



Osaka Gakuin University Repository

Title	株主利益最大化原則 Shareholder Wealth Maximization under Corporate Law
Author(s)	片山 信弘 (Nobuhiro KATAYAMA)
Citation	大阪学院大学 法学研究 (OSAKA GAKUIN LAW REVIEW), 第 45 卷 第 1 号 : 1-19
Issue Date	2018.9.30
Resource Type	Article/ 論説
Resource Version	
URL	
Right	
Additional Information	

株主利益最大化原則

片 山 信 弘

一 はじめに
二 制定法

三 判例法
四 株主利益最大化原則を巡る議論

一 はじめに

株主利益最大化原則は、取締役会が株主の利益に留意しつつ、報酬政策、新規の投資、経営戦略などの主要な決定を実行するための会社統治の規範である。営利会社は基本的に株主の利益のために組織化され、会社の価値を増加するための行為基準を有する。^(注1)

しかし、株主利益最大化原則については、存在しない、あるいは単なる事実として簡略化して規範を性格づけることから、種々の見解が存在する。たとえば、株主利益最大化原則は法としてのみならず、会社イデオロギーの基本的

な姿であるとの意見^(注2)、あるいは、一般的な株主利益最大化原則の存在を否定する意見などがある^(注3)。

株主の富の最大化理論は株主として得られる利益あるいは金銭上の利益に基本的に焦点を当てる^(注4)。これは株主が利益の最大化を望まないならば、株主利益最大化原則は論理的な支持を失うとの指摘に合致する^(注5)。株主利益最大化原則に関する議論の多くは、分析された法理論をもって株主利益最大化原則の理論と分析に焦点を当てる。コモンローは、経営判断の原則との関連で直接的ではないが、間接的にそれを排除していない^(注6)。また、裁判所は一般的に株主利益最大化原則に積極的に言及しないが、取締役会が情報収集力および経験を有すると理解するがゆえに、株主の富の最大化の決定において、利益衝突、独立の欠如、意思決定の過程における重過失が存する場合のみに関与する。

以下にあつては、会社法の規範および目的としての株主利益最大化原則について触れた後、裁判例を検討し、併せて学説に触れたいと思う。

- (1) eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark, 16 A.3d 1, 34 (Del. Ch. 2010).
- (2) Bainbridge, Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance, 97 Nw. U. L. Rev. 547, 575-77 (2003).
- (3) Stout, The Shareholder Value Myth (2013), Cornell Law Faculty Publications, Paper 771, 772.
- (4) Henry, New Financial Products, the Modern Process of Financial Innovation, and the Puzzle of Shareholder Welfare, 69 Tex. L. Rev. 1273, 1282 (1991).
- (5) Wetzel & Rodgers, Broad Shareholder Value and the Inevitable Role of Conscience, 12 N.Y.U.J.L. & Bus. 35, 41 (2015).
- (6) Mocsary, Freedom of Corporate Purpose, 2016 B.Y.U.L. Rev. 1319, 1354.

二 制定法

株主利益最大化原則^(注7)は会社統治の根底にある基本的な規範であるべきとの理念が広く支持されている。州会社法はいくつかの異なった視点で株主の富の最大化を関連付ける。しかし、取締役・役員^(注8)の経営行為に言及する制定法の枠組みは株主利益最大化原則を強いる方法で経営行為を示してはいない。もちろん、株主利益最大化原則を命じる積極的な規定の欠如はそのまま規範の欠如を意味するものではない^(注9)。

近年、独立取締役の増加への転換が株主利益最大化原則への会社の目的の方向への増加となり、経営のゴールが株主の価値を最大化することとなって株主利益最大化原則の再強化となっている^(注10)。この傾向は相互関係的な発展を反映する。企業の業績への評価として株式市場の情報によることであり、有力な効果は株式価格の業績によって測られた株主の富の最大化戦略を企業に義務づけることである^(注11)。また、インセンティブ報酬の普及により、株価の成長を保持^(注12)することを取締役会に促すが、ステイクホルダーの利益の考慮を減じることになる。

金融危機から学んだ会社統治の教訓を取り入れ、株主利益最大化原則は様々な批判を呼び、会社法理論として株主プライマシー論^(注13)に対してチームプロダクションモデルが対抗している。このモデルに対しては、株主プライマシーの下での経営者を監視する代わりに取締役会の仲介権力者としての責務に期待するが、取締役会が株主利益最大化原則によって進むことの比較によって価値を考慮することを批判されている^(注14)。

会社法は長期の株主の価値を増加させることに基本的に務めるべきであるとの見解にほとんど異論はない^(注15)。また、会社法は忠実義務の問題として取締役に株主のために利益を最大化するため誠実に戦略を実行すること要求すると

いう。^(注16) 株主利益最大化は会社法の理論上のモデルにおいて支配的である。^(注17) 株主プライマシーは、経営者の第一の義務は株主の利益の最大化であるとの理念をその射程に入れていられる。時として、裁判所と立法府は厳格な株主プライマシーからの逸脱を歓迎するようにも思われる。しかし、そうであっても株主プライマシーの原則は会社法の基本的な規範として残っていると理解できよう。^(注18) 株主プライマシー理論は、法的理論として会社は全ての状況において株主の利益を最大化しなければならないとの厳格な要求はしていない。^(注19) 株主利益最大化原則が規範として存在し、内在化しているならば、経営者は何らかの基準によることなく反射的にその指示に従うであろう。会社の統治構造は経営者に株主の利益の増進を要求しているが、その手段は命じていない。会社法の本人／代理人モデルで考えると、取締役は唯一の所有者すなわち株主の富を最大化するために会社を経営すべきであることとなる。^(注20)

経営者は株主の利益において会社を経営する義務を負っているが、会社法は株主の富の最大化に触れておらず、裁判所はレブロン義務を検討する時を除いて会社法の指導的原則としてめつたに株主利益最大化原則に言及しない。^(注21) 株主プライマシー規範は取締役が株主に対して負っている信託義務の内容について一般的に会社の利益に奉仕しなければならぬとする以上に特に触れてはいない。注意義務は、通常の慎重な者が同様の地位において類似の状況の下で合理的に期待される注意をもって、会社の最善の利益になると合理的に信すべき方法で誠実に行為することを取締役に要求する。この会社の最善の利益に対する言及は、株主プライマシーが要求するところであり、一般的に株主の最善の長期の利益と一致すると理解されている。^(注22)

(7) The Vacuity of Corporate Purpose, ProfessorBainbridge.com (May 5, 2012), <http://www.professorbainbridge.com//2012/05/the-vacuity->

- of-corporate-purpose.html.
- (∞) Johnson, Pluralism in Corporate Form: Corporate Law and Benefit Corps. 25 Regent U. L. Rev. 269, 282 (2013); Johnson & Millon, Corporate Law After Hobby Lobby. 70 Bus. Law. 1, 10 (2015). なお、Johnson は、法は会社の目的の主題に不可知であるように、at 274. これに対して、Bainbridge は、株主の利益の伝統的なプライマシーを主張するもので、唯一のものとしてあるいは原則として制定法を株主利益最大化原則に修正するといっているのではなく、優先順位のトップとして株主の富の優先的地位の修正を主張するものであるように、Bainbridge, Interpreting Non-Shareholder Constituency Statutes, 19 Pepp. L. Rev. 971, 990 (1992).
- (9) Henninway, Shareholder Wealth Maximization as a Function of Statutes, Decisional Law, and Organic Documents, 74 Wash. & Lee L. Rev. 939, 949 (2017). Gordon は株主プライマシーの規範が法のルールとして強制されるものではないともまた会社の意思決定に影響を与える。通常の事業の決定における株主プライマシーの影響は疑いのない経験上の問題であるように、Gordon, The Shareholder Primacy Norm, 23 J. Corp. L. 277, 289 (1998). また、取締役の行為における株主利益最大化原則は法としてよりも社会的影響と理解されるように見解がある。Nelson, Conscience, Incorporated, 2013 Mich. St. L. Rev. 1565, 1598-99 (2013).
- (10) Gordon, The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices, 59 Stan. L. Rev. 1465, 1540 (2007).
- (11) Id. at 1563.
- (12) Gelter, The Pension System and the Rise of Shareholder Primacy, 43 Seton Hall L. Rev. 909, 911-12 (2013).
- (13) Blair & Stout, A Team Production Theory of Corporate Laws, 85 Va. L. Rev. 247 (1999).
- (14) Meese, The Team Production Theory of Corporate Law: A Critical Assessment, 43 Wm. & Mary L. Rev. 1629, 1632 (2002).
- (15) Hansmann & Krakman, The End of History for Corporate Law, 89 Geo. L.J. 439, 439 (2001).
- (16) Strine, Our Continuing Struggle with the Idea that For-Profit Corporations Seek Profit, 47 Wake Forest L. Rev. 135, 155 (2012). したがって、決定が株主の価値を高める目的のために動機づけられてくるならば、経営判断の原則の適用が認められる。
- (17) Sharfman, Shareholder Wealth Maximization and Its Implementation Under Corporate Law, 66 Fla. L. Rev. 389, 396 (2014).
- (18) Millon, Why Is Corporate Management Obsessed with Quarterly Earnings and What Should Be Done About It?, 70 Geo. Wash. L. Rev. 890,

906 (2002).

- (19) Fairfax, The Rhetoric of Corporate Law: The Impact of Stakeholder Rhetoric on Corporate Norms, 31 J. Corp. L. 675, 676-77 (2006). 株主プライマシーと株主利益最大化の語句は、しばしば交換可能な語句として用いられるが、本来的には異なる概念を表すものである。株主プライマシーは株主に究極的な支配を付与する意思決定モデルを表すものであるが、株主利益最大化のより狭い概念は取締役は株主の利益を最大化するために会社の経営を命じるもので、特定の会社の意思決定モデルを表すものではない。Bandridge, Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance, 97 Nw. U. L. Rev. 547, 547 (2003).
- (20) Meese, supra note 14, at 1631.
- (21) Sharfman, supra note 17, at 398.
- (22) The Committee on Corporate Laws, Other Constituencies Statutes: Potential for Confusion, 45 Bus. Law. 2253, 2255 (1990).

三 判例法

株主の富の最大化を明言する裁判例は少なく、^(注23) Dodge v. Ford Motor Company^(注24)を始めとして eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark^(注25)、^(注26) Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.^(注27) などがよく取り上げられる。これらの裁判例における意見は株主利益最大化原則の存在を支持するものとして引用される。しかし、通常の営業の過程における意思決定において株主の富を最大化する強制的な法的義務を具体化したものはないといわれる。^(注28) 裁判所は信認義務の調節にその役割を果たす制限された地位にあり、特定の行為を禁じることはできても株主の富の最大化を命じないし、命じることもできない。^(注29) そこで、株主利益最大化に言及する判例の不足があり、株主の富最大化の合理的根拠が

幾分はつきりしない。

一般的に、受託者としての取締役の経営のための焦点として株主プライマシーを描く。しかし、会社が破産状態にある時、たとえ行為の結果が株主に対する返還を最大にする行為と矛盾しても、取締役の信認義務は他のコミュニティに向かうとの判例があり^(注29)また、他の裁判例では、会社の最善の利益と株式所有者の利益において経営判断を行使することによって、取締役は会社と株主に対する信認義務を履行しなければならないとする^(注30)。株主利益最大化原則に言及する裁判所の判示は株主に対して負う義務を超えて取締役は義務を負うことを示す反対の判示の点から考慮しなければならぬと指摘されるが、これまで取締役は企業価値の最大化と株主の価値の最大化の間の衝突に直面したとき、不確かさが存在する状態であった^(注31)。しかし、二〇一〇年および二〇一三年に決定された二つの判例によってそれが改善された。

eBay Domestic Holdings, Inc., v. Newmark^(注32)において、クレイグリスト社はオンライン広告のウェブサイトを有しており、株主はクレイグ、ジェイムスおよびノールトンの三名であり、各々が取締役であった。一方、イーベイ社は、オンラインのオークションシステムを基礎とする会社であり、両社は異なる経営戦略、異なる文化、継続する経営の意味するところも異なるものであった。クレイグおよびジェイムスとノールトンの間で今後の会社のあり方について意見が食い違い、結局ノールトンは自己所有株式を売却する意思を固めた。イーベイ社はクレイグリスト社の価値ある知識が有望であると判断し、ノールトンのみならず、クレイグおよびジェイムスとも株式譲渡について交渉したが、最終的にイーベイ社がノールトンの保有する二八・四パーセント株式のみを取得し、クレイグリスト社の株主はクレイグ(四二・六パーセント)、ジェイムス(二九パーセント)およびイーベイ社(二八・四パーセント)の三者と

なった。この譲渡契約には種々の付加的条項が定められており、ここでは累積投票が認められた。その後、開催されたクレイグリスト社の取締役会でイーベイ社の期待とクレイグリスト社の期待が異なっていることが明らかになり、イーベイ社の提案は実行されることなく、クレイグとジェイムスは会社支配を手放す意図はなかった。多くのイーベイ社の執行役員は買収は不可避であると考えていた。イーベイ社は競合するサービスの発展に焦点を当て、キジジと名付けられたサイトを立ち上げた。このような動きを受けて、ジェイムスはイーベイ社に関係を終了させたい旨を告げた。

ジェイムスとクレイグは、イーベイ社が力のない少数者の地位に留まるよう、取締役の指名から排除するための戦略を開始した。それはスタガード・ボードの導入^(注33)、一株あたり〇・〇〇〇五ドルで二株購入する権利^(注34)、優先買取権を承認したうえでクレイグリスト社株式の五株と交換に一株の新株発行であって、クレイグとジェイムスは取締役および支配株主としてこれらの措置を承認した。しかし、この様な協定はイーベイ社にとって二八・四パーセントから二四・九パーセントへ低下するものであって、スタガード・ボードの採用がなくても取締役を指名できないことから拒絶した^(注35)。これらの措置は、三人の株主のいずれかが所有割合を〇・〇一パーセント増加する場合^(注36)、そして、三人の株主以外の者が普通株式の一五パーセント以上取得した場合発動されるとするもので、株式の譲渡する能力に重要な制限を加えることでイーベイ社を少数者の地位に留めることを狙いとするものであった。

イーベイ社はクレイグとジェイムスがこれらの措置を承認したことが取締役および支配株主として信認義務に違反するとして訴えを提起した。

衡平法裁判所は結論としてスタガード・ボードの採用は肯定されたが、新株発行と権利プランは信認義務違反が認

められると判示した。権利プランがクレイグリスト社の会社の政策および効率性に対する認められた脅威への合理的な対応であるかどうかの評価が求められ、権利プランは適切に用いられれば株主の株主の価値を高めることができるが、不適切に用いられれば株主の犠牲で経営陣を防御し、価値最大化の買付者を防止することになるから、ユノカル基準が適用される。そして、新株発行についてはジェイムスとクレイグはその行為の両サイドに立つので完全な公正の基準の適用がされるとした。^(注37)

本件においてユノカル基準の使用はユニークな事実関係であり、公開会社の関連において権利プランのケースは多いが、クレイグリスト社のような非上場会社ではないことが特殊である。^(注38) 取締役は自己の安泰のために権利プランを始めたのではない。取締役会の多数を作り上げることによって、そして支配株主として会社を支配している。これらの事実はいーべイ社がクレイグリスト社と競争するためクレイグリスト社の非公開情報を利用していたとの申し立てからみえてくる。^(注39) Gordon は Dodge 事件と同様の少数者への圧迫のケースととらえることが適切であるという。^(注40) もしそうであれば、審理の最も適切な基準は完全な公正あるいは合理的な期待であろう。^(注41) とところで、裁判所はユノカル基準の適用にあたり、第一の要件のガイドとして株主の富の最大化を確認している。^(注42) そして、ユノカルの審理の合理的基準の下で、権利プランが排他性あるいは強圧性がなく、相当性の範囲内であることを要するとした。^(注43) そこで、ユノカル基準の適用にあたり、第一の要件である会社の政策および効率性に対する脅威の合理的根拠、第二の要件である防御措置が脅威に対して相当であるかが問題となる。第一の要件について、ジェイムスとクレイグは自分たちの死後、イーベイ社が相続人から株式を取得し、それによって会社を支配し、企業文化および公共サービスを変えるおそれがあると主張した。裁判所は、クレイグリスト社の文化は株式の価値を高めず、権利プランの実行を支持すること

で株主の価値を十分に促進する明白な区別された利益のある文化を有していることが証明されていないと判断した。^(注43) 営利会社の取締役は明らかに株主の富の最大化を避ける経営戦略を防御するための権利プランを使うことはできない。^(注44) 第二の要件について、イーベイ社の株式の売却の有無にかかわらず、ジェイムスとクレイグが支配株主であるかぎり、文化を保持することができる。したがって相当な対応の範囲外にあると判断した。^(注45)

In re Trados Inc. Shareholder Litig. において、^(注46) トレードス社は二〇〇〇年から二〇〇三年にかけてベンチャーキャピタルファイナンスから融資を受け、七つのシリーズで約五八〇〇万ドルの残余財産分配優先権付新株を発行した。^(注47) しかし、ファイナンスの複数回の実行は取締役会への構造に大きな影響を与え、会社の七人の取締役のうち、二人は執行役員で三人は<C>の投資家の代理人、一人は<C>の代理人である取締役と密接な取引関係にある優先株の投資家、残る一人は独立の企業の専門家であった。^(注48)

二〇〇四年に経営陣が普通株式しか有していなかったことから、取締役会は経営者インセンティブプランを承認した。^(注49) 普通株主は買収によって受領できるものがないことから、経営者インセンティブプランは経営者に買主を見つけてることを奨励する必要があるとした。^(注50) 二〇〇五年にSDL plcはトレードスを現金および株式の六〇〇〇万ドルで合併した。合併は残余財産分配優先権を五七、九〇〇万ドルで株主に清算を行った。経営者インセンティブプランでは合併対価の七八〇万ドルを支払い、優先株主は五二二〇万ドルを受け取った。経営者インセンティブプランがなければ、普通株主は二二〇万ドル受け取ることができたが、何も残らなかった。^(注51)

普通株主は、SDLへの売却の代わりに取締役会は普通株式の価値を生み出す努力において独立にトレードスの運営を続けることよりも経営者インセンティブプランを採用したことによる信託義務違反を申し立てて訴えを提起し

た。

衡平法裁判所は結論として取締役会は責任がないと判示した。裁判所はこの結論に達した過程において取締役会の意思決定に焦点を当てた。まず、cBay 事件を引用し、行為の基準は取締役は株主の利益のために会社の価値を促進することを求められると一般論を述べ、本件では普通株式ではなく優先株式を受益する行為が問題となっていることであるが、裁判所は、取締役会は自由裁量的判断が行使される場合、優先株式など特別な権利よって作られた利益よりも普通株式の利益を優先する義務がある。結果的に裁判所が却下の段階での動議をみると、普通株主の利益が優先株主の利益と分かれる状況において、取締役は普通株主の利益より優先株主の利益を不適切に好むことにより義務に違反しようとした。^(注35)そこで、本件の審理の基準の決定にあたり、取締役の多数が利害関係を有し、独立でないことから完全な公正を採用した。^(注36)完全な公正における公正な取引であるが、取締役は普通株主に対処することを提案していることを示唆する証拠はなく、たとえば、VOCの代理人である取締役は普通株主の観点からトレードスの評価をなさないで普通株式の利益から大きく分岐した契約上のキャッシュフローの権利を有する優先株式の所有者として決定をし、VOCの基金モデルと一致した収益を求めるものであった。^(注38)また、取締役は利益衝突が存するのにも関わらず、普通株主の利益を代表する特別委員会の設立も考慮しなかった。^(注39)取締役は普通株主の利益のため会社の価値を最大化することが仕事であると理解せず、利益衝突を認めなかった。^(注40)このように公正なプロセスに従わなかった。

取締役はいかなる保護条項も採用せず、普通株主を考慮しないで合併によって現れた利益衝突を認識せずに退職しようとした。原告の採用する専門家の評価は非現実的と判断し、被告会社の採用する専門家の評価に大きく基づいて、取引は公正であると判断された。トレードスの事業計画の下では、合併前に普通株式は価値がなく、普通株主は

以前の価値と実質的に同等の価値を受領すれば公正テストを満たすことになる^(注61)と判示した。

裁判所は取締役の信認義務は普通株主のため価値を最大化する変わらぬ義務を有するという。この義務は、この代理人である取締役が投資家として交渉するときでさえ存在する。優先株主のみによって選任された取締役を含めて全ての取締役は優先株主の利益と普通株主の利益が衝突するときは普通株主の利益を優先することが仕事であるとする先例はない^(注62)。裁判所は二つの判例を引用しているが、本件では優先株式を有する投資家は取締役を指名する権利を有しない。取締役は普通株主の利益を優先するため自由な裁量の判断を用いなければならないとするが、このように理解すれば、取締役は企業の価値を最大化するための手段として普通株主の富を最大化するための義務は一定の場合にはデフォルト・ルールということになり、投資家は取締役会の代表者に投資家の潜在的な独特の財政上の利益が取締役会の考慮の対象になるように要求することは自由である^(注63)。この様に考えれば、投資家は取締役会に彼らの利益を増進すること要求することは自由であるが、取締役は普通株主の利益を優先する信認義務の拘束が残っていることになろう。

これからみると、取締役の義務は株主の富を前提に考えることが要求され、株主富の最大化規範は広く認識された影響ある規範のレベルまで到達するとの指摘がある^(注64)。

(23) 170 N.W. 668 (Mich. 1919).

(24) 16 A. 3d 1.

(25) 506 A.2d 173 (Del. Supr. 1986).

- (27) Bainbridge, Director v. Shareholder Primacy in the Convergence Debate, 16 *Transnat'l Law.* 45, 47 (2002); Yosifon, The Law of Corporate Purpose, 10 *Berkeley Bus. L.J.* 181, 190 (2014).
- (28) Elhauge, Sacrificing Corporate Profits in the Public Interest, 80 *N.Y.U.L. Rev.* 733, 775 (2005); Murray, Defending Patagonia: Mergers and Acquisitions with Benefit Corporations, 9 *Hastings Bus. L.J.* 485, 489 (2013).
- (29) Johnson, Pluralism in Corporate Form: Corporate Law and Corps, 25 *Regent U.L. Rev.* 269, 285 (2013).
- (30) Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Parthe Communs. Corp., No. 12150, 1991 *Del. Ch. LEXIS* 215, at 108 n.55 (*Del. Ch. Dec.* 30, 1991).
- (31) N. Am. Catholic Educ. Programming Found., v. Gheewalla, 930 A 2d 92, 101 (*Del. Supr.* 2007).
- (32) Bartlett, Shareholder Wealth Maximization as Means to an End, 38 *Seattle U. L. Rev.* 255, 285 (2015).
- (33) 16 A.3d 1.
- (34) *Id.* at 21-23.
- (35) *Id.* at 23.
- (36) *Id.* at 25.
- (37) *Id.* at 23.
- (38) *Id.* at 28. Dooly は、ユニカルの合理性の基準は取締役会の行為が株主の富を最大化するために合理的に計算されたかどうかの客観的基準としてよりも衝突する利益のフィルターとして機能するべきを意図されたものであるという。Dooly, *Two Models of Corporate Governance*, 47 *Bus. Law.* 461, 521 (1992). また、Griffith は、高められた吟味の本質的要素は脅威と相当性ではなく、動機 *ニ手続の ため である*。Griffith, *The Omnipresent Specter of Omnicare*, 38 *J. Corp. L.* 753, 788 (2013).
- (39) *Id.* at 30-31, 30 n.95.
- (40) *Id.* at 17.
- (41) Gordon, eBay v. Newmark: A Modern Version of Dodge v. Ford Motor Company, *Conglomerate* (Sept. 9, 2010), <http://www.theconglomerate.org/2010/09/ebay-v-newmark-a-modern-version-of-dodge-v-ford-motor-company.html>.

- (41) *Lite v. Waters*, No. 12155, 1992 Del. Ch. LEXIS 25, at 22-23 (Del. Ch. Dec. 16, 1992).
- (42) 16 A.3d at 35.
- (43) *Id.* at 30.
- (44) *Id.* at 33.
- (45) *Id.* Strine は、取締役は信託義務と一致せず、株主の富の最大化を避ける経営戦略を守ることはできないとする。Strine, *supra* note 16, at 149.
- (46) *Id.* at 35. 裁判所はジエイムスとクレイグはイーベイ社を罰するために行為したとするが、ここで問題となるのは、その行為が不公平か否かを判断するもので会社の目的ではない。Wishnick, *Corporate Purposes in a Free Enterprise System: A Comment on eBay v. Newmark*, 121 Yale L.J. 2405, 2418 (2012).
- (47) 73 A.3d 17 (Del. Ch. 2013).
- (48) *Id.* at 21-25.
- (49) *Id.* at 44-54.
- (50) *Id.* at 32-33.
- (51) *Id.* at 26.
- (52) *Id.* at 20.
- (53) *Id.* at 36 n.3.
- (54) この点の検討に当たり、二つの判例が引用されているが、いずれの判例も優先株式の利益の増進ではなく、普通株主の利益の増進を選択すべきである。*Id.* at 41.
- (55) *Id.* at 41-42.
- (56) *Id.* at 45.
- (57) *Id.* at 57.
- (58) *Id.* at 56.

- (59) Id. at 64-65.
- (60) Id. at 62.
- (61) Id. at 76.
- (62) Bartlett, supra note 31, at 293.
- (63) Id.
- (64) Murray, Choose Your Own Master: Social Enterprise, Certifications, and Benefit Corporation Statutes, 2 Am. U. Bus. L. Rev. 1, 17 (2012).

四 株主利益最大化原則を巡る議論

(一) Stout は、ユノカル判決に依拠し、デラウェア最高裁判所はビジネス取引の長所に重きを置き、取締役は株主以外の構成員の影響を考慮することができる^(注65)という。そして、レブロン判決は企業がまさに売却されるとき、取締役は株主の価値を最大化する義務のみを負うとの前提をとっていると主張する。しかし、レブロン判決は売却のときでなければ利益を最大化する義務はない^(注66)といっていない。

Elhauge は Stout の基本的主張を広げて、会社法は責任ある事業行為に適切と合理的にみられる倫理的考慮を取り入れるべきで、従業員、消費者、供給者、コミュニティを反倫理的に害するかもしれない行為を避けるために利益を犠牲にするための運営上の自由裁量を経営者に与えるべきとする^(注67)。しかし、デラウェア裁判所は取締役に株主にのみ奉仕することを要求し、それを認めている^(注68)といえよう。

会社の定款を支配する州法の規定はその目的が合法的である限り、会社に自由な内容の定款を有することを認めている。従って、株主の富の最大化規範と一致しない定款規定が不法な目的を有しない限り、有効とされるべきである。^(注69) eBay 事件で株主の富の最大化が強く主張されたが、この目標はまだデフォルトの地位にあり、明らかに修正可能と思われる。^(注70)

このような立場に対して、先の判事 Chandler はデラウェア会社の取締役は決定をなすにあたり他のいかなる価値よりも長期あるいは短期を問わず株主の財政上の価値に重きを置かなければならないという。^(注71) また、Stine は、株主は多くの中の単なる構成員の一人であり、取締役は他の者に利益を与える自由があるというが、取締役は法的な自由裁量の制限内で会社統治の唯一の目的である株主の富に尽くさなければならない。先のような見解は会社の判断をなすべきコモンローと矛盾するという。^(注72) Bainbridge は、州法は取締役の信認義務を組織文書に再定義をすることを認めず、一般的に定款の修正は設定されたパブリックポリシーと衝突するかたちでコモンローを傷つけることができないという。^(注73)

株主利益最大化原則を置き換える定款規定が定款を支配する制定法上の問題として法的に有効であると決定されても、株主利益最大化原則との特別な関連におけるパブリックポリシーの問題として強制し得ないように思われる。^(注74) 取締役は会社法あるいは株主利益最大化原則に法的効果を与えるパブリックポリシーに従って行為しなければならない責務がある。

(二) ところで、デラウェア法とその判例法は、取締役は会社とその株主に対して信認義務を負うという。^(注75) 会社の価値を最大化する行為と普通株主の価値を最大化する行為とが衝突する取締役が従うべき適切な基準が問題となる。

このような事態は破産の範囲と呼ばれる取締役の義務で問題となるが、^(注76) N. Am. Catholic Educ. Programming Found., Inc. v. Chewalla^(注77)において、破産会社であっても取締役の焦点は変化せず、取締役はその所有者である株主の利益のために会社の最善の利益において経営判断を行って会社とその株主に対する信認義務を履行し続けなければならないという。取締役が残余財産分配請求権者の究極的な利益のために会社に対して義務を負う基本的関係を表すもので、取締役の義務は判然としないが、この点は先に述べた二つの判例からかなり変更されたといえよう。Millonは、このようなことからデラウェア法は株主プライマシーを約束したのではなく、この公式は会社は単に株主のみ以外の何かそして多分それ以上何かを示さなければならない。たとえば、その株主と他のステイクホルダーから独立して存在する法人あるいは種々の構成員の集合体を考え得るといふ。^(注78) 同様に、Brunerは、会社とその株主に同時に注意と忠実の義務を負うが、会社の目的の問題にはかなり明らかでない点があり、取締役会は他のステイクホルダーの利益を考慮する自由を有するといふ。^(注79) Goldは、株主の利益と会社の利益は時として衝突するがゆえに、これは漠然とした基準に等しいといふ。^(注80) しかし、ここにステイクホルダーの利益が絡んでくるとどのような基準で選択するのであろうか。そのようなことを指摘する判例は存しない。

裁判所が会社と株主を格別のものとして取り扱ういくつかの判例が存する。しかし、株主の最善の利益において行為する以外に会社のためあるいは会社と何かをする権利を有しないといふ。^(注81)

(三) 多くのデラウェア判例は、取締役は会社の利益を最大化するあるいは株主の最善の利益を追求する義務を負うといふ。^(注82) また、取締役は最大化する資格者として株主である所有者の利益のため会社を経営する義務があると^(注83)いい、取締役会は株主に生じる利益に合理的に関連する限り、責任の履行において種々の構成員に注意を払うことを

認める^(註84)。これによれば、取締役は株主に何らかの利益を与えることを意図した行為である限り、やや利益に劣る行為を選択することが許されることになる^(註85)。ここで問題となるのは最大化とはどのような行為を指すのかということであるが、合理的な行為者が富を最大化することに関して一般的な方法あるいは予測できる行為を意味するといえよう。

- (65) Stout, *The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and The Public* 29 (2012). しかし、レブロン判決での株主に生じる利益に合理的に関連しなければならぬとの重要なステイトメントを引用していない。Yosifon, *supra* note 26, at 199.
- (66) *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173, 182 (Del. Supr. 1985). Yosifon, *supra* note 26, at 200. Stout 49 eBay 事件にも触れていない。
- (67) Elhage, *supra* note 27, at 764.
- (68) Yosifon, *supra* note 26, at 208.
- (69) 会社の行為の分析は、設立の州法にかかわらず、一般的な目的を有する会社は株主の富の最大化をする活動のみに制限されないことを示している。Chu, *Filling a Nonexistent Gap: Benefit Corporations and the Myth of Shareholder Wealth Maximization*, 22 S. Cal. Interdisc. L.J. 155, 173 (2012).
- (70) Blount & Nunley, *Social Enterprise, Corporate Objectives, and the Corporate Governance Narrative*, 52 Am. Bus. L.J. 201, 242 n.192 (2015). Yosifon も私的自治の一環として株主プライマシーを定款規定による変更によって変えることができる。Yosifon, *Opening Out of Shareholder Primacy: Is the Public Benefit Corporation Trivial?*, 41 Del. J. Corp. L. 461, 479 (2017).
- (71) Hemingway, *Berle VIII and a Delaware Law Puzzle*, *Business Law Prof Blog* (July 4, 2016), <http://lawprofessors.typepad.com/business-law/2016/07/berle-viii-and-a-delaware-law-puzzle.html>. Bainbridge は、取締役は株主の富の最大化に向けてその権限を使用する義務があるが、いかにその目的を達成するかは決定は株主ではなく取締役が付与されていると主張。Bainbridge, *The Geography of Revlon-*

- Land, 81 *Fordham L. Rev.* 3277, 3283 (2013).
- (72) Strine, *The Dangers of Denial: The Need for a Clear-Eyed Understanding of the Power and Accountability Structure Established by the Delaware General Corporation Law*, 50 *Wake Forest L. Rev.* 761, 781-83 (2015).
- (73) Bainbridge, *supra* note 8, at 985. 果た、株主利益最大化原則は法のみならず、会社イデオロギーの基本的な姿であるという。Bainbridge, *supra* note 19, at 576.
- (74) Hemmway, *supra* note 9, at 966.
- (75) 今の点から、取締役は株主のみならず、同様に他のステイクホルダーに奉仕しようと指摘する意見もある。
- (76) Bartlett, *supra* note 31, at 284.
- (77) 930 A.2d 92, 101 (Del. Supr. 2007).
- (78) Milton, *Two Models of Corporate Social Responsibility*, 46 *Wake Forest L. Rev.* 523, 526 (2011).
- (79) Bruner, *Corporate Governance Reform in a Time of Crisis*, 36 *J. Corp. L.* 309, 325 (2011). しかし、ユニカル事件、レブロン事件が引用されているが、他のステイクホルダーの利益の考慮は株主の利益を増進することに合理的に関連しなければならぬとの語句には一切触れよう。Yosifon, *supra* note 26, at 209, n107.
- (80) Gold, *Theory of the Firm and Judicial Uncertainty*, 35 *Seattle U. L. Rev.* 1087, 1097 (2012).
- (81) Yosifon, *supra* note 26, at 211.
- (82) eBay Domestic Holdings, 16 A3d, at 35.
- (83) 930 A.2d at 101.
- (84) *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings*, 506 A.2d 173, 182 (Del. Supr. 1986).
- (85) Yosifon, *supra* note 26, at 220.