

株主の議決権および その行使の基礎理論に関する一考察

—— アメリカ会社法における議論を手懸かりに ——

梅 津 昭 彦

- I 考察の視座
- II アメリカ会社法における株主の議決権に関する議論
 - 1 伝統的会社法観に基づく理解：株主第一主義
 - 2 残余財産権者の多様性
 - 3 取締役第一主義の展開
 - 4 情報の集約と誤りの是正という視点
- III まとめと課題

I 考察の視座

株式会社の株主が議決権を行使することは、組織の構成員が当該組織を代表する者を選抜しその者に当該組織の意思決定を行わせ、そして実行させるという意味での代表民主主義（representative democracies）の発露であるとするならば、アメリカ会社法では、株主の権限について次のような見解がある。それは取締役を選任または解任するためのみならず、ゲームのルール判断（rule-of-the-game decisions）を行いそして採用するための権限であると主張されていたり¹⁾、他方で、制定法により与えられた株

1) ゲームのルール判断とは、このような文脈では会社の担い手（actors）が活動するうえでのルールを選択することである。Lucian A. Bebchuk, *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 HARV. L. REV. 833, 844 (2005).

主の選択権は「定期的に代表を選択する権利であり、投票（polls or plebiscites）を通じて自ら統治すること（self-governance）を永続させる権利ではない」けれども、州法が認める会社形態において代表民主主義がその「奥深く考えられたデザイン（deep design）」の一部であるとも指摘されていたところである²⁾。このような理解がアメリカ会社法において展開されていることは、株主に議決権が与えられ、そしてそれを行使することがなぜ認められるか、そして議決権は株主に対してのみ認められるのか、他の利害関係者、従業員、会社債権者にはなぜ認められていないのかという問いに対する答えを探求する作業であり、そのことは、株式会社という企業組織が存在する理由と、その構成員として株主の地位の法的基礎を理解することではないかと筆者は考えている。

以上のような問題意識を考察の視座に置き筆者にとっての問いを換言するならば、株主の有する議決権は株主であることをもって当然に所与のものとして認められているのか、それとも、株式会社という法人の意思を決定する、または一定の事項を決定する権限として、その利害関係者の中から特に株主に与えられるものなのかということになる。

株主の議決権、およびその行使に着目する本小稿では、その考察の外に置かれる対象がある。すなわち、議決権のない株式を有する株主の存在である。議決権が株式と結びついたものと観念できるとしても、例えば、アメリカ会社法では、多くの州制定法が無議決権普通株式の発行を会社に認めている³⁾。またわが国会社法でも、種類株式発行会社（会社法第2条13

2) かかる見解は、企業買収の場面で取締役会が取るべき態度の議論の中で展開された。Martin Lipton & Paul K. Rowe, *Pills, Polls and Professors: A Reply to Professor Gilson*, 27 DEL. J. CORP. L. 1, 43 (2002).

3) 例えば、デラウェア州会社法第151条(a)項 (DEL. CODE ANN. tit. 8, § 151 (a)). JAMES D. COX & THOMAS LEE. HAZEN, *BUSINESS ORGANIZATIONS LAW* (5th ed. West Academic Pub., 2020), at 416-17; WILLIAM A. KLEIN, JOHN C. COFFEE, JR. & FRANK PARTONOV, *BUSINESS ORGANIZATION AND FINANCE: LEGAL AND*

号)が「株主総会において議決権を行使することができる事項」について内容が異なる株式（議決権制限株式。同第115条）を発行することができる（同第108条1項3号、2項3号）。そこで、種類株式発行会社は一部の株式を完全無議決権株式として発行することが許されている⁴⁾。このような完全無議決権株式について、それが会社経営のニーズ、または投資者のニーズから認められることを、特に株式の性質と株主の権利との関係でどのように理解すべきは、ひとつの検討課題となり得るかもしれない。

以下では、アメリカ会社法において株主の議決権についてどのような議論が展開してきたかを整理し、本小稿を、わが国会社法での株主の権利を意義づける際の基礎理論を提供するものとする⁵⁾。

ECONOMIC PRINCIPLES (11th ed. Foundation Press, 2010), at 125.

4) 江頭憲治郎『株式会社法〔第8版〕』147-50頁（有斐閣、2021年）、山下友信編著『会社法コンメンタル3——株式（1）』105-06頁（商事法務、2013年）〔山下友信〕。

5) 筆者は先に研究ノートとして、梅津昭彦「株主の権利について——アメリカ会社法から示唆を得て——」法政理論第54巻3・4号125頁以下（2022年）を公表した。そこでは、株主の諸権利の中で基本権（fundamental right）として意味を有する権利の重要性をアメリカ会社法の議論を通じて確認した。本小稿は、かかる議論のより基礎的なテーマを扱うものである。また本小稿の構想中に、日本私法学会第86回大会において「株主による意思決定の意味を問う——不確実な時代における株式会社の意思決定の仕組み——」をテーマとしてシンポジウムが行われた（2023年10月8日）。商事法務第2335号4頁以下。本小稿のテーマとの関連性が窺われるが、筆者の問題意識がどの程度反映されるか検討の余裕がないので、引用することを控える。

II アメリカ会社法における株主の議決権に関する議論

1 伝統的会社法観に基づく理解：株主第一主義

株主に議決権が与えられていることのひとつの答えは、株主が会社の所有者であることにあったが、今では議論の素材とする株式会社は、いわゆる「所有と支配との分離」状況が見られる会社である⁶⁾。そこで、議決権は典型的に経済的権利のあるものとして、投資者として株式を購入してもその者は当該会社を支配できるとは考えておらず、株式を通じて当該会社との間の所有関係を購入することがそのような投資者に安らぎを与えているとも述べられている⁷⁾。そして、アメリカ会社法判例では、「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」ことが伝統的に注目されてきた⁸⁾。

ただし、以上のような状況に対し、より根本的に株主にはなぜ議決権行使が認められているかを問う必要があるところ、次のように理解する主張があった。すなわちそれによると、株主の権限は、特に公開会社における株主の取締役解任権の実行可能性を素材として、取締役株主の利益に資

6) 「所有と支配との分離」については、梅津・前掲注5) 142頁。

7) Robert B. Thompson & Paul H. Edelman, *Corporate Voting*, 62 VAND. L. REV. 129, 144-45 (2009). また例えば、「議決権行使は我々が掲げてきた機能に資するかどうか、それは必然的に経験上の問いである。絶対的唯一の答えはないが、いくつかの考慮が示唆的である。ひとつは単に、議決権行使は残すべきものであるという答えである。もし、取締役を選任するためのコストにはそれに見合う価値がなければ、議決権行使を排除する会社は、他の事柄に応じて繁栄しているだろう。実際にはそういうことは起こらないので、議決権行使は有益であることが推認できるであろう」とも評されていた。FRANK EASTERBROOK & DANIEL FISCHER, *THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW* (Harvard University Press, 1991), at 70.

8) *Blasius Industries, Inc. v. Atlas*, 564 A.2d 651, 659 (Del. C. 1988). 同判決については、梅津・前掲注5) 133-37頁。

する行動をとるよう、そして他に取締役がそのような行動をとることを担保するための十分な制度がない場合において取締役に自身の責任を呼び覚ますインセンティブ与えるために強力なものとして認められる⁹⁾。またかかる見解は、会社民主主義（corporate democracy）に固有の価値を見いだすのではなく、株主利益に貢献する権利の役割に基礎を置くものとして¹⁰⁾、株主の権限と会社民主主義に固有の価値との強力な結びつきに対する挑戦を刺激してきた¹¹⁾。このような株主の議決権の意義に関する視点は、「株主第一主義（Shareholder Primacy）」が株主と取締役との関係を代理関係にあることを基礎として¹²⁾、株主はコーポレート・ガバナンスにおいて重要な役割を果たす者であると同時に、会社経営者に対し株主の利益を最大化するようその行動を方向付ける役割を担っていることを説くものであった。例えば、コーポレート・ガバナンスの観点から、「会社に対する究極のコントロール権は、株主集団に与えられなければならない。会社の経営者は、その株主の利益において会社を経営する義務を負うべきである、他の会社関係者、例えば債権者、従業員、供給者および消費者はコーポレート・ガバナンスに参加することではなく、契約上、または規制上の手

9) Lucian A. Bebchuk, *The Myth of the Shareholder Franchise*, 93 VA. L. REV. 675, 677, 732 (2007).

10) *Id.*, at 678; Lucian A. Bebchuk, *supra* note 1), at 842-43.

11) Lucian A. Bebchukの見解に対して、Virginia Law Review誌上で活発な議論がなされていた。例えば、取締役会の正当性を認めるために、どれほどの数の選任に関する争いがあるかその基礎として必要であるかの経験的手法がないことが批判されていた。Jonathan Macey, *Too Many Notes and Not Enough Votes: Lucian Bebchuk and Emperor Joseph II Kvetch About Contested Director Elections and Mozart's Seraglio*, 93 VA. L. REV. 759, 769 (2007)。また、株主によるガバナンスを支持する証拠の脆弱さについて検討していた。Lynn A. Stout, *The Mythical Benefits of Shareholder Control*, 93 VA. L. REV. 789, 798-99 (2007)。

12) 株主第一主義の台頭に関する整理として、MELVIN A. EISENBERG, *THE STRUCTURE OF THE CORPORATION A LEGAL ANALYSIS* (Beard Books., reprinted 2006), at 19.

段によって保護されるべきである。支配権を有しない株主（noncontrolling shareholders）は、支配株主（controlling shareholders）が自らその地位を利用することにより厚い保護を受けるべきである。そして公開会社の株式の市場価値は、その株主利益を測る主要な方法である。簡潔に述べれば、以上の要素で構成される会社の見方を、我々は会社形態の『標準株主指向モデル（standard shareholder-oriented model）』と呼ぶことにする」ともまとめられている¹³⁾。

以上のような理解が株主の権限を株主第一主義を標榜する見解から認められるものであるところ、それは、株主による議決権行使が十分でないことを我々に教えてくれること以外に、何時そしてどのように議決権行使が利用されるべきかについてほとんど我々に伝えていない。そこで、我々にとってなぜ株主は議決するか、議決するときは何時か、そして株主が議決権を効果的に行使するために必要な情報は何かを説明できるためには、株主による議決権行使に関してより確固とした理論が必要であるという¹⁴⁾。

13) Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, 89 GEO. L. J. 439, 441 (2001). そして、株主第一主義が社会的規範（social norm）であるという位置づけに関して、「現在、理論的なそして経験上の帰結として、この目的（すなわち、社会福祉全体の向上を求めること）のための最善の手段は、会社経営者に株主の利益、少なくとも株主の利益に対してのみ強大な責任を負わせることである」という。 *Ibid.* また、株主第一主義の法規範性（取締役に対する義務づけ）と執行可能性、そして株主利益の最大化をなすことができなかった場合の法的効果について、「事業会社は、第一に株主の利益のために設立され、そして株主の利益を第一に運営されるものである」と判示した *Dodge v. Ford Motor Co.* 事件（170 N. W. 668 (Mich. 1919)）以来の裁判所の態度を検証する論考として、Robert J. Rhee, *A Legal Theory of Shareholder Primacy*, 102 MINNESOTA L. REV. 1951 (2018). 同論考は、株主第一主義は単なる社会的規範ではなく、法であると結論づけている。同事件判決については、梅津・前掲注5) 153-54頁。

14) Thompson & Edelman, *supra* note 7), at 145.

2 残余財産権者の多様性

(1) 契約主義者の理解

会社（法）を契約の束ととらえる見解から、契約が不完全である場合、契約では明確に詳細に定められていない部分がある場合には、契約に必然的に現れている隙間を埋めるために、そしてそうすることに最善の経済的動機を有するグループにその役割を与えるものとしてより包括的な議決権行使に関する理論が登場した。それによると、組織が契約によって、または私的な秩序形成によるものであることの幅広い理論の中にあることを基礎として、契約が完全でない場合には、何かが詳細にそれを埋めなければならない。そこで、裁量権が認められる権利は、株主の残余財産請求（residual claim）につながるけれども、その前提として、株主の「集団的行動問題（collective action problem）」指摘されている¹⁵⁾。集団的行動問題とは、支配株主が単独で、または特定の株主グループが当該会社の取締役会をコントロールできる会社ではなく、株式所有が広く分散している少数派株主が多い株式会社にあって生じる問題である。例えばそのような会社にあっては、現職取締役会の活動に不満をもち現職取締役を解任し新たな取締役の選任を株主総会で実現するためには、臨時株主総会の開催を求め他の株主の賛同を得るために委任状を勧誘し、そして他の株主と集団となって実際にかかる株主総会の開催に漕ぎ着かなければならない問題として生じている¹⁶⁾。

15) *Id.*, at 146.

16) ただし、当該議決を株主総会で成立させたいと考える株主が合理的な者であれば、新たな取締役候補者をリクルートするために労力を費やし、委任状送付のためのコストは、それが実現することによる利益に比して多大なものとなるのでそれを断念するであろうと理解されている。WILLIAM T. ALLEN, REINIER KRAAKMAN & VIKRAMADITYA S. KHANNA, COMMENTARIES AND CASES ON THE LAW OF BUSINESS ORGANIZATION (6th ed. Aspen, 2021), at 190-92.

そこで、会社を契約の束と捉える理解の主導的論者によれば、集团的行動問題は、対象会社との合併や公開買付けを通じて議決権の付された株式を大量に集めることにより克服することができるとも考えられる。そして、議決権の行使は、持分上の請求権を集め上げた者に当該会社の支配権を行使することを認める主要な役割を果たすものである。「ただし、集めた株式が不足する場合には、ある種の集团的に情報を生み出す代理関係 (collective information-generating agency) が必要である。会社においては、経営陣がかかる機能を行い、そして結果として、議決権者は自らが経営陣よりも幅広い洞察力をもって判断することができると思われることになろうとは思われない。議決権者が経営陣に広範な代理権を与え、経営陣のその判断をほとんど常に支持することは驚くべきことではない。しかし議決権者が取締役の判断に黙って従っていることは、経営陣が投資者の負担で (at the sufferance) 権限を行使しているという事実を不問に付すものではない」という¹⁷⁾。

さらに、会社にかかる議決権は本来会社自体にあるところ、会社をめぐる利害関係者間の契約であり、その契約が不完全なものである場合には、会社のために行動し、または代理人を立てることができる残余権限 (residual power) が認められ、それが議決権と結びついていることを前提にして、次のようにいう。「議決権は、株主、社債権者、経営陣、またはその他従業員いずれかの組合せで持つことができるが、集団として誰に議決権を持たせるかの選択問題として、情報に容易にアクセスできる少数のグループに議決権を保持させることが考えられる、すなわち本来それは経営陣である。ただし、議決権は例外なく、債権者、経営陣、そしてその他従業員ではなく、株主に保有されている。会社設立者が会社を公開する場合には、彼らは、その株式にはほとんど常に議決権が含まれている。そして究極的には内部者〔経営陣：筆者注〕を入れ替える権利を含む請求権

17) EASTERBROOK & FISCHER, *supra* note 7), at 67.

を売却することにほとんど常に有利さを見出す。なぜ内部者は、かかる請求権を売却するのだろうか。なぜ投資者は、かかる請求権のために特別の支払いをするのだろうか（彼らは何かを支払わなければならない、または内部者は自らを入れ替えられるリスクに晒されることはないだろう）」¹⁸⁾。そして、以上のような問いの答えとして、株主が会社収益に対する残余財産請求権者であることを指摘する¹⁹⁾。

(2) オプション理論の立場

株主が唯一の残余財産権者としての地位にあるとの理解に対して、特に会社債権者をも同様に残余財産請求者と据えるオプション理論（options theory）も展開された²⁰⁾。それは、株主が会社の所有者であるという観念、もしくは「所有する（own）」という文言を利用することが誤導的であることから始まり、株主の会社に対する支配、またはその権利行使が事実上制約されていることに着目する。そして、株主が会社の唯一の残余財産権者（residual claimants）であることを前提とするいわゆる「株主第一主義」

18) *Ibid.*

19) 会社債権者は当該契約上の確定的な請求権を有し、そして従業員は一般に、労務を提供する前に報酬体系（compensation schedules）について交渉できる。会社業績の善し悪しが不規則に訪れることからくる利益の獲得と損失の負担は、会社利害関係者の中で最後に並んで請求権を有する株主の賭けであると指摘する。*Ibid.*

20) オプションは、金融商品（金融証券）の価値をオプション（option）（権利）で構成するファイナンスの理論として展開されたものである。コールオプション（call option）は、原資となる財産を将来の一定期間もしくは時期に一定価格で購入する権利であり、プットオプション（put option）は、同様に売り渡す権利である。すなわち、その仕組みは、売主・買主に、一定の将来の時期に予め契約で定められた価格で財産を移転することが要求される先物取引契約（futures contracts）である。Margaret M. Blair & Lynn A. Stout, *Director Accountability and the Mediating Role of the Corporate Board*, 79 WASH. U. L. Q. 403, 411-14 (2001).

に対して、さらに会社をその株主と他の利害関係者との間の契約の束と考える観点からも、オプション理論に基づくならば、株主以外の利害関係者も会社の残余財産権者でもあることに関して、次のように整理することができる。株主を残余財産権者として扱うのは、会社が実際に破産状態の至った場合である。会社が継続的に運営し続ける間には、株主にそのような地位は与えられず、会社の財産が許すならば配当を受領することはできる。ただし、公開会社株主は、取締役会が配当することを判断するまでは会社から何も受け取る権利も与えられない。株主が取締役会の扱いに不満である場合には、取締役会構成員を解任する権利が与えられているところではあるが、現実にもそのような手続をとり成功することは、実際上困難である。取締役を解任するために委任状合戦を行うには、費用と時間を必要としそれが成功するかは不確定であるのでそのような救済が株主に認められることは希であろう。そこで、株主は残余財産権者であるが、それは「残余財産リスク負担者 (residual risk bearers)」とみなされるいくつかのグループのひとつである²¹⁾。

例えば、会社が資金調達必要性から社債（券）を発行し、その所有者である債権者も、当該会社の資産価値の増減というリスクを負担する者である。また、会社従業員も、会社財産に基づいた昇級を期待し、雇用の安定を願う。そして取締役にとっては、会社経営の成功により会社収益の増加がその地位の維持につながる。そのような意味で、従業員も取締役も将来にわたる会社の展開が抱えるリスクの負担者であり、それぞれにその結果としての会社の残余財産に対する請求権者であることは、株主と変わりはない²²⁾。そこで、オプション理論によれば、以下のとおり理解されることになる。「株式が広く拡散している会社の株主が公開会社を『所有し

21) Lynn A. Stout, *Bad and Not-So-Bad Arguments for Shareholder Primacy*, 75 S. CAL. L. REV. 1189, 1193-94 (2002).

22) *Id.*, at 1191-92 (2002).

ている』と述べることは誤導的であるばかりでなく、経済的観点から、当該会社が債券（debt）を発行した後は、閉鎖会社における単独の支配株主であってもかかる会社を『所有している』と見ることも問題である。オプション理論は我々に次のことを教えてくれる。債券所有者（debtholders）は会社のキャッシュフローに対する権利を『所有し』、株主にコールオプションを売却している。このことは、株主は会社のキャッシュフローに対する権利を『所有し』、債券所有者からプットオプションを購入している。換言すれば、オプション理論は、債券所有者も持分所有者もそれぞれに会社に対する偶発的支配（contingent control）を共有し、会社の残余リスク（residual risk）を負担していることを例証している」²³⁾。

2 取締役第一主義の展開

(1) 株主と取締役会の関係

先に確認したように、契約主義者が契約の隙間を埋める権利者は残余財産権者である株主であり、それを会社取締役に委任する裁量権を株主が有するという理解は、株主の地位を第一に考えることを支持しているように

23) *Id.*, at 1191-92. 例えば、会社の従業員は昇給（raises）を期待し雇用が安定することに利益がある、経営陣は会社のジョット機（a company jet）を利用して移動する、そして会社債権者は会社の支払能力が確保されることに利益がある。しかし、以上の関係者達は、会社の業績が悪化したときに同じように不利益を被る。従業員は人員整理の波に直面し、経営陣はエコノミークラスを利用するよう告げられ、債権者は債務不履行リスクの増大を懸念しなければならない。会社取締役は、会社のパイが大きくなっているときには、そのパイを大きく切り分けることで多様なグループの利益となるよう、他方でパイが小さくなるときにはそのグループの間で損失を分散するよう会社に対するコントロール権を行使する。以上のことは、株主第一主義を正当化するために株主を唯一の残余財産権者であるとする主張を維持することはできないという。*Id.*, at 1194-95.

思える²⁴⁾。すなわち、そして、取締役が承認すると否とにかかわらず、会社事業のいずれの事項についても判断できる白紙委任権限（全権）(carte blanche power) を株主に与えていると考えられる²⁵⁾。そして、株主は、自身の権限を取締役に委譲し、取締役は授与された権限に基づき会社経営を遂行することになるとも理解される。しかしながら、取締役は、自ら会社経営を行うための時間と経験がない株主のために、本人である株主の活動範囲を拡大するという真の意味での代理人 (agents) ではないとも述べられている²⁶⁾。そこで、会社事業を絶対的にコントロールする役割を担って

24) 例えば、「株主は、残余財産権者として、裁量的判断を行う適切な動機（集団的選択問題は別にして）を有している。会社は、利益と費用が限界で一致するまで新商品、企画その他に投資しなければならない。株主を除くすべての関係者は、それに対して、適切な動機を欠いている。収入源に確定的請求権を有するそれらの者は、新計画の実行からわずかの利益だけを受け取るだろう。株主は、限界利益のほとんどを受領し、限界費用のほとんどを負担する。そこで株主は、裁量権を行使する正当な権利を有する」という。EASTERBROOK & FISCHER, *supra* note 7), at 68.

25) Thompson & Edelman, *supra* note 7), at 146.

26) *Ibid.* 例えば、1934年証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934) 第14条(a)項に基づく委任状にかかる情報提供義務違反による賠償責任が問題となったケースで、委任状説明書の発行者である会社がその直接の責任主体として責めを負うとともに、その作成に関わった個々の取締役も個人的に責任を負う文脈で、デラウェア州最高裁判所は、「取締役として彼らが役務を行う一般的過程」において行動する取締役は、当該会社の代理人ではないと判示している。Arnold v. Soc'y for Sav. Bancorp, Inc., 678 A. 2d 533, 539 (Del. 1996). また、代理リステイトメント第3版第1.01条のコメントにおいて、次のように指摘されている。「会社の株主はその取締役を選任し、そしていったん選任した取締役を解任する権利を有するけれども、取締役は、本条において定義されているような、株主の代理人でも会社の代理人でもない、このことは合衆国の現代的会社法において取締役がそのように扱われている。取締役の権限は、選任された結果として法的にその源を発するものであり、株主により与えられるものでも委譲されるものではない。会社制定法が特定の基礎的取引について株主の承認を求めているけれども、会社法は一般に、会社事業に対する経営上の権限を、株主ではなく、取締役会に与えている、

いるのは、株主ではなく取締役にあることがアメリカ会社法の立場であり、会社に対する株主と取締役会との間のコントロール権限の分配として、実際的に会社事業についての権限は取締役会にある²⁷⁾。このような中央集権化されたとも言える権限構造は、株式数が少なく限定的な大株主が支配しているような会社所有構造である場合を除き、その都度株主による意思決定を繰り返すことでは達成できない会社経営の効率性を提供すると理解することができる²⁸⁾。

(2) Stephen M. Bainbridgeの見解に基づく株主の議決権

以上のような会社形態の経済効率性は、取締役第一主義（Director Primacy）を擁護する立場から、一定のある民主主義的に同意を求める手法（democratic method of consensus）ではなく、専断（fiat）によって行動する取締役会の能力次第で決まるものであると指摘されるところであった²⁹⁾。そこで本節では、取締役第一主義を標榜する第一人者であると思わ

会社経営は、取締役会により、または取締役会の下で行われなければならないと規定することによって、・・・会社制定法が特定の目的について会社の『代理人』と称していることは、コモンロー上の代理の目的のために株主との間で代理関係に取締役を置くものではない」。RESTATEMENT (THIRD) OF AGENCY § 1.01 cot. (f) (2) (2006).

27) ARTHUR R. PINTO & JAMES A. FANTO UNDERSTANDING CORPORATE LAW (6th ed. Caroline Academic Press, 2023), at 131-34. 例えば、デラウェア州会社法第141条(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、・・・取締役会により、または取締役会の指示のもとで運営されなければならない」と規定する。DEL. CODE ANN. tit. 8, § 141(a). アメリカ会社法では、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、株主と取締役の間に代理関係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と代理人の関係のようにコントロールすることはできないと解されていることについて、梅津・前掲注5) 130-33頁。

28) Thompson & Edelman, *supra* note 7), at 147.

29) ここで用いられる“fiat”は、会社取締役（会）が、株主の意向や指図、または多数派（大）株主からの束縛を受けずに、少なくとも会社経営の合理的範

れるStephen M. Bainbridge（以下、Bainbridge）の所論から株主の地位とその議決権にかかる理解を抽出してみよう³⁰⁾。BainbridgeはRonald Coaseの業績に基づき³¹⁾、Kenneth Arrowが展開した社会選択理論（the social choice theory）を基礎として³²⁾、すべての責任メカニズムと同様に、株主による議決権の行使は、権威の価値を維持するために制限されなければならない理解を展開した。すなわち、Bainbridgeは述べる。「専断が『会社らしさ（firm-ishness）』という本質的属性でないならば、会社は、様々な生産要因との間の一組の契約が継続的に再交渉される準市場の場（quasi-market arena）にあるもの以外の何ものでもないであろう。権限は会社内部にあり、そのことが重要である。会社は束（nexus）を有している、そして束は、食料品に対する消費者の権限とは異なる、専断という権限を用いる。かつて経済学者ロナルド・コースが説いたように、会社〔企業〕は、市場の価格決定メカニズムに起業家の専断が取って代わるこ

囲内で思い通りに自らの判断で活動できるという意味で「専断」と訳出した。

30) 会社が契約と束であり、その束の中核に取締役会が存する（取締役第一主義）ことについてのBainbridgeによる整理については、STEPHEN M. BAINBRIDGE, CORPORATE LAW AND ECONOMICS (Foundation Press, 2002), at 203-04. なお、梅津・前掲注5) 160-64頁。

31) Ronald Coase, *The Nature of the Firm*, 4 ECONOMIA 386, 386-704 (1937); *THE FIRM, THE MARKET, AND THE LAW* (The University of Chicago Press, 1988), at 33-55. 宮沢健一＝後藤晃＝藤垣芳文訳『企業・市場・法』39-64頁（東洋経済新報社、1992年）。

32) Kenneth J. Arrowによれば、「権威とは意思表示の集権化であって、情報の伝達を処理するコストを節約することに役立つのである」、そして「権威の価値がそこなわれないためには、責任のとり方が時間的に非連続な形で行われなければならないように思われる。この責任のとり方は周期的であってもよいであろう。それは『例外による管理』と呼ばれるような形をとってもよいであろう。すなわち、権威とその決定とは、行為成果が期待から非常のかけ離れているような場合だけ再審査を受けるのである」という。KENNETH J. ARROW, *THE LIMITS OF ORGANIZATION* (W・W・Norton & Company, Inc., 1974), at 69, 78. 村上泰亮訳『組織の限界』81頁、98頁（岩波書店、1976年）。

とが効率的である場合に登場する。ひとりのチームメンバーに、継続的かつより重要にも、会社とその様々な利害関係者との間の契約にある条項を一方的に書き換えることができる権限が与えられる。束に専断権限をもった中心となる意思決定者を創設することにより、会社は事前の契約（ex ante contract）を事後の統治（ex post governance）に代えることになる³³⁾。

株主第一主義と取締役第一主義の両者それぞれの擁護者は、個々の取締役が自己の勢力拡大を行い、そして地位の維持強化に走り、同様の行動を行う経営者を十分に監視することはできないであろうリスクは認識する³⁴⁾。そこで、取締役第一主義の論者であっても、株主だけがかかる監視の役割、それが制限された役割だとしてもそれを負担すると主張されていた。Bainbridgeは、監視が単独の利害関係者によってなされることに限定されなければならないという。なぜなら複数の者が行う方法で監視の役割を担うことは、複雑で不安定となる可能性が予想され、そして監視の役割が触まれることを指摘した³⁵⁾。そこで、株主はその役割を担うことの正当な利害関係者であることを、株主が「残余の、不確定な、事後的な会社資産および収益に対して請求できる唯一の会社関係者である」ことを彼は理由とした³⁶⁾。そして、「対照的に従業員の請求権は、合意されたスケジュールを通じて優先的であり、そして一般に事前確定的なものである、それは他の利害関係者の請求権のように。以上の区別には、現在述べなければならない2つの意味がある。第1に、上述したように、従業員の利益はあま

33) Stephen M. Bainbridge, *The Case for Limited Shareholder Voting Rights*, 53 UCLA L. REV. 601, 621-22 (2006) [hereinafter cited as Bainbridge, *Limited Shareholder Voting Rights*] なお、Lucian A. Bebuchukの主張（前掲注1）に引用の論考）に対するBainbridgeの見解については、Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, 119 HARV. L. REV. 1735 (2006).

34) Thompson & Edelman, *supra* note 7), at 147.

35) Bainbridge, *Limited Shareholder Voting Rights*, at 610-11.

36) *Id.* at 613.

りに限定的なので、取締役会代表者を正当化できない。一方で株主は、残余財産請求権の範囲について注視する強力な経済的インセンティブがある、このことは、株主が会社の収益性を最大化することに関与する取締役を選任することに多大なインセンティブを有することを意味している。第2に、会社に対する従業員の請求権の性質は、会社に提供すべき労務について怠惰な行動をとる (to shirk) インセンティブを作り出す、そして支配権を従業員に与えることはかかるインセンティブを増大させる。翻って、従業員が責任回避することの想定は、株主の残余財産請求権を減退させる」とも述べている³⁷⁾。

他方で、取締役第一主義を異なる考え方で擁護する者は、株主活動の情報収集費用その他の取締役行動に対する制約をそれほど強調しないが、株主にチェックのない権限授与がなされるならば、会社が他の利害関係者を日和見的に有利に扱うことを認めてしまう長期的な懸念を予想している³⁸⁾。さらに、1980年代の反企業買収の動向をたきつけた制限のない株主権限に対する議論の多くは、株主の自己利益 (shareholder self-interest) に関するかかる恐れに反映することになったという³⁹⁾。

37) *Ibid.*

38) Thompson & Edelman, *supra* note 7), at 148.

39) *Ibid.* 例えば、「国家の会社制度、および経済の長期的利益が、株式を購入してきた事業体の活力および継続的存在についてではなく、それらの株式を売買することによる目先の利益に関心がある投機家 (speculators) に利するよう危うくされるべきか」という疑問が投げかけられていた。Martin Lipton, *Takeover Bids in the Target's Boardroom*, 35 BUS. LAW. 101, 104 (1979). また、株主権限を強化することが株主一般の利益となると仮定することは誤導的であり、むしろ、「株主は、当該会社や他の株主の負担において私的な利益もたらすよう与えられ増強された権限を利用すると理解することがより妥当である」として論評するものとして、Iman Anabtawi, *Some Skepticism About Increasing Shareholder Power*, 53 UCLA L. REV. 561, 561 (2006).

さらに、階層的構造を緩和する (a mediating hierarch) ものとして行動する取締役会の能力を強調する他の取締役第一主義についての見解がある。取

Bainbridgeは、次のように認識してきた。株主の議決権に関連する情報収集費用および集团的行動問題は重大であり、そして取締役会自体は、残余財産権者による監視に代わる「幅広い責任制度の網（a pervasive web of accountability mechanisms）」の中で活動する⁴⁰⁾。さらに、株主の性格は、実際に「株主がコーポレート・ガバナンスを担う者としてはほとんど資格がない」ほど弱小であり、その監視役割が制約されていることを示唆している⁴¹⁾。「むしろ、会社法は取締役に審査され得ない裁量的専断権限（a nonreviewable power of discretionary fiat）を与えている」⁴²⁾。例えば、デラウェア州のもとでは、株主の議決権は取締役の選任、そして定款もしくは附属定款を変更することの承認、合併、会社資産の重要な財産のすべての売却、そして自主解散に実質的に限定している。形式的問題として、取締役選任と附属定款の変更のみが、株主が行動する前に取締役会承認を必要としない。もちろん実際には、取締役選任でさえ、委任状合戦がなければ、現職取締役会が次期取締役を事前に決定している。そして、

締役第一主義は、特定の利害関係者だけが有利に扱われる懸念を最小化するようにして、多様な利害関係者に会社の資産形成に貢献することを割り当てるものとなる。Thompson & Edelman, *supra* note 7), at 148-49. 以上のような展開は、株主の議決のための役割に取締役が何も行動しない何も言わないというより積極的な見方を与えているという。そこで、「株主の議決権が名目上存在することは、結果として、階層的モデルを緩和することに対して重大な挑戦を行っていない。大多数のケースにおいて、株主が有する議決権は、企業を構成するグループの利益の均衡をとり、その者たちの間で利益を配分することに自由な取締役に対する支配を株主に何も与えていない」と結論づけていた。Margaret N. Blair & Lynn A. Stout, *A Team Production Theory of Corporate Law*, 85 V.A. L. REV. 247, 310 (1999); Lynn A. Stout, *supra* note 21), at 1195-99.

40) Bainbridge, *Limited Shareholder Voting Rights*, at 625.

41) Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 N.W. U. L. REV. 547, 569 (2003).

42) *Ibid.*

Bainbridgeによれば、このような株主権限に対する直接的制限は、株主が会社の意思決定に対して十分な影響を与えること間接的に制限する証券取引所法などの多くのルールによって補強されており、株主が影響力を行使するための大量の株式を保有しようとする事、そして株主間で意思疎通を行おうとする事を妨げているという⁴³⁾。

4 情報の集約と誤りの是正という視点

(1) 株価というシグナル

以上のように、取締役第一主義について様々な議論があるけれども、それらは株主に議決権行使が認められる理由については詳論されていないという⁴⁴⁾。何がprimacyであるかの議論は、株主第一主義の主張をも含め、コーポレート・ガバナンスを最もうまく機能させる責任制度のための役割をどの機関もしくは主体に担わせるべきか、または会社事業の効率性を達成するためには、その意思決定が誰になされるべきかについての理論としては貢献していると思われる。ただし、取締役会によるものよりも適確な決定が株主の議決権行使により行われることを何時の時点で期待し、そし

43) *Id.*, at 569-60. 例えば、1934年証券取引所法第13条(d)項は、発行済株式の5%以上を実質的に所有するに至る株主にその開示を求めている。15 U. S. C. § 78m. また、同法第14条には複雑な委任状勧誘規制がある。15 U. S. C § 78n. それらの規制の意味等については、LEE HAZEN, *THE LAW OF SECURITIES REGULATION* (8th rd. West Academic Pub., 2021), at 407-09. さらにUnocal事件(498 A. 2d 946 (Del. 1985))を素材として株主の議決権に対する制限が会社内部の権威を保つためになされるものであることを強調する論考において、Bainbridgeは次のようにいう。「株主の議決権は、会社の意思決定システムの一部ではなく、多くの利用可能な責任ツールの中の単なるひとつとみなすことが正当であろう」。Stephen M. Bainbridge, *Unocal at 20: Director Primacy in Corporate Takeovers*, 31 DEL. J. CORP. L. 769, 812 (2006).

44) Thompson & Edelman, *supra* note 7), at 148.

てなぜ期待されているかが問題であり、それにより会社事項のうちいかなる事項が株主の議決権行使の対象として適合的か、いずれの事項が適合しないかの判断にとっての理解が求められている⁴⁵⁾。

上述のとおり、会社形態を採用することが事業の運営にとって効率的であることの理由は、会社を中心となる意思決定者として取締役会を組織し、取締役会が株主意思をその都度確認することなく機動的に会社を経営していることにあるといえる。そのような会社形態にあっては所有と支配とが分離しており、所有と支配との分離の行き着くところとして所有と支配も分離することとなり、支配する者が自己利益を追求する可能性がある。そこで、一定の者に取締役会活動を監視することが授權されなければならない⁴⁶⁾。それが株主であるとしても、株主が取締役会を監視することになぜ適切な利害関係者なのか、そして必要な監視の範囲をいかに決定するかについては見解が分かれ、残余財産権者の一人としての株主がその役割を担うとしても、情報収集費用の負担を押さえ、集团的行動問題を回避することが重要となる。そこで、論者は株主が、取締役会の会社に対するその義務から逸脱していることを示す主要な徴候（シグナル）である当該会社の市場価格に唯一敏感なものであることを強調する⁴⁷⁾。すなわち、株主の議決権行使の正当化は残余財産価値に基礎を置かれるのではなく、取締役会の誤りを知るための最も分かりやすいシグナルは株価であり、かかるシグナルを監視することに最も動機を有する会社関係者は株主であるという⁴⁸⁾。

45) *Id.*, at 148–49.

46) *Id.*, at 149.

47) *Ibid.* 一般に株主第一主義に対して懐疑的であり、オプション理論を唱える論者は、株主が議決権行使を通じて身を守ることでなく、株主に対する取締役の義務を裁判で争う見通しから、株価が最善の利用できる手法であると主張している。Lynn A. Stout, *supra* note 21), at 1200.

48) Thompson & Edelman, *supra* note 7), at 149.

そこで、論者によれば、株主に会社に関する議決権が与えられ、なぜそれを行使することが認められるのかに対する理解には、情報の集約 (information aggregation) と誤りの是正 (error correction) に焦点を当てる必要があるという⁴⁹⁾。客観的に「正しい (right)」答えがあるとすれば、正しいとされる可能性が均等である場合よりもそれぞれが好ましいと考えている個々に独立した議決権者の過半数投票は、おそらく正しい結論に至ることになる、すなわち過半数議決は正しいものとなる可能性がより高いとされる⁵⁰⁾。ここで「正しい (right)」答えとは、株式価格を増加させるための権利であるとするならば、株主による議決権行使は、情報の有利さを獲得するために必要な要件を満足させることになるだろうとする⁵¹⁾。そこで、情報の有利さという要件は、情報を集約するためにコストを費やすことに経済的動機を有し、そして時にそうすることに信義義務を負う大株主 (large shareholders) が明らかに満たしていると考えられる。仮に小規模株主 (small shareholders) が情報を収集していないならば、または無作為に集めているならば、大株主が十分な情報を提供することで、株主が単独で行動するより正しい結果を生むことになる可能性がより高い。このような誤りを是正するアプローチは、株主の議決権が取締役会の判断として正しい結果を少なくとも与えることになり、株主の議決権は効果的に監視する力として機能することができることになると主張される⁵²⁾。

そこで、株主が取締役会活動を監視するに最も適した会社関係者である

49) *Ibid.*

50) *Id.*, at 149-50.

51) ここで、論者はコンドルセの定理 (Condorcet Theorem) において構築された情報の有利さを指摘する。*Ibid.* 同定理については、二者択一の中で判断しなければならぬ n 数がある、いずれかが正しく、他方が正しくないと仮定する。正しい方に議決を与える可能性が、 $1/2$ より大きいとする。そうであるならば、多数の議決が正しい方を選択する可能性は、議決の数がより多くの数を獲得するような状態に近づくことであるとしている。*Id.*, at 132.

52) *Id.*, at 150.

とするならば、株主が監視すべき事項を峻別しなければならない。それは、おそらく株主が取締役会活動範囲のすべてを監視することは実際上不可能であり、無意味な場合もあるからであろう。ここで、論者は、Bainbridgeが「経営者の裁量を保護することは、常にデフォルトと推定されるべきだ」との結論に賛同している⁵³⁾。Bainbridgeはこのような理解の前提として、すべての責任メカニズムと同様に、株主による議決権行使は、権威の価値を保つためには制限されなければならないとされている⁵⁴⁾。そして、株主の議決権行使は、会社の意思決定構造における肝要な一面としてではなく、せいぜいかかる構造からは離れた最後の拠り所である責任装置として理解することが正当であるという⁵⁵⁾。したがって監視することは、取締役が明らかに機能不全となっている場合にのみ要求されることになる。そこで、取締役会行動が誤りであるかもしれない徴候として株価の動向に着目することにより、それは多くの情報を株主に与える。すなわち株主は、取締役会内の対立の可能性が株価に変化をもたらしている場合にのみ監視者として活動すべきであることになり、市場からの徴候がなければ、株主が取締役会を嚴重に監視しなければならないと感じる理由はないことになる。ただし、取締役行動を監視する必要性についての徴候として市場価格の信頼性が認められ、他にその代替となる可能性として好ましい徴候があるかもしれない一方で、そうでない場合もあろうことも指摘されている⁵⁶⁾。

53) *Ibid*; Bainbridge, *Limited Shareholder Voting Rights*, at 628.

54) *Id.*, at 627. 前掲注32)、参照。

55) さらに、株主の議決権行使が取締役や役員への責任を判断するための利用は、議決権行使が個々の株主による行われることを通じてではなく、企業買収（当該会社がその対象会社となる）場面で集団的に行われることによりなされる場合であるとする。Bainbridge, *Limited Shareholder Voting Rights*, at 627–28.

56) Thompson & Edelman, *supra* note 7), at 150.

(2) 閉鎖会社の場合

ただし以上の議論は、株式所有が分散している公開会社における議決権行使の役割を説明するものであり、閉鎖会社（close corporations）と支配株主（a controlling shareholder）がいる公開会社においてはその議決権行使の性質に明白な違いがあるため上記理論の範囲の外にあることに注意が必要である。閉鎖会社と支配株主がいる会社では、議決権行使手続きに関しては公開会社と同様のルールに従っているが、閉鎖会社の株主による、または支配株主による議決権行使は、会社という組織において支配利益（controlling interest）を獲得することに由来する財産権（the property rights）を使う手段である⁵⁷⁾。そこで論者は、以下のとおり閉鎖会社における議決権行使についてまとめている。閉鎖会社の株主の議決権行使は、社会的選好（social preferences）を集約することに役立つが、情報を集めるものではない。過半数株主による議決がある場合に正確な判断がなされる可能性は、確かに、正しい答えが過半数株主にのみなされる可能性であり、議決権行使が、正確さを改良するものではない（voting does not improve accuracy）。選任手続きは、社会的選好を集約し、そして多数派が優勢であることを好むことを認めるような状況での手法を提供する（最高支配者（君主）（a monarch）や取締役が優勢であるようにさせる社会的選好の他の制度とは対照的に）。支配と所有との分離がある公開会社において何が議決権行使を他とは異なる特別なものにするかは、株主が取締役の意思決定機能をうまく利用することができる条件を特定することである⁵⁸⁾。

(3) 議決権行使の存在意義

論者によれば、株主による議決権行使は、時に、取締役が株主の最善の

57) *Id.*, at 151. 例えば、一方で株式が分散し所有と支配とが分離しているいわゆる公開会社については、EASTERBROOK & FISCHER, *supra* note 7), at 67.

58) Thompson & Edelman, *supra* note 7), at 151.

利益において行動しなければならない信認義務を負うとしてしばしば取り上げられる法的原則を例証するための株主第一主義に関する幅広い見解を支持することと混同されているが、株主による議決権行使と株主第一主義とは同一ではないという。すなわち、株主の議決権行使が認められるならば、取締役または裁判所が介入することなく会社にかかる意思決定は株主が行うことになる。対照的に、裁判所が取締役の取りうる行動を制限するように信任義務を解釈するときには、取締役および裁判所の両者の関わりは、通常、株主が判断できる範囲を広めるよう機能する。したがって、信認義務は時には、株主の選択に介入する取締役行動を制限することになり、信認義務を通じて裁判所が求める株主第一主義と株主による議決権行使との間には差異があるのであり、議決権行使は、会社内の意思決定を扱う判事の判断よりうまく機能する場合がある⁵⁹⁾。

そこで、これまで展開されてきた理論においては直接的に理解されてこなかった株主の議決権の存在意義について、次のようにまとめることができるという。それは、誤りを正すことを基礎にして、株主による議決権行使の明確なパターンの多くを説明することである。株主達は、株価に敏感に反応する点で一律で同質な唯一の利害関係者であり、当該会社の利益の

59) そこで論者は、企業買収に対抗するためのより高度ではあるが、中間的な見解を提供した *Unocal* 事件判決 (*Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A. 2d 946 (Del. 1985)) および *Revlon* 事件判決 (*Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holding, Inc.*, 506 A. 2d 173 (Del. 1986)) は、顕著な事例であると指摘する。それでも、買収において株主のための最善価格を効果的に得ようとする取締役に要求する *Revlon* 事件判決のルールは、対象会社が支配株主をとまなう取得者に売却される場合を除いて株式交換合併 (a share-for-share merger) を選択する計画者によって回避できるオプションとなってきた。例えば、*Paramount* 事件判決 (*Paramount Commc'ns, Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 A. 2d 34, 43 (Del. 1994)) において、Paramount-Viacom 連合により有効となる支配の変更の観点において、Paramount 社取締役は、株主にとって最善価格を確保する義務を負ったと判示した。 *Id.*, at 151-52.

ために相応しい代理人であるので、株主の議決権を制限することは会社の利益と議決権者とを調整することである。議決権が株価の上昇から利益を得る者に対してのみ与えられるので、会社における議決権の諸問題にとって「正しい (right)」ことの客観的基準がある。すなわち、「正しい (right)」答えは株価を上げることである。以上のような理解は、株主の判断が効果的に取締役会を監視することを前提にしているところ、適切な監視の対象事項は何か、それらは株価を変動させる事項であるが、そして、どのような金融工学の取組み (financial engineering arrangements) が所有と財産上の利益が分離していることによりこのような監視態勢を毀損するように働いているかを検討するよう促すことになる⁶⁰⁾。

III まとめと課題

① アメリカ会社法における議論の端緒は、取締役の義務が株主の利益のために、または株主の利益を最大化するために行使されなければならないと理解される株主第一主義を基礎に展開してきたと理解できよう⁶¹⁾。それは、株主の権利をその利益獲得と表裏の性質として捉えられるものであろうか。他方で、株主の利益は、会社のその他の利害関係者、例えば会社債権者、従業員、そして当該会社を取り巻く社会の利益をも考慮されて増大されるものとして、会社取締役は様々な会社利害関係者の利益を念頭にその義務を行使すべきである。そこで、会社は取締役に権限、もしくは意思

60) *Ibid.* ここで論者は、金融工学を株式の市場価格形成に影響を与える技術として取り上げている。*Id.*, at 149.

61) アメリカ会社法における株主第一主義について、いわゆる「株主利益最大化原則」との関係において言及し、検討するものとして、例えば、田中亘「株主第一主義の合理性と限界 (上)・(下)」法時第92巻5号123頁以下 (2020年)、同7号79頁以下 (2020年)。

決定を集中させることにより効率的な運営がなされている現状を是認するべきであるとする取締役第一主義がその後アメリカ会社法の世界では台頭してきたようである⁶²⁾。そこでは、会社の残余財産に対する請求権の違いに着目することによる整理の違いも見られた⁶³⁾。ただし、上述したように、コーポレート・ガバナンスの在り方の主張において、いずれの第一主義が妥当するものなのかが議論されることが中心であり、そのような検討の中から本小稿がIにおいて示した考察の視座に基づく答えを見つけるにはややずれがあるようにも思われる。

そこで、論者が示した「情報の集約と誤りの是正」という視点は、株主に会社事項を判断するための議決権が与えられ、その行使が認められることについて、新たな検討の切り口を与えるものとして筆者には興味深く整理したところである。ただし、指摘されていたように、株式所有が分散したあまたの株主の存在、そしてそれら株主には合理的無関心が認められる考えられる公開会社と、単独の支配株主が当該会社を実質的に支配している、または一定のグループが株式を独占しているような閉鎖会社との違いに着目することにより、株主の議決権、そしてその行使に関する理解もそれぞれに異なることが予想されよう。

② 本小稿構想の出発点となった疑問は、株式会社の意思決定のためにな

62) その間、いわゆる「チーム生産理論 (Team Production Theory)」が会社の利害関係者の多様性に一石を投じる理解として浸透しつつあるようである。なお同理論については、前掲注39) 後段で引用した論考のほか、Ron Harris, *The History of Team Production Theory*, 38 SEATTLE UNIV. L. REV. 537 (2015)。また、伊藤壽英「アメリカ会社法学におけるチーム生産アプローチ——契約的企業観に対するアンチテーゼ——」法學新法第110巻3・4号75頁以下 (2003年)。

63) なお、残余財産請求権者もしくは残余権者における残余権の分析を行っている論考として、得津晶「2つの残余権概念の相克」岩原紳作＝山下友信＝神田秀樹編集代表『会社・金融・法 (上巻)』111頁以下 (商事法務、2013年)。

される議決権行使が株主になぜ求められるのか、もしくはかかる議決権が株主についてのみ認められるかであった。その手懸かりをアメリカ会社法の議論に求めた。その議論の中で浮かび上がった焦点は、会社の権限分配問題として株主の権利である議決権の在り方と、その行使の対象となる会社事項の範囲に当てられるものであったように理解できる。その議論の延長線上にあると認識された株主の議決権、およびその行使に関する論者の主張も、その理解の個別的事例への適用に向けられている⁶⁴⁾。

そこで、本小稿で明らかになったアメリカ会社法における議論をわが国会社法において認められる株主の議決権に即して検証し、株主の議決権を通じた会社という組織体について理解するための基礎理論を探る取組みを今後行って行きたい。すなわち、アメリカ会社法における議論状況（今にあってはやや古いものとなっているが）は、同法の影響を多大に受けている日本会社法の研究にとっても有益なものではないかと考えている。かかる議論を基礎に、個別具体的な株主の権利の法令上の適用と解釈に展開することを筆者の今後の課題としたい。また、本小稿で整理したアメリカ会社法における議論について、わが国でいかに評価されているかを照査する余裕がなかったことは本小稿の未熟さを露呈しているが、その作業も怠ることなく進めて行くことにしたい。

64) 論者はその理論を基礎として、具体的な場面での適用・解釈論を展開している。例えば、金融工学の進展に伴った一株一議決権要件 (one share/one vote requirements)、議決権と財産的利益の分離 (separating the vote and financial interests)、議決権買い (vote buying)、そして株主による議決権行使の対象事項の問題等について検討している。Thompson & Edelman, *supra* note 7), at 152-173. これらはアメリカ会社法に特有の問題の側面もあるが、日本会社法においてもそれらの問題等に取り組む必要性を筆者は感じている。