

取締役の注意義務と経営判断原則

——人間観と法の役割——

仮 屋 広 郷[※]

- I はじめに
- II 取締役の注意義務
- III 取締役の責任についての伝統的な考え方に対する Allen 教授の理解と評価
- IV 流れを変えた Van Gorkom 事件
- V Allen 教授が見た経営判断原則
- VI 人間観と法の役割——Allen 教授の視座
- VII Allen 教授の議論の背景
- VIII わが国会社法研究への示唆
- IX おわりに

I はじめに

本稿は、取締役の注意義務と経営判断原則との関係について、Allen 教授¹⁾の
見解を紹介・検討しつつ、わが国の会社法研究への示唆を得ようとするものであ
る。

本稿の構成は以下のようなものである。IIでは、まず、株式会社において取締役に注
意義務が認められる理由を簡単に説明し、次に、Allen 教授の整理によりつつ、
客観基準によって注意義務を課すルールのメリットとデメリットについて論じる。
IIIでは、取締役の責任についてのアメリカ会社法の伝統的な考え方についての
Allen 教授の理解とその評価について論じる。IVでは、IIIで見た伝統的な考え方
を変えたと評価されている Van Gorkom 事件についての Allen 教授の見解を紹介

※ 一橋大学大学院法学研究科助教授

「一橋法学」(一橋大学大学院法学研究科) 第3巻第2号2004年6月 ISSN 1347-0388

- 1) Allen 教授は、1985年から1997年まで Delaware 州衡平法裁判所の Chancellor を務
め、現在は NYU の教授をされている。Allen 教授は、アメリカの実務家・研究者
の間で、会社法についてのリーディング・エキスパートとしての名声を博してい
る人物である。裁判官としての能力だけではなく、アカデミックな研究について
の能力も高く評価されている。たとえば、Smith, Chancellor Allen and the Funda-
mental Question, 21 Seattle U. L. Rev. 577 (1998) の冒頭の記述を参照。

する。Vでは、Allen教授が経営判断原則をどのように見ているかについて述べる。VIでは、Allen教授が、どのような人間観を持ち、法の役割をどのように考えているか、そして、そのようなAllen教授の視座からは、注意義務と経営判断原則の奇妙な関係がどのように理解されるのかについて論じる。VIIでは、Allen教授の思考をメタ・レベルで検討する。VIIIでは、わが国の解釈論とAllen教授の解釈論を対比させつつ、今後の研究課題について述べる。IXでは、Allen教授の研究に関する若干のコメントを付し、論文を終える。

II 取締役の注意義務

1 株式会社の利用と信託義務 (fiduciary duty)

第二次産業革命以後の産業資本主義の発展過程で、大規模な株式会社が出現してきた。第二次産業革命以後の技術革新は、大規模機械設備の導入による規模の経済 (economies of scale) が働く可能性をもたらしたからである。大規模な機械設備の導入のためには、大量の資金を糾合することが不可欠であったが、株主有限責任の原則と株式譲渡自由の原則という特徴を有する株式会社という組織形態は、投資者の投資リスクを制限し、投下資本の回収を容易にすることから、このことを可能にした。しかし、資金を投入して機械設備が備えられただけでは、規模の経済は現実化しない。その現実化のためには、備えられた機械設備の稼働率を、生産費用を下げるのに十分に高く保つ必要があるからである。つまり、そのような生産計画を立てられる専門能力のある経営者の存在が不可欠だったのである。株式会社という組織形態は、この点からも好都合なものであった。なぜなら、株主有限責任の原則は、株主が事業の運営についてパッシブであることを可能にし、経営を専門能力を有する者に委ねること、そして、その者が専門能力に裏打ちされた裁量を発揮することを可能にするからである²⁾。要するに、Berle & Meansによって指摘された「所有と経営の分離」という現象³⁾は、後期産業資本

2) 投資家の有限責任がもたらすメリットについて、拙稿「ベンチャー・キャピタル・ファンドに関する基礎理論的考察」一橋論叢130巻1号18頁以下、23—24頁(2003年)参照。

3) Berle & Means, *The Modern Corporation and Private Property* (1932).

主義の要請だったわけである⁴⁾。

上述の説明から分かるように、所有と経営が分離した株式会社とは、株主が資本を提供し、専門経営者とその資金を事業活動において有効利用して、収益を株主に還元するという仕組みである。つまり、ある経済主体が投入した資金を、専門能力を有する別の経済主体が運用し、その収益を配分する仕組みなのである⁵⁾。この仕組みにおいては、投資者が、専門経営者に対して一定の裁量権限を与え、その適切な権限の行使に依存する関係が形成される。このように、ある者が、他人の専門能力を利用するために、その者に一定の裁量権限を付与し、その適切な権限行使の受益者となる関係は、社会のいたるところに見られる。たとえば、医者と患者、弁護士とクライアントなどがそうである。こうした関係が信認関係 (fiduciary relationship) と呼ばれるものである⁶⁾。社会が分業化していくことにはメリットがあるが、それが進展して専門化が進んだ結果生じた人間関係、これが信認関係であるということが出来る⁷⁾。株主と取締役の関係もその一つである。

信認関係が、他人の専門能力の利用を目的としていることから、受認者 (fiduciary) には、必然的に裁量を与えられなければならない。しかし、裁量には濫用の危険が常につきまとう。つまり、信認関係には、専門能力を十分に発揮できるように裁量を認めながら、いかに濫用を防止するか、というジレンマがある⁸⁾。そこで、受認者には、信認義務が課されることになる。これは、大きく二つの義務からなる。忠実義務 (duty of loyalty) と注意義務 (duty of care) である。

忠実義務の要諦は、①受認者が利益相反的立場に身を置くことの禁止、②受認者が信認関係に基づく職務の遂行に際して、職務上の地位・知識・機会などから生じる利益を自己または第三者のものとするものの禁止、である⁹⁾。取締役についていえば、自己取引の禁止、会社の機会 (corporate opportunity) の奪取の禁

- 4) 岩井克人『会社はこれからどうなるのか』(平凡社、2003年) 226—229頁参照。
- 5) 拙稿「法と経済学から見た社外取締役」一橋論叢127巻1号1頁以下、2頁(2002年)参照。
- 6) 信認関係については、樋口範雄『フィデューシャリー「信認」の時代』(有斐閣、1999年)を参照。
- 7) 岩井克人『二十一世紀の資本主義論』(筑摩書房、2000年) 303—308頁参照。
- 8) 樋口・前掲注6) 101頁参照。
- 9) 藤田友敬「忠実義務の機能」法協117巻2号137頁以下、140頁(2000年)参照。

止、インサイダー取引の禁止、などとして現れることになる¹⁰⁾。

注意義務は、受認者に、同様の職業または地位にある人として要求される程度の注意を尽くすべきことを求める。したがって、取締役が尽くすべき注意義務の程度は、仮定的に想定される第三者 (hypothetical third party) が、当該取締役と同様の状況に直面した場合に、どのような行動をとると考えられるかということとの対比で (=客観基準によって) 判断されることになる¹¹⁾。要するに、取締役は、通常の思慮深さを持つ人 (ordinary prudent person) が同様の状況において尽くすであろう程度の注意を尽くさなければならないとされているのである。

本稿の関心が向けられているのは、この注意義務である¹²⁾。

2 客観基準によって注意義務を課すルールと効率性——Allen 教授の整理

(1) 効率性の観点から見たメリット

少なくとも、仕事を委託された者による機会主義的行動 (opportunism) がない世界においては、仕事を委託した者 (principal) に対する意思決定のインパクトの重要性に比例して、仕事を委託された者 (agent) が注意を尽くすことを要請するルール——Allen 教授は、比例ルール (proportionality rule) と呼ぶ——は、その他のルールに比べ、効率性を高めると考えられる。比例ルールは、意思決定を行う者 (agent) に、意思決定を行うプロセスにおける改善が、情報を得るのに費やすコストに見合う限りにおいて、それを負担するインセンティブを与える

-
- 10) Clark, Agency Costs versus Fiduciary Duties, in *Principals and Agents: The Structure of Business* 55, 74-75 (Pratt & Zeckhauser eds., 1985).
 - 11) Allen, The Corporate Director's Fiduciary Duty of Care and Business Judgment Rule Under U.S. Corporate Law, in *Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research* 307, 312 (Hopt et al. eds., 1998). また、樋口・前掲注6) 180頁参照。
 - 12) 取締役の信認義務が、本文のように、注意義務と忠実義務の二つからなると理解することは一般的であり、Allen 教授もこのように理解されている。しかし、取締役の信認義務は、注意義務、忠実義務、誠実義務 (duty of good faith) の三つからなるという理解も見られる。たとえば、Veasey, *The Social Responsibility of Lawyers: Reflections on Key Issues of the Professional Responsibilities of Corporate Lawyers in the Twenty-First Century*, 12 Wash. U. J. L. & Pol'y 1, 8-9 (2003) を参照。ちなみに、Veasey は、Delaware 州最高裁判所の首席判事である。なお、信認義務の内容をこのように分類することは、分析を誤らせるおそれがあり、妥当ではない、というのが Allen 教授の立場である。Allen, *supra* note 11, at 316 n. 25.

からである。そして、上述の客観基準によって注意義務を課すルールは、比例ルールと同様の機能を果たすと考えられる。その理由は、客観基準によって注意義務を課すルールの下で、通常の思慮深さを具備した、仮定的に想定される人物は、取締役会が直面している意思決定のために、自分が十分情報を収集したかどうかを判断するに際し、上記同様のコスト・ベネフィット計算を行うであろうからである。要するに、客観基準によって注意義務を課すルールによれば、取締役は、意思決定を行うに際して、社会的に最適な（過剰でもなく、過少でもない）レベルの情報収集活動を行うことが期待されるわけである¹³⁾。

(2) 効率性の観点から見たデメリット

取締役が実際行ったことによってではなく、仮定的に想定される合理的人物がとるであろうと裁判所が判断する行動に照らして責任が生じるルールには、取締役の最適な活動を阻害する可能性がある。その可能性について、Allen 教授は、自らが執筆した法廷意見の一節を引用しつつ、概ね以下のように論じられている¹⁴⁾。

よく発達した巨大な株式市場が存在していれば、株主は、自らの株式会社に対する投資リスクを低コストで分散することができる。したがって、会社の手にあるすべての現在価値が正となる投資プロジェクト（net present value positive investment project）を、リスク調整後の収益率（risk-adjusted rate of return）が高いものから順番に、会社が実行することは、株主の経済的利益となる¹⁵⁾。株主は、取締役がリスク回避的（risk averse）であることを欲してはいないし、合理的に考えると、欲すべきでもない。取締役が、誠実にリスクとリターンの評価を行い、会社の資本コスト（cost of capital）を上回り、リスク調整後の収益率が最も高い投資が実行に移されることにより、株主の利益は、最大化される。

13) Allen, *supra* note 11, at 318. 現実には、さらなる情報を入手するためのコストやその未知の情報をもたらすベネフィットを推計することは不可能である。また、こういったコストやベネフィットをどのように評価するかということは、その評価をなす取締役のリスク選好（risk preference）の影響も受ける。それゆえ、取締役の注意義務について法がなし得ることは、せいぜい尽くされるべき注意の最低限を示すことであると Allen 教授は論じられている。

14) 以下の論述は、Allen, *supra* note 11, at 319-320 に負う。引用されている判例は、*Gagliardi v. TriFoods Int'l, Inc.* 683 A. 2d 1049 (Del. Ch. 1996) である。

もし会社がリスクの高い投資を行うことを認めた場合に、結果的に生じた損失を、取締役が、個人的に負担しなければならないという責任が生じる余地があるとするれば、合理的観点からは望まれるリスク・テイクを行わない可能性が生じる。

公開会社の取締役は、通常、わずかな会社の持分しか有していないし、インセ

-
- 15) Allen 教授が述べられているように、ファイナンス論においては、会社の経営者がなすべきことは、ただ一つ、「NPV (net present value) を最大化させること」である。この考え方の背後には、Fisher の分離の定理 (Fisher Separation Theorem) がある。

この定理は、資本市場の重要な機能に着目するものである。その機能とは、資本市場は、個人が自由に NPV が正となるようなプロジェクトを実行に移すことを可能にしてくれるということである。なぜなら、資本市場が存在することにより、個人はお金の貸し借りを自由に行うことができるので、自己の投資決定とは独立に、消費を行う時期を決定することができるからである。つまり、資本市場があるおかげで、十分なお金を手にしている時期であるかどうかにかかわらず、消費を行うことができるというわけである。

Fisher によって明らかにされたことは、資本投資の基準は、個人の現在の消費・将来の消費に関する選好 (preference) と関係がないということであるが、そのポイントは、上記のようなことである。したがって、投資のための意思決定と消費のための意思決定に直面している個人が、以下のように行動する場合には、社会厚生 (social welfare) が最大化されることになる。すなわち、①NPV が正となるすべての投資を行う、②適切なタイミングでの消費を行うために資本市場を利用する、という行動である。

以上のような考え方は、株式会社の経営に大きな示唆を与える。第一は、投資決定について、個人的な選好が入り込むべきではなく、とにかく NPV の最大化を追求すべきであること。第二は、第一に述べたことからの示唆として、株主は投資決定を専門経営者に任せてもかまわないということである。要するに、株主の個人的な選好が投資決定に入り込むべきではないということであり、また、適切に NPV を最大化するような意思決定を行う専門経営者に経営を委ねることは、社会的に望ましいことでもあるということである。そして、とりあえず、NPV が最大化された後で、各株主がそれぞれのニーズに応じた消費を行えばよいということになるわけである。

このように、Fisher の分離の定理は、現代の大規模な株式会社の特徴である所有と経営の分離を、ファイナンス論的に正当化するものであるということが出来る。

以上の論述には、1996年に筆者が Harvard Law School においてエコノミストの John Pound 氏が担当された“Corporate Finance, Corporate Governance, and Corporate Control”の授業を聴講させて頂いた際に配布された、Pound 氏作成の資料の記述に負うところが大きい。なお、たとえば、Brealey & Myres, Principles of Corporate Finance 22 (International Edition, 2003) が、ここで述べたことに該当する記述である。また、ファイナンス論においては、Tobin の分離の定理も存在するので用語に注意されたい。Brealey & Myres の前掲のテキストにおいても、Separation Theorem として紹介されているのは、Tobin のそれである。Id. at 194.

ンティブ報酬もわずかなものである。したがって、彼らは——株主のような残余的所有者 (residual owner) としての観点からは——、会社がリスクの高い投資プロジェクトに乗り出したとしても、そこから期待される上方利益 (upside gains) の一部しか享受することができない。他方、取締役が、投資プロジェクトのリスクがあまりに高すぎたとして、当該プロジェクトからの損失を負担する責任があるとされた場合、その責任は、連帯責任となる。現代の公開会社の事業規模を考えると、このように取締役のとりリスクとそこから受け取る報酬の関係が切り離されている状況は、望ましくない結果を生じる危険がある。すなわち、こういった状況が所与とされると、negligence¹⁶⁾その他に基づいて、取締役の責任が生じうるごくわずかの可能性でさえも、取締役会が、リスクの高いプロジェクトは全く承認しないという状態を生み出すことが考えられるのである。ゆえに、取締役を negligence から生じる責任から保護し、取締役が、誠実に (in good faith) 行動し、最低限の手續上の注意義務を尽くしていれば、事業から生じた損失を負担する責任が生じるリスクはないということを、取締役に確信させることは、明らかに株主の経済的利益となるのである。

以上のようなことから、Allen 教授は、取締役の責任を裁判所が判断するに際して、注意義務の基準を客観基準とすると、株主の経済的利益に照らし、望ましくない結果が生じる余地があるとされている¹⁷⁾。

III 取締役の責任についての伝統的な考え方に対する Allen 教授の理解と評価

1 Allen 教授の理解

Allen 教授は、従来、アメリカの会社法は、客観基準による取締役の注意義務を認めながらも、現実にとり取締役の責任が問題となった場合には、異なるルールを適用してきたとされる。その異なるルールとは、金銭的な利益相反がない場合、

16) 合理的思慮を有する人 (reasonably prudent person) が、同様の状況におかれた場合に尽くすであろう程度の注意を尽くさないことが、negligence である。Black's Law Dictionary (7th ed.) 1056. まさに、客観基準で判断される。なお、後掲注31) を参照。

取締役は、自分が置かれた状況に照らして、合理的に必要なと考えられる情報をすべて入手する義務を尽くしたと、誠実に信ずることができない状態であったにもかかわらず、問題となった行為を承認した時のみ、当該承認行為に起因する会社の損失に対して責任を負う、というものである。つまり、法によって客観基準による注意義務が示されながらも、現実には主観的な基準によって取締役の責任が判断されてきた——行為規範 (standard of conduct) と裁判規範 (standard of review)¹⁸⁾が乖離してきた——というのである。以下、Allen 教授の理解を確認する。

Allen 教授によれば、上述の傾向は、1985年以前の Delaware 州の判例に顕著であるとされている。たとえば、1963年以前には、取締役の negligence または取締役の注意義務といった概念は、取締役の義務に関する Delaware 州の判例のボ

-
- 17) ここで紹介した Allen 教授の見解については、リスクの高いプロジェクトを会社に行わせることが、株主の利益となるのかという疑問があるかもしれないので、若干補足しておく。Allen 教授の議論では、合理的な投資者としての株主はポートフォリオ (portfolio) を組んでいることが前提とされている。大雑把な説明をすると、分散投資が可能な金銭資本を投資している株主の、会社が行う投資に対するリスク選好は、リスク中立的 (risk neutral) であるのに対し、分散投資が不可能な人的資本を投資している経営者の、会社が行う投資に対するリスク選好は、リスク回避的である。それゆえ、経営者は得てして株主が望むリスク・テイクを行わない可能性がある。以上のような、ファイナンス論の知見を取り入れた議論が、Allen 教授の議論の出発点になっている。こういった議論に関しては、たとえば、ポートフォリオ理論について、拙稿「ポートフォリオ理論と取締役の信託義務——アメリカ法の視点——」一橋論叢120巻1号1頁以下 (1998年) を、株主のリスク選好、取締役のリスク選好については、拙稿「ストック・オプション再考——ファイナンス理論からの示唆——」成城法学62号31頁以下 (2000年) を参照して頂ければ幸いである。付言しておく、上記のような、Allen 教授が議論の前提とされていることは、アメリカの会社法の文献においては、conventional wisdom となっている。
- 18) ここで、行為規範は、取締役に通常期待される行動の基準を意味し、取締役に向けられ、裁判規範は、裁判所が取締役の責任を判断する基準を意味し、裁判官に向けられる。参照、野田博「取締役の注意義務と司法審査」法学新報109巻9・10号515頁以下、523頁 (2003年)。ただし、野田教授は、standard of conduct に行為基準という訳語を、standard of review に審査基準という訳語を当てられているようである。また、standard of conduct は conduct rules と、standard of review は、decision rules と呼ばれる。Allen, Jacobs & Strine, Realigning the Standard of Review of Director Due Care with Delaware Public Policy: A Critique of Van Gorkom and its Progeny as a Standard of Review Problem, 96 Nw. U. L. Rev. 449, 451 (2002)。なお、行為規範と裁判規範について、団藤重光『法学の基礎』51—56頁 (有斐閣、1996年) 参照。

キャプラリーには存在しなかったことが指摘され、従来、Delaware州の裁判所は、会社の損失についての取締役の責任を認める必要がある場合、negligenceや「適切な注意 (due care)」¹⁹⁾を問題にするのではなく、むしろ、詐欺 (fraud) や不誠実性 (bad faith) を問題にしてきたとされている。そして、一般的に、アメリカの会社法は、一貫して、会社の損失に対する取締役の責任の基礎を、取締役が合理的に必要と考えられる情報を入手する努力を誠実にやってきたかどうかということに求めてきたと述べられている。すなわち、取締役が誠実に会社の利益を追求し、偽りのない (honest) 判断を行ったのであれば、仮定的に想定される合理的思慮を有する人が、当該取締役と同様の状況に直面した場合に、どのような行動をとると考えられるかということとの対比で、取締役の行った行為を事後的に判断するようなことを裁判所は行ってはこなかったというのである。以上のように、Allen教授は、多くの判例が、客観基準による取締役の注意義務を認めながらも、実際にその基準に従って取締役の責任を認めた事例はほとんど見あたらないという点を強調されている²⁰⁾。

また、客観基準によって取締役の注意義務違反が認められたと理解されることが多い *Selheimer v. Manganese Corp. of America*²¹⁾ について、次のように述べられている。Selheimer事件において、Pennsylvania最高裁判所が用いた言葉は、上記のような理解の根拠としてよく引用されてはいるが、裁判所によって認定された事実から総合的に判断すると、問題の取締役が、十分な情報を得てはいないものの、善意の (innocent) 判断をなしている——そうであれば simple negligence²²⁾の問題となる——というケースではないことは明らかである、と。

Selheimer事件の概要は、以下のようである。M社は、Class A株式とClass B株式を発行し、Class B株主によって4人の取締役が、Class A株主によって3人の取締役が選任されることとされていた。多数派の取締役には、創業者でM社の役員でもある4名が選任された。4名の取締役らは、会社の事業が開始される以前に、1933年証券法の州内募集免除 (intra-state exemption)²³⁾を利用して、

19) reasonable care といわれたりする。これも客観基準による注意義務の程度を示す言葉である。Black's Law Dictionary (7th ed.) 204.

20) Allen, supra note 11, at 322.

SEC への届出を行うことなく Class A 株式の募集を行った。資金調達のため、Pennsylvania の Colwyn にある工場を購入することであったが、その手取金の多くは、New Jersey 州の Paterson にある別の工場を軌道にのせることにつき込まれ、結局無駄にしてしまうこととなった。そこで、M 社の取締役の不適切な経営と会社財産の浪費について、その責任を追求する株主代表訴訟が提起され、Pennsylvania 州最高裁判所は、4 名の取締役の責任を肯定した。

Allen 教授は、この事件が、以下のような事実を前提に判断されている点を重視されている。手取金の中から、4 人の取締役に対して、取締役会の決議を経ることもなく報酬が支払われているという事実。そして、問題の募集は、1933年証券法の州内募集免除の要件を満たすものではなかったという事実である。免除の

-
- 21) 224 A. 2d 634 (Pa. 1966). Selheimer 事件を本文のような観点から捉えているように読める記述として、たとえば、Hamilton, *The Law of Corporations in a Nutshell* 447-448 (5th ed., 2000) 参照。

Selheimer 事件が本文のような理解をされるのは、Pennsylvania 最高裁判所が、Pennsylvania の1933年事業会社法の408条が、「役員及び取締役は、…その地位から生じる義務を履行するに当たり、誠実に、そして、通常の合理的思慮を有する人 (ordinary prudent men) が、同様の状況において、自己の事業を管理する際に (in their personal business affairs) 尽くすであろう、勤勉さ、注意、および、技能を尽くさなければならない」と規定していることを確認し (224 A. 2d at 640)、従来の判例に照らして当該規定の妥当性には疑問を示しながらも、その規定に基づいて判断し (Id. at 643)、取締役の責任を認めているからであろう (ただし、従来の判例法の基準によっても結論はかわらないとしている。Id. at 646.)。

上の「自己の事業を管理する際に尽くすであろう…注意」という文言との関連で述べると、日本法においては、他人のものまたは他人の事務を管理する場合、自分のものまたは自分の事務を管理する場合とでは要求される注意の程度が異なるものとして理解されているようであるが (民法644条と659条を対比)、アメリカ法においては、こういった区分は否定されているといわれている。樋口・前掲注6) 180頁参照。

なお、通常は、「同様の地位におかれた (in a like position) 者が尽くす注意」といった文言が一般的であるが、Selheimer 事件において、Pennsylvania 最高裁判所は、「自己の事業を管理する際に尽くされる注意」を、それよりも高い程度の注意であると捉えているようである。Cary & Eisenberg, *Corporations: Cases and Materials* 574 (7th ed., 1995). もっとも、このような程度の差が、実際のケースにおいて結論に差をもたらすかについては、疑問視されている。Clark, *Corporate Law* 123 (1986).

- 22) inadvertent negligence ともいわれる。うっかりミスのようなものである。Black's Law Dictionary (7th ed.) 1057.
- 23) 州内募集免除について、黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』51頁 (弘文堂、1999年) 参照。

要件が満たされないとすると、SEC への届出義務違反ということになり、この事件は、同法11条に基づく損害賠償や、12条に基づく売買の取消 (rescission) が問題となりうるケースであったということになる²⁴⁾。つまり、Selheimer 事件は、利益相反的要素や詐欺的な要素に満ちたケースであり、取締役が誠実に義務を尽くしたケースであるとは言い難いことになる²⁵⁾。

以上のように、金銭的な利益相反がなく、誠実に行動している取締役の責任が問われる余地はなかったし、裁判所が注意義務違反の裁判規範として、客観基準を用いることもなかったというのが、アメリカ会社法の従来の方であったというのが、Allen 教授の理解である²⁶⁾。

2 Allen 教授の評価

利害関係を有することのない取締役によって、誠実に経営判断が行われた場合には、その実質的な内容について、事後的に判断を行うことを避けるという傾向が、19世紀から20世紀にかけての会社判例法の顕著な傾向であった。IIで整理した、客観基準によって注意義務を課すルールの効率性に対する正負両方の効果を考慮すると、1世紀以上の長きにわたって、法によって客観基準による注意義務が示されながらも、現実には主観的な基準によって取締役の責任が判断されてきたという事実——行為規範と裁判規範が乖離してきたという事実——に関する一つの解釈が得られる。その解釈は、次のようである。

裁判所が、「客観基準によって適切な注意を尽くしたと評価できるかどうか (reasonableness)」という裁判規範によって、取締役の責任の有無を判断することを避けてきたことをもって、政策的なスタンス (public policy) が欠如していたと見るのは誤りである。むしろ、「客観基準によれば適切な注意を尽くしたと

24) 証券法11条、12条に基づく民事責任については、黒沼・前掲注23) 66頁以下参照。

25) Allen, *supra* note 11, at 323-324.

26) 「会社の取締役が、代表訴訟において、自己取引によらず、negligence によって責任を認められた事例を見つけることは、非常に大きい藪山の中から、数本のほりを見つけ出すようなものである」という Bishop 教授のコメントは、しばしば引用されているが、Allen 教授の理解が正しいことを示唆しているかのようなものである。Bishop, *Sitting Ducks and Decoy Ducks: New Trends in the Indemnification of Corporate Directors and Officers*, 77 *Yale L. J.* 1078, 1099 (1968).

は言い難いと評価される (unreasonable)」取締役会の行為から生じた会社の損失に対する損害賠償請求を認めることは、合理的なリスク・テイクを阻害し、ひいては富の創造を阻害することにつながるという政策判断があると考えられるべきである²⁷⁾。

以上が Allen 教授の評価であるが、教授は、行為規範と裁判規範が乖離してきたことは、客観基準によって注意義務を課すルール of 効率性に対する正負両方の効果をうまく調整し、最適な富の生産をサポートしている可能性があると考えているわけである²⁸⁾。

IV 流れを変えた Van Gorkom 事件

1984年には、Allen 教授の理解と統合的な Delaware 州最高裁判所の判断が示された。Aronson v. Lewis²⁹⁾がそれである。Delaware 州最高裁判所は、経営判断原則 (business judgment rule) の下では、取締役の責任は、gross negligence に基づくという立場を示したのである³⁰⁾。これは、注意義務違反が問題となっているケースにおける裁判規範として、negligence の基準よりは緩やかな gross negligence³¹⁾の基準が用いられることを意味している³²⁾。ゆえに、この最高裁判決によって、取締役の注意義務に関する裁判規範と行為規範の乖離は、Delaware 州の政策的スタンスとして確立したかに見えた。

しかし、その期待は裏切られることになる。Delaware 州最高裁判所は、後の

27) Allen, supra note 11, at 320.

28) Id. at 312.

29) 473 A. 2d 805 (Del. 1984).

30) Id. at 812.

31) これまで見てきた Allen 教授の見解から、教授は、negligence と gross negligence を単なる程度の違いではなく、質的に違うものと捉えているように思われる。そのことは、Allen et al., supra note 18, at 458 にある「true gross negligence, which requires ... indifference to duty amounting to recklessness」という記述にも現れている。つまり、gross negligence は、reckless (=害悪が生じることを意欲または希望してはいないが、その害悪が生じる可能性を認識しつつ、あえてそのリスクをおかす心理状態をいう。Black's Law Dictionary (7th ed.) 1277. したがって、未必の故意に近い。) という要素を含むと解釈されていると考えられるのである。本稿が、negligence を敢えて「過失」と訳さなかった理由もここにある。

32) Allen et al., supra note 18, at 458.

判決において、gross negligence による裁判規範を適用するとしながらも、実際には（明示的にではないが）、ordinary negligence³³⁾による裁判規範を適用したのである³⁴⁾。流れを変えた事件が、Smith v. Van Gorkom³⁵⁾である。

この事件は、T社が、キャッシュ・アウト・マージャー（cash-out merger）という形でMグループへ吸収合併されたというものであった。その合併では、T社の旧株主に対して一株あたり55ドル（この価格は、当時の市場価格を約50%も上回る価格であった）が支払われることになっていたが、その支払金額が少ないということなどを理由として、ある株主が、合併の差し止め、またはこれに代わるものとして、T社の取締役の合併承認にかかる注意義務違反に基づく損害賠償を求めるクラス・アクションを提起した、というのが事件の簡単な経緯である。

このケースで問題となったのは、T社の取締役が、CEOからの合併条件の提案を、驚くほどの速さで承認してしまったという点であった。すなわち、合併を承認した取締役会においては、20分ほどのCEOの口頭での説明がなされたものの、合併価格等につき、取締役によって、投資銀行等による検討が依頼されるようなこともなく、2時間程度で承認されてしまったのである。Delaware州最高裁判所は、以上のような事実に基づき、取締役会の決定には十分な情報を得るという点でgross negligenceがあり、経営判断原則による保護を受けられない旨判示した³⁶⁾。

この判決は、gross negligenceありとされた取締役の中には、5名の社外取締役（4名は他社のCEO、1名はシカゴ大学ビジネス・スクールの元学長（dean）であった）が含まれていた³⁷⁾ことなどからも、アメリカのビジネス界に与えた衝撃は大きかった。なぜなら、これらの取締役は、問題の取引について、

33) ordinary negligence という用語は、negligence と gross negligence を区別する際に用いられる。Black's Law Dictionary (7th ed.) 1057.

34) Allen et al, supra note 18, at 458.

35) 488 A. 2d 858 (Del. 1985). 本件については、岸田雅雄・近藤光男・黒沼悦郎編著『アメリカ商事判例研究』102頁以下（商事法務研究会、2001年）に、神崎克郎教授の解説がある。なお、Van Gorkom 事件以後の Delaware 州最高裁判所の判決については、すでに、本文に述べた傾向を踏まえて、野田・前掲注18)において詳述されている。

36) 488 A. 2d at 874-877.

37) 488 A. 2d at 868.

金銭的な利害関係を有していたわけでもない。しかも、T社の事情にも十分精通していた³⁸⁾、上記のようなビジネスのエキスパートたちであった。そのような取締役たちが、事後的な目で見ても、株主にとって悪い条件のようには見えない条件での合併を承認したことに、gross negligenceがあるとされたからである。本件で、Delaware州最高裁判所が、取締役が十分に義務を尽くしていない根拠としたのは、CEOのVan Gorkomが口頭説明で行った、一株55ドルという合併対価の算出根拠を独自に検討するプロセスを踏まなかった点である³⁹⁾。

Allen教授は、Delaware州最高裁判所が、Van Gorkom事件において、取締役が情報収集のためにとったプロセスに関し、「客観基準によって適切な注意を尽くしたと評価できるかどうか」を、事後的に判断したことは明らかであると指摘されている⁴⁰⁾。さらに、Allen教授が、Delaware州衡平法裁判所の2人のVice Chancellorとともに執筆された論文の中では、Van Gorkom事件において、取締役が、合併対価の算出根拠を独自に検討するプロセスを踏まなかったことなどを、Delaware州最高裁判所が、gross negligenceと評価している点に関し、こうしたプロセスの誤りは、ordinary negligenceと評価する余地はあるが、gross negligenceと評価することは困難であると論じられている⁴¹⁾。

Van Gorkom事件における、Delaware州最高裁判所の判断に関する、Allen教授の評価は以下のようなものである。Van Gorkom事件において、Delaware州最高裁判所は、gross negligenceによる裁判規範を事実上破棄することにより、より緩やかな裁判規範の下でもたらされるリスク・テイクのインセンティブを奪ってしまった⁴²⁾。しかし、それは、これまでの伝統的な考え方の背後にある政策判断と

38) Ibid.

39) この事件以後、企業買収の際には、企業評価に関し、当該取引が公正であるとの意見書（公正意見：fairness opinion）を投資銀行に作成してもらうという実務が定着したようである。Weidenbaum, *Lessons of an Outside Director*, 70 Wash. U. L. Q. 563, 569 (1992)。もっとも、本判決において、Delaware州最高裁判所は、適切な情報収集に基づく経営判断のために、一般論としては、外部の投資銀行の公正意見が法律上要求されるわけではなく、情報収集については、むしろ内部者の方が適任である場合もあり、その者の報告を誠実に信頼することによって取締役が保護される余地がある旨述べている。488 A. 2d at 876.

40) Allen, *supra* note 11, 324-325.

41) Allen et al., *supra* note 18, at 458.

矛盾するものであり、かつ、資本主義経済にとって根本的に重要な、ビジネス・リスクをとるといふインセンティブを、裁判所が阻害することにつながり、望ましくない。Delaware 州最高裁判所は、伝統的な考え方に帰るべきである⁴³⁾。

V Allen 教授が見た経営判断原則

取締役が適切な注意を欠いたため、会社に損害が生じたとされる場合に、その損害賠償責任の有無を判断する際、裁判所が用いてきた法原則が、経営判断原則である。Allen 教授は、経営判断原則を、注意義務違反による請求がなされた場合の、修正された責任判断基準 (modified liability rule) と位置づけられている。すなわち、注意義務の履行を厳格に求めれば、非効率な結果を招きかねないことはすでに見たが、経営判断原則は、そのような事態を改善する手段であると理解されるわけである。要するに、Allen 教授は、経営判断原則は、客観的な行動の基準からの逸脱に焦点を置くのではなく、取締役の主観的な誠実性に焦点を当てた判断を行うことにより、非効率な結果の生来を回避していると捉えられているのである⁴⁴⁾。そして、以上のように経営判断原則を捉えることが、アメリカ会社法における伝統的な理解とも整合的であると主張されているわけである⁴⁵⁾。

さらに、上記のような理解は、道徳的な観点からも望ましいと、Allen 教授は主張される。そして、以下のように述べられている。そもそも、いかなる道徳的な根拠によって、株主は、取締役の誠実な経営判断を、不合理である (=客観基

42) Allen, Jacobs & Strine, *Function Over Form: A Reassessment of Standards of Review in Delaware Corporation Law*, 26 Del. J. Corp. L. 859, 873 (2001). ただし、この判決の実際上の効果は、本判決直後に、Delaware 州が、注意義務違反を理由とする取締役の損害賠償責任を免除する定款規定をおくことを認める立法を行った (Delaware General Corporation Law §102(b)(7)参照。) ことにより、大幅に減殺されることになったとされている。Allen, *supra* note 11, at 325.

43) Allen et al., *supra* note 18, at 449-450. なお、同論文では、Brehm v. Eisner, 746 A. 2d 244 (Del. 2000) において、Delaware 州最高裁判所は、伝統的意味での gross negligence 基準に回帰する傾向を見せていることが指摘されている。この点につき、詳しくは、野田・前掲注18) 535頁以下参照。また、本件の解説として、釜田薫子「デラウェア州の株主代表訴訟における提訴請求免除の要件」商事法務1603号52頁以下 (2001年) がある。なお、後掲注86) 参照。

44) Allen, *supra* note 11, at 307.

45) *Id.* at 327.

準によれば適切な注意を尽くしたとは言い難い)として非難しうるのであるか? 取締役が、誠実に情報を収集し、適切な判断を行う努力を現実に行ったというのであれば、その取締役は、十分に注意義務を尽くしたと評価されるべきである。もしもその取締役が誠実に行った判断よりも、質の高い判断が行われてしかるべきであったと株主が考えるのであれば、その株主は、別の取締役を選任すべきであったのである。取締役は、医者やエンジニアのように⁴⁶⁾、彼らが行う判断の質を黙示的に保証しているわけではない。取締役は、会社の利益を増大させる誠実な努力を行うことを黙示的に保証しているとは考えられるが、行う判断の結果や内容について保証しているわけではないのである。したがって、判断の結果やその内容——いつ判断するかということも含めて——から、責任を生じさせることは、公正であり得ないのである⁴⁷⁾。

VI 人間観と法の役割——Allen 教授の視座⁴⁸⁾

取締役の注意義務に関し、行為規範と裁判規範が乖離してきたのがアメリカ会社法の従来姿であり、Allen 教授が、それをあるべき姿であると考えているこ

46) 医者やエンジニアの仕事においては、ある状況——想定される状況には多様性があるにせよ——において、どのような手順を踏み、どのように行動すべきかが一定程度標準化されていると考えられる。この点が、同じように専門家としての仕事でありながら、取締役の仕事との間に見いだせる差であることはしばしば指摘されており、経営判断原則が認められる理由として指摘される点でもある。取締役の仕事が標準化できない理由には、①取締役が直面する状況は、あまりに多様かつ広範であり、統一的な手順が形成されにくいこと、②個々の取締役が多様なバックグラウンドと経験を有していることから、広く共有される、トレーニング、知識、専門家としての教養といったものの体系を想定できないこと、③ビジネスにおけるリーダーシップが発揮され、成功がもたらされるには、標準化された実務とは相容れない、リスク・テイク、イノベーションなどが必要であること、などがあげられている。See Davis, *Once More, the Business Judgment Rule*, 2000 Wis. L. Rev. 573, 582 (2000).

経営判断原則が認められるべきその他の根拠については、たとえば、吉原和志「取締役の経営判断と株主代表訴訟」小林秀之・近藤光男編『株主代表訴訟体系』所収78頁以下、86—87頁（弘文堂、新版、2002年）、拙稿「アメリカの社外取締役に期待される役割——企業買収のケースを素材として——」監査役406号29頁以下、35頁注11）（1998年）などを参照されたい。

47) Allen, *supra* note 11, at 327—328.

48) 以下の論述は、*id.* at 328—331 に基づく。

とは、すでに述べた通りである。ここで、Allen 教授は「なぜそのような不一致が存在するのか?」「会社の損失に関する独立取締役 (independent director)⁴⁹⁾の責任を判断するに当たり、客観基準による注意義務を問題にするのではない裁判規範を用いることに、効用を見いだすことができるのであれば、なぜ、アメリカ法は、取締役の行為規範自体を経営判断原則に現れているような、基準に一致させないのか?」と問う。そうすれば、法が宣言するところの取締役が尽くすべき注意の程度に関する行為規範と裁判規範が一致し、一貫性のあるものとなるように思われるからである。

Allen 教授は、行為規範と裁判規範の乖離が存在する理由として、以下のような説明が考えられるとしている⁵⁰⁾。その説明は、社会における法の役割に着目するものである。すなわち、法は、一定の価値をとりまく連帯意識を高揚させるためにある——共同体の理念を表現したものとしての法 (the law as an expression of community ideals) ——という見方から出発する説明である。この見方によると、注意義務は、誠意を持って行動する人に対して、彼らが一般的にはどのように行動すべきかを示していることになる。

Allen 教授は、別の見方との対比によって、以下のように論じられている。歴史上アメリカの偉大な裁判官として知られる Holmes 判事は、かつて、悪人 (bad man) 理論といわれる行為規範としての法を強調した⁵¹⁾。「法と道徳を峻別し、法とは、道徳的考慮をまるで欠いた『悪人』さえも自らの行動の基準とせざ

49) 取締役が社外者であるということは、必ずしもその取締役と経営者の利害関係がないことを保証するものではない。そこで、アメリカにおいては、社外取締役と経営者の間に、経済関係、親族関係その他の一定の関係が無い場合、独立取締役という言葉が用いられる。また、最近のアメリカの大規模公開会社においては、内部者が1~2名しか含まれていないような取締役会 (supermajority-independent board) の構成を採用する企業も多いようである。See, e.g., Bhagat & Black, *The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance*, 54 *Bus. Law.* 921, 922-923 (1999).

50) Allen 教授は、二つの説明を示されているが、より興味深いのは、本注以下の本文で述べる説明である。もう一つの説明は、責任が生じるか生じないかという基準に従い、合理計算を行って行動するような取締役 (rationally calculating opportunist) の計算を困難にして、より注意深い行動を引き出そうという戦略であるという説明である。Allen, *supra* note 11, at 328.

51) See Holmes, *The Path of the Law*, 10 *Harv. L. Rev.* 457 (1897), reprinted in 110 *Harv. L. Rev.* 991 (1997).

るをえないもの、つまり、その問題に対して裁判所がどのような判断を行うかの『予測』にほかならない』⁵²⁾というのがHolmes判事の見解である。法は、(ある行為を行えば、どのような制裁⁵³⁾が課されるか、そして、そのような制裁が課される確率はどの程度かという計算を行って行動する悪人の)望ましくない行為を抑止するためにある——功利主義的な制裁の体系としての法(the law as a utilitarian system of sanctions)——という見方をしているわけである。このような、極めて功利主義的な立場に立てば、取締役にとっての行為規範は、裁判規範と一致することになるだろう。なぜなら、自分が被る法的な不利益を避けることや、自分が享受する法的な利益にしか関心のない、「悪人」でイメージされる人にとっては、裁判規範だけが関心事であると考えられるからである。

しかしながら、もしHolmes判事が想定したような功利計算によっては完全に説明することができない別の理由によって行動する人——行動の典拠となるべきルール(法的なルールに限られない)を自発的に受け入れることを通じて、自己の道徳的な価値観の強化を実現したいと思う人——が世の中に存在するとすれば、完全にエンフォース(enforce)される(=公的な強制を伴い、確実に実現される)ことのない行為規範の存在は、人々の行動に一定の影響を及ぼしようと考えられる。そして、そういった人は、この社会に確実に存在している。もちろん、そういった人も、コスト=ベネフィットについての合理計算を行うことだろう。しかし、彼らが行うであろう直感的な計算においては、自分で自分を「道徳的人間(moral beings)」であると捉えること、そして、他人が自分のことをそのように捉えてくれることが、きわめて重要な要素となるのである。

以上のように、実際上は、経営判断原則によって、誠実性を欠いた(bad faith)取締役の行為のみが制裁を受けることになるのに、客観基準で示された注意義務の存在に意義があるのは、我々が道徳的人間であると考えられるからであ

52) 内田貴『契約の再生』19頁(弘文堂、1990年)から引用。

53) 「制裁」という言葉は、sanctionを意識している。すなわち、ここでは、一定の要件のもとに、行為者に課される不利益(刑事罰であったり、損害賠償であったりする。また、その不利益を生じさせる主体が国であったり、被害者であったりする。)を意味する用語として用いている。参照、藤田友敬「サンクションと抑止の法と経済学」ジュリスト1228号25頁以下、26頁(2002年)。

る。人間は、確かに機会主義的な行動をとる。しかし、そういう側面だけを持っているわけではない。道徳法則 (moral code) に誠実に従う、道徳的な共同体 (moral community) のメンバーとしての側面も有しているのである。そのような規範に行動を一致させることや、そのような行動をとっていると他人に感じてもらっていることは、我々にとって重要なことでありうるのである。意思決定において、社会的な連帯感を考慮する、こうした傾向についても、功利計算によるモデル化が可能かもしれない。しかし、現実には、その要素はきわめて心理的なものである。ゆえに、正しい行動の典拠とされるべき基準が宣言されることにより、会社の取締役が会社財産を自分に移転する事前の (ex ante) 機会の流用が、おしなべて少なくなる——たとえ、その基準からの逸脱行為に対する金銭的な制裁を、公的な強制により確実に実現するメカニズム (enforcement mechanism) が存在しないとしても——ことは、論理的に十分考えられることなのである。

上述のように解すると、取締役の行為規範 (=法で宣言される注意義務) と裁判規範 (=経営判断原則) が一致しないことには、実際上の意味があることになる。合理的に (reasonably) 情報を収集し、合理的な注意を尽くすことが、取締役のとるべき正しい行動であると一般に認められている場合、道徳的な人間である取締役は、恐らくその正しい行動をとろうとする——誠実性を欠く行為であるとの証明がなされない限り、損害賠償請求は認められないという現実があったとしても——と考えられるからである。

取締役が、行為規範を尊重して、合理的な注意を尽くすことは、情報収集という観点から社会的に効率的な結果を生じさせる。一方、取締役の責任が問題とされた場合には、行為規範とは異なる内容の裁判規範としての、経営判断原則を用いて、取締役を保護してやることは、リスク・テイクの観点から社会的に効率的な結果を生じさせる。要するに、アメリカ会社法における、信認関係を規定するルール of 奇妙な構造 (=受認者の行為規範と裁判規範が乖離し、一見厳格に思われる取締役の受認者としての注意義務が、経営判断原則によって、その厳格性をほとんど取り除かれてしまっているという構造)⁹⁴は、取締役が、道徳的な人間であると仮定した場合、情報収集という観点からの社会的効率性と、リスク・テイクの観点からの社会的効率性をうまく調整する機能を営んでいるというのが、

Allen 教授の主張なのである。

VII Allen 教授の議論の背景

1 はじめに

以上、取締役の注意義務と経営判断原則の関係について、Allen 教授の見解を縷述してきた。ここでは、Allen 教授の思考をもう少しメタ・レベルで論じてみたい。

2 Kant 的思考

Allen 教授は、アメリカ会社法における、信認関係を規定するルールの奇妙な構造に、人を道徳的な存在として捉え、その道徳的人間にアピールすべく、道義的性格の強い規範 (aspirational norms) ないしは道徳的行動の原則 (principles of moral conduct) を規定しているという、法の意義を見いだそうとしている⁵⁴⁾。私は、このような考察を Allen 教授に行かせたのは、おそらく、Kant であると思う。そのことは、Allen 教授が、法は、実践理性 (practical reason) に基づいて定式化されることがある旨述べられていることから窺われる⁵⁵⁾。Kant の実践哲学は、先験的な道徳法則に自律的に服する自由な人間を基礎とし、主観的な意志の格率が、同時に普遍的な法則となるよう行為すべきであることを説く。したがって、道徳的人間は、常に具体的行動に際して、自分の行動基準が、普遍的法則に合致しているかどうかを問うことになる⁵⁶⁾。これは、まさに Allen 教授が主張されていたことに他ならない。詰まるところ、Allen 教授の主張は、我々は自由で自律的な本体的人間 (homo noumenon) である、という主張なのである。

54) 野田教授は、この奇妙な構造を、「取締役の注意義務のミステリー (パラドックス)」と呼ばれている。野田博「コーポレート・ガバナンスにおける法の役割——英米会社法を中心として」柴田和史・野田博編『法政大学現代法研究所叢書24 会社法の現代的課題』所収59頁以下、130頁 (法政大学出版局、2004年) 参照。

55) このコメントは、Cioffi, State of the Art: A Review Essay on Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research, 48 Am. J. Comp. L. 501, 522 (2000). に負う。

56) Allen, supra note 11, at 327.

57) 碧海純一「新版 法哲学概論」313頁 (弘文堂、全訂第二版補正版、2000年) 参照。

さて、Allen 教授が、功利主義的な Holmes 判事の悪人理論から一線を画した法律観を示されていることは、すでに見た。Holmes 判事は、リアリズム法学の創始者の一人といわれるが、リアリズム法学は、法社会学の中で最もアメリカ的な色彩が強いといわれる⁵⁸⁾。ところで、リアリズム法学においては、法は当為としての規範的性格を失ってしまい、人間行動に対する条件付けというだけのことになってしまう。そして、これは、法を単に社会制御の手段と見る考えにつながると指摘されている⁵⁹⁾。リアリズム法学のこうした特徴は、規範倫理学上、善をまず正とは独立に規定し、そのあと正を善の最大化として規定する目的論的理論 (teleological theory) としての功利主義の特徴が発現したものと捉えることができよう。Allen 教授の議論が、Kant 的に構成されているとすれば、上述のような特徴を有する考え方に与しないのは、当然といえる。なぜなら、Kant 的な規範倫理学上の議論は、それ自体が正しい一定の原理を、その人間の禍福への結果如何を考慮することなく、忠実に遵守することが道徳的に義務づけられているとする義務論的理論 (deontological theory) であり、目的論的理論とは基本的に対立するものであるからである⁶⁰⁾。

また、アメリカのアカデミックな会社法学において主流をなすアプローチが、「法と経済学」のアプローチであることは、Allen 教授自身認めているが⁶¹⁾、「法と経済学」が基調とするコスト＝ベネフィット分析は、Holmes 判事の悪人理論と功利主義的な基盤を共有している⁶²⁾。功利主義は、利己心と快楽の追求という人間動機の定式化に基礎をおき、経済学を含む社会科学に広範な影響力を持って

58) 団藤・前掲注18) 314頁参照。

59) 団藤・前掲注18) 41頁参照。

60) 田中成明『現代法理論』196頁(有斐閣、1984年)参照。

61) Allen, *Contracts and Communities in Corporation Law*, 50 Wash. & Lee L. Rev. 1395, 1399 (1993).

62) 一例をあげよう。ある社会的に望ましくない行為を抑止するには、当該行為を行う個人がその行為から得る利得を上回る不利益を課せばよい。そうすれば、個人が経済合理的である限りにおいて、問題の行為は抑止されると考えられる。これが、抑止に関する経済学のモデルの基本的な考え方である(藤田・前掲注53) 26頁参照)。このような経済学のモデルが前提としている個人は経済人 (homo economicus) と呼ばれるが、このような個人は、まさに、Holmes 判事がいうところの悪人に他ならない。

いるが⁶³⁾、それが基礎とする人間像は、自己愛や幸福への衝動に支配された現象的人間 (homo phaenomenon) であり、因果律に規定された存在であるという意味において、そうではない、自律的な本体的人間と異なっている⁶⁴⁾。Allen 教授が、功利主義的なコスト=ベネフィット分析に懐疑的なコメントをされていることもすでに見た通りだが、これは、以上のことに起因するものと考えられる。

要するに、Allen 教授は、アメリカ (会社) 法学に顕著である、道具主義 (instrumentalism) 的な法律観やコスト=ベネフィット分析といった、功利主義的な色彩が強い法学研究から踏みだす研究の方向性を、Kant 的な観点から示唆していると考えられるわけである⁶⁵⁾。

63) 塩野谷祐一『シュンペーターの思考：総合的社会科学の構想』326頁 (東洋経済新報社、1995年) 参照。

64) 碧海・前掲注57) 313頁参照。

65) アメリカの会社法学においては、「法と経済学」のアプローチが主流であると、先に述べたが、「法と経済学」のアメリカ法学への影響は、会社法学の分野にとどまるものではない。その影響は、論者をして、「『法と経済学』こそ、最近二〇年間におけるアメリカ法学の目を見張る活況の最大の貢献者である」(内田・前掲注52) 74—75頁から引用。)と言わしめるほどである。

しかし、ヨーロッパにおける状況は少し異なっているようである。ヨーロッパの多くの国々 (特にドイツ、フランス、ベルギー、オランダ) では、「法と経済学」は敵意をもって迎えられたといわれている。「法と経済学」に対する誤解もさることながら、文化的・法的伝統が、その導入の障壁となったと指摘されている。本稿との関連でいえば、①功利主義的なコスト=ベネフィット分析が、ヨーロッパの哲学者の間で主流な見解と対照的であること、②人間が自律的な個人 (autonomous individuals) として捉えられる、Kant 的な伝統が、道具主義的な法の利用についての基盤を提供しにくいこと、などが障壁としてあげられているのは非常に興味深い。Van den Bergh, *Law and Economics in Europe: Present State and Future Prospects*, in *Bibliography of Law and Economics* 5, 7-8 (Bouckaert & De Geest eds., 1992).

日本においても、「法と経済学」に対する法律家の対応は冷淡なものであった。しかも、批判的というより、そもそも関心を持たれていなかったのが実情であると指摘されている。関心が持たれなかった理由としては、「法と経済学」に対する法律家の誤解が大きかったことも確かである (川浜昇「第Ⅲ部 潜在的参加者：コメント」三輪芳朗・神田秀樹・柳川範之編『会社法の経済学』479頁以下所収、479頁 (有斐閣、1998年) 参照)。それに加え、我が国への「法と経済学」導入に対する文化的な障壁も数多く考えられるが、その一つに、道具主義的な法律観への反発があげられている。Ota, *Law and Economics in Japan: Hatching Stage*, 11 *Intn'l Rev. L. & Econ.* 301, 307 (1991). その他の障壁については、太田教授の同論文を参照されたい。

3 会社法における司法消極主義

誠実な経営判断に対して、裁判官が介入できる余地を小さくする裁判規範を支持する Allen 教授の考え方は、会社法の研究を行う者が共有している基本問題に対する教授の姿勢を反映している。その基本問題とは、「現代社会において、巨大で、圧倒的な力を有している株式会社の、社会における適切な役割とは何か？」という問いである。

上記の問いは、古くから議論されてきた。一方の極に、株式会社が果たすべき役割は、株主利益の最大化にあるという考え方があり、もう一方の極に、株式会社が果たすべき役割には、株主利益の最大化のみならず、公共的利益を増進させ、社会に奉仕する側面があることを強調する考え方がある⁶⁶⁾。この問いにどのような判断が下されるかは、社会にとって重要問題である。

ところで、ある物事についての判断がなされる場合に、どのような判断が下されるかは、誰がその判断を行うかに依存する面がある。つまり、判断のプロセスが、判断の実体を規定してしまう側面があるのである。では、会社法における先の基本問題についての判断は、誰が行うべきか？ 会社法の問題として考えると、ここでの問いは、こういった判断を行うべき主体として適切であるのは、取締役か、株主か、それとも、裁判所か、ということになる。そして、Allen 教授の立場は、裁判所は上述の基本問題についての判断を行う主体として、適してはいないというものである。この立場が、取締役の注意義務の考察においても貫かれており、経営判断に対する裁判所の介入は、例外的な場合に限られるべきであるという姿勢で一貫していることは、すでに見た通りである。Allen 教授は、自由な社会における株式会社の適切な役割が、裁判所によって命令的に押しつけられるのではなく、その自由な社会の個々の活動主体によって決定されることを確保すべく、議論を展開されているわけである⁶⁷⁾。

以上のような、Allen 教授の会社法における司法消極主義の立場にも、自律的

66) 株式会社の基本原則を巡る議論については、たとえば、落合誠一「企業法の目的——株主利益最大化原則の検討——」岩村正彦ほか編『岩波講座現代の法7 企業と法』(岩波書店、1998年) 1頁以下参照。

67) 以上の論述には、Smith, *supra* note 1, at 580-583 を参照した。

な人間の自由な活動領域を法的強制による干渉から確保しようという、Kant的アプローチ⁶⁸⁾が影響しているのかもしれない。

VIII わが国会社法研究への示唆

わが国において、注意義務違反に基づく取締役の責任追及がなされる際の根拠規定は、商法266条1項5号であるが、その責任の法的性質は、債務不履行責任であると解されている⁶⁹⁾。したがって、①履行が債務の本旨に従ったものでないこと、②取締役の責に帰すべき事由(故意・過失)があること、③債務不履行と損害の間に因果関係があること、が同号に基づく損害賠償責任の要件ということになる⁷⁰⁾。

債務不履行責任であるから、責任を免れようとする債務者(=取締役)の側で無過失を立証しなければならないと考えられる⁷¹⁾。しかし、取締役が負担している債務内容が、注意義務を尽くして職務を執行することであることから、原告が主張・立証しなければならない上記①の証明は、同時に②の証明を行うに等しく、この二つの要件の証明は、渾然一体となっていることに注意が必要である。したがって、實際上、原告としては、過失の証明責任(=注意義務違反の証明責任)を負担することになる⁷²⁾。

このような訴訟構造の中で、経営判断原則が、どのような意義と機能を有するのか、注意義務と経営判断原則の関係をどのように捉えるべきか、さらには、わが国における取締役の責任論の中で経営判断原則をどのように位置づけるべきか、といったことには、多くの関心が注がれている。このような問題を扱った文献は、膨大に存するが、たとえば、吉原教授は、取締役に注意義務違反があったかどうか

68) 参照、田中成明・前掲注60) 82頁。

69) 田中誠二『会社法詳論 上巻』666頁(勁草書房、三全訂、1993年)参照。

70) 内田貴『民法Ⅲ 債権総論・担保物権』123頁(東京大学出版会、第2版、2004年)参照。

71) 龍田節『会社法』86頁(有斐閣、第9版、2003年)参照。

72) 江頭憲治郎『株式会社・有限会社法』369頁(有斐閣、第3版、2004年)、吉原・前掲注46) 97頁などを参照。なお、株主代表訴訟の主張・立証責任の構造に関し、永石一郎「株主代表訴訟における主張・立証責任の構造」金融法務事情1152号14頁以下(1999年)を参照。

かを決する際に、経営判断原則の考え方を取り入れ、基準を明確化していこうというのが最近の学説の傾向であると指摘され⁷³⁾、わが国における注意義務違反の判断基準を、以下のように定式化すべきではないかと論じられている。

「経営判断の過程と内容を区別し、取締役に注意義務違反があったかどうかを判断するにあたっては、過程については、当該判断をするために、当時の状況に照らし合理的だと思われる程度に、情報収集・調査・検討等をしてきたかどうかを、内容については、取締役としての通常の能力・識見を有する者の立場からみて、当該判断が当時の状況に照らし明らかに不合理でないかどうかを、その審査基準とす⁷⁴⁾。ここで、「当時の状況に照らし」という文言は、後知恵による判断を排除する趣旨であるとされている。

このように、吉原教授は、経営判断の過程と内容とを区別して、過程については、「合理性」という基準で審査を行い、内容については、「明らかに不合理でないかどうか」という基準で審査を行うべきこととされることにより、客観基準によりながらも、取締役に相当程度の裁量の幅を与えうるような定式化を試みられている⁷⁵⁾。

吉原教授の定式化の試みには、ALI (American Law Institute) が採択した『コーポレート・ガバナンスの原理——分析と勧告』⁷⁶⁾において試みられた経営判断原則の定式化の考え方が、取り入れられている。

ALIは、上記「分析と勧告」の§4.01(c)で、経営判断原則を以下のように定式化している⁷⁷⁾。

誠実に (in good faith) 経営判断を行った取締役または役員は、その取締役または役員が、以下の要件を満たす場合には、このセクションの下での義務を履行したもとする。

- (1) その取締役または役員が、経営判断の対象に利害関係を有していないこと。

73) 吉原・前掲注46) 91—92頁。

74) 吉原・前掲注46) 96頁から引用。

75) 吉原教授の定式化に関し、吉原・前掲注46) 96—97頁参照。

76) ALI, Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations (1994).

77) 以下の§4.01(c)の解釈に関する記述には、吉原・前掲注46) 81—82頁、84—85頁を参照した。

(2) その取締役または役員が、経営判断の対象に関して、その状況の下で、適切であると合理的に (reasonably) 信ずる程度に情報を収集していたこと。

(3) その取締役または役員が、その経営判断は、会社の最善の利益になると相当地に (rationally) 信じていたこと。

すでに述べたように、アメリカにおいては、一般に、取締役の信認義務は、忠実義務と注意義務に二分される。そして、忠実義務違反が問われるケースでは、取引の公正さに関する立証責任を被告である取締役が負担し、厳格な審査に服せしめられることになる。一方、注意義務違反が問われるケースでは、経営判断原則によって、取締役には広範な裁量が認められることになる。§4.01(c)(1)は、この点に鑑み、忠実義務違反が問題となっているケースか、注意義務違反が問題となっているケースかを区別する要件である。§4.01(c)(2)(3)は、経営判断を経営判断の過程と、経営判断の内容とに分け、過程については合理性 (reasonableness) の基準を、内容については相当性 (rationality) の基準を設定する要件である。つまり、取締役が行った誠実な経営判断は、その過程においては、合理性基準によって審査される。そして、この要件を満たせば、その内容は、合理性基準よりはより緩やかな相当性基準によって審査され、広い許容範囲を与えられることになるわけである。

では、Allen 教授は、ALI の定式化の試みをどのように評価されているか？これまで縷述してきたところから予測されようが、一応確認しておこう。§4.01(c)(2)の下では、誠実に経営判断を行った取締役が、適切な情報収集を行ったと信ずることに合理性があったかどうかを、裁判所が事後的に判断できることになる。つまり、ALI は、取締役の注意義務違反による責任判断基準に、客観基準を持ち込んでいることになる。さらに、§4.01(c)(3)によれば、経営判断の内容が会社の最善の利益になると取締役が誠実に信じたことが相当であったかどうか、裁判所によって事後的に判断されることになるわけである。したがって、アメリカ会社法における伝統的なアプローチに比べ、ALI のアプローチでは、利益相反関係を持たない取締役 (disinterested director) の責任が、裁判所の後知恵で判断されるリスクが大きくなっていることになる。その意味で、ALI の定式化の試みは、取締役による望ましいリスク・テイクを阻害していることになる⁷⁸⁾。

先ほど紹介した吉原教授の定式化の試みは、後知恵による判断がなされないよう周到に配慮されたものであるが、それでもなお、Allen 教授が指摘する問題が存在しうことは明らかであろう。言うまでもないが、それは、取締役の責任の有無を判断するのに、客観基準を用いていることによる。

わが国において、取締役の注意義務の水準を客観基準により判断するという考え方は、ほぼ異論なく受け入れられている考え方であろうと思われる。たとえば、最近の会社法の体系書においても、取締役の注意義務の水準は、その地位・状況にある者に通常期待される程度のものであるとされている⁷⁹⁾。また、わが国の裁判所は、経営判断の内容に立ち入って審査する態度をとっているようであるが⁸⁰⁾、その場合にも、客観基準によって取締役の責任が判断されている⁸¹⁾。

取締役の注意義務の水準を、客観基準によって判断することが異論なく受け入れられている理由は、以下のように考えられる。すなわち、取締役の注意義務違反に基づく損害賠償請求は、債務の不完全履行に基づく損害賠償請求であると考えられる（前述）が、不完全履行であるかどうかの評価基準となる契約上の義務違反の判断基準は、客観化された過失の判断基準と等しいと考えられているからである⁸²⁾。

民商法上、過失という場合には、通常、客観的過失概念が用いられることは、改めて言うまでもないが、これは、通常人であればその程度の注意を払うだろうという水準の行動を要求するものであり、社会的な信頼を保護しようという過失概念である。これに対して、当該行為者の非難可能性を問題にする主観的過失概念もある。主観的過失概念は、道徳化された過失概念であるといえる⁸³⁾。

すでに明らかであろうが、Allen 教授の解釈論は、取締役の主観的過失を問題

78) Allen, *supra* note 11, at 327.

79) 江頭・前掲注72) 336頁。

80) このことを指摘するものとして、たとえば、江頭・前掲注72) 368頁注(7)、田中亘「取締役の責任軽減・代表訴訟」ジュリスト1220号31頁以下、32頁（2002年）、吉原・前掲注46) 109頁などを参照。また、多くの裁判例が、吉原論文に手際よく整理されているので参照されたい。

81) わが国の裁判例がしばしば用いる「通常の企業人の立場から見て明らかに不合理でないかどうか」という表現に表れている。吉原・前掲注46) 100頁参照。

82) 内田・前掲注70) 139頁。

83) 内田貴『民法Ⅱ 債権各論』312—314頁（東京大学出版会、1997年）参照。

にする解釈論に近いといえることができる。したがって、取締役のリスク・テイクへのインセンティブを阻害しないということを重視し、Allen教授の解釈論をわが国の解釈論に取り込もうとすれば、少なくとも取締役の注意義務違反に基づく責任追及の場面においては、過失概念の変容が避けられないことになりそうである。そのような点を考慮する必要はあるが、わが国において、裁判所が、経営判断の内容の合理性に立ち入り、客観基準によって判断する態度を維持する限り、誤って取締役に責任が課される危険は常に存在することは確かである⁸⁴⁾。その意味で、Allen教授の解釈論は、わが国において、一考の余地があるといえるのかもしれない⁸⁵⁾。

もっとも、取締役の非難可能性を重視するAllen教授の考え方によれば、利害関係を有することのない取締役によって、誠実に⁸⁶⁾経営判断が行われた場合には、その実質的な内容について、裁判所は判断すべきではないことになる。そうすると、取締役として通常の能力・識見を有する者の目から見て、明らかに不合理であるとは認められない程度にさえ正当化できないような経営判断までも、誠実に会社の最前の利益に合致すると信じていたという理由で免責されうることになる。これは、見方によっては問題であるように思うが⁸⁷⁾、Allen教授の答えはすでに述べたように、取締役が誠実に行った判断よりも、質の高い判断が行われてしか

84) 田中亘・前掲注80) 32頁参照。

85) 本文に述べたようなことから、東京地判平成5年9月16日判時1469号25頁のように、一般論として、「取締役の経営判断の当否が問題となった場合、取締役であればそのときどのような経営判断をすべきであったかをまず考えたうえ、これとの対比によって実際に行われた取締役の判断の当否を決定することは相当でない。」(同30頁)と述べている裁判例があることは、注目に値する。

86) 誠実性 (good faith) が何かを定義しなければならないが、これには、最近のDelaware衡平法裁判所の判断 (In re Walt Disney Co. Derivative Litig., 825 A.2d 275 (Del. Ch. 2003)) が参考になる。Delaware衡平法裁判所は、bad faithが認定された場合には、経営判断原則が適用されず、また、取締役がその義務を故意に無視して行動した場合にはbad faithがあるとしている。さらに、取締役が、何らかの措置をとるべき必要性があるような事実を認識していたにもかかわらず、何も行動を起こさなかった場合には、受認者として誠実に行動すべき義務に違反するとしている。Id. at 289-290. なお、本件は、Brehm事件 (前掲注43)) の原告が、請求原因を修正して同事件の取締役らの責任を追及したものである。Allen教授退官後のDelaware衡平法裁判所が示した判断であるが、上記のような判断は、Allen教授の考え方と軌を一にしているように思われる。

87) 吉原・前掲注46) 97頁は、このような免責を認める必要性はないという。

るべきであったと株主が考えるのであれば、その株主は、別の取締役を選任すべきであるということになるのであろう。つまり、取締役の誠実な経営判断が相当でないと考えるのであれば、解任で対処すべきであるというわけである。ここには、不正が存在するという合理的な根拠がない限り、株主が選出した代表者（＝取締役）を裁判所は尊重すべきであるという、株主中心主義の擁護者である Allen 教授の発想が現れている⁸⁸⁾。そして、Allen 教授が、自由な社会の個々の活動主体による決定を尊重し、自律的な人間の自由な活動領域を法的強制による干渉から確保しようとしていることは、すでに見た通りであるが、まさにその考え方がここに発現しているということができよう。

上述したところから、Allen 教授は、コーポレート・ガバナンスの全体図を頭に置いた上で、解釈論を展開されていることが分かるだろう。つまり、代表訴訟（＝適切なコーポレート・ガバナンス確保のための一つのメカニズム）という局面だけで解釈論を展開されているわけではなく、適切なコーポレート・ガバナンス確保のためのその他のメカニズムの存在・有効性を視野に入れながら、Allen 教授は解釈論を展開されているわけである。したがって、取締役の広範な裁量を認める Allen 教授の解釈論は、その他のコーポレート・ガバナンスのためのメカニズムの存在、ならびに、その有効性を検討することなく、手放して採用することができるものではないことに注意が必要である。

また、Allen 教授の解釈論が、取締役の望ましいリスク・テイクを確保することを企図していることは繰り返し述べている通りであるが、取締役のリスク・テイクについて、望ましい水準がどの程度であるかは、株主のリスク選好、取締役のリスク選好によって左右される。そして、株主のリスク選好は、ポートフォリオを組んでいる株主を前提とするか、そうでない株主を前提とするかによっても異なってくる。したがって、取締役のリスク・テイクに関し、望ましい水準がどの程度であるかについては、実証研究を待たずして、理論的に決することができるわけではないことにも注意が必要である⁸⁹⁾。

さらに、究極的には、人間をどのような存在であるかと考えるか、そして、社会

88) Smith, *supra* note 1, at 609.

89) こうした議論については、拙稿・前掲注17) (成城法学) を参照。

における法の役割をどのようなものとして捉えるか、という深遠な問いに答えただ上で、Allen教授の解釈論を採用するかどうかを決する必要があることも忘れてはならない。

- 90) 本文においては、取締役の経営判断に関する会社法研究についての研究上の示唆を行ったが、Allen教授の研究は、会社法研究について、以下のような行動科学的研究の方向もありうることを示している。なお、ここの議論は、Stout, *On the Proper Motives of Corporate Directors (Or, Why You Don't Want to Invite Homo Economicus to Join Your Board)*, 28 Del. J. Corp. L. 1, 15-16 (2003) に負う。

Allen教授の議論は、人間は、適切な行為であると他人が認めるような行動をとろうとするという仮定のもとで進められていた。つまり、人間は、社会が適切な行為であるというシグナルを発すると、それに応える傾向があるという議論である。このような人間の特性を重視すると、ストック・オプションのような取締役の報酬制度には、問題もありうるということが指摘されている。

ストック・オプションを正当化する論法において前提とされていることは、このような報酬制度は、取締役に会社の株価に関連する経済的な利益を与えることにより、株価を上昇させる私的な動機を取締役に与えようというものである。しかし、個人的な利益を強調する報酬制度を選択することは、取締役の自分勝手な個人的行動を許すかのごときシグナルを発することにつながる面がある。つまり、取締役が個人的な動機によって行動するもの——すなわち、経済人 (*homo economicus*) ——として、取締役を処遇することは、取締役が、実際にそのような振る舞う可能性を増大させてしまうことが考えられるわけである。これは、他人のために働くべき受認者として、望ましいこととはいえない。それが問題だということである。

上のような議論をされる Stout教授は、上述の議論がこじつけであるかのように考える向きがあるかもしれないことを考慮し、ある実証研究を紹介され、以下のように述べられている。その実証研究とは、デイケア・センターで、時間通りに子供を引き取りに来なかった場合、遅れた時間に応じて追加料金を取ることにしたところ、かえって時間通りに引き取りに来ない親が増えたというものである。Gneezy & Rustichini, *A Fine Is a Price*, 29 J. Legal Stud. 1 (2002)。遅れた時間に応じて追加料金を取ることにした場合、人間が、経済人として行動するのであれば、時間に遅れることは、コストを増大させることになるから、遅れて引き取りに来る親の数は減ると予想される。しかし、それとは逆の結果が生じることとなった。ここで一つありうる説明は、追加料金を課したことが、親が遅れて引き取りに来ることが社会的に容認されたというシグナルとなり、そのことにより、親の個人的利益に基づく行動——そうした行動は、デイケア・センターの側のコスト (= 迷惑) を考慮しない——が助長されることとなった、というものである。(もっとも、Stout教授が採用された説明ばかりではなく、追加料金を設定したことにより、デイケア・センターとその利用者との間の黙示の契約内容が変更されてしまった (= 遅れた時間について追加料金によるデイケア・サービスを行うという内容が加わった) 可能性がある、という説明もありうるので注意が必要である。藤田・前掲注53) 27頁注6) 参照。)

以上のような Stout教授の議論は、従来の「法と経済学」が前提とする経済人モデルから脱却した法学研究を模索する傾向を示すものとして注目される。

経営判断に関し、Allen 教授が理想とする裁判所の関わり方が望ましいか、それとも日本の裁判所のような関わり方が望ましいか、我々は、未だこういったことを議論するための問題の整理さえ十分にはできていないのかもしれない⁹⁰⁾。

IX おわりに

かつて、Allen 教授は、Chancellor 時代にあるロースクールで行われた講演において、特定の卑近な問題に右往左往している自分たちとは異なり、研究者 (scholar) は、遠くを見渡しようような高い丘の上に登る努力をし、また、その才能を持ち併せていることに敬意を表され、自分はそのような研究者ではないと述べられたことがある⁹¹⁾。しかし、会社法の個別具体的な問題を考察するに際しても、会社法の根本原理に遡って思考し、さらには、法的ルールを、歴史的・社会的コンテキストの中に位置づけ、そのダイナミックな姿を把握しようと努められている、Allen 教授こそ、高い丘の上に立つことができている数少ない研究者の一人であるというべきである。また、このような深い基礎理論的思考に裏打ちされた Allen 教授の研究は、法学を社会科学として研究する者の手本となるべきものであると思う。本稿が、このアメリカの偉大な会社法研究者の思考を、歪めることなく理解し、的はずれな検討を行っていないことを祈るばかりである。

*本稿は、一橋大学大学院法学研究科附属総合法政策実務提携センター平成15年度提携プロジェクト「取締役の義務」の研究成果の一部です。本稿の作成に当たっては、永石一郎弁護士（一橋大学大学院法学研究科附属総合法政策実務提携センター客員教授）、野田博教授（一橋大学大学院法学研究科）、渡部克弘さん（国際投信投資顧問株式会社）から、貴重なアドバイスをいただきました。ここに記して感謝致します。もちろん、文責はすべて筆者のみに帰すべきものです。

91) Allen, Our Schizophrenic Conception of the Business Corporation, 14 Cardozo L. Rev. 261, 261 (1992).