

# アメリカにおける取締役の信認義務と 受託者の信認義務の比較

萬澤陽子

## 目次

- I. はじめに
- II. 忠実義務
  - 1. 受託者
  - 2. 取締役
    - (1) Loft, Inc. v. Guth 判決——受託者に適用される厳格な法を適用した事案
    - (2) Bodell v. General Gas & Electric Corp. 判決——取締役が個人的利益を持たない場合の義務について判断した事案
    - (3) Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp. 判決——取締役が good faith でも忠実義務違反が認められた事案
- III. 情報開示義務
  - 1. 受託者
  - 2. 取締役
    - (1) Lynch v. Vickers Energy Corp. 判決——デラウェア州で開示義務を認めた最初の事案
    - (2) Speed v. Transamerica Corp. 判決——Lynch 判決が依拠した事案
    - (3) Lynch 判決後の発展
- IV. 注意義務
  - 1. 受託者
  - 2. 取締役
    - (1) Allied Chemical & Dye Corporation v. Steel & Tube Co. of American 判決——デラウェア州で、取締役の注意義務の基準につ

いて明確にしようとした、おそらく一番最初の事案

(2) その後の発展——ビジネス・ジャッジメント・ルール (Business Judgment Rule) が適用された事案

(3) その後の発展——ビジネス・ジャッジメント・ルールの保護を受けないとされた事案

## V. おわりに

### I. はじめに

本報告は、アメリカにおいて、会社の取締役がどのような信託義務を負うかについて、受託者の負う信託義務との比較を通じて、明らかにすることを試みるものである。取締役の責任が追及された、19世紀前半から20世紀初頭の事案の多くにおいて、取締役と会社（または株主）との関係は法的には信託の受託者と受益者の関係に類するものとして扱われてきた一方で、取締役は厳密には受託者ではないと批判され、<sup>(1)</sup> 受託者とは異なる法が適用されてきたことが指摘されている。<sup>(2)</sup> 取締役の負う信託義務は、受託者の義務とどのように異なるのであろうか。本報告では、デラウェア州の初期の判例（リーディング・ケース及びその後の発展）を対象に、その比較を行うことで、取締役の信託義務を明らかにすることを試みる。

具体的な検討に移る前に、受託者と取締役の間に存在する相違点を、ここで一点指摘しておきたい。すなわち、信託の受託者に託されるのは（信託財産として特定された）財産であるのに対し、取締役に託されるものは、会社の財産というより、会社に関する権限<sup>(3)</sup>ということである。Berle 論文<sup>(4)</sup>は、以下のように述べる。

会社またはその経営陣、会社内のあるグループに与えられた全ての権限は、それが制定法に由来するものであれ、定款（またはその両者）に由来するものであれ、必ず及び常に全ての株主の比例的な利益のためにのみ行使できる。それゆえ、この権限はいかに文言上絶対的に与えられ、それが技術的な意味で法的に正確に行使されていたとしても、そのような株主の利益を犠牲にして行使されるとき、エクイティ上の制限に服する。全ての事案において、会社の行為は二度審査されなければならない。まず、権限の存在とその適切な行使を求め

## アメリカにおける取締役の信認義務と受託者の信認義務の比較

る法的（コモン・ロー上の）ルールによって、次に、受託者に与えられた広範な権限の行使について受益者の利益となるよう要求するルールに幾分類似するエクイティのルールによって、である。

同論文は、取締役（受託者）に与えられた「(法的に) 絶対的な」権限として、次の5つの権限——株式を発行する権限、剰余金の配当をする（あるいはしない）権限、他の会社の株式を取得する権限、定款を変更する権限、合併、株式交換、資産の売却等によって事業を他に譲渡する権限——を取り上げている。取締役は、これらを全ての株主の比例的な利益のためにのみ行使できるというのである<sup>(5)</sup>。

以下、取締役の信認義務として、忠実義務、情報開示義務、注意義務を検討する。もっとも、これら3つの義務は明確に区別されて論じられ発展してきたわけではない（情報開示義務は忠実義務・注意義務から派生した義務と解されている<sup>(6)</sup>し、また、そもそも、初期の事案では、具体的にどの義務について論じているのか明示していない——取締役の信認義務一般として論じている——ものもある）ことから、本報告でも、取締役の信認義務に関するリーディング・ケースを概観しながら、その流れに沿う形で、3つの義務について考察することとする。

## II. 忠実義務

### 1. 受託者

受託者の忠実義務について、信託法第3次リステイメント第78条は、忠実義務について、次のように規定する<sup>(7)</sup>。

- (1) 信託条項において別段の定めがある場合は別として、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。
- (2) 特別な事情がある場合を別として、受託者は、自己取引にあたる取引、または受託者の受託者としての義務と自らの利益との間の対立を伴う取引もしくはその対立を生ずる取引に携わることを厳に禁じられる。
- (3) 受託者として行為するか自己のために行うかにかかわらず、受

託者は、受益者との取引において、公正に取引する義務、および、受託者が当該の取引に関して知りまたは知るべきものとされる重要な事実のすべてを受益者に伝える義務を負う。

すなわち、受託者はもっぱら受益者のために行為する義務を負い（信託財産から個人的利益を得てはならず）、それを妨げる可能性のある自己利益（利益相反取引）を禁ずる（その関係に入ることだけでも禁じられる）とされ（上記(1)(2)）、また、信託とは関係のない場面においても、受託者は受益者との関係で有利な立場にいることから、全ての重要な事実を受益者に伝えることが求められている（上記<sup>(8)</sup>(3)）。

また、受託者の負う忠実義務の厳格さについて、受託者の負う注意義務と比較しながら、樋口教授は以下のように述べる。

忠実義務違反は、注意義務違反とは明らかに異なって、次のような特色がある。一つは、損害の存在または立証は必ずしも要しない。信託財産に損害がなくても、受託者は自分のものにした利益を不当な利得として吐き出すことが求められる。もう一つは、自己の利益を図ることや利益相反の関係に立つだけで違反とされる。

すなわち、後述の通り、受託者の負う注意義務は、注意義務および当該義務違反、因果関係、損害の4要件を受益者側が立証する必要があるのに対し、忠実義務は、受益者にとってその立証がはるかに容易なものになっているというのである。

## 2. 取締役

取締役の忠実義務を検討するにあたって、以下、3つの判決を紹介する。まず、Loft, Inc. v. Guth 判決である。

(1) Loft, Inc. v. Guth 判決<sup>(10)</sup>——受託者に適用される厳格な法を適用した事案

### ① 事案

L社はキャンディやシロップ等を製造販売する会社で、Gは取締役兼プレジデントの地位にあった。L社は、Coca-Cola社（C社）からシロ

ップを大量に購入し販売していたところ、大口取引を理由に割引を求めたが拒まれたことをきっかけに、National Pepsi-Cola 社（N社）の販売する Pepsi-Cola シロップに替えようと調査・交渉を始めた。ちょうどその頃、N社は破産の申立てをし、その判決が下され、N社を支配していたMは、Gと、まずMがN社の有する Pepsi-Cola シロップの作り方および商標を取得し、設立した新会社（Pepsi-Cola 社（P社））にそれらを譲渡する（P社株式はMとGが保有する）ことについて合意するに至った。L社は、Pepsi-Cola の作り方および商標を取得し、シロップを製造販売する機会は、L社がCoca-Cola を販売店から撤去して、Pepsi-Cola に代えるという計画にまさに適合する特定の時に訪れたこと、L社にとってその取得およびシロップの製造は十分可能であったこと、GはL社のプレジデントとして行為していたことから、その機会はGによって奪われてはならないと主張し、Gの有するP社の株式すべて（約91%）についてL社の利益になるよう信託として、L社に引き渡し、計算することを求めて、衡平裁判所に訴えを提起した。

## ② 判 旨

エクイティは表面的なことに騙されない。Gがこの合意をし、P社の事業を始めることを可能にしたのは、L社の経営陣、従業員、設備、商品、資金、信用を利用した（L社がそのためのリソースを事実上すべて提供した）からである。

デラウェア州最高裁のLofland v. Cahall判決で述べられ、反対する者は誰もいないルールは、「取締役は自分が代表することを引き受けた会社の受託者としての地位を占め、自分自身の利益を図るためになされた違法な行為から生じた利益を計算しなければならない。なぜならその者は他の株主とは異なる地位を理由に、いかなる個人的な利益および有利性も受けてはならないからである。」である。

GはL社の取締役だったのみならず、プレジデントでもあり、L社を意のままに動かすことができた。Cahall判決で最高裁によって述べられたルールが特にGに適用されるとすることに、私は疑問の余地があるとは思われない。

③ 検 討

本件は、L社の取締役兼プレジデントであるGが、同社の資産等を利用して、同社にとって取得できた機会を個人として取得してしまった事案（いわゆる corporate opportunity（会社の機会）が問題となった事案）であった。判旨で引用されている Lofland v. Cahall 判決（13 Del. Ch. 384（1922））は、定款で取締役に報酬を与えることを認めていない状況で、株主の承認がないにもかかわらず、取締役が、報酬として自らに対して（払込みをしないで）新株を発行し、配当金も受領したことにつき、裁判所は、取締役は株主に対して受託者であることから、定款の記載または株主による承認なしには、報酬を受け取る権利はないとした上で、自ら代表することを引き受けた取締役は会社に対して受託者であることから、詐欺的で無効である上記新株発行から受けた利益を会社に戻さなければならない（本件判旨の引用参照）と論じた事案であった。そして、本件のような会社の機会が問題となった事案でも、裁判所は、Lofland 判決で述べられた、会社（株主）に対する受託者の立場にある取締役はその立場を利用して個人的な利益を得てはならないという法が適用されるとしたのである。

なお、本件は上訴され、デラウェア州最高裁判所（Guth v. Loft, Inc., 23 Del. Ch. 255（Del. 1939））も、原審の立場を維持した。デラウェア州最高裁判所は、会社のオフィサーや取締役が、厳密な法解釈では受託者ではないが、会社及びその株主に対して信認関係にあるとした上で、それらの者が、義務に違反して、自己のために利益を取得した場合には、法はその裏切り者から全ての利益を剥奪する一方で、選択的に、そのように取得された利益を会社のために支払わせるとした。そして、この法の根底には、信認関係によって課せられた信頼の違反から生じる利益の可能性を全て消滅させて、違反することのあらゆる誘惑を除去することにあると、Lofland v. Cahall 判決等を引用して述べた。

このように、受託者に適用される利益相反の厳格な禁止とそれに違反した場合の利益の吐出しは、会社が取得できた機会を取締役が個人として取得した Guth 判決においても、取締役の行った株式発行が問題とな

った Lofland 判決と同様に、適用されたのである。

もっとも、取締役の利益相反取引は、一般的に、厳しく禁じられる受託者の利益相反行為とは異なる扱いがなされてきたことについては、ここで指摘しておきたい。すなわち、かつては、受託者のように禁止されていたが、時代を下るにつれて徐々に緩和され、取締役会の独立取締役による承認がある場合には許容されるようになり、さらに、取引の公正性の司法審査によって許容されるようになったのである。<sup>(11)</sup>

具体的には、1800年代後半には、会社と取締役との間の契約は、会社または株主の請求で無効にすることができるというルールが一般的であったが、<sup>(12)</sup>1910年には、取締役と会社間の契約は、利益相反の立場にない他の取締役の過半数によって承認されるなら有効というルールが一般的となった。<sup>(13)</sup>さらに、1960年までには、会社との関係で利益相反に立たない取締役の過半数がどうであろうが、取締役と会社間の契約は株主による請求で自動的に無効にはならなくなり、むしろ裁判所が当該契約を審査し、会社にとって不公正なら無効にするというルールになったとされている。<sup>(14)(15)</sup>

## (2) Bodell v. General Gas & Electric Corp.<sup>(16)</sup> 判決——取締役が個人的利益を持たない場合の義務について判断した事案

### ① 事 案

公益事業を引き継ぎ立て直すことを目的に設立されたG社は、優先株式と普通株式を発行しており（いずれも無額面株式）、普通株式にはA種類株式80万株とB種類株式40万株があった（A種の方が配当・残余財産の分配の点でB種より優遇されていた）。G社は、A種類株式を保有する株主に対して、支払われる配当金の範囲で、1株25ドルでA種類株式を新たに引き受ける権利を与えていた。それは、会社がA種類株式を主要な資金調達の手段と捉えており、そのためA種類株式が投資家にとって魅力的であるために採用していたものであった。

さらに、G社取締役は、A種類株式をより多く発行するために、全ての種類株主に対し、10株ごとに1株の割合で1株45ドルで同株式を引き

受ける権利を与えることを決議した。A種類株式は株式市場では、50ドルから64ドルで取引されていた。A種類株式・B種類株式を有する株主Xは、B種類株主として、(1)無額面株式を公正な価格以下で発行することは違法であること、(2)それが違法でなくても、A種類株主にのみ行うことは違法であることから、25ドルでA種類株式を新たに発行しA種類株主がそれらを引き受けることの差止めを求めて、会社に対して訴えを提起した。なお、上記株式発行に、取締役らに個人的な利益があるとか詐欺があるといった主張はなされていない（事実、取締役は、1人を除いてB種類株式しか持っていなかった）。

## ② 判 旨

会社法において、会社の行為において取締役は受託者（fiduciaries）の立場に立つというもののほど、よいルールは確立していない。それらは厳密な意味では受託者ではないが、便宜上しばしばそのように言われる。まだ発行されていない株式について、それらの者は受託者としてそれを管理している。株式の額面価額について、それらの義務は額面価額に相当する財産を対価としてのみ発行するということである。しかし、本件では額面価額がない。

G社において、株式をいくらで発行するかを決める権限が取締役にあるという文言がいかにか絶対的であろうとも、それでもエクイティは新株引受権（preemptive right）の原則——エクイティは会社内の株主の議決権の保有割合を維持することを要求する——の基礎にある理由づけから、取締役が無額面株式を発行する際の対価を決めるところで、既存株主の持分価値を不当に損なわせることから保護するために、類推して介入する。この介入する権限は、不正な行為から保護するという広範なエクイティ権限として行使されなければならない。

取締役は、まだ発行されていない株式をどうするかについて受託者とみなされる。準信託に対する彼らの行為の責任を問うために、取締役らが個人的な利益や優位性を得ていることは必ずしも必要ではない。受託者は、受益者の犠牲のもと自分自身を利させることを制限する義務のみならず、受益者に損失が生じることから保護する義務も負っているので

ある。

エクイティで審査されるべき基準は公平であるか否かである。2つの異なる引受価格について全ての状況のもとで公正であることが立証されることによって正当化され、原告にとって損害と思われるものが実は利益になることが明らかになれば、エクイティは介入できない。また、取締役自身、A種類株主に支払うべき配当金を、1株25ドルで追加的に同株式を購入するのに当てることを認めるポリシーが、同株式の価格をより望ましいものにし、会社に資金が入ってくるようにするものであることを誠実に信じていた。

本件には、取締役の身勝手な動機付けや自己利益がなく、彼らの判断は完全に誠実で good faith である。私は、不正な動機付けの立証がないのなら、この点でも介入すべきでないと感じる。

### ③ 検 討

本件は、ある種類株式を有する株主に対して、他の種類株式を有する株主よりも有利な金額で株式を引き受ける権利を与えていたことが問題となった事案である。上記の通り、取締役に個人的利益があったとは主張されていなかった。そのような事案で、裁判所は、取締役を受託者と捉え（時期的には前述の Loft 判決（1938年）より早い）、取締役に個人的利益がなくても、受益者（会社（株主））に損失が生じているなら責任を肯定できるが、本件では損害はなく、取締役に身勝手な動機付けもなく、誠実に信じて判断したことを挙げ、義務違反を否定した。ここで論じられた、自己利益がなくても損害があるなら、または身勝手な動機付けがあればエクイティは介入するという議論が、忠実義務に関してなされたものなの<sup>(17)</sup>かは、裁判所は明示していない。取締役が個人的利益を有していない場合に、取締役の忠実義務違反は認められるのか、もし認められるのならどのような場合か。これは、後述のビジネス・ジャッジメント・ルールによる推定を覆す事由の内容との関連で、その後何十年にも渡って裁判所が議論することになる問いとなる。<sup>(18)</sup>

しかし、それとは別に、取締役に個人的利益が生じ得なくても、忠実義務が成立し得ると明確に述べた判例が存在する。以下紹介する。

(3) Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp. 判決<sup>(19)</sup>——取締役が good faith でも忠実義務違反が認められた事案

① 事 案

A社では12月31日開催の取締役会で、その当時7名であった取締役会の人数を2名増やし、新しく取締役になる者を任命する決議（本件決議）をした。これは、その前日（30日）に、A社株式を9.1%保有していた株主Bから、A社に対して、同社の定款を変更し、取締役会の人数を7名から最大15名に増やすこと、および新しい取締役としてBの提案する8名を選任することとする意見書が送られ、それに対する対応策として迅速にとられたものであった。株主Bは、本件決議について有効性を争って株主代表訴訟を提起した。

これに対して、A社取締役は、ビジネス・ジャッジメント・ルールによる保護があること、本件には同取締役の利益相反はないこと（株主Bの提案は現取締役を解任しようとするものではないから、その地位を脅かすものではない）、同取締役は注意義務に違反していない（新しく任命した取締役になる者をよく知っており、株主Bの求めていた資本の再構成の検討を排除するわけではない）し、good faith で行為していること（Bの提案する資本の再構成は非現実的で損害を与え得るもので、その脅威から株主を保護するためのものである）等反論した。

② 判 旨

私は、12月31日の取締役会の決議には、多数派株主がA社の取締役会に自分の提案に賛成してくれそうな8人の取締役を新しく送り込むかもしれない可能性を排除することに主たる動機付けがあったと証拠が示していると考える。しかし、こうした現取締役を守る努力は good faith で、身勝手なものではなく、株主による会社に多大な損害を与えうる資本の再構成の提案を阻むためであったと結論づける。

そこで、ここでの問題は、仮に主観的には good faith だったとしても、取締役は、新しく取締役を選任して多数派を占めようとする株主の試みを阻むことが主要な目的である行為を有効に行うことができるかということである。

株主の議決権行使は、取締役の権限の正当性が依拠する観念的な基礎である。取締役及びオフィサーが自らは有していない莫大な財産に対して権限を行使することを正当化する理論において、株主による議決権の行使は極めて重要である。従って、広範で構造的な視点から、株主の議決権行使の過程の廉潔性を含む問題は、取締役が授権された権限を行使する他の場面にはない考慮が求められる。

株主の議決権の実効性を阻止することを主要な目的とした取締役会の行為に関する判断は、会社内部のガバナンスの問題について誰が権限を有するかという問いを常に孕むことになる。すなわち、株主全体と取締役会との間の権限分配の問題である。それは、裁判所が審査しなければならない。取締役の経営判断に委ねられる問題ではない。

株主の議決権行使を妨げることを主要な目的として行った取締役会の行為を無効にした2つの最近のデラウェア州判例が採用する基準は、それ自体無効 (per se invalidity) ではなく、取締役会にやむにやまれぬ正当化事由 (compelling justification) を立証することを求めるというものであった。

取締役会は、12月31日の決議についてそのような正当化はできていない。唯一の正当化事由は、取締役会は株主より会社の最善の利益を知っているということである。しかし、それなら、その状況を株主に知らせて、取締役会の考えに賛同するよう求めることもできたはずである。議決権を行使する者に知らせることと、法的に有効な株主の行為を排除することを主たる目的として権限を行使することには、大きな違いがある。

したがって、私は、仮に取締役会の本件決議が good faith で行われたとしても、取締役会が株主に対して負う忠実義務に意図せず違反したと判断する。忠実義務の意図しない違反はめずらしいが新規なものではない。よって、取締役会の決議は本裁判所によって無効にされる。

### ③ 検 討

本件で裁判所は、取締役会が、取締役会の構成員を増員して、過半数を新しく送り込もうとする株主の試みに対抗する形で行った決議について、会社に多大な損害を与えうる資本の再構成に関する株主の提案を阻

むという、主観的には身勝手ではない、good faith な目的であったことを認定しながら、株主の議決権行使については、他とは異なる考慮が求められるとし、取締役会の上記決議についてやむにやまれぬ正当化事由の立証を求め、それが<sup>(20)</sup>ないとして、無効と判断した。

デラウェア州裁判所は、取締役が株主の議決権行使を阻止しようとしたことについて、特に厳しい目を向けてきたことを指摘している。例えば、本判例の脚注で、「デラウェア州裁判所は、長い期間、議決権の自由で有効的な行使について、最も慎重に保護を厚くするよう留意してきた。この関心は…私たちの法の至るところに見られる。例えば、ある取引を承認することが求められている株主に対して、たとえその取引が[取締役の]自己取引でなかったとしても、会社の有する重要な情報全てを開示することを、取締役の信認義務が要求する<sup>(21)</sup>とした判決を、議決権が重要であるとの理解によって説明できる。」<sup>(22)</sup>と述べている。

このように、取締役による株主の議決権行使を妨げようとする（株主の議決権行使の過程の廉潔性に問題を生じさせるかもしれない）行為は、そこに取締役の利益相反がなく、さらには取締役が株主を守るために good faith で行ったとしても、忠実義務違反が認められるとされてきたのである。

### Ⅲ. 情報開示義務

#### 1. 受託者

受託者の情報開示義務について、信託法第3次リステイトメント第82条は、「受益者への情報提供義務」として、次のように規定する。

- (1) 第74条に規定される…場合は別として、受託者は以下の義務を負う。
  - (a) 受益者のしかるべき代表者に対して信託の存在、受益者としての地位、追加的な情報を得る権利、受託者の職務に関する基本的な情報について速やかに情報を提供し、
  - (b) 受益者に対して受益者の地位の重大な変更について情報提供し、かつ、
  - (c) 受益者のしかるべき代表者に対して、受託者に関わる変更および信

託や信託管理に関する重大な変化のような、特に受益者の利益を保護するために受益者が必要とする重要な情報が、合理的にみて常に提供されている状況を確認する。

この義務の目的は、受益者および裁判所に対し、必要な場合にいつでも、信託財産の管理運用の経過を知らせることを可能にすることと解されている<sup>(23)</sup>。すなわち、この義務により、受益者は、受託者の忠実義務および注意義務という2大義務の違反を知ることができるようになるのである<sup>(24)</sup>、重要な義務とされている。

## 2. 取締役

(1) Lynch v. Vickers Energy Corp. 判決<sup>(25)</sup>——デラウェア州で開示義務を認めた最初の事案<sup>(26)</sup>

### ① 事案

Y社（T社の普通株式の53%を保有）が、T社の全ての普通株式を1株12ドルで買い付けるという公開買付けの申し出をした。公開買付けの結果、Y社は持株比率を87%まで上昇させた。公開買付けに応じたT社株主Xは、Y社が次の点で信託義務に違反したとして、公開買付けの価格と公正な価格の間の差額の部分を損害賠償するよう求めて訴えを提起した。すなわち、(1)T社の総資産の価値について十分かつ公正に情報開示をしていなかったこと、(2)取引の優位的立場と会社の資産や手続をコントロールできる立場を利用して、少数派株主に、ひどく不十分な価格で株式を売却させたことを主張した。

### ② 判旨

原審である衡平裁判所は、1923年のAllied判決<sup>(27)</sup>と1968年のEpstein判決<sup>(28)</sup>に依拠して、T社の多数派株主であるY社には、原告に対して、公開買付けに関する事実や状況全てについて十分に開示する「完全な正直さ」(complete candor)を要求する信託義務があるとした。

私たちは、それに同意する。特別な情報を有していながら、株式の購入を交渉している相手方である株主に対して、それを開示しなかった取締役に適用されてきた「特別な状況ルール」(special circumstances

rule)」が、本件でも適用される。<sup>(29)</sup>

Y社は、極めて有能な石油技術者H（T社の経営陣）が、T社の総資産の価値について、公開買付けで開示された数値より相当高く算出していたことを十分開示していなかった。すなわち、Y社は、T社の総資産について、最低価値の点からなされた評価を記載し、より楽観的な、最高価値の点からの評価を記載していなかった。「完全な正直さ」は両方の点からの評価を開示することを求めると私たちは考える。もしY社の経営陣が一方の評価の方が他方より正確と考えるなら、そのように述べることは自由である。ただし、完全な開示が前提である。

Y社が開示していなかった総資産の価値の評価は、合理的な株主であるなら公開買付けに応じるか否かを定める際に重要と考えるであろう情報であった。「完全な正直さ」が求められる文脈で、上記の意味で重要なら情報は開示されなければならない。その目的は、もちろん、内部者が持ち得る特別な情報について、株主に損害を与え、かつ自分に有利なように利用するのを阻止することにある。<sup>(30)</sup>

私たちは、Y社が、Hの算出（評価）について、彼らが義務を負い株式を取得しようとしている相手に対して開示しなかったことは、正直でいる信託義務（fiduciary duty of candor）<sup>(31)</sup>に違反したと結論づける。

### ③ 検 討

このように、デラウェア州最高裁判所は、取締役の開示義務を認めた。以下では、この背景にどのような法の発展があったのか——本判決でデラウェア州最高裁が取締役に開示義務を肯定する上で依拠したSpeed判決（本報告（注29, 30））とはどのようなものだったのか——を紹介し、Lynch判決後、開示義務がどのように解釈されていったのかについて、概観する。<sup>(32)</sup>

まず、Speed判決について、取締役の開示義務がどのように論じられたのか、見ていくこととする。

(2) Speed v. Transamerica Corp. 判決<sup>(33)</sup>——Lynch 判決が依拠した  
事案

① 事 案

Yはタバコ会社であるF社の多数派株主で、他の（少数派）株主から、同社のA種類株式を40ドルで、B種類株式を12ドルでそれぞれ購入した。株式を売却した株主は、F社から出された年次報告書等に売上が低迷していると書かれていたこと等を信頼して、Yの申し出に応じた。しかし、実際のところ、同社の売上高は増大しており、YはA種・B種の株式の実際の価値がそれぞれ200ドルと100ドルを超えるものだと知っていたのに、それを開示しなかったとして、株式を売却した株主Xは、SEC規則X-10B-5違反を理由にYに対して訴えを提起した。

② 判 旨

「ルールは明らかである。多数派株主といった内部者が、株価に影響を与える、内部的地位にいることから得られるが、[株式を]売却する少数派株主には知られていない重要な事実——売主の判断に影響を与えるであろう情報——を開示せずに、少数派株主から株式を購入することを違法にすることである。この開示義務は、会社の内部者が情報をもたない少数派株主を食い物にするためにその地位を利用することを阻止する必要性に由来するものである…。ある裁判所はこれを信託義務と呼び、他の州では特別な状況（special circumstances）によって課された義務と呼ぶ。」YがXに株式を購入する申し出をしたとき、判断に影響を与えるであろう重要な事実をすべて開示する必要性がX-10B-5のもと存在した。それにもかかわらず、収益および資産の増大、株式購入のYの究極の目的を開示しなかったことはX-10B-5違反を構成する。

③ 検 討

Speed判決やLynch判決のように、取締役（多数派株主）が（少数派）株主から個人的に（相対取引で）株式を購入した事案は、19世紀後半から20世紀前半にかけて多く訴訟として提起された。それらにおいては、取締役（多数派株主）が、実際の購入主体が誰なのかを隠すために代理人を通してあるいは代理人の振りをして、少数派株主には取得でき

ない情報を開示せずに、あるいは当該会社の見通しについてあえて悲観的なことを述べて、少数派株主に株を手放すことを誘引すること等を行って、株式を購入したことが問題となった。そこでの論点は、取締役（多数派株主）の（取引の相手方となった特定の）株主に対する信認（開示）義務が認められるか否か、ということであり、当初は当該義務を肯定する立場をとる法域が少数派（「少数派ルール」と呼ばれる）で、多くの法域ではそれを否定していた（「多数派ルール」）<sup>(35)</sup>が、徐々に少数派ルールが多数派ルールに取って代わっていくことになる（実際、Speed判決も少数派ルールの立場をとっている）。このような、少数派株主に情報を開示しないで株式を購入した取締役には開示（信認）義務違反が認められるとされていく流れを支えた理論は、連邦最高裁判所の Strong v. Repide<sup>(36)</sup>判決で述べられた「特別な事実理論（special fact doctrine）」、すなわち、取締役は個々の株主との間に信認関係には立たないものの、「特別な事実」があるなら、個々の株主に対して開示（信認）義務を負うという法解釈であり、Speed判決で述べた「特別な状況（special circumstances）によって課された義務」はまさにこれを指していると思われる。こうした義務を課すことによって、Speed判決は、取締役（多数派株主）が少数派株主を食い物にするためにその地位を利用することを防ごうとしたのである。

このように、Speed判決を引用しながら、デラウェア州が少数派ルールを事実上受け入れ、取締役が会社の株を購入する時売主たる株主に対して売却の判断に重要な情報を開示しなければならないとしたのが、Lynch判決であった<sup>(37)</sup>のである。

### （3）Lynch判決後の発展

Lynch判決後、取締役の負う開示義務について、次のような法の発展があったように思われる。

- ① 取締役の負う開示義務は、取締役会が株主に何らかの行為を求めるときに課せられる<sup>(38)</sup>

Stroud v. Grace判決は、Lynch判決の述べた「正直でいる義務（duty

of candor)」の意味するところについて論ずる中で、デラウェア州の会社の取締役が、株主に何らかの行為を求めるときに、取締役会の権限の範囲内で、重要な情報全てを十分そして公正に開示する信託義務を負うという、十分確立した判断を示したものと述べた（本報告（注31））。取締役が株主に行為（例えば取引に関する株主総会の承認等）を求めるときのみ開示義務を負うと述べたところは、それに続く判例で引用されていくことになった。<sup>(39)</sup>

② いったん開示したら、取締役は、誤導的な部分的開示を避けなければならない

例えば、Zirn v. VLI Corp. 判決は、Lynch 判決が、T社の総資産の価値に関して信頼できる評価を2つ有していたところ、総資産の最低価格の評価だけを部分的に開示し、最高価格の評価を開示しなかったことを引用して、取締役は、提案の取引に関する重要な事実全てを開示する伝統的な義務に加えて、誤導的な部分的開示を避ける信託義務を負う、と述べている。また、Arnold v. Society for savings Bancorp 判決も、<sup>(41)</sup>同様に Lynch 判決の当該部分を引用して、被告が合併に至る経緯の部分的な開示を一旦したならば、彼らは経緯について正確で十分に公平な情報を株主に伝える義務を負うことになる、と述べている。

#### IV. 注意義務

##### 1. 受託者

受託者の注意義務について、信託法第3次リステイトメント第77条は、次のように規定する。

- (1) 受託者は、合理的な人が信託の目的、信託条項、およびその他の事情に照らしてするであろうように、信託を管理する義務を負う。
- (2) 注意義務とは、合理的な注意、能力および配慮をすることをいう。
- (3) 受託者が特別な資質または通常の合理的な人よりも高度の能力を有するとき、またはこれを有すると称することにより指名されたときには、受託者はその資質または能力を用いる義務を負う。

受益者が受託者の注意義務違反の責任を問う場合、一般の不法行為と

同様に、注意義務の存在、その義務違反、因果関係および損害の要件を満たすことを、受益者が全て立証する必要があるとされ、忠実義務のよ<sup>(42)</sup>うに、受託者の責任を追及する際の立証責任の緩和はなされていない。

## 2. 取締役

(1) Allied Chemical & Dye Corporation v. Steel & Tube Co. of American<sup>(43)</sup> 判決——デラウェア州で、取締役の注意義務の基準について明確にしようとした、おそらく一番最初の事案<sup>(44)</sup>

### ① 事 案

Y社の少数派株主であるX社等が、Y社の事業の全てを譲渡する契約について、詐欺があり差止めを求めて、Y社及びそのオフィサー・取締役等に対して訴えを提起した。

### ② 判 旨

多数派株主が全資産を売却する権利は制定法で与えられているが、それでもその売却が少数派株主に対する詐欺となるなら、行うことは認められない。取締役と会社の間には信認関係があることは誰も疑わないであろう。それと同じ考えから、多数派株主と少数派株主がそれに類似した関係に立つとされる場合もある。

本件では、資産の購入者とYらは全く関係がなく、多数派株主が売却から得る個人的な利益は示されていない。しかし、当該売却に賛成する多数派株主は、単に、会社の資産を直接的または間接的に私用に供してはならないという義務のみならず、当該資産を公正で十分な価格で売却しなければならないという義務もまた負っている。価格の不十分性によって常に取引が詐欺的と判断されるわけではないが、その不十分性が詐欺のバッジとして示されるほどひどい(gross)ものであるなら、話は別である。承認された取引価格が公正な価格とされるものより遥かに低く、詐欺か、他者の権利への reckless indifference (未必の故意ないし認識ある過失ある無関心)の理論でしか説明できないものであるなら、その売却は維持できない。

### ③ 検 討

本判決では、多数派株主が少数派株主との間で信託関係に立つことを認め<sup>(45)</sup>多数派株主が問題となっている売却から個人的利益を得ていなくても、価格があまりに不十分で詐欺のバッジとして示されるような場合や reckless indifference でしか説明できない場合には、その売却は認められないとした。

この判決以降、取締役または多数派株主が個人的利益を得ていない事案では、価格の不十分性等によって詐欺が擬制・示唆されるか reckless (未必の故意ないし認識ある過失) が認められエクイティが介入するものと、それらが認められずエクイティによる介入がないものにとわかれて、法が<sup>(46)</sup>発展していくこととなるように思われる。まず、後者の事案から見てみることにする。

#### (2) その後の発展——ビジネス・ジャッジメント・ルール (Business Judgment Rule) が適用された事案

デラウェア州でビジネス・ジャッジメント・ルールを述べた初期の事案である、Robinson v. Pittsburgh Oil Refining Corporation 判決を紹介<sup>(47)</sup>する。これは、会社の全資産の売却について、取締役が交渉に当たっていた当該売却の条件が会社の最善の利益に適っていないとして、差止めが求められた事案であり、デラウェア州衡平裁判所は次のように述べた。

本件は、上記の Allied 判決とは、次の二点で異なる。一つは、Allied 判決ほど多数派株主の支配権が強くないこと、もう一つは、Allied 判決に見られたような個人的な利益や動機付けを欠いている（本件では取締役の個人的利益や動機付けは開示されていた）ことである。

「したがって、被告会社の取締役は、…会社の利益について誠意をもって行動したという、法が与えた推定を纏うことになる。」<sup>(48)</sup>本件で、原告は取締役が故意に詐欺を行っていたとは主張していない。そうではなく、取締役の意図がいかに誠実であったとしても、詐欺を示唆するほど不公正な取引を取締役がしたと主張しているのである。もし詐欺を示唆するほど、売却の条件が明らかに不公正であるなら、取締役に有利に働く公正性の推定が覆されることになる。

本件では、2つの申し出があり、「取締役が…健全な判断をしたことにそれ

以外の者が同意しようがしまいが、それでも本件での取締役の行為は誠実で健全な経営判断の行使の範囲から完全に外れるほど不合理なものであったとは言い得ない<sup>(49)</sup>」。

このように、Robinson 判決は、Allied 判決で述べられたことを前提に、詐欺を示唆するほど不公正ではないとして、取締役の行為が誠実で健全な経営判断の範囲内にあるとした。本判決および Allied 判決、Bodell デラウェア州最高裁判決を引用して、取締役に有利な推定をし詐欺（取締役の個人的利益等）が認められない限り、経営判断の事項として裁判所による介入の正当性がないとした事案が、この後続くことになる<sup>(50)</sup>。

### （3） その後の発展——ビジネス・ジャッジメント・ルール<sup>(51)</sup>の保護を受けないとされた事案

他方、Allied 判決では、価格の不十分性等によって詐欺が擬制・示唆されるか reckless（未必の故意ないし認識ある過失）が認められると、エクイティによる介入がなされると述べた。そこで、ビジネス・ジャッジメント・ルールが認められなかった事案を、以下紹介する。

#### ① Penn Mart Realty Co. v. Becker 判決<sup>(51)</sup>

これは、G社の取締役が、会社の資産（株式）を実際の価格より遥かに安い価格であることを知りながら売却したことに重大な過失があり、会社の資産の waste（浪費）にあたり、したがって信認義務に違反したと主張された事案（株主代表訴訟）である。裁判所は、本件では、自己取引も詐欺も主張されていないが、取締役は、重過失によって、会社の資産を waste することによって、信認義務に違反し得ること、また、確かに、取締役には good faith で株主の利益のために行為したという推定が与えられるが、本件にまで及ぶものではないことを述べた。

#### ② Kaplan v. Centex Corp. 判決<sup>(52)</sup>

これは、L社の株主が、L社がジョイントベンチャーで関わりのあるC社とH社にその有する持分を譲渡した際に、全く対価を（または不十分な対価しか）得られなかったと主張して、L社、C社、H社及びその関係する個人に対して株主代表訴訟を提起した事案である。被告はビジ

ネス・ジャッジメント・ルールが適用され、当該譲渡の責任は問われないと主張したが、裁判所は、「情報を得た取締役が審査対象となっている当該取引を承認する経営判断を實際行つたと証明することに、ビジネス・ジャッジメント・ルールの適用の必要性はかかっている。ここでの問題は、原告が主張するように、それがなされたことと証拠は示していないことである。…取締役の判断が取引の特異性に我慢して付き合つてなされたことが証明されていないのである。」と述べ、記録上の状況や矛盾点から、記録を調査して判断を下すこととした。

③ Gimbel v. Signal Cos.<sup>(53)</sup> 判決

これは、Y社の少数派株主Xが、Y社がB社にY社の完全子会社であるO社の全株式を売却する取引について差止めを申し立てた事案である。裁判所は以下のように述べ、暫定的差止めを認めた。

同取引はY社の取締役会決議で承認されていた。Xは、この取引にY社の取締役の詐欺的な自己取引があったことを主張できていないことから、問われるべきなのは、Y社の取締役会決議で承認された価格が、取引の開始を暫定的に差し止めることを正当化するほど、recklessであったかということである。

Robinson 判決で述べられたように、取締役には誠実に行為したという推定が通常働き、議論はそこから始めることが先例で求められている。このビジネス・ジャッジメント・ルールが適用されるか否かは、情報を得た取締役が、審査対象となっている当該取引を承認する経営判断を實際行つたことが立証されたか否かにかかっている。

Recklessの主張が認められるには、価格がひどく不十分なものであったこと、取締役会が重要な点で情報を得て合理的な熟慮をもって行為していなかったこと（具体的には、B社からの申し出を受ける前に、取締役会がO社の資産について最新の評価の情報を得ていなかったこと）が示されなければならない。

取締役会が当該取引を承認した際の速さと、O社の価値について証拠に不一致があり、その有効性について判断できず、より完全な調査が求められる等から暫定的差止めは認められる。

これらにおいては、いずれも、重過失か、reckless（未必の故意ないし認識ある過失）が認められた場合に、ビジネス・ジャッジメント・ルールによる保護が否定されるとした。前記 Bodell デラウェア州最高裁

判決, Allied 判決及び Robinson 判決によれば, それらは「<sup>(55)</sup>実際または擬制される詐欺 (for fraud, actual or constructive)」として, エクイティの介入対象になるということだと思われる。

## V. おわりに

これまで, 会社の取締役の負う義務について論じた初期の判例を取り上げ, その後の発展を検討してきた。それらの中には, 取締役が会社 (株主) に対して, 受託者同様の立場に立つとして, それに準ずる義務を負うとしたものもあったものの, 受託者とは異なるように解釈・発展してきたものもあった。すなわち, corporate opportunity (会社の機会) の事案では, 受託者同様に, 利益相反の厳格な禁止とそれに違反した場合の利益の吐出しが求められたものの (本報告 II. 2. (1)), 利益相反一般の法的取扱いは徐々に緩和されていったし (同), 取締役の負う開示義務は, 取締役会が株主に何らかの行為を求めるときに課せられることとされた (本報告 III. 2. (3))。さらに, 注意義務の違反の有無は重過失基準で判断され (本報告 IV. 2. (3)), 取締役が個人的利益を得ていない事案では, 価格の不十分性等によって詐欺が擬制・唆されるか reckless (未必の故意ないし認識ある過失) が認められないなら, 取締役の判断は保護されるというビジネス・ジャッジメント・ルールが適用されるようになったのである (本報告 IV. 2.)。

このように, 忠実義務および注意義務, そして情報提供義務いずれにおいても, 取締役の負うその範囲および程度は, 受託者より緩和され, 予見可能性も高く解釈されてきたように思われる。これらにより, 受託者に適用される法 (信託) より, 取締役に適用される法 (会社) の方がリスクの許容度が高く, 制定法 (特に連邦証券取引諸法) による情報開示規制やガバナンスの確立が求められていることと相まって, 会社が行う事業を行う主体として適するように, 発展させてきたのだと思われる。

(1) 例えば, Sveinbjorn Johnson, *Corporate Directors as Trustees in Illinois*, 23 ILL. L. REV. 653 (1929), Rudolph E. Uhlman, *The Legal Status of Corporate*

*Directors*, 19 B. U. L. REV. 12 (1939), A.A.Berle, Jr., *Corporate Powers as Powers in Trust*, 44 HARV. L. REV. 1049 (1931) 等参照。

- (2) Uhlman, *supra* note 1, at 14,16は、受託者は信託財産の法的な所有者であるのに対し、取締役は会社財産の所有者ではないこと等から、取締役が受託者であるということは不正確とし、信託法や代理法が時に類推適用されることはあっても、それらは取締役に適用される一般的な基準とはなり得ないと述べる。また、Johnson, *supra* note 1は、裁判所が不必要に、取締役が株主にとって受託者である旨を述べてきたと事例を挙げながら述べ、取締役に従来に信託法や代理法でなされてきた法的分類の一つに適合させようとする（取締役を受託者として分類しようとする）とうまくいかなくなると批判した上で、それでもなお、当時の裁判所は、取締役に従来に分類のいずれかに（無理にでも）入れなければならないと感じたようであったと指摘する（at 670-671）。本報告Ⅲ. 2. (2) で紹介するように、会社の取締役が個々の株主から（個人的に）株式を購入する事案でも、取締役に信託義務を認める形で責任が肯定されるようになったが、そこでも、不必要に（詐欺等の他の法に基礎づけて責任肯定をすることができたし、その方が解釈として容易であったのにもかかわらず）信託義務違反が持ち出されたことを指摘する論稿もある。例えば、H.L.Wilgus, *Purchase of Shares of Corporation by a Director from a Shareholder*, 8 MICH. L. REV. 267, 271-272, 297 (1910) 等。このように、なぜ裁判所が、取締役の責任について肯定する際に、（当時、他の法的アプローチも可能であったのに、むしろ解釈に困難性を伴うように思われた）信託義務を課し、それに違反したとするアプローチを好んで使ってきたのか、それ自体興味深いように思われる。
- (3) 例えば、取締役の利益相反取引一般の法的取扱い（本報告Ⅱ. 2. (1)）参照。
- (4) Berle, Jr., *supra* note 1, at 1049.
- (5) 実際、本報告で取り上げる判例においても、株式を発行する権限（例えば、Bondell v. General Gas & Electric Corp. 判決）や他の会社の株式を取得する権限（例えば、Loft, Inc. v. Guth 判決）等が問題となっているように思われる。
- (6) 例えば、Zirn v. VLI Corp., 621 A.2d 773 (Del.1993) では、「取締役が合併の承認に関係する重要な事実全てを株主に開示することの要求は、注意義務および忠実義務から生ずる。」（at 778）と述べ、これはそのままCinerama, Inc. v. Technicolor, Inc., 663 A.2d 1156, 1163 (Del. 1995) 等で

引用されている。他方, *Malone v. Brincat*, 722 A.2d 5 (Del.1998) は, 開示義務が「注意義務, 忠実義務そして good faith の義務という信認義務の組み合わせから生ずる」(at 11) として, good faith の義務に言及するが, これは, 取締役の負う信認義務の内容として, 忠実義務, 注意義務の他に good faith の義務が含まれるかどうかについて, 長年争いがあったことの反映と思われる(結果的には, 忠実義務や注意義務とならぶ独立した信認義務としての good faith の義務は, 2006年のデラウェア州最高裁で否定された)。この点につき, 萬澤陽子「アメリカにおける取締役の不作为の責任——1891年の *Briggs* 判決から2006年の *Stone* 判決に至るまで」神作裕・三菱 UFJ 信託銀行フィデューシャリー・デューティー研究会編『フィデューシャリー・デューティーの最前線』300, 327-333頁(有斐閣・2023)参照。

- (7) 樋口範雄 = 神作裕之編「アメリカ信託法第3次リステイトメント翻訳」『現代の信託法 アメリカと日本』342-362頁(弘文堂・2018年)。以下, リステイトメントの訳については全て同様に当該箇所から抜粋している。
- (8) Restatement (Third) of Trusts §78 cmt.b.g (Am.La.Inst.2007)。
- (9) 樋口範雄『フィデューシャリー[信認]の時代——信託と契約』(有斐閣・1999年)185頁。
- (10) 23 Del.Ch. 138 (Del.Ch. 1938)。
- (11) Harold Marsh, Jr., *Are Directors Trustees ?*, 22 Bus. LAW 35 (1966)。
- (12) Marsh, Jr., *supra* note 11, at 36-37. このような厳しいルールが一般的であった理由として, 仮に会社と利益相反に立つ取締役が契約承認の決議に参加していなかったとしても(また, それ以外の取締役の多数派がその契約を承認したとしても), 利益相反に立つ取締役が, それ以外の取締役の判断に影響を与えてしまう可能性があり, 結果として公平な決議ができないことが懸念された旨述べられている (Id. at 37)。
- (13) Id. at 39-40. ただし, 取締役会の過半数が利益相反の立場にあるなら, 会社または株主の請求により, 取引の内容の公正性にかかわらず, 無効とされた (at 40)。
- (14) Id. at 43. ここでのルールの変更も, いつの時点で, 何をきっかけに(どのような理由で)なされたのかを特定するのは困難である(州によっても立場は異なった)ことが指摘されている (Id.)。
- (15) なお, デラウェア州では, その後会社法144条が制定され, 利益相反取引について以下のように規定している。「(a)会社と1人以上の取締役またはオフィサー(以下「取締役等」)との間の契約または取引(以下「契約

等)], 会社と1人以上の取締役等が, 取締役等であるか, 金銭的な利益を有している他の会社との間の契約等は, それだけで, または当該契約等を決議した取締役会にその取締役等が出席したというだけで, あるいはその取締役等の議決権が数に入れられたというだけで, 無効または取り消しうべきものにならない。ただし, そのためには以下のいずれかの要件を満たす必要がある。(1)当該取締役等の関係または利益および当該契約等について重要な事実(以下「重要な事実」)が取締役会に開示されるか, 知られており, 取締役会が利害関係のない取締役の過半数の賛成によって当該契約または取引を good faith で可決すること(たとえ利害関係のない取締役が定足数を下回っても同様とする), (2)重要な事実が議決権を有する株主に開示されるか, 知られており, 当該取引等が株主の議決権行使によって good faith で承認されること, (3)当該契約等が取締役会または株主によって決議, 承認された時点で会社にとって公正であること。] この立場は, 上記の判例の発展と整合的と言える。なお, 株主による契約の承認は, 少なくとも詐欺や不公正さがなければ, 利益相反の取引を有効にするのに十分であるという立場が全ての事案で取られていたようである。See Marsh, Jr., *supra* note 11, at 48-49.

(16) 15 Del.Ch. 119 (Del. Ch.1926).

(17) 実際, 本件の上訴審である, デラウェア州最高裁判所(15 Del.Ch. 420 (Del.1927))は, 次のように述べ原審を維持したが, そのアプローチは, ビジネス・ジャッジメント・ルールによる保護を認めるとしたように思われる。

結局, 本件での争点はこれに尽きる——被告は, 株式を売る権利, すなわちA種類株主に対してのみ25ドルで株式を発行する権限があるか。被告は, 会社に与えられている無額面株式を売る権限及びその対価を決める権限は, 広く, 無制限であり, 詐欺がない限りいかなる場合も制約されてはならないと主張する。私たちは, 制定法の広範で一般的な文言は, 取締役が有利なように解釈されるべきとしてきた。本件で, 取締役が会社の最善の利益と信ずることに慎重ではなかったことを証明するものが何もないなら, 誠実な経営判断の誤りは確かに裁判所によって審査されるべきではない。

「この件について, 一般的なルールを述べることは不可能かもしれないが, 私たちは, 無額面株式の発行に関する取締役会の裁量は, 不正な動機付けや, 個人的利益, 専断的な行為, 会社の利益や株主の権利に対する意

図的な放棄といった、実際または擬制される詐欺がないのなら、介入すべきでないと考える。」(Id. at 427.)

- デラウェア州でビジネス・ジャッジメント・ルールは、本報告IV. 2.(2)で述べるように、既に1924年の判決 (Robinson v. Pittsburgh Oil Ref. Corp., 126 A. 46 (Del.Ch. 1924)) で述べられており (ただ、本件 Bodell 判決最高裁では、事案として類似すると思われる Atlantic Refining Co. v. Hodgman, 13 F.2d 781 (3d Cir. 1926) [同じ株式会社について異なる価格で販売したことが問題となった事案]) を引用していた), 1920年代には、ビジネス・ジャッジメント・ルールを述べた初期の判例が出るようになったようである。See Henry Ridgely Horsey, *The Duty of Care Component of the Delaware Business Judgment Rule*, 19 DEL. J. CORP. L. 971, 981-985 (1994).
- (18) 例えば、萬澤、前掲 (注6) 329-333頁参照。
- (19) 564 A.2d 651 (Del. Ch.1988)。
- (20) 被告となったA社の取締役による反論に対して、裁判所は、取締役会が株主の議決権行使を阻止しようとするという問題は、ビジネス・ジャッジメント・ルールの及ぶ範囲にはなく、取締役が good faith だからといって受認者たる取締役の判断に委ねられるものではないとした。また、取締役の利益相反がないという主張や注意義務違反はないという主張は、取り上げていないと思われる。
- (21) 564 A.2d at n.2.
- (22) また、本事案で引用する「2つの最近のデラウェア州判例」の1つである、Aprahamian v. HBO & Co., 531 A.2d 1204 (Del. Ch. 1987) は、「会社の選任手続は、それが法的効力を有するためには、綿密な公正性をもってなされなければならないし、いずれの候補者または全候補者に対して、いかなる利益も与えられず否定もされず、なされなければならない。コーポレートデモクラシーの利益のために、会社の選任制度に責任を負う者には、最も高い基準で…行為することを遵守させなければならない。よって、定時株主総会を延期する取締役の行為について、正当であるとのいかなる推定も、ビジネス・ジャッジメント・ルールは与えない。完全に逆である。少なくとも表面上、選任制度が操作されているかのように見えた時には、選任[制度]に責任を負う者はその行為を正当化するために説得する負担 (the burden of persuasion) が課せられることになるのである。…説得する負担とは、定時株主総会を延期しようとする側が、延期することが株主にとって最善の利益になることを立証しなければならないものである。」(at

1206-1207) と述べる。

(23) 樋口範雄『アメリカ信託法ノートⅡ』(弘文堂・2003年) 191頁。

(24) Id. at 8-9. 樋口教授は、以下のように述べる。

受託者の義務の考察には、忠実義務・注意義務という2大義務に情報提供義務を加えるのが有意義である。前2者は車の両輪として機能し、情報提供義務は潤滑油に例えられる(情報がなければ前2者の義務違反を感知し得ない)。

(25) 383 A.2d 278 (Del. 1977).

(26) *Arnold v. Society for Sav. Bancorp, Inc.*, 650 A.2d 1270 (Del. 1994)は「開示義務に関するデラウェア州法の始まりは、大きな影響力を有する Lynch 判決まで遡ることができよう」と明確に述べ (at 1276), 「その後続く、数多くの判例は開示の信託義務の存在を認めてきた」(at 1277) と述べる。

(27) *Allied* 判決は本報告Ⅳ. 2. (1) 参照。

(28) *Epstein* 判決は本報告(注45) 参照。

(29) 1951年の *Speed* 判決(本報告Ⅲ. 2. (2)) を引用してこのように述べる。

(30) ここでも1951年 *Speed* 判決(本報告Ⅲ. 2. (2)) が引用されている。

(31) 「正直である義務」(duty of candor) は、後のデラウェア州最高裁判例 (*Stroud v. Grace*, 606 A.2d 75 (Del. 1992)) で、開示に関する独自のルールまたは特別なルールを導入したわけではなく、デラウェア州の会社の取締役が、株主に何らかの行為を求めるときに、取締役会の権限の範囲内で、重要な情報全てを十分そして公正に開示する信託義務を負うという、十分確立した判断を示したものにすぎないということが明確に述べられている (Id. at 84)。

(32) 1977年の Lynch 判決で、デラウェア州法上、取締役の開示義務がはじめて認められ、その後、1990年代の判例で発展していったことについて、なぜそれ以前に(もっと早くに)それが認められなかったのかという疑問が生ずるかもしれない。この背景には、連邦による証券取引規制によって、上場会社の取締役に開示義務が課せられてきたことから、重ねて州法で認める必要がないとの判断があったようである。それが、1990年代になると連邦法によるクラスアクションに対する規制が強化されるようになり、具体的には、1998年の連邦法(*Securities Litigation Uniform standards Act*(証券訴訟統一基準法))が制定され、証券の不実表示に関する訴訟(クラスアクション)はもっぱら(手続的にも実体的にも州より要件が厳しい)連邦裁判所に提起することが要求されるようになったが、これには2つの(州

裁判所にクラスアクションを提起できる) 例外が認められ、その一つが州法で会社の取締役が株主に対する開示(信認)義務を既に課していることに関するクラスアクションだったとのことである。Malone v. Brincat, 722 A.2d at 12-13参照。

- (33) 99 F.Supp.808 (D.Del.1951).
- (34) Id. at 828-829.
- (35) 会社の取締役が個々の株主から株式を購入する場面で、信認義務を認めることには、当時の法解釈上、少なくとも2つのハードルが存在した。詳細は、萬澤陽子『アメリカのインサイダー取引と法』121-146頁(弘文堂・2011)を参照願いたい。
- (36) 213 U.S. 419 (1909). Strong 判決は、「…会社の取締役と株主の間の通常の関係は、取締役が株主から株式を購入する前に、同社の株価に関して取締役自身が有している一般的な情報を、株主に開示する義務が課せられるような信認的性質ではないと認めたとしても、特別な事実によってそのような義務が存在する場合がある。」(Id. at 431.)と述べ、Yが取締役・多数派株主であったのみならず、Xから株式を購入した時に、会社の運営に関して強大な権限を持っていたこと、Yは代理人を雇って正体を隠して株式を購入しようとしたこと等が「特別な事実」に当たるとした。
- (37) Lawrence A. Hamermesh, *Calling Off the Lynch Mob: The Corporate Director's Fiduciary Disclosure Duty*, 49 VAND. L. REV. 1087, 1117-1118 (1996).
- (38) 606 A.2d 75, 84 (Del.1992).
- (39) Arnold v. Society for savings Bancorp, 650 A.2d 1270, 1277 (Del. 1994), Zirn v. VLI Corp., 681 A.2d 1050, 1056 (Del.1996), Loudon v. Archer-Daniels-Midland Co., 700 A.2d 135, 143 (Del. 1997), Malone v. Brincat, 722 A.2d 5, 9,12 (Del.1998). Loudon 判決は、株主の経済的権利または議決権に関係しないなら、取締役の開示が問題となる事案で損害賠償責任を取締役に課す当然違法原則(per se doctrine)はない、と述べる(700 A.2d at 138)。
- (40) 681 A.2d at 1056.
- (41) 650 A.2d at 1280. Malone 判決は、株主に行為が求められていない時でも、取締役が株主に情報を開示することについては、信認義務——注意義務、忠実義務、good faithの義務——が適用され、虚偽の情報が伝えられた場合には、一つ以上の信認義務に違反することになり得ると述べる(722 A.2d, at 12)。なお、取締役の信認義務において good faithの義務がどの

## アメリカにおける取締役の信託義務と受託者の信託義務の比較

- ように位置づけられるのかについては、萬澤、前掲（注6）329-333頁参照。
- (42) 樋口、前掲（注9）184-185頁。
  - (43) 120 A. 486 (Del. Ch. 1923).
  - (44) Horsey, *supra* note 17, at 983. 同論文によれば、デラウェア州で、取締役の注意義務の存在が初めて論じられたのは、1963年の *Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co.*, 188 A.2d 125 (Del. 1963) 判決でのことだったようである。デラウェア州裁判所は、1963年の同判決まで、実際の詐欺または擬制される詐欺についてはしばしば論じていたが、取締役の注意義務については、滅多に——あったとしてもほんの間接的な言い方でしか——触れることはなかったと述べられている (at 982-983)。
  - (45) 前述の *Lynch* 判決デラウェア州最高裁 (383 A.2d 278) では、原審 (*Lynch* 判決第一審) が、この *Allied* 判決と *Epstein v. Celotex Corp.*, 238 A.2d 843 (Del.Ch.1968) [*Allied* 判決を引用し、S社の56%を保有する多数派株主で、会社財産の売却を阻止できる立場にいる被告は、他の一般株主に対して、より高い義務を負うことになる」と述べた事案] に依拠する形で、T社の多数派株主に、公開買付けに関する事実や状況を全て十分開示する「完全な正直さ」を求める信託義務を課した（そして、デラウェア州最高裁自身もそのことに同意する）旨述べている (383 A.2d at 279) (本報告Ⅲ. 2. (1) 参照)。
  - (46) 1927年の *Bodell* デラウェア州最高裁判決でも、「不正な動機付けや、個人的利益、専断的な行為、会社の利益や株主の権利に対する意図的な放棄といった、実際または擬制される詐欺がないのなら、介入すべきでない」と考える。」(15 Del.Ch. at 427) と述べていた。本報告（注17）参照。
  - (47) 126 A. 46 (Del.Ch.1924).
  - (48) 126 A. at 48.
  - (49) 126 A. at 49.
  - (50) 例えば、*Davis v. Louisville Gas & Elec. Co.*, 142 A. 654, 660 (Del. Ch. 1928); *Karasik v. Pacific E. Corp.*, 180 A. 604, 607 (Del. Ch. 1935), *Cole v. National Cash Credit Ass'n*, 156 A. 183 (Del. Ch. 1931), *Porges v. Vadsco Sales Corp.*, 27 Del.Ch. 127 (Del.Ch. 1943), *Cottrel v. Pawcatuck Co.*, 128 A.2d 225 (Del. 1957), *Mitchell v. Highland-Western Glass Co.*, 19 Del.Ch. 326 (Del.Ch.1933) 等がある。
  - (51) 298 A.2d 349 (Del. Ch. 1972).
  - (52) 284 A.2d 119 (Del. Ch. 1971).
  - (53) 316 A.2d 619 (Del. 1974).

- (54) デラウェア州における注意義務違反について重過失を要求することは、ビジネス・ジャッジメント・ルールの適用の可否の議論の中で、繰り返し述べられてきた。例えば, *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345, n.31 (1993). *Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co.*, 188 A.2d 125, 130 (Del. 1963), *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984), *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858, 873 (Del. 1985) 等参照。
- (55) 15 Del.Ch. at 427.

(筑波大学ビジネスサイエンス系准教授)