は、したがって、当初から1965年の大改正まで変化を免れるものではなかった。結局、株主に割り振られたのは、むしろ受動的な立ち位置であった。株式法の改正をめぐる議論とその結果から明らかになったように、株主は会社の経済的な所有者ではあるけれども、業務の執行を任されるものではないということがはっきりした。その際、立法者は株式法の改正 (Ausformung) において、結局、大株主であるとか財産管理会社であるとかのように、さまざまな株主を区別しなかった。株式会社それ自体の理想像はしかし、大規模な公開会社とされており、1937年株式法での基礎資本の引き上げや取締役会の地位の強化が示した

(33) P. Brückner, a. a. O., S. 39. その後の改正議論では、1937年株式法に基づく取締役会の強力な地位が国家社会主義の思想によるものであるかどうかという問題は、もはやその役目を終えたといってよい。このため、またはその他の理由により、議会は経営上の問題を再度決定する一般権限を株主総会に与えることを真摯に検討していない。国家社会主義の考えを排除するという観点から始まった議論では、この権限の配分が基本的に適切であるという意見が直に広まったのである。改正の要求は、監査役会による取締役会の監視を強化し、支配契約の締結など業務執行の基本的な問題を決定する責任を株主総会に与えることに焦点が当てられていた。vgl. B. Kropff, a. a. O., Rn. 60.

とおりである。取締役会ではできる限り自由に資本の処理をすることができ、その実行においては不必要に抑制されるものではない。1965年株式法は、利益処分につき、取締役会の指揮権 (Leitungsmacht) を一定程度制限している。結局のところ、1965年株式法が認めたのは、執行権ではなく参加権と意見表明権にとどまる⁽³⁴⁾。それゆえ、総合的にいえることは、傾向としてみると会社の重大事への積極的介入ではなく、株主の理想像にとって決定的なのは、会社の業務に関しては受動的であることであった。しかもこのことは、その当時にはすでに、株式は慎重に個別に選び出されることが前提とされていたのであった。大規模公開会社は、株主のほとんど見通すことのできない特別な利益 (Partikularinteressen) が、彼らによって積極的に行使できるようになると、ほとんど効果的には管理することができなくなっていた。さらには、資本民主主義の考えは否定され、再び株主の立場に対する消極的な見方が現われることになる。

しかしながら時の流れを経て、物言う株主の出現は状況を変えることとなった。本稿の冒頭で取り上げたような会社経営に口を出すような事態が、頻出するようになったのである。もっとも、いかに「物言う」にしても、ドイツの場合、伝統的な(?)「株主誠実義務論」が(前述のように)展開されていることから、「物言う」程度・範囲にも歯止めが

(34) K. Langenbucher, 50 Jahre Aktiengesetz-Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, ZGR Sonderheft, 2015, S. 273, 279. K. Langenbucher の1965年株式法への改正の分析によれば、近年主張される資本市場法への視点を盛り込んだ株式法の設計が期待されたが、それは断念された。当時の立法者は一貫して、株主の「経済的所有権」に拠った改正となった。例えば、宣伝活動を行うなどの典型的な資本市場法の目的でさえ、投資家候補の聴衆を対象としたものではなく、「自分の」会社の事業についての洞察を求める株主を対象としているのであった。取締役会株主が所有する財産の管理者であるため、株主は自社の状況がどのように発展したかを知る権利を有しているということである。株式法131条にも、「会社の実質的所有者として、株主は議決する前に、自身の発言に関連するすべての事項について知られる権利を有していなければならない」とある (a.a.O.)。

物言う株主は救世主か？

かけられている、といえる。したがって、株主の姿勢も、TOB のような M&A のケースについても、「株主誠実義務」が及ぶと考えられる範囲で積極的・能動的なものになってきている、と思われる。

結局のところ株主の在り方としていえることは、今では積極的で受動的ではない株主であることが、株式法上の株主の理想像であるということである。⁽³⁵⁾ 株主には会社の業務執行を伴うことはないが、株主にもコーポレート・ガバナンスの枠内での、ある一定の制御機能が備わっていることを、見誤ってはならない。ここから導かれることは、コーポレート・ガバナンスへの株主の積極的な参加が必要であるということである。⁽³⁶⁾

(35) P. Hommelhoff は、株主を会社経営者の共演者であると共に投資者であると位置づけている。Vgl. P. Hommelhoff, Fortentwicklung im Aktienrecht und ihre Akteure in der Gesetzgebung, Rechtsprechung, Unternehmenspraxis und Wissenschaft, ZGR Sonderheft, 2015, S. 13, 40.

(36) P. Brückner, a. a. O., S. 55.