



From the Corner of Wall Street

日本取引所グループ
ニューヨーク駐在員事務所 **後藤 潤一郎**

—連載（第18回）—

米国における取締役のフィデューシャリー・デューティー

■ 1. はじめに

米国では、上場会社の経営者の株主に対する義務を「フィデューシャリー・デューティー」という。このフィデューシャリー・デューティーは、米国の会社法上の経営者の株主に対する複数の義務を総称する概念である。米国企業の経営者との面談の際、しばしば経営者から「フィデューシャリー・デューティーを負っており、株主の最善の利益を考えて行動している」と言及されることがある。最近では、テスラのイーロン・マスクCEOがSECによる訴訟に対する声明の中で「常に株主の最善の利益を考えて行動している」と述べているなど、米国企業の経営者にとってはごく当然の概念であることが見て取れる。

■ 2. 取締役のフィデューシャリー・デューティー

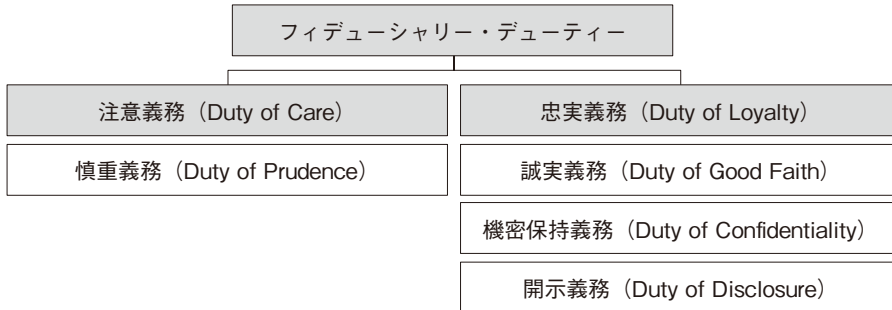
(1) **株式会社のフィデューシャリーとは**
米国法において、ある者が、他人の利益のために行動する義務を負う関係を一般に信認関係（Fiduciary Relationship）といい、この法原理をフィデューシャリー法理という。信認関係は、資産の管理運用、株式会社の取締役、医者 of 医療行為、弁護士の守秘義務等、通常、高度な義務が要求される関係が例として挙げられる。会社法においては、取締役と会社及びその所有者としての株主との関係は信認関係であるとされ、米国におけるコーポレートガバナンスの進展に伴い裁判所で判例が積み重ねられ、取締役のフィデューシャリー・デューティーの理論が展開されてきた。

(2) **取締役のフィデューシャリー・デューティーの枠組み**

デラウェア州設立の法人は、デラウェア州



(図表1) フィデューシャリー・デューティーの概念図



(出典) 筆者作成。

会社法等に別の定めがある場合を除き、取締役又は取締役会の指示に基づいて運営される(注1)。取締役は、経営責任を果たすにあたり、会社及び株主に対してフィデューシャリー・デューティーを負う(注2)。したがって、経営の責任を会社から委任された取締役は、会社の利益を守り、株主の利益に関して、株主の受託者として会社に対して効果的に役割を果たさなければならない。

米国における株主代表訴訟(クラスアクション)では、M&Aに関する経営判断に関して取締役のフィデューシャリー・デューティーが争われることが多く、近年のM&Aに係る株主代表訴訟の増加に伴い、取締役のフィデューシャリー・デューティーが争われる機会も増加している。

なお、フィデューシャリー・デューティーは、伝統的な①注意義務(Duty of Care)及び②忠実義務(Duty of Loyalty)のほかに、これらから派生した③誠実義務(Duty of Good Faith)、④機密保持義務(Duty of

Confidentiality)、⑤慎重義務(Duty of Prudence)及び⑥開示義務(Duty of Disclosure)の複数の義務を包含する義務の概念である。

(3) 経営判断の原則

デラウェア州法では、取締役が業務上の意思決定を行う場合には、上述の6つの義務に従って行動することが想定されており、この想定は経営判断の原則(Business Judgment Rule)として知られている。経営判断の原則は、取締役が行った事業上の意思決定によって、結果として会社に損害を与えたとしても、その判断が誠実にかつ相当の注意を払って行われ、かつ会社と取締役の権限の範囲内で行われたものである限りは、フィデューシャリー・デューティー違反ではないとする原則であり、経営判断に伴う取締役の責任の審査基準として使用されている。



■ 3. 取締役のフィデューシャリー ・デューティーを構成する義務

(1) 注意義務

注意義務とは、取締役が、同じ立場にある通常の慎重さをもった者が払うと考えられるレベルの注意を持ち、会社の利益を最大にする合理的な方法によって職務を遂行することを求める義務である。

注意義務は、取締役に、事業上の意思決定を行う前に、「合理的に利用可能なすべての重要な情報を自分自身に知らせること」を求めている。取締役会は、合理的に重要と考えられるすべての情報を提供しなければならないが、すべての事実を知らせる必要はない。取締役がすべての重要な情報を知らされたかは、①情報の質、②取締役会によって検討された助言、③行動を行う前に検討事項に関する知識を身に付ける十分な機会を有していたかによって判断される。また、注意義務は、取締役に対して提示された情報を受動的に受け入れること以上のことを必要とし、取締役は、会社及び株主の利益を保護するために情報を批判的な視点で評価しなければならないとされている。

(2) 忠実義務

忠実義務とは、取締役が、自己の利益よりも会社の利益を優先させ、会社のために忠実に職務を遂行することを求める義務である。

忠実義務は、利益相反と会社の機会に関連して問題となることが多い。なお、注意義務違反では、一定の要件を満たすことを条件に、経営判断の原則の保護を受けることがあるが、忠実義務違反では、そもそも取締役と会社の利益が異なることから、経営判断の原則の保護を受けることはない。

a. 利益相反取引

利益相反取引とは、取締役と会社の利害が対立する取引をいう。利益相反取引では、取締役が自己に有利な取引を行う結果、会社の利益が棄損される可能性があるため、取締役は、利益相反取引を回避する義務を負っている。

b. 会社の機会の奪取

忠実義務は、会社の事業に関連する機会を、取締役が自己の利益のために奪ってはならないことを求めている。つまり、取締役が、会社の事業に関連する機会を獲得しようとする場合は、取締役は、その機会を自己に先立ち企業が利用できるようにしなければならないとされている。

(3) 誠実義務

誠実義務は、企業の取締役が、企業のフィデューシャリーとしての能力において、すべての意思決定を行うという原則を意味しており、フィデューシャリーとしての責任を意識して行動することを求めている。



(4) 機密保持義務

取締役は、忠実義務の一部として、機密保持義務を会社に対して負っている。機密保持義務は、取締役に、自己の利益のために会社の秘密を開示又は利用することを禁止している。

(5) 慎重義務

取締役は、注意義務の一部として、慎重義務を会社に対して負っている。慎重義務は、取締役に、慎重な受託者が通常に有する注意、技能、警戒を払って財産を管理することを求めている。

(6) 開示義務

開示義務は、取締役に「完全に正直」であることを要求する。開示義務は、特定の状況において、取締役に、取締役の決定に関連するすべての事実及び状況を株主に開示することを求めている。

■ 4. おわりに

米国で経営者と接する中での私見であるが、米国の経営者の間では、株主に対するフィデューシャリー・デューティー、つまり、株主の最善の利益のために常に行動するとの意識が広く認識されている。そして、この認識が、米国企業のコーポレートガバナンスの水準を押し上げる最大の推進力になっているものと感じている。

日本でも、コーポレートガバナンス・コードにおいて株主に対する経営者の受託者責任が定められているものの、一方で新聞等のメディアでこの言葉を目にする頻度は高くはなく、まだ十分に広く理解されていないように思われる。日米におけるフィデューシャリー・デューティー及び受託者責任の成り立ち^(注3)や会社法との関連性の違い^(注4)に起因する理由もあるのであるが、今後、コーポレートガバナンス・コードがより広く、より深く理解されるにつれて、日本の上場会社や投資家の間でも、株主に対する受託者責任に対する理解が深まっていくことを期待したい。

【出典】

- ・ https://www.law.cornell.edu/wex/fiduciary_duty
- ・ <http://www.pennstatelawreview.org/116/3/116%20Penn%20St.%20L.%20Rev.%20837.pdf>
- ・ <http://bradshawlawgroup.com/duty-of-care-and-duty-of-loyalty-owed-by-directors-in-delaware/>
- ・ <http://okinawa-repo.lib.u-ryukyu.ac.jp/bitstream/20.500.12001/9583/1/No15p1.pdf>
- ・ https://ci.nii.ac.jp/els/contentscinii_20171011091445.pdf?id=ART0009860872
- ・ <https://www.nytimes.com/2018/09/27/business/elon-musk-sec-lawsuit-tesla.html>

(注1) 米国では、州によって会社法が異なるが、本稿では多くの米国上場会社の設立根拠法であるデラウェア州会社法を前提とする。

(注2) Del. Code Ann. tit. 8, § 141。なお、一般的に取締役は、株主に対してはフィデューシャリー・デューティーを負っているが、債権者に対しては



負っていない。ただし、デラウェア州を含む多くの州で、会社が破綻状態（Zone of Insolvency）に陥った場合に、取締役のフィデューシャリー・デューティーは株主から債権者までに拡大されるとされている。

のフィデューシャリー・デューティーとは位置付けが大きく異なっている。



(注3) 米国における取締役のフィデューシャリー・デューティーが、フィデューシャリー法理を前提とした会社法上の義務であるのに対して、日本のコーポレートガバナンス・コードは、欧米の資産運用受託者のフィデューシャリー・デューティーの考え方を株式会社の取締役等に適用したとの観点で、その成り立ちが異なる。なお、日本では、コーポレートガバナンス・コードの制定を提言した2014年5月23日公表の自民党・日本経済再生本部「日本再生ビジョン」において、「上場企業も、自らの株主に対して、受託者責任を負っているという点で、機関投資家と本質的な違いはない。」との説明がされ、2015年6月から適用が開始されたコーポレートガバナンス・コードにおいて「株主に対する受託者責任」という言葉が使用された。

(注4) 日本においては、会社法330条により、株式会社の取締役は会社及びその所有者である株主から経営の委任を受けていると考えられており、この委任の関係には、民法664条の委任に関する規定が適用され、会社から委任を受けた取締役は善良な管理者の注意をもって、経営を行う義務を負っている。この義務は「善管注意義務」と言われており、米国における注意義務と概ね同様の義務である。また、会社法355条は「取締役は、法令及び定款並びに株主総会の決議を遵守し、株式会社のため忠実にその職務を行わなければならない」という、「忠実義務」を定めており、こちらも米国における忠実義務と概ね同様の義務である。経営判断の原則についても、日本ではアパマンショップ株主代表訴訟事件判決事件において、2010年の最高裁において承認されたと理解されている。一方で、コーポレートガバナンス・コードにおける受託者責任は、法律ではなく、取引所の規則として定められており、法律上の義務である米国における取締役