

取締役による会社関係者の利害の調整 (2・完) ——アメリカの利害関係者制定法 (Constituency Statutes) を中心として——

畠 田 公 明

- 1 はじめに
- 2 理論的背景と立法の沿革
- 3 利害関係者制定法の是非に関する論議
- 4 利害関係者制定法の分類 (以上 47 巻 3・4 号)
- 5 利害関係者制定法をめぐる裁判例の検討
- 6 取締役の従来の伝統的な信任義務に与える影響
- 7 結び (以上本号)

5 利害関係者制定法をめぐる裁判例の検討

(1) 数少ない裁判例

前述のように、各州の利害関係者制定法は、その個々の要件等において相違がみられ、また規定内容について明確でないものもある。そこで、利害関係者制定法が具体的な事例でどのように適用・解釈されているのかについて、検討する必要がある。利害関係者制定法を引用する裁判例は、後述するように、そのほとんどが企業買収の防御に関する事例である。このことは、前述の立法の沿革上、利害関係者制定法が企業買収防止のために誕生したことから、当然であるといえることができるであろう。しかし、利害関係者制定法に関する裁判例の数は少ない。その理由として、1980 年代の終わりから敵対的企業買収が比較的少なくなったのに対して、大部分の利害関係者制定法が

1980年代の末まで採用されなかったこと、また、他の企業買収防止制定法（antitakeover statutes）の存在および取締役によるステークホルダー経営の展開が利害関係者制定法を不要にしたということが、挙げられている⁽¹¹²⁾。また、利害関係者制定法は、その考慮の対象となる利害関係者として規定されている従業員、顧客、供給者および地域社会によって、利用されていない。その理由として、明文の規定で利害関係者の原告適格を否定する利害関係者制定法を有しない州においても、利害関係者の利益の考慮が裁量的なものである利害関係者制定法のもとでは、裁判所が利害関係者に原告適格を認めるようなことはしないこと、また、その原告適格が認められるとしても、利害関係者の諸利益の考慮の程度および考慮される利益の決定について明確な基準がない場合に、裁判所は、利害関係者の一グループに有利な判断を下さないであろうから、利害関係者のグループが会社の一定の行為を求める訴訟において利害関係者制定法を引用することは徒労に終わるであろうということが、挙げられている⁽¹¹³⁾。

以下では、具体的事案での利害関係者制定法の適用・解釈について、まず、ペンシルバニア州法を引用する裁判例を検討する。ペンシルバニア州法は、前述のようにアメリカの各州のなかで最初に利害関係者制定法を設けた州であり、また比較的裁判例が多いからである。次に、その他の州法を引用する裁判例を検討し、最後に、利害関係者制定法を定めていない州において利害関係者の利益の考慮はどのように考えられているかについて、アメリカで先例としてしばしば引用されるデラウェア州の裁判例を検討する。

(2) ペンシルバニア州の利害関係者制定法を引用する裁判例

例えば、Baron v.Strawbridge & Clothier 事件⁽¹¹⁴⁾では、ペンシルバニア州のフィラデルフィアに主たる営業の場所を有する、ペンシルバニア州法のもとで設立された会社 Strawbridge & Clothier が敵対的な株式公開買付けの脅威にさらされ、これに対応して、その会社を支配する経営陣が、株式の数を

倍増しかつA組 (Series A) (1株につき1個の議決権を有するが、B組の株式よりも配当率が10%高い。)とB組 (Series B) (1株につき10個の議決権を有するが、その株式の譲渡が原則として制限される。また、B組の株式はA組の株式に転換可能であるのに対し、A組の株式はB組の株式に転換できない。)に株式の再種類分け (reclassification) を行う計画を年次株主総会に提出して株主の承認を得ようとした。この案が承認されるならば、支配株主が議決権の過半数を支配することは可能であった。そこで、当該公開買付けを行う原告株主 Baron は、Strawbridge & Clothier の取締役会による当該再種類分け案の株主総会への提出を防止するための予備的差止命令 (preliminary injunctive relief) を申し立てた。裁判所は、①取締役会が詐欺・不誠実または私利で行為してはいないこと、②株式の再種類分け案その他の企業買収対抗措置は適法な会社の目的にかなうこと、③株式の再種類分け案自体は適法でありまたすべての株主に公平な選択の自由を提供することを述べたうえで、結論として、原告が回復不能の損害または本件訴訟の本案について勝訴の蓋然性を立証していないことから、原告の予備的差止命令の請求を拒否した⁽¹¹⁵⁾。裁判所は、前記判示②においてペンシルバニア州の利害関係者制定法を引用して、「会社が・・・・・・株式公開買付けの成功の場合に会社の従業員・顧客および地域社会に及ぼすであろうその影響を考慮することは、適切であった」と判示した⁽¹¹⁶⁾。また、裁判所は、Enterra Corp. v. SGS Associates 事件⁽¹¹⁷⁾を引用して、ペンシルバニア州法のもとでは、会社の株主の最善の利益のために行為すべき会社の取締役の信任義務により、企業買収が標的会社を害するであろうと取締役が判断する場合に、その取締役は企業買収の妨害を企てることを要求され、また、たとえその対抗措置が個々の株主の短期的利益を犠牲にするとしても、取締役は会社の繁栄に有害であると考えられる株式公開買付けに対抗する義務があることを判示した⁽¹¹⁸⁾。この裁判例に対し、利害関係者制定法が裁判所の結論に重要で効果的なものであったかは不

明瞭であるとか⁽¹¹⁹⁾、裁判所が前記①②③の判示内容からすれば、利害関係者制定法がなくても、同じ結論に達していたのではないかということがいわれる⁽¹²⁰⁾。しかしながら、本裁判例は、取締役会による株主以外の利害関係者に対する影響の考慮が妥当であることを認める根拠として、利害関係者制定法を引用していることに意義がある。

Keyser v. Commonwealth National Financial Corp. 事件⁽¹²¹⁾では、買収に関心のある会社 Meridian Bancorp からの合併の提案に対して、標的公司 Commonwealth の取締役会は、その提案を検討した後、友好関係にある他の会社 Mellon Bank との合併を最終的に承認した。そこで、Commonwealth の原告株主は、訴訟を提起して、取締役がペンシルバニア州法のもとでその会社の株主に負う信任義務に違反していることを主張した。これに対し、被告取締役らは、略式判決 (summary judgment) の申し立てを行った。裁判所は、結局、証拠から異なる合理的な推論がなされうるという理由で、被告の略式判決の申し立てを認めなかった⁽¹²²⁾。その際に、裁判所は、一株についての価格が唯一考慮すべき事柄ではなく、他の要素が重要であると述べたうえで、ペンシルバニア州の利害関係者制定法を引用して、「制定法によって、取締役会は合併の提案を評価する際にいわゆる社会的問題を考慮することができる」と判示し、さらに、「数名の取締役会構成員は、Commonwealth の従業員および地域社会について心配し、従業員雇用の機会は Meridian よりも Mellon とのほうが多いと考えていた」、ということに言及した⁽¹²³⁾。また、いったん会社が売却に出される場合には取締役はその最高価格を得る義務があるとする一連の判例に対して、裁判所は、前記 Baron v. Strawbridge & Clothier 事件の先例を引用して、「ペンシルバニア州法は、しかしながら、取締役が価格以外の要素を考慮することを認める」と判示した⁽¹²⁴⁾。本裁判例は、敵対的な企業買収に対する防衛手段として他の友好的な会社との取引を行う場合において、ペンシルバニア州の利害関係者制定法についての役割を認めている⁽¹²⁵⁾。

Norfolk Southern Corp. v. Conrail, Inc. 事件⁽¹²⁶⁾では、敵対的な株式公開買付けの標的公司 Conrail の経営陣が、その公開買付けに対抗するため、他の会社 CSX と友好的な合併を求めた。Conrail の経営陣は、その行為が会社の長期的利益と会社の利害関係者を保護するということを主張して、その決定を正当化した。敵対的公開買付けを行った会社 Norfolk Southern が、Conrail と友好的な CSX の公開買付けを防止するために一方的緊急差止命令(temporary restraining order)を求めたけれども、裁判所は拒否した。その際、裁判所は、ペンシルバニア州の利害関係者制定法を引用して、取締役は会社の最善の利益のために信任義務を負いまたその行為によって影響を受けるすべてのグループを考慮することができること⁽¹²⁷⁾、ペンシルバニア州制定法は二つの競合する申込みを評価する際の取締役の主たる考慮が株主の短期的利益であることを要求するデラウェア州の判例を認めないこと⁽¹²⁸⁾、制定法により取締役は株主の利益だけでなく他の利害関係者の利益をも含むすべての事項を考慮する権利を有すること⁽¹²⁹⁾、株主の唯一の関心が株主の収益を最大化する短期的な資金投資に関するものである場合には、デラウェア州の前記判例はその株主にとってすばらしいけれども、それは、国民および国家経済のために商品を製造しまた役務を提供する企業体の形式としての会社の経済的有用性および価値を完全に無視すること⁽¹³⁰⁾、ペンシルバニア州法のもとでは、取締役会は、いわゆる株式公開買付けに対して抵抗する方法に広範囲の裁量権を有すること⁽¹³¹⁾を述べている。本件の裁判所は、デラウェア州の判例を否定して、ペンシルバニア州の利害関係者制定法を支持し全面的に適用している。

AMP Inc. v. Allied Signal Inc. 事件⁽¹³²⁾では、標的公司 AMP に対して合併の提案をしていた会社 Allied Signal が、敵対的な株式公開買付けで企業買収を行う計画と、公開買付けを受け入れる過半数の取締役が選出されるように取締役会の規模を拡大する目的で AMP の業務規則を変更するための株主の

同意を勧誘する準備をすることを、表明した。これに対し、AMP の取締役は、その合併の提案を、適切なものではなくまた会社の最善の利益に合致しないとして、正式に拒絶した。そして、取締役会は、買収者が標的会社の 20% 以上の普通株式を取得したとき、買収者の保有する株式以外の各株式はその会社の新たに発行される株式を半額で取得する権利を伴うという、いわゆるポイズン・ピル (poison pill) を変更して、取締役会の支配に変更がある場合にそのポイズン・ピルを償還できなくかつ変更できないものとした。AMP は、取締役会の規模を拡大するための同意の勧誘は違法でペンシルバニア州法および公序に反するという、宣言的判決 (declaratory judgment) の性質を有する一部略式判決 (partial summary judgment) を求め、また、Allied Signal に対して、いろいろな利害関係者を考慮し会社の最善の利益に合致すると信ずるもので行為する機会を AMP の取締役会に与えないで AMP の支配を奪う計画を実行することを差し止めることを、裁判所に請求した。他方、Allied Signal は、前記ポイズン・ピルに対する変更が違法でペンシルバニア州法のもとで無効であるという、即時の宣言的判決 (declaratory judgment) を求め、また、AMP による前記変更規定の実施の差し止めに裁判所に請求した。裁判所は、Allied Signal の申立てを認めなかったけれども、AMP の申立てを一部認める命令を下した。その際、裁判所は、ペンシルバニア州の利害関係者制定法を引用して、AMP のポイズン・ピルを変更する際の行為は会社の最善の利益に合致するものと推定されること⁽¹³³⁾、取締役の信任義務はポイズン・ピルの償還を取締役に要求することなく、また、AMP の取締役会は企業買収の場合に株主に支払われるかもしれない対価のためにのみ 行為することを要求されないので、ポイズン・ピルを変更して、それを変更できなくかつ償還できないものと定める場合に、AMP はその制定法上の権限の範囲を超えて行為しなかったこと⁽¹³⁴⁾、AMP の取締役会は会社の支配の取得を求める者の意図および行為 (過去のもの、明言されたもの、または潜在的なもの) を考慮

できること⁽¹³⁵⁾を述べている。本件では、利害関係者法の全面的適用によって、ポイズン・ピルの変更が裁判所によって支持された。

以上のように、ペンシルバニア州法を引用する裁判例は、すべて企業買収の事案であり、敵対的企業買収に対する対抗手段をとる際に、取締役が株主以外の利害関係者を考慮することを正当化するための根拠として、利害関係者制定法を引用している。しかし、企業買収以外の事例において、取締役が他の利害関係者を考慮することを認めるかどうかについては、明らかではない。

(3) その他の州の利害関係者制定法を引用する裁判例

Amanda Acquisition Corp. v. Universal Foods Corp. 事件⁽¹³⁶⁾では、敵対的株式公開買付けに直面した標的公司 Universal Foods の取締役会は、それに対抗する防御方法として、いわゆるポイズン・ピル(株主権利計画 shareholders rights plan)を採用した。本件のポイズン・ピルでは、取締役会が株主の各株式に権利を付与し、会社の株式の20%以上の累積または株式の20%以上の公開買付けを引き金として、その権利が別個に取引される。一定の引き金となる事実が発生する前にいつでも、取締役会はわずかな金銭でその権利を償還する権限を与えられている。本件のような公開買付けの場合に、買収者による会社の株式の20%以上の買受けを引き金として、直ちに取締役会の介入なしに、そのときの相場の市場価値の半額で株式を追加的に買受けする権利が、買収者以外の株主に与えられる⁽¹³⁷⁾。そこで、買収会社 Amanda Acquisition は、Universal Foods に対して訴訟を提起したが、そのなかで、公開買付けに対する Universal Foods の取締役会の対応は株主に対するその信任義務に従っていないこと、ポイズン・ピルの償還に対して継続的に拒否することは取締役会の信任義務違反であることを主張して、ポイズン・ピルの償還を要求する予備的差止命令 (preliminary injunction) の申立てを行った。裁判所は、ポイズン・ピルを実施する取締役会の決定は経営判断の原則によって

保護されると述べて、Amanda Acquisition の申立てを認めない命令を下した。その際に、裁判所は、ウィスコンシン州の利害関係者法を引用して、「義務を履行する際に他の利害関係者の考慮を取締役に認めている」⁽¹³⁸⁾ こと、および「公開買付けが不適切であることを理由にそれを拒否することが、株主だけでなくその他の利害関係者の最善の利益に合致するであろう、と取締役会に決定させた」⁽¹³⁹⁾ ことに言及した。そのうえで、「取締役会は、株主・会社およびその他の利害関係者の最善の利益に合致する経営判断を行使する責任を負う」⁽¹⁴⁰⁾ ことを述べ、最後に「取締役会は、会社・その株主および他の利害関係者に対して考えられる脅威に合理的に関係する方法で、その信任上の責任に従って行為した」⁽¹⁴¹⁾ という結論を下している。この裁判例に関して、利害関係者制定法を根拠として取締役会の決定を支持したと積極的に評価する見解⁽¹⁴²⁾ がある。これに対し、利害関係者制定法が裁判所の結論にとって不可欠であったとは思われないとの見解がある⁽¹⁴³⁾。本件では、確かに、利害関係者制定法がなくても、Amanda Acquisition の申立てが認められなかったと解されないわけではないけれども、利害関係者制定法の規定内容が繰り返し述べられていることから、裁判所はその内容を支持していると考えてよい。

Georgia-Pacific v. Great Northern Nekoosa 事件⁽¹⁴⁴⁾ では、株式公開買付けにより企業買収を企てる会社 Georgia-Pacific が、その標的会社 Great Northern に対する訴訟において、その障害となっているものを違法として禁ずる救済を求めた。その違法であると主張される障害のなかで、とりわけ Great Northern のいわゆるポイズン・ピル（株式買受権計画 stock purchase right plan）は、会社は 90 日から 120 日以内に公開買付けを容認してポイズン・ピルを償還するかどうかについて株主の投票を行わなければならないことを規定していた。Great Northern の取締役会は Georgia-Pacific の株主総会開催請求後の 120 日の日を選択し、その日に臨時株主総会が予定された。Georgia-Pacific は、Georgia-Pacific の公開買付けに関する Great Northern

の株主の投票を、請求から30日の日に早める一方的緊急差止命令(temporary restraining order)および予備的差止命令(preliminary injunction)を申立てた。裁判所は、Georgia-Pacificの申立てを認めない命令を下した。その際に、メイン州の利害関係者制定法を引用して、「120日は、公開買付けに関する取締役の立場についての情報を整理し株主に提出するその取締役にあって、明らかに不合理な長さの期間ではない。これは、会社の取締役が株主および会社の最善の利益を考慮する際に、会社の従業員・顧客・供給者および会社の事業所のある地域社会の利益をまた考慮すべきであることをメイン州法が示す場合に、とくにそうである」⁽¹⁴⁵⁾と述べている。この裁判例は、企業買収に対抗するポイズン・ピルの方法を支持する際に、メイン州の利害関係者制定法を適用している⁽¹⁴⁶⁾。

Abrahamson v. Waddell 事件⁽¹⁴⁷⁾では、取締役がその会社をプレミアム付きで買収する申込みを拒否し、また、そのような申込みが行われたことを株主に開示することを怠ったことを主張して、その会社の株主は、その買収の申出の拒否のための損害賠償を求める訴訟を取締役らに対し提起した。裁判所は、株主が代表訴訟の提起のための前提要件を主張することを怠ったこと、また訴状が救済の求められうる請求を述べることを怠ったことを判示して、株主の請求を却下した。その際に、裁判所は、デラウェア州の判例を引用して「単にある提案が会社の株式の現行の取引価額を超えるプレミアムを提示するからといって、取締役は売却する義務を負わない」⁽¹⁴⁸⁾とし、その後で、オハイオ州の利害関係者制定法を引用して、「取締役は、会社の最善の利益に合致すると信ずるものを決定する際に、会社の株主の利益の考慮のほかに、地域社会・社会的考慮ならびに会社およびその株主の長期的利益および短期的利益(これらの利益が会社の継続的独立によって最も満たされる可能性を含む)のような他の要素を考慮することを、制定法によって明確に認められている」⁽¹⁴⁹⁾と述べた。本裁判例は、取締役がプレミアム付きでの買収の申込み

を拒否できることを認める際に、その根拠として利害関係者制定法を引用している。

Thompson v. Central Ohio Cellular, Inc. 事件⁽¹⁵⁰⁾では、会社の取締役その他の株主に株式を売却したその会社の元株主が、その会社および取締役に対して信任義務違反と詐欺を主張して訴訟を提起した。裁判所は、詐欺の主張を認めなかったけれども、信任義務違反については、原告が株主であった年度のものとされる会社資産の売却からの所得を報告するための信任義務を、会社および取締役は元株主に対して負うと判示した。その際に、会社の取締役は会社およびその株主に対して信任義務を負い、オハイオ州制定法により、取締役は会社の最善の利益に合致すると信ずる方法で誠実に義務を履行しなければならないと述べた後で、オハイオ州の利害関係者制定法を引用して、「会社の最善の利益を考慮する際に、取締役は会社の株主の利益を考慮しなければならないし・・・・・・また会社の債権者の利益を考慮することができる」⁽¹⁵¹⁾と判示する。本件の事案では、企業買収が直接に問題となっていない事案で、利害関係者制定法を引用している点で興味深い。

Matter of Munford, Inc. 事件⁽¹⁵²⁾では、Munford 会社の創立者で最高執行役員（chief executive officer）である者が、Munford を売却することを取締役会に提案した。その者の提案に基づいて、取締役会はファイナンシャル・アドバイザー（financial adviser）の助言を受けて Munford の売却を検討した後、ある会社のレバレッジド・バイアウト（LBO）の提案を受け入れる決定をした。レバレッジド・バイアウト取引による売却後、Munford は破産裁判所において破産法第 11 章の更生手続（Chapter 11）をとった。その後、Munford は、その株主に対してなされたレバレッジド・バイアウトによる支払いの回復、その役員に対してなされた解雇手当の支払いの回復、ならびに取締役・役員およびファイナンシャル・アドバイザーに対してこれらの者の Munford に対する信任義務違反を理由とする損害の回復を求めて、自社および無

担保債権者のために破産裁判所において当事者対抗手続(adversary proceeding)をとった。信任義務違反については、連邦控訴裁判所は、取締役および役員が会社の売却に関して信任義務に違反していないと判示した。本件では、Munford は、会社の資産が融資のために用いられる範囲ならびに従業員・顧客およびその他の会社の利害関係者への当該取引の社会的・法的および経済的影響に対する相当の考慮を取締役および役員に要求する定款第9条にとくに言及して、本条は債権者のために個人的訴権を創設すること、また、その文言に基づき取締役および役員は州法のもとで負わされるものよりもいっそう高度の注意義務を負うことを主張した⁽¹⁵³⁾。これに対して、本裁判所は、定款第9条がジョージア州法とは関係なく訴訟原因を創設するという主張を支持する法的拘束力のある先例を Munford が提出していないことを理由に、その主張を拒否した⁽¹⁵⁴⁾。本裁判所は、利害関係者制定法の内容の文言を定める定款によって、債権者の個人的訴権が与えられるものではなく、また取締役および役員がジョージア州法のもとで負わされるものよりも高度の注意義務を負わされないことを認めている。

Flake v. Hoskins 事件⁽¹⁵⁵⁾では、一族で支配する会社の取締役会は、その会社が企業買収の標的とされてその会社の支配が脅かされたので、企業買収に対する種々の対抗手段をとった。これに対し、その会社の株主が、その会社および元取締役らに対する訴訟を提起した。そのなかで、株主は、その株主に対する信任義務に違反することを主張した。しかし、裁判所は、この主張を認めなかった。その際に、裁判所は、デラウェア州の Revlon 判決⁽¹⁵⁶⁾のもとでは、いったん取締役が会社の売却または解体を決定すれば、取締役は株主の価値を最大化する法的義務を負う、と述べた⁽¹⁵⁷⁾。そして、裁判所は、まずミズーリ州が会社の行為を審理する際にデラウェア州法を抛り所とすることに触れ、次に Revlon 判決のもとでの会社の取締役の義務はミズーリ州の利害関係者制定法のもとでの取締役の義務とまったく異ならないこと、Rev-

lon 判決は他のことを考慮することなく最も高い申込みを受け入れることを取締役要求するのではなく、むしろ、すべてのことが考慮されて、株主のためにとりうる最善の選択が容認されなければならないこと、Revlon 判決のもとで考慮する要素はミズーリ州の利害関係者制定法において列挙されたものであること、唯一の顕著な相違はミズーリ州の利害関係者制定法が一般的な株主の利益に関連することを明確に要求しないで他の利害関係者に対する売却の影響を考慮することを取締役に認めていることであるけれども、しかし、すべての事業活動において会社の取締役会は株主に対して信任義務を負い、一般的に株主の利益のために経営しなければならないので、その相違は重要であるとは思われないこと、それ故に他の利害関係者の考慮は少なくとも株主の一般的な利益と合理的な関係を有しなければならない、と判示した⁽¹⁵⁸⁾。本裁判例は、ミズーリ州の利害関係者制定法がデラウェア州の判例と実際上異ならないと判示している点で、注目に値する。

(4) 利害関係者制定法を定めていない州における裁判例

利害関係者制定法を定めていない州において、裁判所は、会社の取締役会がその決定の際に株主以外の利害関係者の利益を考慮することについて、どのように理解しているのであろうか。ここでは、会社法の領域において先例を有しない州によってしばしば従われるデラウェア州の裁判例を取り上げ、とくに 1980 年代に入ってから企業買収の事例における一連のデラウェア州の主要な裁判例を検討する。なぜならば、株主と他の利害関係者の利益がしばしば直接に衝突する状況をもたらす企業買収において、経営陣はその利益の選択を迫られ、また、裁判所はそれについての判断を強いられることから、企業買収の事例は取締役の信任義務を明確にするのに有益であると考えられるからであり⁽¹⁵⁹⁾、また、前述のように利害関係者制定法の立法上の起源は企業買収防止のためにあったからである。

1985 年にデラウェア州最高裁判所は、会社の現金交付合併 (cash-out merg-

er) の場合にその会社の株主がその合併の無効と取締役に対する損害賠償を求めた *Smith v. Van Gorkom* 事件⁽¹⁶⁰⁾ において、「取締役は、その経営の任務を遂行する際に、会社およびその株主に対して強固な信任義務を負う。……経営判断の原則は、デラウェア州の取締役に認められた経営権の完全かつ自由な行使を保護しかつ促進するために存在する。……その原則自体は、経営の決定をする際に会社の取締役が与えられた情報に基づき、誠実に、かつ、行われた行為が会社の最善の利益に合致すると誠実に信じて行為したという推定である」⁽¹⁶¹⁾ と述べたうえで、本件の取締役は十分な情報に基づかなかったとして、取締役はその株主に対する信任義務に違反した、と判示した⁽¹⁶²⁾。この判例は、従来の伝統的な取締役の信任義務および経営判断の原則を表明しているといつてよからう。

そのすぐ後で同年に *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* 事件⁽¹⁶³⁾ において、標的公司 *Unocal* の株式に対して敵対的公開買付けを行う少数株主 *Mesa* が、*Unocal* の取締役会が同社による自己株式への自己公開買付け (self-tender offer) を実施するための決定を行ったことに対して異議を申し立て、その買付けの予備的差止命令 (preliminary injunction) を求めたところ、デラウェア州衡平法裁判所 (Court of Chancery) はそれを認めたので、*Unocal* がデラウェア州最高裁判所に上訴した事案で、デラウェア州最高裁判所は、その敵対的株式公開買付けを逃れるための自己株式公開買付けの利用を支持した⁽¹⁶⁴⁾。その際に、裁判所は、「防御方法が経営判断の原則の範囲内に入ることになる場合、その方法は所与の脅威に関して合理的なものでなければならない。これは、取締役により、株式公開買付けの性質および会社企業に対するその影響を分析することを必要とする。そのような事の例としては、買付け価格の不适当、買付けの性質および時機、違法性の問題、株主以外の利害関係者 (すなわち、債権者、顧客、従業員、また場合によっては地域社会一般) に対する影響、買付け不成就の危険、および交換に提供される証券の性質を

含む」⁽¹⁶⁵⁾、と判示した⁽¹⁶⁶⁾。本件の裁判所は、その主張を支持する判例を引用していないけれども、少なくとも企業買収の状況において、株主以外の利害関係者の利益を考慮することを取締役に認めたものと解されている⁽¹⁶⁷⁾。

しかし、上記の Unocal 判決後の翌年すぐに、デラウェア州最高裁判所は、*Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* 事件⁽¹⁶⁸⁾において、Unocal 判決を修正した。この Revlon 事件では、会社の支配争奪戦の際に、敵対的買収会社の買収活動を阻むために、標的公司 Revlon が、友好的な第三者の会社 Forstmann と話し合いで、Forstmann が Revlon の一定の資産を買受けるオプション (lock-up option)、他からの企業買収に直面する場合に Forstmann との独占的取引の約束 (no-shop provision)、および当該取決めが実現されなかった場合には Forstmann に対する 2500 万ドルのキャンセル料の支払いを、Forstmann に認めた。そこで、敵対的買収会社は、Revlon・その取締役および Forstmann による上記の防御行為の予備的差止命令 (preliminary injunction) を求めて訴訟を提起した。Revlon の防御行為の成就を阻止する差止めを命じた衡平法裁判所は、上記の防御方法をとることにより Revlon の取締役がその株主に対する信任義務に違反することを認めた⁽¹⁶⁹⁾。デラウェア州最高裁判所は、この衡平法裁判所に同意し、その際に、Unocal 判決を引用して、会社が株主以外の利害関係者に対する企業買収の脅威の影響を考慮することができるかについて、「企業買収の脅威と取り組むとき、いろいろな会社の利害関係者についての関心は妥当であるとはいえ、その原則は株主に生ずる利益に合理的に関連したものが存在するという要件によって制限される」と述べる⁽¹⁷⁰⁾。さらに、会社の解体 (break-up) が避けられないことが明らかになる場合に、取締役会の義務は法人としての会社の維持から「株主のための会社の売却価格の最大化に変わった」こと、「取締役の任務は、会社の皆の防御者から、会社の売却において株主のために最高価格を獲得すべき責任を負う競売人になった」ことを述べる⁽¹⁷¹⁾。また、Revlon の取締役

会が、Revlon の株式との交換買付けにより発行された元本 47.5 ドル・利息 11.75% の証書の所持人を保護するために誠実に行為したことを主張したのに対して、最高裁判所は、「活動的買収者の間での競売が進行中であるとき、そのような株主以外の者の利益に対する関心は不適當であり、また、その目的は、もはや会社企業を保護または維持することではなくて、最高入札者に会社を売却することである」と判示する⁽¹⁷²⁾。したがって、Revlon 判決の見解によれば、株主の利益が優先され、株主の利益のためになる場合にのみ他の利害関係者の利益の保護が認められることになる⁽¹⁷³⁾。その後も、同趣旨の判例として、Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc. 事件⁽¹⁷⁴⁾において、デラウェア州最高裁判所は、Revlon 判決を引用して、一般的な株主の利益に合理的な関係をもつという条件で、取締役は他の利害関係者に対する企業買収の影響を考慮することができることを認めたうえで⁽¹⁷⁵⁾、「会社の支配の売却において、取締役の責任は、株主のために合理的に達成できる最高価格を得ることである」⁽¹⁷⁶⁾、と判示する。また、Barkan v. Amsted Industries, Inc. 事件⁽¹⁷⁷⁾においても、デラウェア州最高裁判所は、会社の支配の変更の場合に、取締役会は中立的に行為して株主のためにできるだけ最高価格を促進しなければならないと判示する⁽¹⁷⁸⁾。

ところで、1989 年の Paramount Communications, Inc. v. Time Inc. 事件⁽¹⁷⁹⁾では、標的公司 Time の取締役会がその会社の長期的戦略の一部として別の会社 Warner との合併を決めたところ、買収会社 Paramount が Time の株式に対する公開買付けを表明した。Time の取締役会は、Paramount の申込みを検討した後、その買収は Time の運命の支配と Time の文化の保持に脅威を与えると考え、その申込みを拒否して、上記の Warner との合併を Warner の株式に対する公開買付けに変更することを決定した。そこで、Paramount は、自己の公開買付けを一株の値段につきいっそう高く引き上げ、さらに、Time の Warner に対する公開買付けを止めさせるための予備的差止命令

(preliminary injunction) を求める訴訟を提起した⁽¹⁸⁰⁾。デラウェア州最高裁判所は、以下のように判示して、Time の取締役会の防御行為を認めた。すなわち、会社の事業および業務を経営する義務を負う取締役会は、会社の収益性を高めることを意図した会社の行動方針(時間的枠組みを含む)の決定権を与えられていることから、長期的価値対短期的価値の問題は一般に関係がなく、また、Revlon 判決のもとで明確にされたような一連の限定的情況がなければ、取締役会は、企業買収の情況においてでさえ、短期的な株主の価値を最大化する当然の義務を負うものではないこと⁽¹⁸¹⁾、本件では、Revlon 判決におけるように、標的会社の取締役会が別の会社と交渉する際に法人の解散または解体を避けられないものとする結論を下す実質的証拠はないこと⁽¹⁸²⁾、敵対的株式公開買付けに対する取締役会の反応が単に防御的反應にすぎなくて会社の継続的存在の放棄とはならないと考えられる場合には、Unocal 判決の義務が伴うけれども、Revlon 判決の義務は引き起こされないこと⁽¹⁸³⁾、取締役は、株式公開買付けによって与えられた脅威を評価するとき、株主以外の利害関係者に対する影響を考慮することができることを⁽¹⁸⁴⁾、判示する。この Time 事件の判示は、明らかに Revlon 判決が適用されるような事案でないことを前提としたものであることから、Time 判決は、Unocal 事件の復活でも拡張でもないと評価されている⁽¹⁸⁵⁾。

その後 1993 年の Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc. 事件⁽¹⁸⁶⁾において、標的会社 Paramount が別の会社との合併をすることに対して、競合する株式公開買付けを行う会社 QVC が差止命令を求める訴訟を提起したところ、衡平法裁判所が予備的差止命令を認めたので、Paramount が上訴した事案で、デラウェア州最高裁判所は、Paramount の取締役の信任義務違反を認め、「支配の売却の情況においては、取締役は、一つの主要な目的——株主のために合理的に利用可能な最高価格を申し込む取引を確保すること——に集中しなければならないし、また、その目的を促進するために取締

役の信任義務を行使しなければならない」こと⁽¹⁸⁷⁾、「会社が(a)会社の支配の変更または(b)法人の解体を引き起こすであろう取引を企てるとき、取締役の義務は株主に合理的に利用可能な最高価格を追求することである」ことを、判示する⁽¹⁸⁸⁾。したがって、QVC 判決は、Revlon 判決の義務が会社の解体だけでなく、会社の支配の変更をもたらす取引にも適用されることを明確に判示する。

以上のようにデラウェア州の主要な裁判例を概観したが、取締役が株主以外の利害関係者の利益を考慮することを認めた Unocal 判決を明確に修正した Revlon 判決以後、デラウェア州の裁判所は、株主の利益に合理的に関連する場合にのみ、取締役会は他の利害関係者の利益を考慮することができるという立場を採っている。したがって、株主の利益と他の利害関係者の利益が衝突する場合(とくに会社の売却の決定がなされる場合)、株主の利益が優先され、他の利害関係者の利益は考慮されないことになる⁽¹⁸⁹⁾。もっとも、デラウェア州裁判所が言及する株主の利益はその株式の価値に関する利益であるのか、あるいは会社の繁栄に関する利益であるのかどうかという問題は答えられていないとの指摘がある⁽¹⁹⁰⁾。

(112) Davids, *supra* note 19, at 162-166.

(113) Jonathan D. Springer, *Corporate Constituency Statutes: Hollow Hopes and False Fears*, 1999 Ann. Surv. Am. L. 85, 108 (1999).

(114) 646 F. Supp. 690 (E. D. Pa. 1986).

(115) *Id.* at 696-98.

(116) *Id.* at 697.

(117) 600 F. Supp. 678, 686 (E. D. Pa. 1985).

(118) 646 F. Supp. 690, 697 (E. D. Pa. 1986).

(119) Committee on Corporate Laws, *supra* note 75, at 2267.

(120) Hanks, *supra* note 106, at 100, n. 17.

(121) 675 F. Supp. 238 (M. D. Pa. 1987).

(122) *Id.* at 266.

- (123) *Id.* at 265.
- (124) *Id.*
- (125) *Orts*, *supra* note 3, at 33.
- (126) See Transcript, *Norfolk Southern Corp. v. Conrail, Inc.*, Nos. 96-7167, 96-7350, Nov. 19, 1996, [hereinafter Nov. 19, 1996, Transcript] ; Robert Goodyear Murray, *Money Talks, Constituents Walk : Pennsylvania's Corporate Constituency Statute Can Maximize Shareholders' Wealth*, 48 *Buffalo Law Review* 629, 647-48 (2000) ; Nickerson, *supra* note 31, at 1398, 1410-11 ; Leung, *supra* note 37, at 616-17.
- (127) Nov. 19, 1996, Transcript, *supra* note 126, at 642. See Nickerson, *supra* note 31, at 1410 ; Murray, *supra* note 126, at 647.
- (128) Nov. 19, 1996, Transcript, *supra* note 126, at 646. See Nickerson, *supra* note 31, at 1411.
- (129) Nov. 19, 1996, Transcript, *supra* note 126, at 647. See , Leung, *supra* note 37, at 616-17.
- (130) Nov. 19, 1996, Transcript, *supra* note 126, at 648. See Nickerson, *supra* note 31, at 1411.
- (131) Nov. 19, 1996, Transcript, *supra* note 126, at 649. See Nickerson, *supra* note 31, at 1411 ; Murray, *supra* note 126, at 647-48.
- (132) No. CIV. A. 98-4405, CIV. A. 98-4109, 1998 WL 778348 (E. D. Pa. Oct. 8, 1998).
- (133) *Id.* at *6.
- (134) *Id.*
- (135) *Id.*
- (136) 708 F. Supp. 984 (E. D. Wis. 1989).
- (137) *Id.* at 1006.
- (138) *Id.* at 1009.
- (139) *Id.* at 1012.
- (140) *Id.* at 1013.
- (141) *Id.* at 1016.
- (142) *Ort*, *supra* note 3, at 32.
- (143) Committee on Corporate Laws, *supra* note 75, at 2268.
- (144) 727 F. Supp. 31 (D. Me. 1989).
- (145) *Id.* at 33.
- (146) *Ort*, *supra* note 3, at 32.
- (147) 624 N. E. 2d 1118 (Ohio Com. Pl. 1992).
- (148) *Id.* at 1120.

- (149) Id.
- (150) 639 N. E. 2d 462 (Ohio App. 8Dist. 1994).
- (151) Id. at 469.
- (152) 98 F. 3d 604 (11th Cir. 1996).
- (153) Id. at. 611.
- (154) Id.
- (155) 55 F. Supp. 2d 1196 (D. Kan. 1999).
- (156) Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, 506 A. 2d 173, 182 (Del. Supr. 1986).
- (157) 55 F. Supp. 2d 1196,. at 1213 (D. Kan. 1999).
- (158) Id. at. 1214.
- (159) Leung, *supra* note 37, at 609-10.
- (160) 488 A. 2d 858 (Del. Supr. 1985).
- (161) Id. at 872.
- (162) Id. at 893.
- (163) 493 A. 2d 946 (Del. Supr. 1985).
- (164) Id. at 949.
- (165) Id. at 955.
- (166) *Ivanhoe Partners v. Newmont Min. Corp.*, 535 A. 2d 1334, 1341-42 (Del. Supr. 1987) も、敵対的株式公開買付けの事例において、Unocal 判決を引用して、同趣旨のことを述べる。
- (167) See Leung, *supra* note 37, at 611. なお、Hanks, *upra* note 106, at 100 は、株主以外の利害関係者に対する影響は企業買収の交渉中の申込みの影響だけに限定されうるのかどうかについて、議論の余地があることを指摘する。
- (168) 506 A. 2d 173 (Del. Supr. 1986).
- (169) Id. at 175-76.
- (170) Id. at 176.
- (171) Id. at 182.
- (172) Id. (また、当該証書の所持人の権利はすでに契約により定められていると判示する。)
- (173) Leung, *supra* note 37, at 611.
- (174) 559 A. 2d 1261 (Del. Supr. 1988).
- (175) Id. at 1282 n. 29.
- (176) Id. at 1288.
- (177) 567 A. 2d 1279 (Del. Supr. 1989).
- (178) Id. at 1286.

- (179) 571 A. 2d 1140 (Del. Supr. 1989).
- (180) Id. at 1147-49.
- (181) Id. at 1150.
- (182) Id.
- (183) Id. at 1150-51.
- (184) Id. at 1153 (Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. 事件 (493 A. 2d 946, 955 (Del. Supr. 1985)を引用する。).
- (185) Leung, *supra* note 37, at 612.
- (186) 637 A. 2d 34 (Del. Supr. 1993).
- (187) Id. at 44 (Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A. 2d 173, 182 (Del. Supr. 1986)を引用する。).
- (188) Id. at 48.
- (189) Committee on Corporate Laws, *supra* note 75, at 2260-61 ; Hanks, *supra* note 106, at 102 ; Leung, *supra* note 37, at 612-13.
- (190) Hanks, *supra* note 106, at 102.

6 取締役の従来の伝統的な信任義務に与える影響

(1) 従来の信任義務を変更しないと解する見解

利害関係者制定法が従来の取締役の信任義務を変更しないと解する見解は、利害関係者制定法を狭く解する。利害関係者制定法の解釈について、アメリカ法曹協会（American Bar Association）の会社法委員会（Committee on Corporate Laws）の見解によれば、「利害関係者制定法は、これまでのコモン・ローを確認するものであって、取締役が株主および会社の最善の利益（長期的および短期的利益）に合致する行為をする場合にのみ且つその範囲で、取締役は他の利害関係者の利益を考慮に入れることができる」と解される⁽¹⁹¹⁾。その理由として、利害関係者制定法が新たな権限および義務を取締役に負わせると解される場合には、利害関係者制定法は、アメリカにおける従来の会社法の抛り所である基本的前提の一部を、そのような法の変更の経済的・社会的および法的問題のすべてに十分な注意をすることなく、根本的に変更すること、また、裁判所が現行法と一致した利害関係者制定法の解釈を慎重に行わないか

ぎり、利害関係者制定法は誤解の機会を与え、悪い影響を及ぼす可能性があることが挙げられる⁽¹⁹²⁾。さらに、デラウェア州裁判所が行ったように株主以外の利害関係者の考慮を適切な仕方株主の利益に関連づけることをしないで、その利害関係者を考慮することを取締役に認めることは、株主に対する取締役の責任と衝突するであろうし、また、会社を仕事と富の創造のための効果的手段とする制度の有効性を害することがありうる、と主張される⁽¹⁹³⁾。また、この会社法委員会の考え方に基本的にしたがう見解は、利害関係者制定法は主として判例法の先例を展開しなかった州のためのコモン・ローの成文化であると解されるべきであると主張する⁽¹⁹⁴⁾。

(2) 従来の信任義務を変更すると解する見解

利害関係者制定法が従来の取締役の信任義務を変更すると解する見解は、利害関係者制定法を広く解する。利害関係者制定法は、会社における株主以外の者の利益を明確に立法上承認することによって、その合法性を裁判所に示すこと、そして、裁判所は、会社の再構築の影響を改善するために司法干渉をする場合の根拠として、利害関係者制定法を利用すべきであることを主張する見解がある⁽¹⁹⁵⁾。この見解によれば、会社の根本的再構築が行われる間、少なくとも会社の従業員に対する取締役の信任義務が正式に承認されるべきであると主張される⁽¹⁹⁶⁾。同様に、利害関係者制定法は、株主以外のステークホルダーに対する会社の取締役の信任義務を創設すると述べる見解がある⁽¹⁹⁷⁾。

さらに、利害関係者制定法は、従来の伝統的な経営判断の原則を修正し、株主以外の者の利益を保護するために株主の利益を犠牲にする決定について、経営陣は株主に対して責任を負わないこと、さらに経営陣の決定に対して強制可能な権利を株主以外の者に与えることを、主張する見解がある⁽¹⁹⁸⁾。この見解によれば、株主以外の者の正当な期待に背く結果となる場合には経営陣は短期的な株主の利得を追求すべきではないこと⁽¹⁹⁹⁾、会社と安定した関係に

ある株主の金銭的利益と株主以外の者の利益を調和させることを目指す利益追求戦略を遂行することを経営陣は要求されること⁽²⁰⁰⁾、長期的な利益の最大化に相当の顧慮をする方法で会社を経営する際に、現存の関係の排除が会社企業全体のいっそう大きな利益の役に立つのに必要であるということになれば、経営陣は株主以外の利害関係者の正当な期待を尊重すべきであると主張される⁽²⁰¹⁾。

また、取締役会は、その行為が制定法上明記された一連の利害関係者を害する程度を考慮に入れることを要求され、そのような利害関係者各自は、当該利害関係者法によって、会社の行為が自己に損害を与えたとして、その会社の行為に異議を申し立てる原告適格を有するであろうと主張する見解がある⁽²⁰²⁾。

(3) ALI 原理の立場

アメリカ法律協会の「コーポレート・ガバナンスの原理」(以下 ALI 原理と略す。) 2.01 条 (a) 項は、「会社は、その目的として、会社の利潤および株主の利得を高めるために事業活動を行わなければならない」と規定する⁽²⁰³⁾。しかしながら、同条 (b) 項 (2) 号は、さらに、「たとえ会社の利潤および株主の利得がそれによって高められないとしても、会社は、その事業の経営の際に……責任ある事業経営に適切なものであるとして合理的に考えられる倫理上の考慮を斟酌することができる」と規定する⁽²⁰⁴⁾。ALI 原理の考えでは、現代の会社は、従業員、顧客、供給者および会社が事業活動する地域社会の構成員のような、会社が正当な関係のあるいろいろなグループと相互依存していること、そして、会社の長期的収益性は一般にそのようなグループの公正な期待に応ずることに依存することがいわれる⁽²⁰⁵⁾。また、責任ある事業経営に適切なものとして合理的に考えられる倫理上の考慮は、従業員、顧客、供給者および会社が事業活動する地域社会の構成員のような、会社が正当な関係のある株主以外の者に負う倫理上の責任を含むとされる⁽²⁰⁶⁾。さらに、利害関係者制定法の解釈は明確に解決されていないけれども、そのような制定法

はALI原理2.01条と一致するように解釈されうることは明白であるといわれる⁽²⁰⁷⁾。

また、ALI原理6.02条において、取締役会は、敵対的公開買付けに対する合理的対応を行う際に、会社および株主の最善の利益に関連するあらゆる要素を考慮することができ⁽²⁰⁸⁾、また、そのように配慮することが著しく株主の長期的利益を冷遇することにならない場合に、会社が正当な関係を有する利害またはグループ(株主以外)に配慮することができる、と規定されている⁽²⁰⁹⁾。そのようなグループおよび利害には、例えば、環境および他の地域社会の問題、従業員、供給者および顧客のようなグループが含まれるけれども、株主の長期的利益を著しく冷遇するであろう方法で、そのようなグループまたはその他の利害が考慮されることは認められない⁽²¹⁰⁾。したがって、取締役は、競業する買付けの申込みに直面する場合、従業員または他のグループを保護するために、いっそう高値の競合する買付けの申込みよりも著しく低くないかぎり、その高値の買付けの申込みより低い申込みを認めることができる⁽²¹¹⁾。そして、各州の採用する利害関係者制定法は、ALI原理2.01条および6.02条と一致した方法で解釈されることができ、したがって、そのように配慮することが株主の長期的利益を著しく冷遇しないかぎりのみ、他のグループの利益は考慮されることができると解されている⁽²¹²⁾。

会社および株主の最善の利益という語句についての伝統的な解釈によれば、制定法がないときは、株主の利益は株主以外の利害関係者の利益のために冷遇されることはできない。ALI原理6.02条(b)項(2)号は、株主の長期的利益を著しく冷遇しない場合に、株主以外の利害関係者に有利な行為を認める点で、この伝統的な解釈を超えるとされる⁽²¹³⁾。したがって、ALI原理の立場は、前記のアメリカ法曹協会の会社法委員会よりも広く解する見解であるといえることができる。

(4) 取締役の従来の伝統的な信任義務に与える影響の検討

前述のように、利害関係者制定法が従来の取締役の信任義務を変更するかどうかについて、学説上争いがある。取締役の会社およびその株主に対する従来の伝統的な信任義務は、会社および株主の最善の利益に合致する行為を要求することから、株主以外の利害関係者の利益のために株主の利益が害されることは、認められないと解されることになるであろう。しかし、株主以外の利害関係者の利益を考慮することを認める利害関係者制定法は、規定の文言上、その考慮により株主の利益を害する結果を容認するものと考えられる。とくに制定法のなかには、取締役は株主を含む特定の利害関係者の利益が優位または支配的な利益として考えることを要求されない旨の規定⁽²¹⁴⁾や、他の利害関係者の考慮は経営判断の原則または株主に対する義務の違反とはならない旨の規定をするものがある⁽²¹⁵⁾。また、利害関係者制定法を定める州法のもとでの裁判例のなかにも、取締役が会社の従業員・顧客および地域社会に対する影響を考慮し会社の長期的利益のために敵対的企業買収の対抗措置をとることによって株主の短期的利益を犠牲することを、明確に認めるものがある⁽²¹⁶⁾。さらに、利害関係者制定法の大部分は地方の企業に対する敵対的企業買収の可能性に対する懸念があって採用されたことから、その制定法の採用の理由は、企業買収の状況に適用可能な既存のコモン・ロー上の信任義務の基準が不十分であると考えられたことにある⁽²¹⁷⁾。以上のような制定法の規定する文言およびその立法意図などを考慮するならば、利害関係者制定法が従来の伝統的な取締役の信任義務をまったく変更しないと解する見解は、妥当ではない⁽²¹⁸⁾。

これに対し、従来の信任義務を変更すると解する見解は、前述のように、利害関係者制定法が株主以外の利害関係者に対する取締役の信任義務を認めることを主張し、さらにもっと急進的に見解として、強制可能な権利ないしは原告適格を利害関係者に認めるものであることを主張する。確かに、とりわけ取

締役が株主以外の利害関係者の利益を考慮しなければならないとする義務型制定法の場合には、利害関係者に原告適格を認めると解することは可能であろう。しかし、現在の州制定法のなかには、取締役の利害関係者に対する義務、利害関係者の権利あるいは原告適格を認めないことを明文で規定するものがある⁽²¹⁹⁾。また、判例においても、利害関係者制定法の内容の文言が定款に規定されている場合に、これにより債権者が個人的訴権を与えられ、また取締役らが高度の注意義務を負わされるという主張を、先例がないとして、認めなかったものがある⁽²²⁰⁾。したがって、利害関係者の原告適格を認める見解は、説得力がないと考えられる⁽²²¹⁾。

ところで、デラウェア州の判例は、前述のように、株主の利益に合理的に関連する場合にのみ、取締役は他の利害関係者の利益を考慮することができるとする。このようなデラウェア州の判例法の立場は、他の州の利害関係者制定法と矛盾するものであろうか。利害関係者制定法の多くは、規定の文言上、株主以外の者の考慮と、合理的に関連する株主のための利益との間に、なんらの結びつきも要求しない。したがって、その規定の文言からは、利害関係者制定法は、デラウェア州法の立場を超えて一步進んでいると考えられる。しかし、判例のなかには、そのように株主の利益に関連することを要求しない利害関係者制定法のもとで、デラウェア州法に依拠し、**Revlon** 判決の取締役の義務と当該利害関係者制定法の取締役の義務とはまったく異ならなくて、株主に対して信任義務を負う取締役は一般的に株主のために経営しなければならないことから、他の利害関係者の考慮は少なくとも株主の一般的な利益と合理的な関係を有しなければならない、と判示するものがある⁽²²²⁾。このような判例の態度に対しては、会社法の領域において他の州が先例を有しない場合にその州はしばしばデラウェア州法に従うけれども、利害関係者制定法を有する州が、自己の州法よりも先に、利害関係者制定法を有しないデラウェア州法に依拠するべきであるとされる理由はないという批判がなされ

うるであろう⁽²²³⁾。また、取締役が特定の利益または要素に優先権を与えないことを認める旨の規定をする利害関係者制定法は、株主以外の利害関係者の利益が優位に扱われることを認めるものであり、会社の解体が避けられない場合に株主の利益のみが考量されることを要求する *Revlon* 判決の立場を明確に否定するものと解される⁽²²⁴⁾。したがって、利害関係者制定法のもとでは、取締役は常にあらゆる場合に株主以外の利害関係者を考慮することができるのであり、株主以外の者を考えることなく株主の利益のみを考慮しなければならない取締役の義務が発生する場合は存在しない。しかし、そのような *Revlon* 判決の取締役の義務が発生する事案でないかぎり、通常の場合に、デラウェア州の判例法と他の州の利害関係者制定法は、会社の取締役が株主以外の者の利益を考慮することを認めるので、実際の適用上、両者は矛盾しないと考えられる⁽²²⁵⁾。なお、株主以外の利害関係者を考慮する場合に、デラウェア州の判例が株主の利益との合理的な関連性を要求する点についても、そのような関連性を要求しない利害関係者制定法は一般に会社の最善の利益に合致する行為を要求するので、取締役が他の利害関係者の利益を考慮して会社の最善の利益に合致する行為を行った場合に、株主はその反射的利益を享受することができると考えられる。それ故、利害関係者制定法のもとでも、利害関係者の利益を考慮する場合に、株主の利益との関連性は認められるといつてよいであろう。

また、ALI 原理は、前述のように、会社の関係者に対する倫理上の考慮を認め、また、敵対的公開買付けに対する合理的対応において、株主の長期的利益を著しく冷遇しないことを条件として、株主以外の利害関係者に対する考慮を認める⁽²²⁶⁾。このような ALI 原理の立場は、会社が売却の対象であるときでも他の利害関係者を考慮することを取締役に認め、また、株主が著しく損害を受けないかぎり、取締役が他の利害関係者の利益を考慮することを認めることから、ALI 原理はデラウェア州の *Revlon* 判決を拒否していると解され

ている⁽²²⁷⁾。これに対し、利害関係者制定法は、一般に、株主の長期的利益を著しく冷遇しないかぎり他の利害関係者の利益を考慮することを認める明文の規定がない。したがって、このような利害関係者制定法と ALI 原理の立場は一致しないようにも考えられるかもしれない。しかし、利害関係者制定法は会社の最善の利益に合致する行為を要求するので、会社の最善の利益が一般に株主の長期的利益を著しく冷遇しない場合に該当することになると解するならば、利害関係者制定法と ALI 原理の立場は対立しないと考えることができるであろう。

(191) Committee on Corporate Laws, *supra* note 75, at 2269.

(192) *Id.* at 2253.

(193) *Id.* at 2268.

(194) Hansen, *supra* note 6, at 1375.

(195) O'Connor, *supra* note 106, at 1232.

(196) *Id.* at 1234.

(197) Stone, *supra* note 36, at 47.

(198) David Millon, *Redefining Corporate Law*, 24 Ind. L. Rev. 223, 255-70 (1991).

(199) *Id.* at 266.

(200) *Id.* at 267.

(201) *Id.* at 268.

(202) Mitchell, *supra* note 48, at 635-36.

(203) AMERICAN LAW INSTITUTE, *PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE : ANALYSIS AND RECOMMENDATIONS*, § 2. 01 (a) (1994).

(204) *Id.* § 2. 01 (b) (2).

(205) *Id.* § 2. 01 comment f., at 57.

(206) *Id.* § 2. 01 comment h., at 63.

(207) *Id.* § 2. 01 Reporter's Note 8, at 75.

(208) *Id.* § 6. 02 (b) (1).

(209) *Id.* § 6. 02 (b) (2).

(210) *Id.* § 6. 02 comment c. (2), at 414.

(211) *Id.* § 6. 02 comment c. (8), at 420, Illustration 7, at 421-22, Reporter's Note 2, at 427-28.

- (212) Id. § 6. 02 comment a., at 410.
- (213) Id. § 6. 02 Reporter's Note 2, at 427-28.
- (214) 15 Pa. Cons. Stat. Ann. § 1715 (b) (West 1995 & 2001) ; Ind. Code Ann. § 23-1-355-1 (f) (Michie 1999 & Supp. 2001).
- (215) Iowa Code Ann. § 490. 1108 (2) (West 1999).
- (216) *Baron v. Strawbridge & Clothier*, 646 F. Supp. 690, 697 (E. D. Pa. 1986).
- (217) Orts, *supra* note 3, at 74-75.
- (218) Id. at 76-79 (利害関係者制定法の文言の明白な意味と立法意図および目的から、その制定法を狭く解する見解は誤りであると主張する。).
- (219) See, e. g., Ga. Code Ann. § 14-2-202 (b) (5) (Michie 1994 & Supp. 2001) ; Nev. Rev. Stat. Ann. § 78. 138 (6) (Michie 1999 & Supp. 2001) ; N. Y. Bus. Corp. § 717 (b) (McKinney 1986 & Supp. 2001) ; 15 Pa. Cons. Stat. Ann. § 1717 (West 1995 & 2001).
- (220) *Matter of Munford, Inc.*, 98 F. 3d 604, 611 (11 th Cir. 1996).
- (221) Orts, *supra* note 3, at 83 (学説の多数説も、利害関係者の原告適格を認めないとする。).
- (222) *Flake v. Hoskins*, 55 F. Supp. 2d 1196, 1214 (D. Kan. 1999).
- (223) See Orts, *supra* note 3, at 74.
- (224) Hansen, *supra* note 6, 1373.
- (225) R. Cammon Turner, *Shareholders vs. the world, 'Revlon Duties' and state constituency statutes*, 8 Business Law Today 32, 34 (January / February 1999)
- (226) ALI, *supra* note 203, § 2. 01, 6. 02.
- (227) McDaniel, *supra* note 49, at 142.

7 結び

アメリカの各州が、とくに 1980 年代の多数の敵対的企業買収を契機として、利害関係者制定法を採用したが、急ごしらえの不完全な一面も否定できなく、また他の企業買収防止規定との整合性も問題とされた⁽²²⁸⁾。これまで、各州のなかには、利害関係者制定法の要件等を明確にするために、考慮の対象となる利害関係者・要素の範囲を定め、その考慮について取締役の責任が問われないことを規定し、また、利害関係者が考慮されるべき権利もしくは原告適格を認めないことなどの明文化に努めてきたものもある。ともあれ、アメリカの

多数の州が採用する利害関係者制定法は、株主以外の者の利益の考慮を認める点で、従来の伝統的な取締役の信任義務を変更・拡張するものということができる。このような利害関係者制定法の意義については、会社理論に関する各論者の依拠する会社企業観によっては、さまざまに理解されるであろう⁽²²⁹⁾。しかし、従来の伝統的な取締役の信任義務によれば、取締役は株主以外の利害関係者の利益を優先して株主の利益を軽視することは認められないことから、利害関係者制定法は、少なくとも、そのような信任義務を否定する意義を有する。もっとも、利害関係者制定法が、すべての場合に、株主の利益を害するとは限らなくて、株主の利益を最大化する場合があります。例えば、敵対的企業買収の際に、標的会社の経営陣は、利害関係者制定法によって買収会社に対する対抗手段をとることができ、これにより買収会社の買収が遅れて失敗に終わった後に、時間をかけて他の友好的な会社(white-knight)を探し、そして、この友好的な会社による買収の結果、敵対的買収会社の場合よりも標的会社の株式の価格が最大化した事例がある⁽²³⁰⁾。

また、利害関係者制定法は、株主以外のいろいろな利害関係者の利益を考慮することを取締役に認めることにより、かえって取締役の決定を複雑にさせ、さらに、取締役に広い裁量権が認められることになって、取締役が他の利害関係者の利益の考慮を口実として自己の私利を図る行為を隠蔽する、というような濫用の危険がある。しかし、利害関係者制定法は、会社の最善の利益に合致する行為を取締役に要求しているのであるから、取締役は会社の最善の利益を基準として行為しなければならないし、また会社の最善の利益に反するような裁量行為は許されない。取締役は、会社の最善の利益に合致する会社関係者の利害の調整を要求されるものと解される。

なお、利害関係者制定法を引用する裁判例のほとんどが、企業買収にかかわる事例である。また、利害関係者制定法を定めていないデラウェア州において利害関係者を考慮する裁判例も企業買収に関するものである。しかし、

企業買収を伴う状況に限定しないで、取締役の一般的義務または行為基準の規定において利害関係者の考慮を認める制定法は、企業買収以外の場合にも適用されると解される。企業買収に関係しない事例における利害関係者制定法の意義、またこれがどのように解釈・適用されるのか、このような一般状況での会社の最善の利益の内容は何か、ひいてはコーポレート・ガバナンスにどのような影響があるのかについては、十分に明らかにされているとはいえない。これらの理論的検討が、今後の課題となるであろう。

(228) See David N. Hecht, *The Little Train That Couldn't : Did The Pennsylvania Anti-Takeover Statute Fail to Protect Conrail from a Hostile Suitor?*, 66 *Fordham L. Rev.* 931, 971-72 (1997).

(229) 例えば、Millon, *supra* note 198, at 270 は、株主は会社の所有者ではなく、ただ単に株式の所有者にすぎなく、取締役は会社企業自体に対して義務を負うという考えを主張する。また Gary von Stange, *Corporate Social Responsibility Through Constituency Statutes : Legend or Lie?*, 11 *Hofstra Lab. L. J.* 461, 490 (1994) は、利害関係者制定法を利用して会社の社会的責任の目的を達成するための模範制定法を提案する。中村・前掲注 (4) 『企業の社会的責任と会社法』234頁は、アメリカの利害関係者制定法を取締役の社会的責任規定と考える。

(230) Murray, *supra* note 126, at 659-661. また、株主の利益を増大させるのとは逆に、標的会社が、仕事の保持、地域社会の維持、および販売者・供給者に対する影響を最小限にすることを名目として利害関係者制定法を用いたことによって、当該州内に会社を維持することができなくなったという皮肉的な結果が指摘されている。Id. 661.

[完]