

論 説

株主アクティヴィズムとシヴィル・ロー

小 梁 吉 章

はじめに

- I 各国の株主アクティヴィズム
- II アメリカでの株主アクティヴィズムの論理
 - (1) 会社の「信託」構成
 - (2) エージェンシー理論
- III フランスの場合
 - (1) 会社の形成と法人格
 - (2) 会社の資金調達
 - (3) 株主アクティヴィズムへの反応

結論

はじめに

「株主アクティヴィスト」(shareholder activists) とは上場会社の株式を取得し、株主の権利行使として会社の経営者に増配や事業再編などを求める自然人または法人をいい、こうした行為一般を「株主アクティヴィズム」(shareholder activism)、アクティヴィストの個々の要求を「エンゲージメント」(engagement)と呼んでいる。

株主アクティヴィズムはアメリカの1926年の事例に始まる¹⁾。その後同国では1930年代から40年代にプロキシ・ファイトが頻繁に行われ、1942年にアメ

1) 当時アメリカの上場会社 Northern Pipeline は株式額面65ドルに対して6ドルの配当をしたが、同社株主の Benjamin Graham は同社に財務上一株当たり95ドルの資産があるとして、同社株式4万ドルのうち2千株を取得し、同社経営者に保有資産の売却と配当の増額を求めた (A Prophet on Wall Street, *Audacity Fall*, 1996, p. 54 ; Walter Frick, The Case for Activist Investors, *Harvard Business Review*, March 2016)。

リカ証券取引所法（Stock Exchange Act of 1934）の改正で株主提案権（shareholder proposal）が規定されると個人投資家がアクティヴィズムの中心になったが、1980年代から機関投資家が中心になり、コーポレート・レイダーやLBOが市場を席卷したあとヘッジ・ファンドなど投資ファンドがアクティヴィズムの中心になっている²⁾。

わが国での株主アクティヴィズムは2002年のわが国の投資家による事例が最初で³⁾、2010年代後半以降は外資系投資ファンドが多くなっている⁴⁾。わが国での株主アクティヴィズム登場が2000年代以降になった背景としては1990年のバブル経済崩壊によって割安になったわが国の上場企業株式を米機関投資家が取得したこと、わが国の株式持合い慣行が解消されたこと、コーポレート・ガバナンス意識の高揚が挙げられる⁵⁾。

本稿では株主アクティヴィズムがアメリカ固有の法人理論に基づくもので、シヴィル・ロー法理には合わないことを説明する。最初に国ごとの株主アクティヴィズムの件数を確認し（Ⅰ）、アメリカ固有の法理を明らかにし（Ⅱ）、シヴィル・ロー国であるフランスでの事情を取り上げ（Ⅲ）、結論を述べている⁶⁾。

2) Stuart Gillan and Laura T. Starks, The Evolution of Shareholder Activism in the United States, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 19 (2007), no. 1, pp. 55-73.

3) わが国の最初のエンゲージメントは東京スタイルの2002年5月の決算総会前に一株主が経営陣に不要不急資産の売却による増配または株式消却を提案した例とされる。

4) 外資系ファンドの関与として2017～18年のアルプス電気によるアルパインの株式交換に関する例がある。アルプス電気はアルパイン株式40.43%を保有し、株式交換による完全子会社化を公表し、投資ファンド Oasis Management はアルパイン株式が過小評価として、株主総会で配当の引上げを提案し、否決。その後、Elliott Management が参入した。

5) Bruno Amann, Jacques Jaussaud et Akira Kanie, Activisme des actionnaires et responsabilité sociale de l'entreprise au Japon, *Ebisu - Études Japonaises*, 2004, no. 33, pp. 153-171.

6) 少額投資家の利益の保護や環境・社会・ガバナンスの観点から投資先の経営者に「物言う」こともあるが、本稿では投資ファンドによる自己利益の実現のための株主アクティヴィズムに限定する。なおフランスには少額株主利益保護団体（ADAM）がある。

I 各国の株主アクティヴィズム

マフェット准教授らの2021年の論文は2010年～2018年の国別のエンゲージメント件数としてアメリカ4,105件、カナダ、オーストラリアとイギリス合計1,420件、わが国189件、ドイツ124件、イタリア69件、フランス68件、ベルギー7件と報告している⁷⁾。また投資銀行ラザールの2021年のレポートは同年単年の件数としてアメリカ173件、イギリス21件、ドイツ6件、オランダ6件、フランス4件、ベルギー1件と報告している⁸⁾。アクティヴィズムのエンゲージメントはコモン・ローの国で圧倒的に多く、シヴィル・ローの国で少ない。

これはアメリカに巨大な株式市場があることが理由とも考えられるが⁹⁾、アクティヴィストは市場全体を相手にするのではなく標的は個別企業であるから、株式市場の規模がきめ手とは考えにくい。

次に考えられる説明は機関投資家の地位である。アメリカ通信労働組合の2021年のレポートに「年金基金は2008年のリーマン・ショックで蒙った損失を補填するためにヘッジ・ファンドを使った運用に転じた。大手アクティヴィスト Elliott Management はこの恩恵を受け、管理資産は2010年に300億ドルであったが2021年には480億ドルに増加」とある¹⁰⁾。またニューヨーク州退職年金の2021年レポートには資金運用委託先として株主アクティヴィストの名がある¹¹⁾。1974年のERISA法以降、確定拠出型年金資金を吸収した投資ファンドが成長したため¹²⁾、チェフィンス教授は2018年の論文で「1950年代～

7) Mark Maffett, Anya Nakhmurina, and Douglas J. Skinner, Importing Activists: Determinants and Consequences of Increased Cross-border Shareholder Activism, *SSRN Electronic Journal*, September 2021, pp. 1-58.

8) Lazard Capital Markets Advisory Group, 2021 Review of Shareholder Activism, Jan 2022.

9) 2021年12月の時価総額は、NYSE 27兆ドル、Nasdaq 24兆ドル、Euronext (2000年にパリ・ブリュッセル・アムステルダム市場を統合) 6兆ドル、東京6兆ドル、ロンドン4兆ドル、オーストラリア2兆ドル。

10) The Communications Workers of America, *Activist Hedge Fund Risks to Pension Funds: The Case of Elliott Management*, Sept. 2021.

60年代の経営者にとって株主は従業員や取引先、顧客などと同程度の考慮要素であったが、1980年代の一連の敵対的買収によって企業経営者は株主から経営能力をどう評価されるかによって命運が決まることを知り…機関投資家は経営者が株主利益に専心するよう求め、…2000年以降株価指数を重視する投資ファンドの影響が強まった」と分析している¹³⁾。

わが国でも2001年に年金基金の自主運用として外部機関への運用委託が認められ、公的年金は投資顧問会社など内外の機関に運用委託されており、2016年（平成28年）経済財政報告は「1980年代後半以降、金融資本市場の自由化を背景に、大企業を中心に金融資本市場からの直接的な外部資金調達が進み、メインバンク制にも後退がみられる中、他の先進諸国と同様に機関投資家を中心とする外部株主重視」に変わったとするが、それにしてもわが国でのアクティヴィズムはアメリカよりかなり少ない。

機関投資家がリターンを重視するのは国を問わない。考慮すべきはわが国では『責任ある機関投資家』の諸原則が「企業の企業価値の向上や持続的成長を促すこと」を求め、フランスでは法令上、投資にあたって「社会・環境・倫理的配慮」を求めるのに対し¹⁴⁾、アメリカではこうした配慮がないことである。これはなぜなのか。

11) Office of the New York State Comptroller, 2021 Comprehensive Annual Financial Report for Year ended March 31, 2021, New York State and Local Retirement System, A Pension Trust Fund of the State of New York. p. 116.

12) シャレティ教授はアメリカ上場会社の資本に占める機関投資家の比率は1950年代の6%から2017年末に70%に上昇し、これがアクティヴィズム活発化の原因としている (Patricia Charléty, L'activisme actionnarial dans l'assemblée générale : quels bénéfices pour les actionnaires et les entreprises ? *Revue d'économie financière*, no. 130, 2018, pp. 195-221)。

13) Brian R. Cheffins, Corporate Governance and Countervailing Power, *University of Cambridge Faculty of Law Research Paper*, No. 54/2018, Auguste 3, 2018, pp. 1-82. わが国の1992年（平成4年）年次経済報告「第3章日本の市場経済の構造と課題・第1節 企業の所有と経営の分離・2株主からのコントロール」を参照。

Ⅱ アメリカでの株主アクティヴィズムの論理

上記の問いへの答えは株主アクティヴィズムがアメリカ固有の会社法理に基づいていることである。投資家株主をプリンシパル、経営者をそのエージェントとする「エージェント理論」では、プリンシパルの財産を「受託」したエージェントはプリンシパルの利益を極大化する責任があるとされる。会社という存在は単に雇用や売買などの契約を集中処理するための接点にすぎず、実在しない法的擬制であるとされ、従業員や取引先、地域社会への配慮がない。一方、シヴィル・ローにはエクイティ法理の「信託」概念はなく¹⁵⁾、また会社は実在する法主体であって¹⁶⁾、雇用や売買などの契約の当事者であり、不動産・動産の所有主体である¹⁷⁾。会社法理の違いには歴史的要因の影響が大きい¹⁸⁾。

(1) 会社の「信託」構成

アメリカの会社法理では会社はひとつの財産であり、法主体性はない。法人を法律上の擬制にとらえるのはコモン・ローの伝統で、古くはイギリスの1612年の事件でエドワード・クック卿が「(国王の認許を得て) 複数人が設け

14) フランスの退職年金は公的な貯蓄供託金庫 (CDC) が管理運営し、企業年金 (PEE, PERCO) は通貨金融法典で「企業共同投資ファンド」(FCEP) が管理運営する。FCEP ファンドは「社会、環境または倫理的配慮および投資先会社の種類に応じて、株式・債券の売買および付帯する権利の行使にあたって管理会社が遵守すべき配慮を明確に」する義務があるとされている (通貨金融法典の L214-614 条を参照)。

15) フランスは2007年2月19日法律第2007-211号により民法典の第三部「所有権の取得方法」に第14編「フィデュシー」(fiducie) を加えたが、これはアメリカでいう「信託」とはまったく異なる。

16) 拙稿「会社の従属法の制約要因」国際私法年報17号、2015年、180-203頁。

17) シャサニョン教授は「フランスでは企業の実体に注目し」、「会社という社会的な生産者の存在を認め、会社の法的・経済的側面に加え社会的政治的環境の中にも位置づける」としている (Virgile Chassagnon, Une analyse historique de la nature juridique de la firme, *Revue de la régulation*, 2012 (en ligne))。

18) Olivier Weinstein, Les théories de la firme, *Idées économiques et sociales*, no. 170 (2012), pp. 6-15.

た法人（Corporation aggregate of many）は無体・不死であって、法律の枠内でのみ存在する」として¹⁹⁾、法人を法律上の擬制（fictitious）と位置づけ、1766年にもブラックストーン卿は「法人（corporations）はつねに代理人（attorney）を通して現れ…法律の目的の中でのみ存在」とした²⁰⁾。したがって会社は株主財産であり、経営者にこの財産を「信託」する構成になる。アメリカでは1784年4月6日にニューヨーク法「宗教区の一般的な設立規定」²¹⁾が定められた。当時、集団で財産を所有するのは宗教施設に限られ、同法は「ニューヨークの宗教各教派が受託者（trustee）を指名することを認める。各教区の世俗的な事項を管理するために法人（body corporate）とすることを認める」と規定した²²⁾。この構成は1811年3月22日ニューヨーク製造会社設立法²³⁾で事業会社に適用され、ここでも信託構成がとられた。同法1条は「会社名、目的、資本金額、株式数、受託者数、初年度の経営者の氏名などを記した設立定款の提出」を定め、設立定款が受領されると会社（corporate）と認められることを規定した。会社の経営者を代理人・受託者とする構成はここに由来し、哲学者ジョン・デューイ教授は1926年の論文で「イギリス判例は大陸法と異なる

19) Edward Coke, *The Case of Sutton's Hospital, King's Bench* (in *The Reports of Sir Edward Coke*, Knt, vil. v., 1826, pp. 253-307, especially p. 294) .

20) Sir William Blackstone, *Commentaries on the Laws of England*, 1766, Book 1, Chapter 18.

21) Act of Apr. 6, 1784, 1784 N.Y. LAWS ch. 18, at 613-18. Paul G. Kauper and Stephen C. Ellis, *Religious Corporations and the Law*, Mich. L. Rev. vol. 71 (1973), no. 8, pp. 1499-1574 ; Kellen Funk, *Church Corporations and the Conflict of Laws in Antebellum America*, Published online by Cambridge University Press, 25 September 2017.

22) ローレンス教授は「多数者の権利と財産基金に関する保護と支援はコモン・ローとエクイティ判例の原則に従う」と説明する (Wm. Lawrence, *The Law of Religious Societies and Church Corporations*, Chapter I, *Univ. of Pennsylvania L. Rev.*, Chapter I, vol 21 (1873), no. 4, pp. 201-223)。

23) *The New York Annual Register for the year of our Lord 1836*, pp. 350-352, Paul G. Kauper and Stephen C. Ellis, *Religious Corporations and the Law*, Mich. L. Rev. vol. 71 (1973), no. 8, pp. 1501, 1502, Eric Hilt, *Corporation Law and the Shift toward Open Access in the Antebellum United State*, *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 21195, May 2015.

り『信託』の手段で対応する」と説明し²⁴⁾、以来、会社の法人格について議論がなく²⁵⁾、バーリ教授は1931年の論文で会社を信託として法律構成し、会社の経営者の権限は「信託受益者 (cestui que trust) のために受託者 (trustee) として行動する衡平法上のルールによる」としている²⁶⁾。株主が所有者として経営者に信託した会社は事業を遂行するために要する雇用や売買などの契約の接点 (nexus of contracts) であるとされる²⁷⁾。

(2) エージェンシー理論

エージェントである経営者とプリンシパルである株主の関係についてミシガン州最高裁の1919年2月7日判決は「事業会社は一義的には株主の利益になるように組織され事業を遂行する」と判示した²⁸⁾。すなわち経営者は株主の代理人であり、株主の利益の極大化、企業価値の増出、配当率の引上げが経営者の義務であることになった。現在のデラウェア州会社法²⁹⁾は、株主の議決権は主として取締役の選任と定款・付属定款の変更、合併、会社の重要な資産の売

24) John Dewey, *The Historic Background of Corporate Legal Personality*, *Yale L.J.*, vol. 35 (1926), no. 6, pp. 655-673.

25) メイトランド教授は、シヴィル・ローで法人は権利義務の主体 (right-and-duty-bearing-unit) であるが、コモン・ローでは「信託が社会的な重要性和法的関心の面で他の追従を許さず、信託は擬人化された組織 (personified institution) の法的代替」としている (Frederic William Maitland, *Moral Personality and Legal Personality*, 1904 (in *State, Trust and Corporation*, 2003, pp. 62-74)。

26) Adolf A. Berle, Jr., *Corporate Powers as Powers in Trust*, *Harvard L. Rev.*, vol. 44 (1931), no. 7, pp. 1049-1074.

27) Michael C. Jensen and William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost, and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*, vol. 3 (1976), no. 4, pp. 305-360.

28) *Dodge v. Ford Motor Co.*, 170 N.W. 668 (Mich. 1919) . フォード自動車の資本構成は創業者 Henry Ford が58%、Dodge 兄弟合計10%であったが、Ford 社長は自動車大衆化のため工場新設と従業員給与の引上げのため特別配当を停止し、これに対し Dodge 兄弟が特別配当実施と工場新設の停止を求めた。ホスマー判事は特別配当を命じたが、工場の新設の是非は経営判断 (business judgment) にあたるとした。

却と任意の解散の承認に限っている。

こうした会社法理は「所有と経営の分離」を説いたバーリ・ミーンズ両教授の1932年の共著にも共通で「会社は所有権の一手段、また経済生活の手段と化している」とし³⁰⁾、同書を批評したドッド教授も同年に「会社は株主が個人的利益を得るために、またそのために取締役会が経営するための株主の団体」として株主利益最優先を説いている³¹⁾。ただし所有と経営の分離を説いたバーリ教授は1932年の論文では上場企業の経営者は株主利益だけでなく地域社会などステークホルダーにも配慮すべしと説き³²⁾、その後も経営者の社会的責任を説く論文はあったが³³⁾、1970年のフリードマン教授の新聞論説はこうした「社会的責任論」を「自由社会の基礎を無視」するもので、「自由企業、私的所有権の下では会社経営者は企業の所有者の使用人であり」、「所有者の望み通りに企業を経営」すべきであるとした³⁴⁾。アルキアン教授らは1972年の論文で「仮に株主全員が会社の意思決定に参加することになれば、膨大な管理費用が生じ、また予想外の意思決定がとられ、その費用を株主が負担する」から「会社の意思決定を……経営者に任せること」が合理的であり、株主には「経営者の解任や経営方針変更のための委任状合戦と株式買増し」があると主張した³⁵⁾。法哲

29) デラウェア州会社法102条は定款 (certificate of incorporation) に多くの事項を譲り、121条は会社の権限として「(a) 本節122条に規定するほか、会社 (corporation)、役員 (officers)、取締役 (directors) と株主は本章または他の法律あるいはその定款が付与する権限と特権およびそれに付帯する権限を、これらの権限と特権の行使が定款に記載された事業または目的の実行、促進または達成に必要な限り、規定することができる」としている。同141条 (a) は会社の取締役会が会社を経営することを規定している。

30) Adolf A. Berle, Jr. and Gardiner C. Means, *The Modern Corporations and Private property*, 1932, pp. 220-276.

31) E. Merrick Dodd, Jr, For Whom Are Corporate Managers Trustees? *Harvard L. Rev.*, vol. 45 (1932), no. 7, pp. 1145-1163.

32) Adolf A. Berle, Jr., For Whom Corporate Managers are Trustees: a Note, *Harvard L. Rev.*, vol. 45 (1932), no. 8, pp. 1365-1372.

33) Howard R. Bowen, *Social Responsibilities of the Businessman*, 1953, Introduction.

34) Milton Friedman, The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits, *The New York Times*, Sept. 13, 1970.

学者グリーン教授は1993年の論文でフリードマン教授の意見がその後も有力であるとし、「会社経営者は会社の『主人』(principals)である株主に『代理人』(agents)として奉仕することを同意すると会社と所有者株主に受託者義務(fiduciary duties)を負い」、「経営者は…株主の利益の極大化という広範な義務がある」と認めながら、グリーン教授は「会社の経営者は多くの要素で構成される利益を考慮すべきで…労働者、地域社会、顧客と供給者など株主以外のことを考慮すべきである」としたが³⁶⁾、バインブリッジ教授は2002年のふたつの論文で株主優位とは株主の富の極大化を意味し、取締役は長期的な株主利益を基準に意思決定する義務があり、これはアメリカ会社法理で定着した原則であり、株主は日常の経営に関与はしないが、アクティヴィズムや株主訴訟を通じて意思決定権を行使するとした³⁷⁾。

Ⅲ フランスの場合

1990年代後半からフランスでもアメリカ起源の投資ファンドによる間接投資が増加し始めたことを、クーレ教授は2002年の論文で「グローバルゼーション・インペリアリズム」と評して、フランス企業の資金調達の間接金融から直接金融に変化し、フランス主要企業の外国株主比率が46%に達し、アメリカの法理を無視することができなくなったとした³⁸⁾。マニエ教授は2001年の論文で会社法制はとくに外国法の影響を受けやすく、フランスでもアメリカの会社法

35) Armen A. Alchian and Harold Demsetz, Production, Information Costs, and Economic Organization, *The American Economic Review*, vol. 62 (1972), no. 5, pp. 777-795.

36) Ronald M. Green, Shareholders As Stakeholders: Changing Metaphors Of Corporate Governance, *Washington and Lee L. Rev.* vol. 50 (1993), no. 4, pp. 1409-1421.

37) Stephen M. Bainbridge, Director v. Shareholder primacy in the Convergence Debate, *Transnational Law*, vol. 16 (2002), pp. 45-62 ; Stephen M. Bainbridge, The Board of Directors as Nexus of Contracts: A Critique of Gulati, Klein & Zolt's 'Connected Contracts' Model, UCLA, School of Law Research Paper No. 02-05 (2002), pp. 1-36.

38) Alain Couret, La structure juridique des entreprises (corporate governance), *Revue internationale de droit économique*, vol. XVI (2002), pp. 339-367.

理が入り、伝統的経営形態が修正を迫られ、機関投資家が経営者の行動を直接間接にコントロールするようになってきているとした³⁹⁾。

(1) 会社の形成と法人格

フランスの会社理論はアメリカ法理とは大きく異なる。メルル教授は「会社 (société) は法人格 (personnalité morale) を得ることで株主の財産とは別の固有の財産 (patrimoine social) を有することができ、固有の主体性、名称、住所、国籍、行為能力、訴訟能力を有する」とし、「会社は法令上と定款上の制限を除いて権利の主体」であり、「会社経営者は法定の機関 (organes) である」と説明している⁴⁰⁾。この法理には歴史的背景がある。

中世に住民が寄進した教会や施療院という財産には「不死財産」(bien de mainmorte) という独立した地位が与えられ⁴¹⁾、世俗財産についても住民が共同出資する水車に会社類似の性格が認められた例がある⁴²⁾。13世紀後半のボマノワールのボヴェジ慣習法には複数の商人が共同出資する「団体・会社」(compagnie) が記され⁴³⁾、これらは「信託」という構成をとっていない。伝

39) Véronique Magnier, Réception du droit américain dans l'organisation interne des sociétés commerciales, *Archives de Philosophie du Droit*, no. 45 (2001), pp. 213-225

40) Philippe Merle et Anne Fauchon, *Droit commercial, sociétés commerciales*, 22e éd., 2018, pp. 116-173.

41) 不死財産について1463年7月20日王令、1547年9月2日王令がある (Isambert, Decrusy et Armet, *Recueil général des anciennes lois françaises, depuis l'an 420 jusqu'à la Révolution de 1789*, Tome XIII, 1828, pp. 29-32, 464-465)。フェリエールは「教会、農村共同体、教会参事会、学校・修道院の財産は不死財産と呼ばれ、死ぬことなく、永遠に存在する」と書いている (Claude-Joseph Ferrière, *Dictionnaire de droit et de pratique*, Tome I, 1740, pp. 939)。中世イギリスでは「不死財産」が禁じられた (戒能通厚『イギリス土地所有権法研究』(岩波書店、1980) 74頁)。

42) 12世紀後半トゥールーズ市内のガロンヌ川に住民が共同で水車 (Moulins de Bazacle) を設け、水車への通路を設けたが、川沿いの土地所有者・修道院が通行を禁じ、1177年に仲裁事件になった。水車の共同出資者持分は譲渡可能で「これは構成員とは別の社会的な一体」であった (Germain Sicard, *Aux origines des sociétés anonymes: les moulins de Touloypuse au Moyen Age*, 1953, pp. 69, 175)。

統的に会社は法人格を有する経済主体である。

(2) 会社の資金調達

19世紀以降の産業化の過程でのフランスとのアメリカでは会社の資金調達構造に大きな違いがある。フリデンソン教授の1972年論文がフランス企業の資金調達構造について格好の題材を提供している。同教授は19世紀後半以降のフランス自動車産業の動向を紹介し、1903年にフランスの自動車生産台数は約3万台で世界一の座にあり、一方のアメリカでは約1万台にとどまっていたが、1908年にアメリカでT型フォードの生産が始まり、1914年にアメリカで48万5千台に達し、一方、フランスでは4万5千台にとどまり、アメリカ自動車生産が急速に成長したと教えている。ひとつの背景は人口動態である。1820年のフランス人口3千万に対しアメリカは1千万人に過ぎず、それが1870年にはいずれも約4千万人で並んだが、1915年にフランスは依然4千万人に対しアメリカは1億人を超え、両国の消費市場に大きな差が生じた⁴⁴⁾。より大きな原因は別にある。フランスの自動車会社プジョーの創立は1810年、ルノーは1898年であるのに対し、フォードは1903年、GMは1908年でかなり差があったが、その後生産台数で大きく劣後することになり、これは資金調達と事業形態の差が原因である。フリデンソン教授はフランス企業の「大多数の生産者はコスト削減よりも独立性の維持のためもっぱら自己資金に満足し、短期の資金だけ銀行に依存し」、自動車会社では「資金面での独立と労働者の自律が支配した」としている⁴⁵⁾。フランスの自動車会社創業者は伝統的なブルジョア層であり、株主は利益の拡大による増配を要求するが、短期資金提供者の銀行なら

43) Philippe de Beaumanoir (éd par Amédée Salmon), *Coutumes de Beauvaisis*, Tome I, 1899, p. 309.

44) Angus Maddison, *The World Economy*, 2006, OECD-Development Centre Studies, pp. 412-431, 459-464. フランスとアメリカを比べると、GDP総額は1820年に354億ドル対125億ドル、1870年に721億ドル対983億ドル、1915年に1,314億ドル対4,909億ドルで、Per Capita GDPでは1820年に1,135ドル対1,257ドル、1870年に1,876ドル対2,489ドル、1915年に3,248ドル対4,864ドルと産業化と大量生産によりアメリカ経済が優位に立った。

約定金利を支払えば済むとして、事業拡大のリスクをとらなかったのである。前述のバーリ・ミーンズ両教授が描いたアメリカ産業資本主義の勃興期の株式発行とは対照的であった。またボナン教授は2011年の論文で19世紀前半、旧体制下のブルジョアがいわゆるオート・バンク（*hautes banques*）を設立して、陸運海運融資を担い、また国立機関として貯蓄供託金庫などが設立され、民間の投資銀行が創業されたことを紹介している⁴⁶⁾。

一方アメリカでは1927年マクファデン法で銀行の州際業務が規制され、1933年グラス・ステイーガル法で商業銀行の投資銀行の兼営が制限され、1956年銀行持株会社法で銀行業務に密接に関係する業務を営むことが原則とされたが、これらはアメリカの特殊事情であり⁴⁷⁾、アメリカと大陸欧州の会社の資金調達構造とその変化の違いを述べる論文は多い⁴⁸⁾。

(3) 株主アクティヴィズムへの反応

現在のフランスでは国を挙げて株主アクティヴィズムに対応しているようで

45) Patrick Fridenson, Une industrie nouvelle: l'automobile en France jusqu'en 1914, *Revue d'histoire moderne et contemporaine*, Tome 19, no. 4, 1972, pp. 557-578.

46) Hubert Bonin, Les banques françaises devant l'opinion (des années 1840 aux années 1950), *Les français et l'argent, XIXe -XXIe siècle*, 2011, pp. 281-302.

47) 「平成4年・年次経済報告・第3章日本の市場経済の構造と課題・第1節企業の所有と経営の分離・企業の経営目標・第2節企業と金融・資本市場の関係」を参照。

48) バクト教授とマイアー教授はフランスとドイツの各170社の8割の会社に25%以上を有する株主があり、アメリカでは6%であること、企業の資金調達に市場依存と銀行依存があること、大陸欧州では創業者が株式を保有し、また会社間株式持合いもあるとする (Marco Becht and Colin Mayer, Coporate Control in Europe, *Revue d'économie politique*, vol. 112 (2002), pp. 471-498)。シャベル准教授の分析ではベルギー上場会社の株主構造も同様で (Ariane Chapelle, Separation between Ownership and Control: Where Do We Stand? *Corporate Ownership and Control*, vol. 2, nNo. 2, pp.91-101)、アルブイ教授らはさらに「大陸欧州では場会社が少なく、資本市場への依存が低く、株主が集中」としている (Michel M. Albouy, Clément Decante, Aurélien Mauro et Pauline Studer, L'impact des actionnaires activistes sur les performances à court, moyen et long terme des entreprises européennes, *Revue Finance contrôle stratégie*, vol. 20 (2017), no.1)。

ある。投資のリターン向上のため企業合理化を要求するアクティヴィズムは、従業員を会社の重要な構成要素とするフランスでは受け入れがたく⁴⁹⁾、同国では企業経営が近視眼的にならないように2014年3月29日に法律第2014-384号(実体経済再構築法)が成立し、長期保有株主の議決権を2倍とした。同法案の審議中の2013年7月17日に法案の提案者はアクティヴィスト Colony Capitalの例を取り上げ、「投資ファンドが利益目的で短期的な行動をとることで企業のリストラが生じ、従業員の解雇という社会的損失、また産業減退という悪効果を生じさせる」と述べている⁵⁰⁾。

その後2017年10月25日にフランス政府は「企業の成長と変革の行動計画」を閣議決定し、国際競争力のない国内先端技術産業の育成のため「長期の資本と株主が必要である」としたが⁵¹⁾、2018年3月9日に財政大臣などに提出された企業経営者による提案書は「一部投資家による短期利益狙いの動きがあり、企業を再考しなければならない」と始まり、「短期の株主は民法典上の社員・株主 (associés) ではない。大陸欧州の企業は『社会性』と『責任』に基づく」、「大陸欧州の経済モデルは市場依存のアングロ・サクソン資本主義と対立」している、「アメリカでは経営者の『受託者責任』とは株主にとっての資本価値の極大化であると解しているが、フランス法にこの考え方はない。アングロ・サクソンの資金がフランス企業に流入し、株主利益極大化によって企業業績を評価し、ストックオプションを設けることは短期利益狙いの『独裁』(dictature)を招く」、として株主アクティヴィストに対する忌避感を示した⁵²⁾。さらに

49) 1945年2月22日オールドナンスで従業員が企業経営に意見を具申する制度が設けられ、2013年6月14日法律は従業員取締役の選任を規定する。

50) Assemblée Nationale, no. 1283, Rapport fait au nom de la Commission des affaires économiques sur la proposition de loi visant à redonner des perspectives à l'économie réelle et à l'emploi industriel par Mme Clothilde Valter, le 17 juillet 2013.

51) Gouvernement, Compte rendu du Conseil des ministres du 25 octobre 2017, Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises. 欧州連合2017年5月17日「長期的な株主の関与を促進するための指令」第UE 2017/828号も投資ファンドが過度な短期的リスクをとることを懸念した。

2019年5月22日法律第2019-486号（パクト法）は①企業の成長と雇用創出と②社会の中核としての企業の再構築を目的と図った。同法成立前2019年4月5日に記者の取材に応じたル・メール経済財務大臣は「企業価値を破壊するアクティヴィストは新しい資本主義と相容れない」、「企業価値破壊のアクティヴィストとは戦う」と答えている⁵³⁾。

その後2019年10月2日には国民議会の財政委員会に「株主アクティヴィスト」と題する報告書が提出され、Elliott Management、Charity Investment Asset Managementなどの個別案件を取り上げ、「フランスの既存権威を揺るがすか?」として警戒姿勢を示し⁵⁴⁾、その後も各種団体が報告を出している⁵⁵⁾。

フランス経済財務省は2021年9月に「新資本主義」に関する報告書を出した。ここでアメリカなど11カ国の資本主義の態様を比較し、フランス型の新たな資本主義を模索して、「2008年のリーマン・ショックは資本主義が資源の有効配分という点で失敗した」、「金融機関が救済される一方で、その負担は労働者に負われ、失業の増大と雇用の流動化が生じ、経済政策の失敗のつけが労働者に負わされている」とし、前述のフリードマン教授の論説を挙げ、「このドグマは1990年から2000年にかけては賛同を得たが、現在のアメリカでは異論があり、2008年の金融危機後の景気後退と地球温暖化は株主利益の極大モデルが近視眼的であり、不道德であるという批判の対象になり…企業の『社会的』

52) Ministère de l'économie des finances et de la relance, Mission « Entreprise et intérêt général » : remise du rapport de Jean-Dominique Senard et Nicole Notat, le 9 mars 2018.

53) Leigh Thoma, La France prépare sa riposte aux fonds activistes, dit Le Maire, *Reuters*, le 5 avril, 2019.

54) Assemblée nationale, Rapport d'information relative à l'activisme actionnarial, le 2 octobre 2019.

55) 2019年11月にフランス法律家協会は「株主アクティヴィズム」と題する報告書を出し (Le club des juristes, *Activisme actionnarial*, novembre 2019)、同年12月には私企業協会 (Afep) が報告書を発表 (Association française des entreprises privées, *Activisme actionnarial*, décembre 2019)、2020年4月28日に金融市場庁は「株主アクティヴィズムに関する通知」を公表した (Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial, le 28 avril 2020)。

な動きはコーポレート・ガバナンスにおける従業員の参加の声となっている…短期利益を狙う株主アクティヴィストは企業に過大なリスクを負わせるので、マイナスの効果しかない」とした⁵⁶⁾。フランスでは政府企業全体としてアクティヴィズムを忌避しているようである。

結論

わが国を含むシヴィル・ロー国の会社法理から見るとアクティヴィズムの行動には違和感がある。かつてラ・ボルタ教授らはコモン・ロー国とフランスを中心にシヴィル・ロー国の会社法制について一連の比較分析の論文⁵⁷⁾を発表して「コモン・ロー国では株主の権利が強く、フランス系のシヴィル・ロー国で最も弱い」、「コモン・ロー国の法制は投資家保護の点ではシヴィル・ローとくにフランス法起源の国より充実している」と評したが、会社法理が違うのでこの比較は無益であろう⁵⁸⁾。

また株主アクティヴィストについて2013年にジルソン教授らがあらたな視点を提供している。アクティヴィストは自己資金を運用しているのではなく、年金基金や投資信託という機関投資家の資金を受託しているのであり、アク

56) Ministère de l'économie, des finances et de la relance, *Le capitalisme avant la crise du COVID*, Document de travail, no. 2021/4, septembre 2021.

57) Rafael LaPorta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, *Law and Finance*, *Journal of Political Economy*, vol. 106 (1998), no. 61, pp. 1113-1155 ; Rafael LaPorta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, *Legal Determinants of External Finance*, *The Journal of Finance*, vol. LII (1997), no. 3, pp. 1131-1150 ; Rafael LaPorta, Florencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer, *Corporate Ownership Around the World*, *The Journal of Finance*, vol. LIV (1999), no. 2, pp. 471-517.

58) ロー教授はアメリカでは「企業の所有と経営の分離」モデルはどこでも妥当すると考えたが、実はアメリカ固有であるとしている (Mark J. Roe, *Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan, and the United States*, *Yale L. Journal.*, vol. 102 (1993), no. 8, pp. 1927-2003)。ベルギーのクルス教授もラ・ボルタ教授らの論文を批判している (Sofie Cools, *La Répartition juridique des pouvoirs au sein des sociétés d'Europe continentale et des sociétés américaines*, *Revue pratique des sociétés*, 2007, no. 2, pp. 149-200)。

ティヴィストは機関投資家のエージェントに過ぎず、従来の「経営と所有の分離」や「エージェンシー理論」の妥当性が問われているとしている⁵⁹⁾。すなわち株主アクティヴィズムとは経営者とアクティヴィストという二つのエージェントの間の争いである。最近、アメリカの労働組合年金団体は株主過度のアクティヴィズムが労働者にはマイナスであると警鐘を鳴らした⁶⁰⁾。わが国経団連の2020年9月15日の意見書⁶¹⁾は「世界の多くの機関投資家が投資先企業に目先の利益ではなく雇用維持を求め」ていると書いているとおりである。

附録：フランスでの株主アクティヴィスト・エンゲージメント事例は相応の件数があるが、ここでは三つのタイプに分けそれぞれ一件を挙げる。

- (1) 買収事案便乗型：2015年4月 Norbert Dentressangle の株式公開買付け
物流会社 Norbert は1979年に創業してから国内外で同業会社を買収し拡大路線をとってきた。2015年4月28日、アメリカの同業会社 XPO Logistics は Norbert の経営者一族から株式67%を買い取り、さらに86%超まで買い増し、Norbert の上場廃止を計画した。株主アクティヴィストの Elliott はこの時期に Norbert の株式を9.12%取得した（上場廃止には95%超の株式保有を要した）。Norbert は XPO の子会社となり、2016年2月に XPO Logistic Europe に名称変更した。この事案で2015年7月に XPO はパリ商事裁判所に Elliott を相手に1億52百万ユーロの損害賠償と Norbert の株式取得差止などを求めて訴えを提起し、同裁判所は2019年2月5日（RG j2019000036）に本案を金融市場庁に移送、同年9月に開始された調査の結果、2020年4月17日に同庁制裁委員会は不実

59) Ronald J. Gilson & Jeffery N. Gordon, The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights, *Colum. L. Rev.* vol. 113 (2013), pp. 863-927.

60) すでにその動きとしてアメリカ通信労働組合は2021年9月23日報告がある（The Communications Workers of America, New Report Exposes Elliot Management's Harm to Pensions and Telecom Companies Management, Sept. 23, 2021）。

61) 日本経済団体連合会「企業と投資家による建設的対話の促進に向けて」2020年9月15日。

報告、報告遅滞、調査妨害を理由に Elliott グループ2社に総額2千万ユーロの課徴金の支払いを命じた。

(2) 企業価値増殖型：2016年6月 Rexel の経営方針への提言

Rexel は1967年創業の電気製品製造販売会社で、従業員2万6千人を数える。株主アクティヴィストの Cevian Capital は2015年末から Rexel の株式投資を始め、2016年には10.47%に達した。フランス金融市場庁によると Cevian は Rexel の経営支配権を得ることは考えていないが、取締役のポストを求めるかもしれないと答えた。2016年6月、Rexel は機構改革（取締役会長辞任、指名委員会・報酬委員会・監査委員会の設置、取締役12人のうち10人を独立取締役とする）を発表し、その後、Rexel の経営陣は従来の拡大方針から事業の集中方針に転じ、2017年5月には Cevian の代表者が Rexel の取締役、監査委員・報酬委員に就任した。Cevian は株式を買い増し、2018年12月には19.5%に達した。

(3) 空売り型：2015年12月 Casino に対する Muddy Waters の空売り

Casino は1898年創業のフランスのスーパー・マーケット会社。投資ファンドの Muddy は2015年12月に Casino の株価は過大評価、過大債務の存在、適正な株価は7ユーロ（市場株価は49ユーロ）などを内容とするレポートを公表。この結果 Casino の株価は急落し、Muddy は Casino 株を空売りしていた。金融市場庁は2016年2月から調査を開始した。

なお欧州連合2012年3月14日規則第236/2012号「空売りとクレジット・デフォルト・スワップに関する規則」、2014年4月16日規則第596/2014号を参照。

（こはり・よしあき 広島大学名誉教授）