

研究ノート

## 株主の権利について

—— アメリカ会社法から示唆を得て ——

梅 津 昭 彦

- I 問題意識
  - 1 株式会社と株主
  - 2 本ノートの目的と考察対象
- II アメリカ会社法における株主の権利
  - 1 会社法の伝統的モデル
    - (1) 株主と取締役会との関係
    - (2) 株主民主主義と取締役の権限
  - 2 株主の諸権利の分類
    - (1) 4分類の提言
    - (2) 株主の基本権
  - 3 株主の基本権の位置づけ
    - (1) 伝統的立場
    - (2) 伝統的立場に基づく株主の基本権
    - (3) 契約理論の立場
    - (4) 契約理論の立場に基づく株主の基本権
- III まとめに代えて
  - 1 本ノートにより得られた視点
  - 2 今後の研究課題

## I 問題意識

### 1 株式会社と株主

「株主は会社の所有者である」。このような命題は、これまで伝統的な会社法の理論の中で唱えられてきていた。例えば、株主は、「実質的にみれば企業の共同所有者」であり、「この共同所有者である株主の会社企業における分け前」が株式と呼ばれ、そして、株式は会社の社団法人性に即応して、会社に対する法律上の地位の形に引き直され、株主はこの地位に基づいて会社に対し種々の権利を有するとされる<sup>1)</sup>。また、株式会社においてその資本の出資者が所有者となり、それは、出資者が事業の運営を支配すること、そして出資者が事業の活動によって生じる利益の帰属者になることを意味するという<sup>2)</sup>。

ところで、ある対象物の所有者であるということは、当該対象物（物であろうと、何らかの権利であろうと）を自由に利用、処分、そして収益できる権利である所有権を有する者であることを意味している（民法第206条）<sup>3)</sup>。そうであるならば、株主は株式会社の所有者として、当該会社を自由に利用、処分、および収益できる所有権者であろうか。会社は、独立した法的主体として（会社法第3条）、自ら権利を取得し義務を負う存在である。そのような存在を対象物として、株主は会社を自由に利用、処分、そして収益できる存在と認めることができるという意味で、「株主は会社の所有者である」という命題を理解することができるのか。一方で、株式を株式会社に対する地位ととらえ、それにより派生する権利義務の総体と理解するならば、株主とは株式の所有者であることになる。そこで、株式

---

1) 鈴木竹雄＝竹内昭夫『会社法〔第3版〕』95頁（有斐閣、1994年）。

2) 神田秀樹『会社法〔第24版〕』1頁、26頁（弘文堂、2022年）。

3) 所有権とは、「ある特定の物を全面的に支配する権利」であり、その内容が民法第361条において規定されている。内田貴『民法I〔第4版〕総則・物権総論』361頁（東京大学出版会、2013年）。

の法的性質が問題となるところであるが、株主は、それを所有することが会社に対して影響力を与える、または、株主は株式の所有者として、それを自由に使用、収益、そして処分することができるとも理解できるかもしれない。

以上のような視点の前提として、これまでも、株式会社において株主の存在、またはその法的地位をどのように理解するかが探究されてきたところである。それは、伝統的に株式とは何か（株式の本質）、株式と株式会社との関係として議論されてきたと思われる<sup>4)</sup>。また、株主の権利は、株式の内容として一般に、自益権と共益権とに分けられるところ、自益権とは、「株主が会社から直接に経済的利益を受ける権利」であると理解されている<sup>5)</sup>。他方共益権は、「株主が何らかの意味で会社の管理運営に参与することを目的とする権利であって、いずれも会社の経営に関与したり、不当な経営を防止またはこれにつき救済を求めたり、これらの措置を補助することを内容としている」と評価されている<sup>6)</sup>。わが国におけるかかる株主権論争や株主権の分類に関する理解も、会社法の性格、そして株主の権利を基礎づける理論として有益なものであろう。

大陸法を継受して成立したわが国の会社法（商法）がアメリカ法の影響、またはその指導を多大に受けてきたことは、会社法（商法）の改正の歴史に反映している。その一端は、会社法（商法）規定の中で、株主のまたは株主総会の権限が減退し、取締役もしくは取締役会の意思決定権限の拡大に見られよう。そして、そのような傾向はそもそも、会社法（商法）という法令の目的の多義性にあると考えられる。例えば、会社法（商法）は、

---

4) 森淳二郎「株式本質論——株式と株主のはざまで見失われたもの」倉沢康一郎＝奥島孝康編『昭和商法学史（岩崎先生追悼）』309頁以下（日本評論社、1996年）。

5) 江頭憲治郎『株式会社法〔第8版〕』130頁（有斐閣、2021年）。

6) 大隅健一郎＝今井宏『会社法論上巻〔第3版〕』342頁（有斐閣、1991年）。「それは自益権価値の実現を保障するためのものであるといえる」。同344頁。

株主利益を最大化することをその主たる目的としているのである、または会社が経済社会の活動主体として存在し、株主以外の利益、会社をめぐる多様な利害関係者の利益（福利）を調整するために認められると主張されるに至っている<sup>7)</sup>。

さらに、現代的課題としてコーポレート・ガバナンスが会社法（商法）の適用と解釈において問題となってきた。すなわち、それは、基本的に公開会社の問題（所有と支配との分離が進んでいる株式会社）であるが、本ノートで整理するアメリカ会社法における株式会社の株主の権利の法的基礎理論は、コーポレート・ガバナンスの議論における株主の果たすべき役割を指摘するうえで考察に値すると考えている。

## 2 本ノートの目的と考察対象

株主と株式会社との間の法的関係を「株式」の法的性質の観点から解明し、そのことから認められる、または与えられる権利を「株主権」と表現すると思われるが、本ノートでは、株主であることを前提として、株主が有する所与の諸権利を「株主の権利」といい、「株式」とは何か、またはその法的性質の観点から整理するものではない。また、株主には、いわゆる大規模公開会社、小規模閉鎖（的経営）会社それぞれの株主に差異があり、さらに個人株主または機関投資家としての株主、株式を所有する目的もしくは所有することに主観的に期待する機能について、多様性が認められるところである。本ノートでは、かかる多様性に基づく個々の分析を行

---

7) 落合誠一「企業法の目的 —— 株主利益最大化原則の検討 ——」岩村正彦他編『岩波講座現代の法7企業と法』3頁以下（岩波書店、1998年）、同『会社法要説〔第2版〕』41頁以下（有斐閣、2016年）。また、神谷高保「会社法の任意法規化の限界 —— 強行法規か否かの判定基準 ——」小塚莊一郎・高橋美加編『商事法への提言（落合先生還暦記念）』65頁以下（商事法務、2004年）。

う余裕がないので、典型的な（モデルとなる）株式会社の典型的な（モデルとなる）株主を想定する。ただし、取り上げるアメリカ会社法における事案によっては、当該会社または当該株主の属性が問題となることがあることには、ご海容を願うところである。

本ノートは、アメリカ会社法における株主の諸権利の中でもその重要性が強調されるべき権利について検討されている論考を参考に、わが国の会社法における株主の権利またはその地位を再確認しその基礎理論を構築するための視座を提供したいと考えている<sup>8)</sup>。また、本ノートでは、アメリカ会社法に対する様々な会社理論をすべて取り上げたくて、株主の権利の位置づけを探ることはできない。そこで、本ノートは、アメリカ会社法に関する主要な、または中心の見解であると考えられる伝統的な立場と、法と経済学から派生している契約理論に基づき会社を理解する見地から、株主の権利の性格を浮き彫りとする。なお、アメリカ会社法自体の研究には判例法の整理および理解に重点が置かれなければならないところであるが、本ノートでは判例の指摘は最低限度であり、また、各州制定法の網羅的比較は行わず、アメリカにおいてその優位性が認められているデラウェア州一般会社法（Delaware General Corporation Law）を<sup>9)</sup>、そしてアメリカ法律家協会（American Bar Association）が採択している模範事業会

---

8) 本ノートは、次の論考に刺激を受けて構想したものである。Julian Velasco, *The Fundamental Rights of the Shareholder*, 40 U. C. DAVIS L. REV. 407 (2006). [hereinafter cited as Velasco, *The Fundamental Rights of the Shareholder*] ただし、本ノートにおいて同論考の構成をそのまま採用するものではなく、同論考の指摘から筆者がフォローできる所論も独自に展開し整理することを試みるものである。

9) 8 Del. C. Title 8. 本ノートにおける現行法の試訳のために、1993年改正が盛り込まれた版の邦訳として、北沢正啓＝浜田道代『新版デラウェア会社法』（商事法務、1994年）を参照した。以下では、「デラウェア州会社法第〔当該条文ナンバー〕条」として示す。

社法（Model Business Corporation Act）を<sup>10)</sup>、それぞれ参照するに止まることを断っておく。

## II アメリカ会社法における株主の権利

### 1 会社法の伝統的モデル

#### (1) 株主と取締役会との関係

アメリカ会社法の歴史は、取締役にとって会社の使い勝手を増加させ、株主の諸権利を縮減してきたことにその特徴のひとつがあると言われて<sup>11)</sup>。また、会社法における重要な論点は、株主と取締役（会）との間の

---

10) 同協会が1984年に採択した版の邦訳として、北沢正啓＝平出慶道訳『アメリカ模範会社法』（商事法務、1988年）があり、最新版の試訳のために参考にした。以下では、「模範事業会社法第〔当該条文ナンバー〕条」として記す。なお、デラウェア州会社法と模範事業会社法の条文については次を参照した。THOMAS LEE HAZEN & JERRY W. MARKHAM, CORPORATIONS, OTHER LIMITED LIABILITY ENTITIES AND PARTNERSHIPS Statutory Supplement for Hazen, Markham & Coyle's Corporations and Other Business Enterprises Cases and Materials 2020-2021 Edition (West Academic Pub., 2020).

11) Ralph K. Winter, Jr., *State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation*, 6 J. LEGAL STUD. 251, 255 (1977). そして、株主が会社経営に直接参加することを抑止して、取締役会による会社経営の裁量を大幅に認めることの結果は、会社の設立を誘引する各州間の争いとして、それは危険な「底辺のための競争 (race for the bottom)」であり、効率的な「頂点への競争 (race to the top)」として特徴づけられると評する見解もある。それらにかかる観点、すなわち会社立法の各州間競争、また会社に関する州法を連邦との関係の点からの歴史研究として興味深い。William L. Cary, *Federalism and Corporate Law: Reflections Upon Delaware*, 83 YALE L. J. 663 (1974); Daniel R. Fischel, *The "Race to the Bottom" Revisited: Reflections on Recent Developments in Delaware's Corporation Law*, 76 NW. U. L. REV. 913 (1982); JAMES D. COX & THOMAS LEE HAZEN, *BUSINESS ORGANIZATIONS LAW* (5th ed. West Academic Pub., 2020), at 60-63. なお、久保田安彦「初期アメ

権限分配問題として検討されており、法的モデルは、会社の所有者（owners）としての株主と、会社を経営する、そして経営陣（the management）を監視する取締役（会）とを対峙させている。そこで、株主は自己に代わって会社を経営する取締役を選任するけれども、株主と取締役との間に代理関係（an agency relationship）を明確に認めるものではなく、株主は取締役の判断および行動を本人（the principal）と代理人（agent）の関係のようにコントロールすることはできないという<sup>12)</sup>。ただし、後述のように、代理関係を基礎として両者の関係を分析することもひとつの試みとして行われている。

アメリカ会社法は、取締役に当該会社の事業を経営する権限を与えている。すなわち、取締役は広範な範囲で裁量を有し究極的に会社を経営する者であり、そして経営判断原則（Business Judgment Rule）によりその行動は保護されている<sup>13)</sup>。例えば、デラウェア州会社法第141条は、「取締役会；権限；数、資格、任期および定足数；委員会；取締役の種類（classes）；非営利法人；帳簿に対する信頼；会議の開催を経ずになされる行為；解任」のタイトルのもとで、その(a)項は、「本法に基づき設立されたすべての会社の事業および業務は、本法または会社の設立趣意書（its certificate of incorporation）に別段の定めがある場合を除き、取締役会により、または

---

リカ会社法上の株主の権利（一）・（二・完）」早稲田法学第74巻2号（1999年）83頁以下、同4号（第二分冊）449頁以下は、アメリカ経済を背景とした株主の具体的な権利の変容を探求する論考であり意義深い。

12) ARTHUR R. PINTO & DOUGLAS M. BRANSON, UNDERSTANDING CORPORATE LAW (5th ed. Carolina Academic Press, 2018), at 111.

13) JAMES D. COX & THOMAS LEE HAZEN, *supra* note 11), at 97, 388-90. また、アメリカ会社法における「経営判断原則」の理解等については、わが国でも多数の紹介および検討する文献があるが、*Id.*, at 213-15; ARTHUR R. PINTO & DOUGLAS M. BRANSON, *supra* note 12), 223-25; ALI, 1 PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE: ANALYSIS AND RECOMMENDATIONS §4.01(c); STEPHEN M. BAINBRIDGE, CORPORATE LAW (4th ed. Foundation Press, 2020), at 140-56.

取締役会の指示のもとで運営されなければならない。設立趣意書に別段の定めがある場合には、本法により取締役会に与えられたもしくは課されている権限および義務は、設立趣意書が定める範囲で、かつ設立趣意書に定められた者により、行使または履行されなければならない。」と規定する。また、模範事業会社法第8.01条は「取締役会の要件および機能」というタイトルが付され、その(a)項に「第7.32条により認められる契約(agreement)に規定されている場合を除き、いずれの会社も取締役会を設置しなければならない。」としたうえで、(b)項では、次のように規定されている。「第7.32条が認める契約に規定されている場合を除き、かつ第2.02条(b)項によって認められる設立時定款(the article of incorporation)における制限に服している場合を除き、会社権限のすべては、取締役会により、または取締役会の権限のもとで行使されなければならない、そして会社の事業および業務は、取締役会により、もしくはその指示のもとで運営されなければならない、そして取締役会の監視のもとで行われなければならない」<sup>14)</sup>。

以上のような規定により、取締役には実質的権限と幅広い裁量権が与えられていると考えられている反面、取締役には株主に専制的に属する事項には、その権限は及ばない。例えば、取締役は会社財産の処分に対して支配(コントロール)を及ぼすことはできるが、株主の個人財産を支配(コントロール)する権限はない。一方で、会社経営に関して、株主の発言力は制定法が認めるわずかな事項にしか及ばない。取締役が経営判断原則に

---

14) 模範事業会社法第2.02条は、その(a)項で設立時定款に定めなければならない事項を列挙し、(b)項において、例えば、会社事業の運営および会社業務の規制に関する同法に反する規定を設立時定款に盛り込むことを認めている。そして同法第7.32条は、同法の規定に反する事項を株主間で契約すること(shareholder agreement)も有効であるとしたうえで、例えば、取締役会を排除する、または取締役会の指示もしくは権限を制限することが可能であるとする。

より守られているように、株主の諸権利も保護されるべきであり、例えば、コーポレート・ガバナンスが会社事業を経営する権限の分配にも関係しているならば、取締役の役割とともに株主の役割のより良い理解が必要であると考えられるという<sup>15)</sup>。取締役が株主に属する事項に介入することは、不可避的に必要である場合でない限り認められるべきではなく、株主のみ属すべき事項、特に後で取り上げることになる株主の株式売却および取締役選任については、取締役がそれらの事項にむやみに介入することには問題があるという認識が示されている<sup>16)</sup>。

## (2) 株主民主主義と取締役の権限

デラウェア州では1988年に判断された *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corporation* 事件（以下、*Blasius* 事件）判決があり<sup>17)</sup>、*Blasius* 事件判決は、株主民主主義（shareholder democracy）に対して取締役が意図的に介入することを阻止し、株主の議決権をめぐる取締役の信託義務（fiduciary

---

15) Velasco, *The Fundamental Rights of the Shareholder*, at 410. 例えば、アメリカ会社法における公開会社における株主の役割一般について、Arthur R. Pinto, *The United States*, in PUBLIC COMPANIES AND THE ROLE OF SHAREHOLDERS: NATIONAL MODELS TOWARDS GLOBAL INTEGRATION (Sabrina Bruno & Eugenio Ruggiero eds. Wolters Kluwer, 2011), at 13.

16) Velasco, *The Fundamental Rights of the Shareholder*, at 431. また、会社法の主たる目的が株主利益の最大化（to maximize shareholder wealth）にあるとする株主第一主義（株主主権）（Shareholder Primacy）を採用したとしても、それは株主の特定の法的諸権利に反映していないとも述べられている。 *Id.*, 409. 例えば、株主第一主義に対して取締役第一主義（Director Primacy）が台頭してきたことについて、Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 NW. U. L. REV. 547, 563 (2003). なお、Stephen M. Bainbridgeの主張をめぐる論争として、Lucian A. Bebchuk, *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 HARV. L. REV. 835 (2005); Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, 119 HARV. L. REV. 1735 (2006).

17) 564 A. 2d 651 (Del. Ch. 1988).

duties) についてのリーディングケースとして取り上げられている<sup>18)</sup>。以下では、*Blasius* 事件判決をやや詳しくみていくことにする。

*Blasius* は、Atlas 社の株式を 9.1% 有する最大株主であった。Atlas 社の取締役会は 7 名の取締役で構成されていたところ、*Blasius* は、Atlas 社の取締役会構成員の多数を掌握しようと考え、株主の書面による同意を得て (consent solicitation)<sup>19)</sup>、同社の付属定款を変更してその員数を 15 名に増員するよう同社に要求し、8 名の新たな取締役を選任しようとした。Atlas 社の取締役会は *Blasius* の提案を受け入れずに、同社の付属定款を変更し取締役会の員数を 9 名として新たに 2 名の取締役を指名した。そこで、かかる取締役会の行動の正当性が争われたのが *Blasius* 事件であった。

*Blasius* 事件裁判所は、まず株主の権利 (the shareholder franchise) の正当性 (legitimacy) について、次のように述べた。

「株主の権利は、取締役権限の正当性が拠り所とする観念的支柱 (ideological underpinning) である。一般に株主には、満足できない事業成績を知った場合に唯一 2 つの保護が認められている。株主は、その株式を売却することができる (株式売却は、もしそれが相当数について行われたならば、取締役にその行動を改めさせる動機を生み出すほど、証券価格に影響を与えることができる)、または、株主は現取締役会の構成員を入れ替えるための議決権を行使することができる。

長い間、株主の議決権を實際上重要性のない痕跡または儀式 (a vestige or ritual) として無視することが慣行として行われ続けてい

---

18) 株主の権限を侵害することになるような取締役会が採用した付属定款は、裁判において攻撃されやすいケースとしても *Blasius* 事件判決は取り上げられている。JAMES D. COX & THOMAS LEE HAZEN, *supra* note 11), at 97, 388-90; ARTHUR R. PINTO & DOUGLAS M. BRANSON, *supra* note 12), at 125-26.

19) 「総会に代わる株主または社員の同意」のタイトルを付したデラウェア州会社法第 228 条は、株主の書面による同意を得て、株主総会を開催することなく一定の事項について総会決議の成立を認めている。

る。株主の議決権を、今までそうであった以上に株主の属性としては認められないものにするようになる新たな制度上の発言力および仕組み（arrangements）の登場を我々は現在目撃しているかもしれない。しかしながら、議決権が機能上は重要でない形式主義（an unimportant formalism）とみなされるか、または規律（discipline）の重要な道具（tool）とみなされるかが問題とされるならば、ある者（取締役と役員）による、それらの者達が所有しているものではない莫大な財産の集合体に対し権限を行使することを正当化する考え方を批判すべきであることは明らかである。したがって、広く制度上の観点から見ると、株主の議決権行使過程に高潔性（integrity）が保たれていることに関する事項は、取締役が他の状況で授けられた権限を行使する状況では現れていないことを考慮することに関係しているとみることができる」<sup>20)</sup>。

さらに *Blasius* 事件裁判所は、株主の議決権行使に介入することを主たる目的で取られる取締役会の行動には経営判断原則が適用されないことについて<sup>21)</sup>、取締役会と株主との間の権限分配問題として捉えている。すなわち、

「経営判断原則が本来考慮すべき事項として対応してきた通常のこととは、株主による議決権行使の場面では単純に現れるものではない。すなわち、株主の議決権行使の効果を阻止することを主たる目的に取締役が行う判断は、本人と代理人との間のように、誰が会社内部のガバナンスの事項に関して権限を有しているかという問題に必然的に関係している。以上のことは、誰が会社の取締役会を構成すべき者であ

---

20) 564 A. 2d, at 659-66.

21) 経営判断原則が適用される場合を、取締役会構成員が他の構成員（同僚）に味方するえこひいき（prejudice）という構造的偏向（structural bias）に基づき分析するものとして、Julian Velasco, *Structural Bias and the Need for Substantive Review*, 82 WASH. U. L. Q. 821 (2004).

るかという問題を扱う本件において特別の意味で当然に妥当するのであり、現職取締役会構成員が過半数株主の意向をじゃましようとする場合の全てにおいて妥当する。株主が新たな取締役会の構成員たる地位の過半数を作り出すこと、そしてその過半数で新たな取締役会を占めることを阻止するために、取締役会が行動しようとする判断は、会社財産に対する会社権限の行使、または取締役会の権利義務とは無関係である。むしろ、ある種類の株主と取締役会との間で、会社のガバナンスに関する権限の効果的な分配に関係している。・・・議決権の効果に介入することを主に企図された行為は、不可避的に、取締役会と多数派株主との間の争いに関係している。かかる行為の司法審査は、代理人のその本人に対する法的小および衡平法上の義務の判断にかかわっている。このことは、私見では、裁判所が、代理人が誠実かつ適切にそうしたものでない限り、代理人に最終判断を任せることができ問題ではない。すなわち、それは代理人の経営判断に任せることができるものではない<sup>22)</sup>。

*Blasius* 事件裁判所は、Atlas社取締役が他の株主の利益を保護するために誠実に行為したことを認めながらも、取締役が株主の議決権行使に対抗することを主たる目的で行為するときには常に、当該行為にやむを得ない

---

22) 564 A. 2d, at 659-60. そして、注において次のように指摘する。「デラウェア州裁判所は長い間、最も敏感で保護的な関心を議決権の自由な行使と効果的な行使に与えてきている。このような懸念は、我々の法、すなわちそれ自体を様々な状況で明確にするように覆っている。例えば、(株主) 権限の認識された重要性は、次のような事案で説明されている、取締役の信託義務は、当該取引が自己取引でない場合でさえも、ある取引に株主の授権が求められる株主に対し会社の財産についての重要な全情報の開示を要求する」。 *Id.*, at 659, n. 2. 同注において引用されている事案のひとつは、*Smith v. Van Gorkom*, 488 A. 2d 858 (Del. 1985) である。同事件については、神崎克郎「会社の売却と取締役の注意義務」近藤光男=志谷匡史編『新・アメリカ商事判例研究』264頁以下（商事法務、2007年）。

正当性（a compelling justification）がなければそれは是認されないと判断した<sup>23)</sup>。

結論として、*Blasius* 事件にはそのようなやむを得ない正当性を見出すことはできないと次のように判示した<sup>24)</sup>。

「本件のような状況において、取られる行動のために提供しうる唯一の正当性は、取締役会が、会社の最善の利益になることは何かについて株主が知る以上のことをより良く知っているということである。そのような前提が、多くの事項にとって疑いなく正しい一方で（株主が取締役会の提案により導かれることを望んでいる限り、その場合を除き）、誰が取締役会を構成すべきかが問題となっている場合には、そのような前提は不適切である。現在の会社法の理論は、取締役に対し株主の代理人としての権限を与えているのであって、友愛的な主人（platonc masters）を作り出すものではない」<sup>25)</sup>。

大法官裁判所で判断された以上のような*Blasius* 事件判決の合理性は、デラウェア州最高裁判所においても是認された。例えば、閉鎖会社の事案であるが、支配株主が取締役の資格ならびに候補者手続きに関する定款規定を有利に変更する手続きを行った事実に対し、*Blasius* 事件判決を引用しつつも、裁判所は当該行為について完全に情報提供された株主による承認があり、株主の議決権行使を不衡平にも操縦する行為はなかったと判断されている<sup>26)</sup>。

---

23) 564 A. 2d, at 661.

24) *Blasius* 事件では、Atlas社の取締役会は強力な株主（powerful shareholder）が他の株主（一般少数株主）の継続性という利益を害するために強力な株主がとった威圧的行為（a coercive action）に直面していたものではない。単に、9%の株主による同意勧誘（consent solicitation）が示されているだけであった。*Id.*, at 662-63.

25) *Id.*, at 663.

26) *Stroud v. Grace*, 606 A. 2d 75, 79, 91 (Del. 1992). 敵対的買収のケースとして、*MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc.*, 813 A. 2d 1118, 1129-32 (Del.

## 2 株主の諸権利の分類

### (1) 4分類の提言

株主に認められる諸権利をその内容の点から分類することは、アメリカ会社法においても試みられている。その分類の意味するところは、株主の諸権利をそれぞれに性格づけ、株主の会社との法的関係を解明する点に求められるであろう。そこで、株式会社の株式自体について、それは利益配分契約 (a profit-sharing contract) であり、会社資本への貢献を基礎とする利益単位 (a unit of interest) であると理解することにより、その株式の所有者 (owners of share) としての株主には、次のように分類できる会社に対する権利が認められるとする理解がある。第一に、取締役の選解任を議決する権利、基本定款もしくは附属定款の変更その他の基礎的変更について議決する権利等を中心とした支配と経営に関する権利 (rights as to control and management)、第二に、配当を受ける権利、会社清算後の残余財産について分配を受ける権利、新株の発行もしくは基本定款の修正により持分比率に影響を与える会社行為について、経営陣または支配株主から平等かつ誠実に扱われる権利、さらに会社債務から免れる権利等の株式の所有者としての権利 (proprietary rights) が株主にはある。そして、会社情報や記録に対してそれらにアクセスすることができる権利、会社に損害が生じたときにその回復を求める権利等の救済的・補助的権利

---

2003)。ただし、株主の議決権行使を妨げることについて「やむを得ない正当性」の証明を取締役に課すことについては、その後、デラウェア州裁判所は揺れている。ARTHUR R. PINTO & DOUGLAS M. BRANSON, *supra* note 12), at 126-28. また、Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A. 2d 946 (Del. 1985) 事件（同事件については、近藤光男「差別的自己株式の買付けとその防衛策」近藤 = 志谷編・前掲書注22）294頁以下）との関係でも議論されている。Ronald J. Gilson, *Unocal Fifteen Years Later (and What We Can Do About It)*, 26 DEL. J. CORP. L. 491, 508 (2001).

(remedial and ancillary rights) が第三の権利として株主の諸権利がクラス分けされる<sup>27)</sup>。

以上のような株主の諸権利の分類に対して、それらを4つに分ける見解がある。それは、株主の諸権利を、経済的権利 (Economic Rights)、支配する権利 (Control Rights)、情報収集に関する権利 (情報収集権) (Information Rights)、そして訴訟追行に関する権利 (訴訟提起権) (Litigation Rights) と分類するものである。以下では、かかる分類を主張する論者の理解を整理しよう。

### ①経済的権利

ある者は、経済的利益を獲得することを意識して会社に投資し株主となる。そこで、かかる目論見である株主の経済上の利益獲得の実現は、株主として会社から配当を受けること (配当請求権の行使)、またはその有する株式を売却し (株式売却権の行使) 購入価格と売却価格との差額を収受することにより達成できる。ただし、株主の配当請求権は、取締役会が配当を決議した場合にのみ行使し具体化できる制限された権利であり、取締役会には株主に配当しなければならない義務はなく、その意味で、株主の配当請求権は、取締役会の判断に左右される不確定な権利と言われる<sup>28)</sup>。一方で、株主の株式売却権は、株式の自由譲渡性 (the free transferability of shares) という株式会社にとっての主要な性格を具現化するもののひと

---

27) JAMES D. COX & THOMAS LEE HAZEN, *supra* note 11), at 362-63.

28) *Id.*, at 584. また、株主には会社に対して配当を請求する権利はなく、配当するか否か、何時配当するか、そしていくら配当するかは取締役会の裁量に委ねられているので、株主が取締役会に配当を求める訴えを提起した場合でも、それが認められることは稀である、なぜなら、配当するか否かの取締役会の判断は、経営判断原則により守られているからであるともいわれる。STEPHEN M. BAINBRIDGE, *supra* note 13), at 515.

つである<sup>29)</sup>。それは、株式が人的財産（personal property）の形態をとっていることから認められるものである<sup>30)</sup>。会社経営は株主ではなく取締役

---

29) 公開会社（public corporation）を中心とするものではあるけれども、株式会社の主要な性格として以下7点を簡潔に指摘する理解がある。それらは、①会社は独立した主体（Separate Entity）であること、②多数の投資者からの資金調達を可能とするために、細分化可能な所有権（Divisible Ownership）を株式（share of stock）という形にしていること、③独立した主体として会社を観念することにより、会社は株主から分離された資産（Assets Separated from Shareholders）を有していること、④会社が独立した主体であることの帰結として、株主は会社の債務について責任を負わない有限責任（Limited Liability）であること、⑤破産手続きへの移行、任意解散、解散判決などの特別な事情がある場合を除き、会社の存続期間は限定されない、すなわち期限の不確定（Indefinite Duration）が認められること、⑥閉鎖会社（closely held corporation）の場合に株主間の合意により譲渡制限を設けることはできるが、一般に証券市場において株式および会社債務には譲渡可能性または取引可能性（Transferable and Tradable Shares and Debt Obligations）が認められること、そして⑦中央集権化された支配、そして所有と支配の分離（Centralized Control and Separation of Ownership and Control）が観察できることである。WILLIAM A. KLEIN, JOHN C. COFFEE, JR. & FRANK PARTNOY, BUSINESS ORGANIZATION AND FINANCE: LEGAL AND ECONOMIC PRINCIPLES (11th ed. Foundation Press, 2010), at 108-10.

30) ちなみにデラウェア州会社法第159条は、「株式；人的財産；移転および課税」のタイトルのもとで、「すべての会社の株式（share of stock）は、人的財産とみなされ、第6編1章8節に規定されるように移転可能でなければならない。本法に基づき設立された会社により発行された株式または社債はいずれも、それを本州の非居住者または州外会社が所有する場合には、本州が課税対象とするものではない。株式の移転が付随担保（collateral security）のためになされた場合、ただし無条件ではない（not absolutely）場合には常に、当該証書が移転のために会社に提出されたとき、または証書によらない株式が移転されることが請求されているときに、移転者および被移転者の両者が会社に対してそうすることを請求している場合には、移転の登録（the entry of transfer）にそのことを明示しなければならない。」と規定している。一方、模範事業会社法第1.40条において「『株式（shares）』とは、州内または州外の会社における所有者利益（proprietary interest）が細分化された単位をいう。」と定義されている。

会により行われているので、株式所有は会社に直接の影響を与えるものではないけれども、会社経営は株主ではなく取締役任せられているので、取締役の経営が順調にうまくいき会社に収益が上がれば株価も上昇するので、株式売却による利益も株主にとって増大すると考えられる。

以上のような経済的権利としての株主の株式売却権には、いくつかの制限が認められている。一般に、株主は他の株主または会社に対して信託義務 (fiduciary duty) を負うものではないので、株主は自身のためにのみその株式を売却し利益を得ることができる。ただし、支配株主 (controlling shareholder) には<sup>31)</sup>、一定の信託義務が認められ、それに違反する株式売却は認められない。例えば、知れているまたは疑われる会社略奪者 (looter) に対しては、少数派株主を害するおそれがある場合には、支配株主はその所有株式を売却することは許されない<sup>32)</sup>。さらに、連邦証券諸法も内部者取引<sup>33)</sup>、または相場操縦を禁止していることは<sup>34)</sup>、株主の株式売却権に対する一定の制約であるとも考えられる。

---

31) アメリカ会社法において支配株主とは、支配利益 (controlling interest) を有し、それは会社株式を会社支配に十分なほど有する状態をいう。JAMES D. COX & THOMAS LEE HAZEN, *supra* note 11), at 289-95. 例えば、株主が会社株式の50%超を有していれば、当該株主の支配があるとされるが、50%未満の所有であっても会社を事実上支配する株主と認められる場合がある。STEPHEN M. BAINBRIDGE, *supra* note 13), at 205-09. そこで、デラウェア州最高裁判決では、43.3%の所有でも、当該株主の支配が認められている。Kahn v. Lynch Communications System, 638 A. 2d 1110 (Del. 1994). 同事件については、楠元純一郎「支配株主による合併と取締役の特別委員会の役割」岸田雅雄＝近藤光男＝黒沼悦郎編『アメリカ商事判例研究』65頁以下（商事法務、2001年）。

32) Hollinger Int'l, Inc. v. Black, 844 A. 2d 1022, 1087 & n. 151 (Del. Ch. 2004).

33) 例えば、United States v. O'Hagan, 521 U. S. 642, 651-52, 667-69 (1997). 同事件については、近藤光男「インサイダー取引規制の範囲」近藤＝志谷編・前掲書注22) 276頁以下。

34) 例えば、Santa Fe Indus., Inc. v. Green, 430 U. S. 462, 463 (1977).

## ②支配する権利

会社の主要な性格のひとつとして、「所有と支配との分離 (the separation of ownership and control)」が指摘されている<sup>35)</sup>。すなわち株主は会社を所有しているが、会社事業を経営する権利が認められているわけではなく、会社事業経営権は取締役会に与えられている。ただし、以上をもって、株主は支配する権利を有しないと結論づけることは、誤りであるともいわれる<sup>36)</sup>。株主には、会社事業に関する重要事項について株主総会において議決する権利があるのであって、それを通じて会社に対する一定の支配が認められる。また、かかる議決権の中で最高の権利は、株主に代わって会社事業を行う取締役を株主が選任する権利である<sup>37)</sup>。その意味で、

---

35) 特に公開会社における株式所有の分散がもたらした「所有と支配との分離」については、ADOLF A. BERLE, JR. & GARDNER C. MEANS, *THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY* (The Macmillan Co., 1933). 北島忠男訳『A・A・バーリー G・C・ミーンズ 近代株式会社と私有財産』文雅堂 (1958年)、森杲訳『A. A. バーリー G. C. ミーンズ 現代株式会社と私有財産』北海道大学出版会 (2014年)。なお、河本一郎『現代会社法〔新訂第9版〕』7頁以下 (商事法務、2004年)。ただし、会社について「所有と支配との分離」という性格づけについて、「所有者 (owner)」という文言については、それがこじつけ的使用 (a strained use) であるとも理解されるところである。そして、株主が会社の「所有者」であることを前提としていられるけれども、株主は取締役の選解任権、そして会社の基礎的変更について株主総会での議決権行使を通じて会社に影響を及ぼすことができるが、会社資産からその持分を引き上げること、会社従業員に直接指示すること、または会社帳簿等にアクセスすることは、それぞれ認められていない、または制限されていることが指摘されている。WILLIAM A. KLEIN, JOHN C. COFFEE, JR. & FRANK PARTNOY, *supra* note 29), at 109-10.

36) Velasco, *The Fundamental Rights of the Shareholder*, at 416.

37) 株主総会の開催等に関して定めるデラウェア州会社法第211条はその(b)項で、「取締役が本項の認める年次総会に代えて書面による同意 (written consent) によって選任される場合を除き、年次株主総会は、附属定款で指定された日時、およびそれに規定された方法で取締役の選任について決議しなければならない。株主は、設立趣意書 (certificate of incorporation) に

理論的には、株主には会社事業に対する究極の権利が与えられているのであるということが出来る<sup>38)</sup>。

ただし現実には、個々の株主にはかかる支配する権利を行使することに興味もなく、その能力もないことが指摘される。すなわち、わずかな数の株式しか有しない株主には、それなりに会社事業を監視することに興味を感じることも、またそのための情報収集にコストをかけることにも消極的である。このような株主の態度を「合理的無関心 (rational apathy)」と呼び、ある論者は次のように述べていた。「株主が、今後の会社活動について自ら情報を収集し、かかる活動の妥当性 (wisdom) を独立して評価し、そして自身の議決権を行使するために要する費用の総額は、情報を得た議決権行使により得られる、期待されるまたは現実に獲得できる利益をしばしば上回ることになろう。このような現象を認識することは、会社経営者に普段の経営判断のすべてを委託するという一般的ルールを説明することになろう。しかし同様の問題は、株主の議決権行使の対象である主要な事項、例えば取締役の選任、または会社合併のような重大な組織変更の承認もしくは拒絶に関しても存在している」<sup>39)</sup>。また、株主が現取締役の会

---

別段の定めがある場合を除き、取締役の選任を書面による同意によって行うことができる。ただし、かかる同意が全員一致でない場合には、書面による同意による決議 (action) は、当該決議の効力発生時に開催された年次総会で選任されるべき取締役の取締役資格 (directorships) のすべてが、欠員となり (vacant)、当該決議がなされた場合にのみ、年次株主総会の開催に代えることができる。他の正当な事業 (に関する事項) のいずれも、年次総会で決議することができる。」と規定する。模範事業会社法では、取締役の選任決議につき第7.28条が例外として累積投票により行えることを留保して、その(a)項により「設立時定款に別段の定めがある場合を除き、取締役は、定足数を充たした株主総会において、取締役の選任権を与えられた株式によって投じられた相対多数 (a plurality of the votes cast) により選任される。」とする。

38) Velasco, *The Fundamental Rights of the Shareholder*, at 417.

39) ROBERT C. CLARK, *CORPORATE LAW* (Little, Brown & Co., 1986), at 390-91.

社運営に反対し、その者達を解任し新たな者を取締役に選任するためには、他の株主に対して委任状（proxy）を用いて働きかけることが考えられる。ただし、そのために株主は相当の時間とコストを負担しなければならず、そのような戦略を実行することは容易ではない。さらに、取締役選任決議について州の会社制定法は相対多数決（a plurality vote）を採用している<sup>40)</sup>、絶対多数を得られなくとも、最も多くの支持を集めた者が選任されることも、現取締役会に有利に働くとも考えられる。

以上のように、株主が取締役選任権を行使して現取締役会に対抗するためにはいくつかの障害が存在しているが、株主のみが取締役を選任する権利を有し、それを行使することができることは、株主が会社を支配しているという事実を色あせるものにならないとも評価されている<sup>41)</sup>。

### ③情報収集権

株主は、会社事業に関してある程度の情報を得ることができる権利を有している。かかる株主の情報収集権は<sup>42)</sup>、州法の下で認められているが、制限的であると評価される<sup>43)</sup>。例えばデラウエア州会社法では、株主に会

---

40) デラウエア州会社法は、「株式会社のための定足数および決議要件」を定める第216条が、会社の設立時定款または付属定款に別段の定めがある場合を除き、その(3)号において、「取締役は、株主総会に出席した株主（the shares present in person）または委任状により代理された株式で、かつ取締役選任権が与えられた議決権の相対多数（a plurality）によって選任されなければならない。」と規定する。同様に、模範事業会社法第7.28条(a)項が取締役選任決議について相対多数を採用する。同項については、前掲注37)、参照。

41) Velasco, *The Fundamental Rights of the Shareholder*, at 418.

42) 株主の閲覧権に関する近時のアメリカ法研究として、澤山裕文『アメリカ会社法における株主の会社情報の収集権～模範事業会社法の改正の経緯を中心に～』（専修大学出版局、2019年）。特に本ノートが参考とした論考との関連では、同書13-15頁。

43) Velasco, *The Fundamental Rights of the Shareholder*, at 420.

社の株式原簿、株主名簿その他の帳簿ないし記録の閲覧と謄写を認めているが、株主のかかる請求には「正当事由（a proper purpose）」の証明が求められている<sup>44)</sup>。ただし、取締役会は、株主の求めに応じて積極的に情報開示しなければならない、かかる取締役会の開示義務は、デラウェア州最高裁判所によれば「全ての事実と状況を完全に開示する際に完璧な公正無私（complete candor）」が要求されている<sup>45)</sup>。したがって、かかる開示が

---

44) デラウェア州会社法第220条は、帳簿（Books and Records）の閲覧に関する規定において、(a)項がそれにかかる定義規定を置き、(b)項は次のように定める。「株主は、自らまたは弁護士その他の代理人により、その目的を明らかにした宣誓書による請求により、通常の営業時間内に正当な目的のために、以下の帳簿等を閲覧し、かつ謄本または抄本を作成する権利を有する」。そして同項(2)号bにおいて、正当目的とは、「その者の株主としての利益に合理的に関係する目的」をいうと規定している。例えば、銀行同士の合併が不意に取りやめになったことに対して、会社財産が浪費されたこと、不正な経営があったことを株主が疑い会計帳簿の閲覧請求がなされたデラウェア州のケースにおいて、デラウェア州会社法第220条は株主に閲覧請求の正当な目的を証明することの負担を課しているが、浪費や不正経営が実際に行われたことを証明することまで要求していないとしている。Security First Corp. v. U. S. Die Casting & Dev. Co., 687 A. 2d 563, 568 (Del. 1997). 他方で、模範事業会社法は、その第16.02条において株主の閲覧権について規定し、その(c)項は、株主の閲覧請求が「誠実に (in good faith)、かつ正当な目的のためになされた」場合にのみ、株主は帳簿等を閲覧することができる」と定めているが、特に閲覧請求の要件である株主の誠実性および正当な目的についての意義および内容については見当たらない。アメリカ会社法における株主の帳簿閲覧権における「正当目的」に関する研究として、米山毅一郎「アメリカ法における株主の株主名簿閲覧請求権 —— 『正当目的 (proper purpose)』に関する一考察 ——」法学雑誌第38巻2号（1992年）390頁以下、同「株主の株主名簿閲覧謄写請求に関する一考察」奥島孝康＝千野直邦編『現代企業法の諸問題（小室先生還暦記念）』（成文堂、1996年）129頁以下、147-57頁、木俣由美「適切な経営監視のための株主の情報収集権 —— 会計帳簿閲覧権を中心に ——」産大法学第38巻1号（2004年）1頁以下、20-34頁。

45) Lynch v. Vickers Energy Corp., 383 A. 2d 278, 279 (Del. 1978). 同事件は、

なければ、株主総会において株主の承認が要求される決議は無効である<sup>46)</sup>。特に、1933年証券法（Securities Act of 1933）<sup>47)</sup>、そして1934年証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934）<sup>48)</sup>、それらいずれかの連邦証券法が適用される公開会社について株主に認められる情報収集権には、会社の情報を収集することにより、株主がその経済的利益、そして会社を支配する利益を確保する機能を認めることができるという<sup>49)</sup>。

#### ④訴訟提起権

株主は、その投資価値を毀損する会社の不当活動について、直接に個人的に訴えを提起する権利を有していない。会社取締役または役員の不注意（negligence）、不適切な経営（mismanagement）もしくは詐欺（fraud）に起因するような会社財産に対するそのような侵害行為は、株主団体全体に対する行為として扱われるものではなく、会社によりなされるまたは会

---

公開買付の対象会社の株主が、公開買付において対象会社の資産価値が完全な開示が対象会社取締役会により為されなかったことにより被った買付価格と当該株式の公正価格との間の差額を損害としてその賠償を求めた事案であった。このような取締役会の開示義務は、信認原則（fiduciary principle）を基礎とするものであり、重要な開示されていない機密の会社情報に基づき会社財産を取引する際に、取締役の、そして役員の開示義務に関し州法が体系的に展開してきたところであるが、より広範に開示義務が認識されるようになってきていると評価されている。JAMES D. COX & THOMAS LEE HAZEN, *supra* note 11), at 251-52.

46) 例えば、内部者取引禁止規定違反の有無が問われる際に、開示事項の省略または不正確さが重要であると認められる場合（重要性フィルター）に開示義務違反となる。Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg, 501 U. S. 1083, 1107-08 (1991). 同事件については、黒沼悦郎「委任状説明書における重要事実と因果関係の立証」近藤=志谷編・前掲書注22) 299頁以下。JAMES D. COX & THOMAS LEE HAZEN, *supra* note 11), at 325.

47) 15 U. S. C. §§77a-77aa.

48) 15 U. S. C. §§78a-78mm.

49) Velasco, *The Fundamental Rights of the Shareholder*, at 421-24.

社のために提起される訴訟において扱うことができる会社自体の違反として取り上げられる<sup>50)</sup>。そこで株主は、派生訴訟（derivative action）の手続きで、経営陣の会社および株主に対する信認義務の履行を求め、その義務違反による会社損害の賠償を請求する権利を有する<sup>51)</sup>。ただし、株主は会社のために派生訴訟を提起することができるが、そもそも会社損害の賠償を求めるか、訴訟を提起して損害を回復するか否かの判断は、第一に、取

---

50) JAMES D. COX & THOMAS LEE HAZEN, *supra* note 11), at 455.

51) アメリカ会社法における派生訴訟の性格については、次のように説明されている。株主にとってその投資価値を毀損する取締役の行為について、株主がなぜ本来会社自身の当該取締役に対する損害賠償請求権を基礎として訴えを提起できるかについては2つの理解がある。第一には、そのような行為を行った取締役により当該行為が隠匿されてしまい会社が損害を回復することを妨げることになり、そこで間接的に損害を被る株主に例外的手続き（an exceptional procedure）として訴訟追行権を認めることで救済を与えるものである。そこで、株主は、自己の権利においてではなく、会社の利益において訴訟を提起すると説明する。他方で、多くの裁判所が認めていることであるとされる理解がある。それによれば、会社（取締役）が不正行為を行った者に対する責任追及を意図的に怠っている場合、株主は、会社（取締役）に当該責任追及のための訴訟を提起するよう強要することができるエクイティ上の権利を認めることを基礎にする。そこで派生訴訟は、次の手続きの達成を推し進めるための手続きとして意味があることになる。まず、(1) 株主に負っている責任追及の義務を会社が履行すること、そして(2) 会社（取締役）による不正行為者に対する訴訟追行権を行使すること、これらをひとつの手続きの中で株主と会社の利益のために行われることを派生訴訟手続きは担っており、会社は派生訴訟における損害回復の受益者（beneficiary）である。すなわち、派生訴訟は、会社の義務の履行と権利の行使という二重の性質を有するという説明である。Id., at 457; ARTHUR R. PINTO & DOUGLAS M. BRANSON, *supra* note 12), at 467-68. アメリカ会社法の派生訴訟に関する邦語文献は多いが、特に、北澤正啓「アメリカ会社法における株主代表訴訟」法協68巻6号143頁以下（1950年）、近藤光男「代表訴訟に関する一考察」岩原紳作編『現代企業法の展開（竹内先生還暦記念）』293頁以下、296-313頁（1990年）、参照。

締役会が行うこととされている<sup>52)</sup>。また、派生訴訟を株主が提起するための要件として、株式の同時所有ルール（the contemporaneous ownership rule）があり<sup>53)</sup>、提起された派生訴訟による訴追が適切か否かを判断するために、会社に設置される特別訴訟委員会（special litigation committee）がそれを判断する<sup>54)</sup>。

このような派生訴訟の要件は、株主による訴追権の濫用を防止することにその目的があるといえるが、他方で、株主による派生訴訟追行能力を制限する障壁であるともいえる<sup>55)</sup>。そして、株主が派生訴訟を提起できたとしても、経営判断原則が取締役に多大な敬意とその責任に対する保護を与えている。その限りで、株主の訴訟提起権による株主の利益保護には一定の限界があるとも考えられる<sup>56)</sup>。

## (2) 株主の基本権

株主の諸権利を以上4つに分類できるとしても、それらは等しく重要であるとはいえないとして、論者はそれらを次のように性格づける。情報収

---

52) Zapata Corp. v. Maldonado, 430 A. 2d 779, 785-86 (Del. 1981). 同事件判決については、森本滋・[1984-1] アメリカ法173頁以下（1985年）。

53) デラウェア州会社法第327条は、「会社の株主が提起する派生訴訟において、当該株主が主張する取引のときに当該会社の株主であったこと、または当該株主の株式がその後法適用により当該株主に帰属したことを申立において主張されなければならない。」と規定する。他方、模範事業会社法第7.41条は、派生訴訟の原告適格（Standing）について、次のように規定する。「株主は、（i）主張される作為もしくは不作為のときに当該会社の株主であった、またはその時に株主であった者から法の適用により株主となった、および（ii）当該会社の権利を行使することについて当該会社の利益を公正かつ十分に代表している場合でない限り、派生訴訟を開始するまたは維持することはできない」。

54) Zapata Corp. v. Maldonado, 430 A. 2d 779, 779 (Del. 1981).

55) Velasco, *The Fundamental Rights of the Shareholder*, at 422.

56) *Id.*, at 430; Julian Velasco, *supra* note 21), at 828-34.

集権と訴訟提起権とは、株主としての地位に付随して認められる権利であり、情報収集権は、その行使の結果として収集した情報に基づき株主がある権利を行使するための前提としての性質を有し、訴訟提起権は、それを行使するためには上述のような種々の要件を充足しなければならない、すなわちいくつかのハードルを越えなければならない権利である。それに対し、経済的権利および支配する権利は、株主にとっての基本権（the fundamental right）である<sup>57)</sup>。すなわち、情報収集権と訴訟提起権は、基本権である経済的権利および支配する権利を実現するために認められる権利であると理解することができるという<sup>58)</sup>。

ただし、株主の経済的権利の内容の一面として現れる配当請求権は、上述したとおり取締役会が配当するか否かの裁量権を有しその判断に基づくものである限り株主にとっては幻想的な権利であるとも考えられるところ、株主はその実現を明確に期待できない。それに対し、株式売却権、すなわち株主がその有する株式を他に売却して経済的利益を獲得する権利は、株主にとって確実な権利である。株主は、その会社に対する投資として株式を購入し、その後それを売却することによって差額分を経済的利益として獲得できる。また、当該会社経営に不満な場合には、株主は株式を他に譲渡することによって当該会社から退場できる<sup>59)</sup>。以上のような動機が、株式売却権を株主が行使する主な理由である<sup>60)</sup>。したがって、株主の経済的権利のうちでもその実現の濃淡に差があることにならうか。さら

---

57) 株主にとってそもそも備わっている、会社定款または株主総会決議によっても、まして取締役（会）によっても本来は奪うことができない権利、本質的に重要である基本となる権利という意味で、“the fundamental right”に「基本権」という訳語を当てた。

58) Velasco, *The Fundamental Rights of the Shareholder*, at 426–27.

59) いわゆる「ウォールストリートルール（Wall Street Rule）」。STEPHEN M. BAINBRIDGE, *supra* note 13), at 318.

60) Velasco, *The Fundamental Rights of the Shareholder*, at 424–25.

に、株主総会決議を通じて会社を支配する権利のうち、株主の取締役選任権は、株主の承認を要する他の株主総会決議事項に対する議決権よりも重大であると考えられる。なぜなら、株主総会の株主承認事項となる取引とその必要がない取引との間の境界線は確定的ではない、すなわち、株主総会決議が必要な取引とするか否かは取締役会が左右することができるからであるという<sup>61)</sup>。それに対し、取締役を選任する決議を行う権利は、当該会社を営する取締役を選任する権利を通じて、株主が会社を支配（control）しているという意味で、株主にとって基本権であると位置づけられると主張されている<sup>62)</sup>。

以上のような理解に対して、先に確認したいいわゆる株主の合理的無関心（rationally apathetic）の観点から、株主の取締役選任権はそれほど重要ではないとの指摘が想定される場所である。すなわち、相当数の株主が存在する会社の個々の株主にとって、株主総会で議決権を行使することに興味がなく、もっぱら株式を保有すること、そしてそれを売却することにより経済的利益を得ることのみ関心を抱く株主の存在である。ただしそのような指摘に対し、すべての株主が合理的無関心であるとするのは誤りであって、例えば、近時の大規模機関株主（large institutional shareholders）は、積極的行動株主（物言う株主）（activist）として当該会社の業務を監視すること、取締役の経営に注目していること、そして当該取締役の地位に関して意見を有していることが注目される<sup>63)</sup>。また、株

---

61) *Id.*, at 425.

62) *Ibid.*

63) 本ノートでは特に注目して取り上げることができていない機関投資家（institutional investors）の投資行動については、Bernard S. Black, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, 39 UCLA L. REV. 811 (1992); Stuart L. Gillan & Laura T. Starks, *Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors*, 57 J. FIN. ECON. 275 (2000).

主に取締役選任権が認められなければ、取締役は株主のすべてが一致して行動したとしても取締役を解任することができないことになる。したがって、株主の取締役選任権は、個々の株主にそれについて無関心な者があるとしても、取締役選任権が認められるからこそ行使できる株主の権利である。そこで、株主の取締役選任権は、コーポレート・ガバナンスにとっても重要な株主の権利であり、過小評価されてはならない堅持されるべき権利であると認められるとする<sup>64)</sup>。

以上のように、株主の経済的権利のうちの株式売却権と支配する権利のうちの取締役選任権を株主の基本権として位置づけ重大なものとして扱う見解は、次のように整理することができよう。株主の情報収集権は、株主にとって重要な権利であると認められるが、それは株主の経済的権利と支配する権利を補助する、またはそれらを支えるものである。すなわち、情報はそれ自体では不十分であり、獲得された情報により株主がある会社に投資するか否か、または提案された取締役候補者もしくは会社が行おうとする重要な取引を承認するかどうかを判断することになる。確かに、株主の経済的権利および支配する権利は情報がなければ価値がない。しかし、情報収集権は、それに基づいて株主が行動できる権利がなければ意味がない。さらに、株主の訴訟提起権はその行使に様々な制約が課されており、今後も限定的に扱われる可能性がある。そしてそれらは、株主が他の法的権利を行使するための前提となっているにすぎない。以上のような点から、株主の諸権利の中で、株式売却権と取締役選任権は、その性質上、株主の基本権であるといえる<sup>65)</sup>。

---

64) Velasco, *The Fundamental Rights of the Shareholder*, at 426.

65) *Id.*, at 426–27.

### 3 株主の基本権の位置づけ

以上のように株主の経済的権利である株式売却権と支配する権利である取締役選任権を基本権であると評価できるならば、会社（法）の性格づけの違いにより、それはどのように理解されるか。または、異なる会社（法）自体に対する見解それぞれに基づくならば、株主の株式売却権と取締役選任権は株主の諸権利の中でも基本権としての地位を維持できるか。以上のような問いに応える整理が行われている。そこで、アメリカ会社法の理論の中で両極に立つと考えられる、上述した伝統的モデルに基づく立場と法と経済学を駆使した契約理論の理解から検討された視点を以下にみてみよう。

#### (1) 伝統的立場

会社は、その所有者および経営者とは明確に区別された独立した主体である。そして、株主は会社の所有者として、株主に代わって会社を営む取締役を選任する。会社の目的は、その株主のために利益を上げることであり、会社事業を営む取締役の目標は、株主の利益を最大化することになければならない。このような理解が、会社に関する伝統的立場であり<sup>66)</sup>、かかる伝統的立場によれば、会社（a corporation）とは、株主がその私的利益獲得のために設立した株主の団体（an association of stockholders）であり、そしてそれを目的としてのみ取締役会により営まれるものである<sup>67)</sup>。したがって、会社とは、株主利益の最大化（shareholder wealth maximization）のために存在するものであると伝統的立場は主張していると考えられる。このような株主利益の最大化という会社目的に関

---

66) *Id.*, at 437.

67) E. Merrick Dodd, Jr., *For Whom Are Corporate Managers Trustees?*, 45 HARV. L. REV. 1145, 1146-47 (1932).

して、ミシガン州裁判所の1919年 *Dodge v. Ford Motor Co.* 事件において、次のように述べる判決部分が引用されることが多い。「事業会社（a business corporation）は、第一に株主の利益のために設立され、そしてそのことを第一に運営されるものである。取締役の権限は、かかる目的のために用いられなければならない。取締役の裁量権（discretion）は、かかる目的を達成するための手段を選択するうえで行使されなければならない、そしてそれは当該目的自体を変更することに、収益を削減することに、または他の目的に収益を費やすために株主に対して収益を分配しないことに及ぶものではない」<sup>68)</sup>。同事件では、一般大衆の利益となるように販売する自動車価格を低く押さえるために、株主配当を差し控えた取締役会の判断について、「株主の単なる付随的利益のために、そして他者に利益を与えることを主たる目的として会社業務を定め実行することは、取締役会の法的権限ではない。そして被告取締役の表明した目的（avowed purpose）が株主の利益を犠牲にするものであったならば、それに介入することが裁判

---

68) 170 N. W. 668, 684 (Mich. 1919). かかる点について、JAMES D. COX & THOMAS LEE HAZEN, *supra* note 11} at 108-09; ARTHUR R. PINTO & DOUGLAS M. BRANSON, *supra* note 12), at 88. さらに、デラウェア州裁判所も、少数派株主の権限を弱体化させるために多数派株主・取締役会が採用した“Rights Plan”（いわゆる“poison pill”）の効力を争う事件において、当該会社に金銭上の利益を何らもたらすことのないオンライン求人広告のためにウェブサイトを開設することにより、地方の、全国的なそして国際的な共同体を援助することを目的とする組織は、デラウェア州で設立される会社としては不適切であるとして、営利目的（a for-profit）の会社形態を選択したことにより、会社取締役会を牛耳る多数派株主は当該会社に対する信認義務とその基準に拘束されるとし、「その基準には、会社株主の利益のために会社の価値を増進する行動も含まれる」と判示していた。eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark, 16 A. 3d 1, 34 (Del. Ch. 2010). 論者の“Rights Plan”に対する考え方については、Julian Velasco, *The Enduring Illegitimacy of the Poison Pill*, 27 J. CORP. L. 381 (2002).

所の義務ではないであろうと考える者はいないであろう」と続けている<sup>69)</sup>。

また、州制定法は、会社の目的が利益を産むこと、もしくは利益を最大化することであると明示的に述べてはいないけれども、利益最大化という一般目的が、裁判所や法律家により当然のこととされ、それが判決の基礎となってきたことが指摘される<sup>70)</sup>。さらに、制定法による取締役の義務の公式化は、例えば、模範事業会社法第8.03条(a)項が取締役は「当該会社の最善の利益である (to be in the best interests of the corporation) と合理的に信じる方法で」行為しなければならないと規定しているところ、かかる規定は、究極目的として会社の利益を最大化することを暗に含んでいると読むこともできるとも考えられるという<sup>71)</sup>。

以上のように伝統的立場または *Dodge v. Ford Motor Co.* 事件判決は<sup>72)</sup>、株主を会社の所有者として理解するものであるけれども、先にみたように会社はすべて取締役会を通じて活動しなければならないと会社法は定めている<sup>73)</sup>。しかしこのような制定法上のルールは、株主から会社に対する権限

---

69) 170 N. W., at 684.

70) ROBERT C. CLARK, *supra* note 39), at 678–79.

71) *Id.*, at 679.

72) *Dodge v. Ford Motor Co.* 事件判決の現代的評価については、Lynn A. Stout, *Why We Should Stop Teaching Dodge v. Ford*, 3 VA. L. & BUS. REV. 163 (2008); Jonathan R. Macey, *A Close Read of An Excellent Commentary on Dodge v. Ford*, 3 VA. L. & BUS. REV. 177 (2008).

73) デラウェア州会社法第141条(a)項、模範事業会社法第8.01条(b)項(本文II 1(1)、参照)。ただし、閉鎖会社(close corporation)については、「閉鎖会社の設立時定款は、会社の事業を、取締役会ではなく会社の株主が行わなければならない旨を規定することができる。ただし、本条が有効であり続ける限り、(1) 取締役選任のために株主総会を招集する必要はない、(2) 当該状況が明らかに他の手段を要求していない限り、会社の株主は、本法の規定を適用する目的にとって取締役とみなされなければならない、および(3) 会社の株主は、取締役の責任のすべてに服さなければならない。当該規定は、会社設立者および定款署名人(subscribers)、または全発行済株式の名簿登録者(holders of record)のすべてが、議決権を有すると否とに

を奪うものではなく、株主は会社を経営する取締役を選任する権限を有しており、その限りで、取締役は株主に対して責任を負うものであるとも理解されている<sup>74)</sup>。本人と代理人との間の法的代理関係は、代理人が本人のために行動するだけでなく、本人によるに代理人に対するコントロールを要求する<sup>75)</sup>。そこで、株主と取締役との関係を代理関係の中に擬態するならば、会社の場合には、本人である株主が代理人である取締役をその選任権に基づきコントロールしている。そのような意味で、株主は取締役に対して一定のコントロール権限を有している。ただし、取締役は、直接的な株主の指図に従うのではなく、取締役自身の経営判断を行うことが求められている。そのような取締役の会社経営を行う権限は株主から移譲されたものではなくそもそも備わった（original）権限であり<sup>76)</sup>、取締役は本質的に

---

かかわらず、当該規定を承認するときには、修正により設立時定款（認証書）に盛り込むことができる。当該規定を削除するための設立時定款の修正は、議決権が与えられていると否にかかわらず、会社の発行済株式の過半数を所有する者による議決により行うことができる。設立時定款が本条により認められた規定を含む場合には、本条の存在は、当該会社が発行した株式証（stock certificate）の表面または裏面に目立つように記載されなければならない」とデラウェア州会社法第351条は規定する。

74) Velasco, *The Fundamental Rights of the Shareholder*, at 438.

75) 例えば、第三次代理法リステイメント（Restatement (Third) of Agency (2006)）は、その第1.01条において、「代理とは、ある者（本人）が他の者（代理人）に対して、代理人が本人のために、そして本人の支配（control）に服して行為することを表明し（manifests）、かつ代理人もそのようにすることに同意し、もしくは他の方法で認容する（consents）場合に生ずる信託関係（fiduciary relationship）である。」と定義している。邦訳は、樋口範雄＝佐久間毅編『現代の代理法——アメリカと日本』284頁（弘文堂、2014年）を参考とした。

76) デラウェア州裁判所においてしばしば引用されている古い判例として、1859年のニューヨーク州の判断がある。Hoyt v. Thompson's Ex'r, 19 N. Y. 207 (1859)。同事件は、会社発行にかかる債券の取引に関するやや特異なものであるが、取締役の会社経営権限に関して次のようにいう。「会社の取締役会は、会社組織に対し、指名代理人がその本人に対して維持していると

代理人ではなく受託者 (trustees) であるとの理解も示されている<sup>77)</sup>。したがって、取締役は受託者として、自己の判断で受託財産である会社を経営することになるが、それは受益者 (beneficiaries) である株主の利益のためにのみ行うことになる<sup>78)</sup>。

取締役が株主の代理人である、または受託者である、いずれと理解されようとも、株主が会社事業をコントロールしているという事実は、株主が

---

同じ関係に立つものではない。本人と代理人との厳格な関係では、代理人の権限のすべては、本人からの委任により導き出される、そして代理権が代理人の指名において与えられなければ、それはまったく存在しない。しかし会社組織における取締役会の権限は、非常に重要な意味で、もともと備わったものであり、移譲されたものではない (original and undelegated)。株主はそれらの権限を与えていない、さらにそれらの権限を無効とする 것도できない。取締役会の権限は、会社設立法において州から受け取っているという意味においてのみ、派生的なもの (derivative) である」。Id., at 216; N. Assurance Co. v. Rachlin Clothes Shop, Inc., 125 A. 184, 188–89 (Del. 1924).

77) Velasco, *The Fundamental Rights of the Shareholder*, at 438. なお、会社法を信託法の一部門として捉えることの帰結の要約として、ADOLF A. BERLE, JR. & GARDNER C. MEANS, *supra* note 35), at 275. 森・前掲書注35) 255–56頁。

78) ここで、第三次信託法リステイメント (Restatement (Third) of Trusts (2012)) を参考とするならば、その第77条は、注意義務 (Duty of Prudence) について「受託者は、合理的な者が信託の目的、信託条項、およびその他の事情に照らして行うように、信託を管理する義務を負う。」と規定し、「注意義務は、合理的な注意 (care)、技能 (skill)、および配慮 (caution) の行使を要求する。」と規定する。さらに同リステイメント第78条(1)項は、忠実義務として、「信託条項に別段の定めがある場合を除き、受託者は、もっぱら受益者の利益のために、またはもっぱら信託の公益目的を促進するために、信託を管理する義務を負う。」、そして同80条(1)項によれば、委任に関する義務として、「受託者は、受託者としての義務を自ら遂行する義務を負う。ただし、同等の能力を有する合理的な者がその責任を他者に委任する可能性がある場合を除く。」とそれぞれ規定する。邦訳は、樋口範雄＝神作裕之編『現代の信託法——アメリカと日本』342頁 (弘文堂、2018年) を参考とした。

受益的所有者（beneficial owners）であるということを否定するものではないという<sup>79)</sup>。そこで、伝統的立場によれば、取締役は株主に対して信託義務（fiduciary duties）を負うことになる。例えば、会社の債権者または従業員、そして地域共同体のような他の当事者は、会社にとって単なる第三者であり、株主（または会社）に対して信託義務を負わない。それらの者は、会社との間で締結される具体的契約条項について個別に交渉すること、または契約締結を拒否することも可能であって、そのような活動は会社外部の事象である。そこで、会社の内部問題としては、株主の利益のみが重要であることになる<sup>80)</sup>。

## （2）伝統的立場に基づく株主の基本権

株主は会社の所有者であるとも理解できる以上のような伝統的立場によれば、株主は、当然に確固たる経済的権利と支配する権を有していると考えられることになる。すなわち、所有者はその対象財産を自由に処分できるのであり、それが会社の場合でも例外ではなく、問題は、株主の基本権に対する現在のいくつかの制約が伝統的理解の枠組みの中で適合的かを説明することにあると論者は主張する<sup>81)</sup>。

株式を自由に売却できる株主の権利について、すなわち株主の株式売却権についてそれを制限することは、株主自らがそうする場合と、取締役（または会社）により株式売却権に制限が課される場合とがある。例えば、

---

79) Velasco, *The Fundamental Rights of the Shareholder*, at 439.

80) 会社およびその取締役は、株主に対して、株主に対してのみ信託義務を負うとも理解されている。Stephen M. Bainbridge, *In Defense of the Shareholder Wealth Maximization Norm: A Reply to Professor Green*, 50 WASH. & LEE L. REV. 1423, 1443-44 (1993)。ただし、取締役は株主および会社との間に信託関係（a fiduciary relationship）があるともいわれ、また、裁判所の判断は様々であることに注意を要する。Velasco, *The Fundamental Rights of the Shareholder*, at 439; ARTHUR R. PINTO & DOUGLAS M. BRANSON, *supra* note 12), at 215.

81) Velasco, *The Fundamental Rights of the Shareholder*, at 439.

会社の基本定款に株式の譲渡制限に関する規定が含まれる場合には、それらが株主自らの意思に基づく定款規定により行われる限りにおいて、かかる制限は伝統的立場と調和する<sup>82)</sup>。さらに、法が株式譲渡を制限する場合、例えば内部者取引を禁止する、もしくは相場操縦に該当するような株式譲渡を認めないこと、または支配株主が不正取得の疑われる者に対しその所有株式を売却することは信認義務に違反するとして認められない場合がある<sup>83)</sup>。このような株式売却権に対する制限は、株主保護として認められる制限であると理解されるべきであるという<sup>84)</sup>。それに対し、取締役が株主の株式売却権を制限するまたは阻止することは、伝統的見解とは相容れず、株主の所有者としての権利である基本権を尊重していないことになる<sup>85)</sup>。

法は、上述のとおり取締役に会社経営権を明示的に与えている、そして株主が直接に会社経営を行うこと、事業自体をコントロールすることを要求していない<sup>86)</sup>。それは、株主に取締役を選任する強力な権利が認められる限りは伝統的見解によっても是認されることであるという。なぜなら、相当多数の株主がいる会社、または比較的少数の株主で構成される会社において、株主に民主的な手法で会社を経営させることは、合理的無関心と認められる株主による経営であることも含めて、組織効率上問題であり、実際的に賢明ではないからである<sup>87)</sup>。このような実務上の困難性を克服するために、法は株主に代わって会社事業を行う取締役の選任を株主に認め

---

82) *Id.*, at 440.

83) *Hollinger Int'l, Inc. v. Black*, 844 A. 2d 1022, 1087 & n. 151 (Del. Ch. 2004).

84) *Velasco, The Fundamental Rights of the Shareholder*, at 440.

85) *Ibid.*

86) デラウェア州会社法第141条(a)項、模範事業会社法第8.01条(b)項（本文Ⅱ1(1)、参照）。

87) *Velasco, The Fundamental Rights of the Shareholder*, at 441.

ているのである<sup>88)</sup>。このような法システムを認めることは、株主から会社経営に対するコントロールを奪うことを意味するものではなく、有能で専門家の手に会社経営責任を委ねることであり、株主にはその選択で取締役を選任する自由が認められ、所有と支配が分離しているとしても、そのような状況は株主の利益と対立するものではないという<sup>89)</sup>。

さらに、法が会社経営を株主が直接に行うことを要求せず、取締役によりそれがなされることを認めていることは、会社法は、取締役に自身の独立した判断を行う自立した役割を要請していると理解することができるという。しかしこのようなルールは、株主の利益と矛盾することがない。なぜなら、一般の株主が獲得できない情報へ専門家である取締役がアクセスし獲得された情報に基づいて経営判断を行い、そこから株主は利益を得ることを期待できるからであるとも指摘される<sup>90)</sup>。そして、株主の数が多くなればなるほど、かかる期待は大きくなる。すなわち株主または株式が分散しているような会社の株主は、自ら会社事業を行う地位にあるとはいえ、取締役はいわゆる無政府状態（anarchy）から株主を保護しているとみなすことができる<sup>91)</sup>。また、取締役が自己の判断で会社経営を行うことを法が認めていることは、取締役のそのような独立性が取締役という地位に本来的な正当性を認めるものではない。それは株主の利益のためにのみ認められるのであり、取締役に課される信認義務と株主による承認要件が取締役の自主性を制約し、株主の取締役選任権が、取締役に株主に対して責任を負わせることを意図している。したがって、伝統的立場のもとでは、取締役が長期にわたり株主を無視することを許されるわけではない。しかし、株主が直接に会社事業をコントロールする権利制約システムは、

---

88) デラウェア州会社法第216条(3)項、模範事業会社法第7.28条(a)項（前掲注37）・40）、参照）。

89) Velasco, *The Fundamental Rights of the Shareholder*, at 441.

90) *Ibid.*; Ralph K. Winter, Jr., *supra* note 11), at 263.

91) Velasco, *The Fundamental Rights of the Shareholder*, at 441–42.

株主が選任手続きを通じて取締役を十分にコントロールできる限りで伝統的立場でも許容されることになる<sup>92)</sup>。

### (3) 契約理論の立場

会社は、自己の名で自らの財産を所有し、自己の名で契約を締結し、そして会社自身が責任を負担する主体として認められている。会社は、株主とは無関係に、独立した法主体であると法的に擬制されている (a legal fiction)<sup>93)</sup>。しかし、会社を独立した主体として法的に擬制することによっても、会社とその様々な利害関係者との関係を理解することはできない。そこで、取引費用 (transaction costs) と代理関係費用 (agency costs) を軽減し効率性を追求するために、会社を独立した主体であるとは理解せ

---

92) *Id.*, at 442.

93) ここで論者は、*Trs. of Dartmouth Coll. v. Woodward*, 17 U. S. (4 Wheat.) 518 (1819) 事件を引用している。Velasco, *The Fundamental Rights of the Shareholder*, at 443. 同事件は、1769年にイギリス国王の認許状 (charter) を得て設立されたダートマス大学について、ニューハンプシャー州議会が当該認許状を修正しその経営権を州議会が任命した新理事会に委ねる法律を制定したことが、かかる法律は合衆国憲法第1編10節のいわゆる契約条項 (contract clause) に反する契約上の債権債務関係を害する法律であるとして当該修正の無効を主張して、大学が訴えた著名な事案である。同事件に対する合衆国最高裁判所の判決において、本ノートとの関係では、次の判示が注目される。「会社 (法人) (corporation) は人工的なものであり、目に見えない、触れることができない、そして法の熟考 (contemplation) においてのみ存在するものである」、「当該認許状は、明らかに、寄付者、受託者、そして国王 (その権利と義務はニューハンプシャー州に引き継がれている) それぞれを当初の当事者とする契約である。それは、有効な約因に基づき締結された契約である。それは、財産の保全と処分のための契約である。不動産および個人財産を会社を信頼して会社に対して譲渡する契約である」。17 U. S. (4 Wheat), at 643-44. なお、同判決の意味と契約条項との関係については、樋口範雄『アメリカ憲法〔第2版〕』253頁以下 (弘文堂、2021年)、寺尾美子・英米判例百選〔第3版〕(1996年) 18頁。

ずに、商品製産や役務の提供を目的として利害関係者が伴って行動するための集合体、もしくは会社は様々な利害関係者間の複雑な契約関係の組合せであると理解することによってのみ、法が会社にまつわる様々な法的現象を十分に扱うことができると主張されている。誤解をおそれず以上のように整理した理論が、いわゆる法と経済学の論者が検討の出発点とするところであると考えられる<sup>94)</sup>。そこで、法と経済学を基礎とする契約主義者の提唱に基づくならば、会社は、個々人間の相互に関係する契約の網 (a web) を形成し、それは「契約の束 (nexus of contracts)」と理解されることになる<sup>95)</sup>。すなわち、個々人、利害関係者と会社との関係の構築は、明示的であると黙示的であるとかかわらず、契約としてなされるもので

---

94) STEPHEN M. BAINBRIDGE, CORPORATION LAW AND ECONOMICS (Foundation Press, 2002), at 26-38; ARTHUR R. PINO & DOUGLUS M. BRANSON, *supra* note 12), at 108-09.

95) デラウェア州大法官 (Chancellor) の会社に対する経済理論の評価として、William T. Allen, *Contracts and Communities in Corporation Law*, 50 WASH. & LEE L. REV. 1395, 1399-1401 (1993). また、「一連の交渉アプローチ (the series-of-bargains approach) は、事業組織を十分に理論的に理解するための中心にある概念に因っている。それは、事業組織の実体理論 (entity theories) の危険性を指摘しそれを強調する。独立した主体としての会社 (またはパートナーシップ、協同組合、銀行、もしくは政府機関) の概念は、意思疎通 (communication) のための便利で、おそらく必要でさえもある、手軽な手段 (device) としてのみ利用されるべきであるが、かかる手段は当てにならない、かつ誤導的であるかもしれない。事業組織は、対立する利益を有し、法的に求められた権限と義務を有する行為者集団 (a group of actors) とみなされる場合にのみ十分に理解できる」という。William A. Klein, *The Modern Business Organization: Bargaining Under Constraints*, 91 YALE L. J. 1521, 1524-25 (1982). 会社を「契約の束」モデルとして捉える見解は、わが国でも注目されているところであり、多数の論考も公表されているが、経済分析、または効率性アプローチの理解については、さしあたり、柳川範之＝藤田友敬「序論 会社法の経済分析：基本的な視点と道具立て」三輪芳郎＝神田秀樹＝柳川範之編『会社法の経済学』1頁以下（東京大学出版会、1998年）。

あり、様々な関係者の一人一人が、会社に対し一定の見返りと交換する形で一定の貢献を行っている。その内容の詳細は当該契約に依っている。そこで、株主は会社の所有者ではなく、投資者である。投資者は、事業の残余財産に対する権利と引き換えに金銭を支出する、すなわちその限りで、利息と交換に金銭を支出する会社債権者と異なる者ではない。両者の違いはその契約条項の内容にあり、株主は事業の残余財産の全てに権利を有するが、他方で債権者は一定の返済を受ける権利があるので、債権者は株主に比較してリスクが小さいことになる<sup>96)</sup>。

会社にかかわる株主以外の利害関係者も、次のように分析することにより契約関係の中で理解される。例えば、従業員は会社に労務を提供し一定の賃金を得る、会社に対する部品等供給者は原材料その他の会社がある商品を製造するために必要な物を提供することとその対価を交換する。また、会社が販売する商品やサービスの顧客は、それらと引き換えに対価を支払う、さらに地域共同体（住民）は、会社が収める税金により行政から市民サービスを受け、もしくは公共設備（施設）の利用が認められる。したがって、以上のような会社の利害関係者も投資者のような者とみなすことが可能であるとする<sup>97)</sup>。

そこで、法と経済学の観点に基づくならば、会社法は必要なく、いわゆる契約自由（freedom of contract）がかかるとされる領域でも妥当することになる。しかしながら、現実には会社法の必要性が認められるのは、会社法の主たる目的を取引費用を最小化することに求め、会社をめぐる全ての利害関係者が可能な限り効率的な好ましい取引を行うことができるように手助けすることにある<sup>98)</sup>。すなわち、会社法は、デフォルトルール（default rules）を

---

96) Velasco, *The Fundamental Rights of the Shareholder*, at 443.

97) *Id.*, at 444; William A. Klein, *supra* note 95), at 1526–33.

98) Fred S. McChesney, *Economics, Law, and Science in the Corporate Field: A Critique of Eisenberg*, 89 COLUM. L. REV. 1530, 1536 (1989). 同論文を含めた COLUMBIA LAW REVIEW 第89巻におけるシンポジウム“Contractual Freedom

提供することにより、契約締結を促進し、予想しない事態が生じた場合に合理的な解決方法を提供することにその目的がある<sup>99)</sup>。

また、会社を契約理論から理解する立場によれば、株主はもはや会社の所有者ではなく、他の利害関係者と同等の立場にある者として、会社との契約関係に基づく権利のみを有するとみることになる<sup>100)</sup>。そうであるならば、会社について株主以外の利害関係者の利益を広く捉え、会社は社会全体の利益を考慮した存在であると理解されなければならないことになる<sup>101)</sup>。契約理論の論者は、会社が株主の利益のために存在していることを認めるものではないけれども、会社について伝統的立場から認められる株

---

in Corporate Law”の概要については、神作裕之・[1991] アメリカ法106頁以下。なお、前田雅弘「会社の管理運営と株主の自治——会社法の強行法規性に関する一考察——」龍田節=森本滋編『商法・経済法の諸問題(川又先生還暦記念)』139頁以下、151-61頁(商事法務、1994年)。

99) Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Corporate Contract*, 89 COLUM. L. REV. 1416, 1444-45 (1989). さらに、「我々は、会社法を標準書式契約(a standard-form contract)として扱う、そしてそれは、ほとんどの起業家が選択してきたであろう条項を提供する。そこで、わずかな場合を除き他の全ての場合に明示的条項としてそれは盛り込まれている。本書の規範的な命題は、会社法は人々が交渉してきた条項を含むべきであり、それは全ての利害関係者にとって独立して交渉することのコストを十分に抑えるものであった」と述べられていた。FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHEL, *THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW* (Harvard University Press, 1991), at 15.

100) Jonathan R. Macey, *Fiduciary Duties as Residual Claims: Obligations to Nonshareholder Constituencies from a Theory of the Firm Perspective*, 84 CORNELL L. REV. 1266, 1267-68 (1999).

101) 「契約と束という考え方は、株主第一主義ではなく、会社に利益を有するすべての集団が同等の立場にあるとする、会社についての共産主義者(a communitarian)の考え方と基本的につながっている」とも評されている。Melvin A. Eisenberg, *The Conception That the Corporation Is a Nexus of Contracts, and the Dual Nature of the Firm*, 24 J. CORP. L. 819, 833 (1999).

主第一主義から遠く離れているともいえるものではない<sup>102)</sup>。会社は、その利害関係者全ての利益のために存在すると主張されるが、それらの利益は、他者との間で相互に利益となる契約を締結すること、そしてその契約締結は個々人の締結する能力により基づくものである。ただし、会社の取締役が、様々な利害関係者の個々の利益を調整するよう会社事業を行うべきであるとは考えられない。まして、会社取締役にそのような能力もない<sup>103)</sup>。すなわち、取締役は会社の株主により選任される者であり、社会一般に民主的に選出された者ではないので、取締役が株主以外の利益を考慮するいわれはないことになる<sup>104)</sup>。また、取締役に様々に競合する利益を調整することを認めると、当該状況において取締役は、自己の利益と合致するであろう株主のみを優遇することで取締役個人の利益を促進するようになる<sup>105)</sup>。そこで、むしろ取締役に、会社の業績向上に責任を負わせる方が得策であり、そのための明確な指針としての役割を担う会社法が必要となる<sup>106)</sup>。

#### (4) 契約理論の立場に基づく株主の基本権

まず、株主と会社との間の権利義務が株主契約 (shareholder contract) の内容で決定されるのであれば、株主の取締役選任権は、その契約に盛り

---

102) Velasco, *The Fundamental Rights of the Shareholder*, at 446; Lynne L. Dallas, *Two Models of Corporate Governance: Beyond Berle and Means*, 22 U. MICH. J. L. REFORM 19, 24 (1988).

103) 会社取締役に社会的利益の最大化のために行動するよう求めることは、取締役の能力を超えた難解な任務である。ただし、取締役に株主の利益の最大化のために会社事業を行わせることにより、それが社会利益の最大化につながるかと理解することができるという。STEPHEN M. BAINBRIDGE, *supra* note 94), at 20-23.

104) Velasco, *The Fundamental Rights of the Shareholder*, at 446.

105) FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHER, *supra* note 99), at 38.

106) ROBERT C. CLARK, *supra* note 39), at 20-21.

込まれているという意味で重要であろう。そこで、「株主 (shareholder)」という概念に、必ずしも取締役選任権を含めて理解する必要は必ずしもないかもしれないところ、当該株主契約に取締役選任権が認められているならば、それは他の契約条項と同様の観点から価値があることになる<sup>107)</sup>。そうだとするならば、株主契約に盛り込まれる株主の権利は、そのための十分な対価を交渉することなく締結されてきていると考えられるので、一端当該契約において確定された株主の権利は安易に取り去られるべきではないという<sup>108)</sup>。また株主は、ある意味で、他の利害関係者に比して脆弱な存在である。すなわち、株主は、配当（リターン）を保証されているものでなく、残余財産請求権のみがその有する確実な権利といえる。株主は自己の利益を確保するために取締役の行為に依存しているのであり、取締役を選任する権利は、株主契約の内容を履行することの責任を取締役に負わせるための最も有効な手段であるということができ<sup>109)</sup>。そして、既存の株主契約が株主にとって完全に満足すべきものではないことを前提として、一般に、当該契約を書き換える権利が株主に留保されることがある<sup>110)</sup>。かかる書換権を制限することにはその正当性に問題があるので、法は将来の

---

107) Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *supra* note 99), at 1446-47.

108) Velasco, *The Fundamental Rights of the Shareholder*, at 448.

109) Stephen M. Bainbridge, *supra* note 80), at 1442-45.

110) それが契約としての会社法であるならば、会社法は書き換え可能であることになる。例えば、デラウェア州会社法第394条は、「本法は、州議会によりいつでも、修正または廃止することができる。ただし、いかなる修正または廃止も、会社もしくはその役員がそれ以前に負担した責任に対する救済措置を減じるまたはそれに影響を与えるものではない。本法および本法の修正は、修正が当該会社の目的に適用できない、かつ適当でない限りにおいてその場合を除き、すべての会社の定款または設立趣意書の一部となる。」と規定する。また、模範事業会社法もその第1.02条が、「[当該州議会]は、いつでも、本法のすべてもしくは一部を修正または削除する権限を有する。そして本法に服する州内外の会社はすべて、当該修正または削除された規定が適用される。」と規定している。

会社に関する契約を容易に変更できるようにしていると考えられる<sup>111)</sup>。

株主の株式売却権も、株主が投資者として他の者と同様の地位に立つと理解されるならば、経済的権利である株式売却権を制約するようなことは正当化されない。すなわち、株主契約が任意の合意であるならば、株主が当該会社の投資者であり続けることを強制されるべきではなく、株主が契約に基づく投資を行ったことによる利益獲得の可能性を排除されるべきではない。その意味においても、株主売却権は株主にとっての基本権と性格づけられることになる<sup>112)</sup>。

さらに、契約理論の下では、株主の取締役選任権および株式売却権は、株主にとってのみならず、他の利害関係者のためにも重要な権利であるとする。これらの権利を株主に認めることは、株主の利益を保護すること以上に、会社が社会の利益のために経営されなければならないことを確保することにつながる<sup>113)</sup>。特に、株主は合理的無関心であるからその議決権行使、または支配権の獲得に積極的ではない場合に、その株式を売却するというウォールストリートルール（Wall Street rule）に従って<sup>114)</sup>、その持株を売却する行動に出る。すなわち、株主が会社の業績、当該取締役の行動に満足していない場合には株式を売却する動きが当該会社の株式価値を下落させ、企業買収のターゲットになりやすい。他方で、株主が取締役の経営に満足しているならば、その株式を持ち続ける、したがって現経営者である取締役の地位もその安定が期待できる。そのために取締役は会社業績を向上させるための努力を行うことになり、株主利益の最大化が社会的利益につながる限りは、取締役に社会的利益を最大化することについての責任を負わせることになる<sup>115)</sup>。

---

111) Velasco, *The Fundamental Rights of the Shareholder*, at 448.

112) *Id.*, at 449.

113) *Id.*, at 450.

114) STEPHEN M. BAINBRIDGE, *supra* note 94), at 318.

115) Velasco, *The Fundamental Rights of the Shareholder*, at 451.

また、株主の利益が社会の利益の代用物であると理解されるならば、取締役は株主利益の最大化について責任を負わせる会社支配の市場は、取締役に社会的利益の最大化についても責任を認めるために機能することが指摘されている<sup>116)</sup>。したがって、株主の株式売却権は、取締役に社会に対する責任を負わせる重要な道具であるということになる<sup>117)</sup>。そして、株主の取締役選任権は、株主に合理的無関心の側面が認められる点でそれは単独では十分に機能しないが、敵対的企業買収の場面で相当数の株主が買収者の求めに応じる、すなわち株主が集団として現経営陣の入替に賛同するよう行動する場合には、そのことが経営陣にとって脅威に感じる点で、株主の取締役選任権（または解約権）は意味があると評価されることになる<sup>118)</sup>。

### Ⅲ まとめに代えて

#### 1 本ノートにより得られた視点

本ノートの作成のために大いに参考とした論考は、株主に認められる諸権利を、①経済的権利（Economic Rights）、②支配する権利（Control Rights）、③情報収集に関する権利（Information Rights）、そして④訴訟追行に関する権利（Litigation Rights）の4つのカテゴリーに分類し、その

---

116) ここで、例えば、ある地域の工場を閉鎖して他の場所に生産拠点を移転する会社は、それにより影響を受ける労働者および地域共同体に対する責任を欠くことについて非難されるが、新天地での労働者およびその共同体により大きな利益をもたらすかもしれないという状況において、会社の利益最大化と社会的利益の調和に注意を要することを論者は引き合いに出している。*Ibid*; FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHER, *supra* note 99), at 38-39.

117) Velasco, *The Fundamental Rights of the Shareholder*, at 451.

118) *Ibid*.

中で、①および②の具体的権利として株式売却権および取締役選任権を、株主の基本権と性格づけるものである。このような分類に意味を持たせ、アメリカ会社法において株主が取締役（会）行動を攻撃する場面における株主の権利を考察するという視点は、注目すべきものであると思われる。

そしてその基本権は、会社（法）についての伝統的立場においても、契約理論の立場においてもその重要性は失われないことが例証されている<sup>119)</sup>。また、同論考では、特に敵対的買収の対象会社となった会社の取締役と株主との関係において、株主の基本権の在り方を問題としている。そのような場面では、特に基本権としての株主の株式売却権および取締役選任権に対する判例法上、または制定法による制限の妥当性が問われることが確認できた。ただし、論者は、例えば、伝統的に会社経営は株主が選任した取締役に任されていることを非難し、株主が直接に会社経営自体を支配すべきことを主張しているものではない。むしろ、現在の会社（法）構造のもとで、コーポレート・ガバナンスにおいて株主が果たすべき役割を尊重し確保することに、同論考の主眼がある<sup>120)</sup>。

## 2 今後の研究課題

本ノートで取り上げたアメリカ会社法における株主の権利、特に基本権という設定の整理から、今後筆者が研究課題とすべき論点を以下、抽出してみたい。

---

119) 同論考では、現行会社法の形式主義（formalism）的側面を、また株主の基本権の位置づけを「社会的責任理論（social responsibility theory）」のもとでも検証している。Id., at 427-30, 451-67. かかる視点の整理と検討も、筆者に残されている。

120) Velasco, *The Fundamental Rights of the Shareholder*, at 467.

①株主の諸権利の中で基本権と位置づけることにはどのような意味があるかわが国会社法において、先に見たように、株主の諸権利を自益権と共益権とに分類し、それぞれの内容を理解し、当該権利行使に要求されるその在り方を再検討する必要があるか<sup>121)</sup>。また、会社経営を委ねられた（会社経営を任せるために株主により選任された）取締役の経営判断を尊重したうえで、株主の諸権利に十分な保護を与える際に、基本権という理解は有用か。

②公開会社の株主と閉鎖会社の株主との間に法的相違があるか

いわゆる「合理的無関心」が多く認められる大規模公開会社の株主と、所有と支配（経営）が一致している会社の株主とでは、株主の基本権に関する考え方、そして会社法の立て付けとの関係でどのように整理すべきか。また、個人株主と機関投資家としての株主を別異に考える必要があるか。そのような株主自体の区分が、株主の権利、特に基本権と捉える株主の権利を変容させるか。

③コーポレート・ガバナンスにおいて株主の権利はいかにあるべきか

多義的ではあるが、少なくとも株主の利益を害するおそれのある取締役（会）の行動を監視するシステム構築に関する議論であるコーポレート・

---

121) 株主の諸権利の分類という場面では、例えば株式の性格を、支配権的性格と財産権的性格の面から捉える見解がある。それによると、まず株式には、株主総会での議決権行使、それによる役員等の選任を通じて、多数の株式を手中にする者が株主総会を支配する、したがって株式にはそれを通じて当該会社を支配することになる性格があると理解する。そして、株式を収益の道具と考えることにより、配当（インカムゲイン）と転売利益（キャピタルゲイン）の獲得を目的とした財産権的性格が株式に認められとするものである。関俊彦『会社法概論〔全訂第2版〕』36-37頁（商事法務、2009年）。

ガバナンスにおいて<sup>122)</sup>、株主の役割、そして基本権と認められる株主の権利をいかに位置づけるべきか。コーポレート・ガバナンスの議論は会社の様々な利害関係者をめぐる問題ではあるけれども、株主の基本権はその中でいかに機能するか。

④会社（法）に対する伝統的立場に対して契約理論は何を問いかけるか

会社（法）について、わが国でも注目されている「契約の束」という理解は、これまでのわが国の会社法論をいかに展開させるか。そもそも、わが国では通用しないのか。法と経済という分野のさらなる進化と、会社法学者がそれを吸収することにより新たな視座を見出せるのか。

⑤「株主は会社の所有者である」という命題はいかなる意味を与えることにより維持されるか、それとも捨て去られるべきものであるか

冒頭で掲げた「株主は会社の所有者である」という命題は、本ノートにおける株主の権利の整理により、または株主の基本権に注目することにより、いかなる意味を持ち得るか。

本ノートによるアメリカ会社法における株主の権利の整理、そして基本権という位置づけから、筆者の今後の研究課題とすべき論点は、以上に限られるものではない。また、かかる分野に関する邦語文献の検索と熟読も不十分である。ただし、本ノートを少なくとも以上の論点をも認識したう

---

122) 例えば、わが国においてコーポレート・ガバナンスとは、「わが国の株式会社について、違法あるいは不当な企業活動をいかにチェックすべきか、株主の利益を守り、経営者の責任を追及するにはどうすべきか。あるいは企業が広く社会一般に対する責任を果たすにはどうすべきか。そしてこのような目的を達成するためにはいかなるシステムを設けるべきか」の議論であると理解できる。近藤光男『最新株式会社法〔第9版〕』20頁（中央経済社、2020年）。

えでわが国会社法における株主の権利およびその性質を探究するためのスタートとしたい。