

# アメリカ公開会社における 取締役の開示責任

—— デラウェア州最高裁判例（マローン事件）をめぐって ——

Disclosure Duties of Corporate Directors  
in the Publicly Held Corporations  
under the Delaware Corporation Law

柿 崎 環

## 要 旨

本稿では、近年のデラウェア州最高裁判所が下したマローン事件判決を中心に、それ以前のデラウェア州の判例の動向、判決当時にその背景として問題となった一連の私的証券訴訟改革法を取りあげつつ、これまで州会社法の対象とされてきた取締役・役員に課された信認義務のうちの情報開示義務について考察する。本判決は、取締役の開示義務についてこれまでのデラウェア州裁判所の立場を変更するものではないかと評されているが、この点について従来、州会社法が対応してきた取締役の信認義務と、連邦証券諸法が対応してきた証券市場における取締役の情報開示義務との接点を明らかにし、州会社法と連邦証券諸法とを包括的に把握することにより、米国における公開会社法制における取締役の開示責任のあり方を検証した。

### 一 序論

### 二 マローン事件判決

- 1 事実の概要
- 2 原審判決の概要
- 3 デラウェア州最高裁判所判決の概要

### 三 検討

- 1 マローン判決前のデラウェア州裁判所における取締役の開示に関する信認義務
- 2 連邦証券諸法における私的訴訟制度改革
  - (1) 1995年私的証券訴訟改革法
  - (2) 1998年証券訴訟統一基準法

(3) デラウェア州の連邦法優先適用除外

3 マローン判決の意義をめぐって

四 結びにかえて

## 一 序論

従来、わが国の会社法理論は、諸外国の株式会社法を検討する際、国または州が制定した法律ないし裁判所の示した判例理論を中心に取り扱ってきた。アメリカの場合で言えば、州会社法間の「底辺に向けての競争 (race to the bottom)」に打ち勝ったとされるデラウェア州の会社法ないし判例を中心に検討し、これこそがアメリカの会社法であるとの認識が強かったように思われる。もとより、わが国の株式会社法を検討するに際して、そうしたアメリカの州会社法に存在する規定ないし法理論を検討することは必要であるが、アメリカの会社が州会社法のみによって規律されているとは言えない。とりわけアメリカの公開会社は、情報開示規制をはじめとする厳格な連邦証券規制および連邦証券規制上のいわゆる自主規制機関規則の適用を受けるのであり、こうしたアメリカ公開会社の法規制を包括的に検証することが必要とおもわれる<sup>(1)</sup>。

これまでも、ニューヨーク証券取引所上場要件として規定された監査委員会の設置義務が、SECによる法執行と相俟って、次第に米国企業社会に浸透し、州会社法においても監査委員会の設置を義務付ける州が出現するなど、連邦法上の証券規制において発達した理念が州法レベルの判例や法制に影響を与える例をあげることができる<sup>(2)</sup>。そして近年、州会社法の展開は、こうした方向性をより一層、明確にしつつあるように思われる。このひとつの証左として、本稿では、デラウェア州最高裁判所が1998年に下したマローン事件判決について考察する<sup>(3)</sup>。マローン事件判決は、公開会社の取締役の信託義務違反に関する判決であるが、従来の州会社法の枠組みの中で実質流通市場における取締役の開示責任が問われており、本稿では州会社法において連邦証券規制上の開示制度の理念をどのように取り込んでいるのか、州会社法が対象とするコーポレートガバナンスの射程範囲に影響があるのかといった問題を焦点として検討する。そして最後に、連邦証券規制と州会社法を一体のものとして捉えたときに米国公開会社法制における取締役の開示義務のあり方から、わが国の公開株式会社法制の構築にむけて何らかの示唆を得ることを目的としたい。

## 二 マローン事件判決

### 1 事実の概要

デラウェア州の上場会社である Mercury Finance Company (以下 MF 社とする) は、自動車販売業者から割賦販売契約の買い付けを行い、自動車購入者に対して短期割賦ローンを提供する

アメリカ公開会社における取締役の開示責任——デラウエア州最高裁判例（マローン事件）をめぐって——

ことを業としていた。1997年、MF社の監査人である KPMG Peat Marwick LLP（以下、KPMGとする）は、同社に対する1996年度の財務諸表監査の際に、収益、財務パフォーマンス、および株式について相当の過大評価を発見した。その結果、MF社は、1993年から1995年までの監査済の年間収益および1996年の監査未了の年間収益については、相当な減少があることを株主に公表した。こうした1993年から1996年までの収益修正の公表の後、同社の株価は暴落し、MF社は、時価総額でおよそ20億ドルの損失を被った。かかる収益修正の公表が引き金となって、同社または取締役・執行役に対して50以上の訴訟が提起されたが、この多くは連邦法上の証券詐欺訴訟であった。しかし本稿で扱う Malone 対 Brincat 事件（以下マローン事件とする）は、1994年以来、MF社の取締役が情報開示に関する信認義務違反をおこなってきた結果、MF社が20億ドルの損失を被ったとして、MF社の株主である Dolan Malone ほか2名と、1993年から1997年までの同社の株主が原告として、MF社取締役である被告 John N.Brincat 他8名に対して州会社法上、提起したクラスアクションである。原告は、さらにMF社取締役の信認義務違反を意図的に補助したとしてKPMGの責任追及も同時に行っている。

これに対して、被告であるMF社の取締役は、株主の権利行使の要求（公開買付の申し込み、合併などに対する議決権行使等）に関連しない情報開示であるときには、デラウエア州法において取締役の開示義務は生じないと主張し、請求却下の決定を求め、したがって、KPMGも不実の情報開示を補助した旨の訴えを却下するよう求めた。

## 2 原判決の概要<sup>(4)</sup>

原告の主張に対して、原審であるデラウエア州大法官裁判所は、取締役が株主に権利行使を要求しない場合には、取締役が開示に関する信認義務を負うものではないという理由から、原告の請求を棄却した。すなわち、同裁判所は、会社収益に関する修正を連邦法上の開示規定を遵守する試みとして性格づけているが、それは一般に、州会社法が規律するコーポレートガバナンスに影響を与える株主の意思決定プロセスとは無関係であるとした。証券市場に対して財務情報を適時かつ適正に開示することは連邦法によって規律されており、デラウエア州のコーポレートガバナンスに関連性のない虚偽情報の公表の結果、株主が損害を被った場合には、株主は連邦法に基づいて救済を求めなければならないとした上で、この文脈において開示に関する信認義務を認めることは、連邦証券諸法との二重の救済になり、連邦法上の救済の黙示的侵害となると判示した。

## 3 デラウエア州最高裁判所判決の概要

上訴審であるデラウエア州最高裁判所は、被告からの却下の申し立てを認め、原告の訴えを退けたが、これは原審とは異なる理由に基づくものであった。まず上訴審においても、取締役は株主の権利行使を求める場合に重要な情報を開示する信認義務を負っていることを確認した上で、デラウエア州において一般に認められている開示義務概念を検討している。すなわち、「デラウ

エア州の会社は、株主の権利行使を求める場合に取締役会のコントロールの範囲内で、すべての重要情報を完全かつ公正に開示する信認義務を負っている」という。原審の多数意見は、取締役が株主の権利行使を求める場合に限り、開示義務違反による訴えが可能であるとの立場をとったが、上訴審での争点は、株主が権利行使を要求されない場合にも、不実開示による取締役の信認義務違反が認められるか否かということであった。以下、上訴審判決の理由付けを詳細にみていく。

まず上訴審では、取締役に課せられた信認義務の目的とは何かの検討から始めている。すなわち、取締役の信認義務は「所有と経営の分離という会社法の本質的な考え方に由来するものであり、株主は信認義務を負う取締役に依拠する権限を与えられており、したがって取締役による、株主に対する権利行使の要求の有無にかかわらず、会社内部事項 (internal affair) に関して取締役が株主と直接、間接に意思疎通を図るいずれの場合であっても、取締役は、注意義務および忠実義務を果たすために株主に対する信認義務を負っている」と判示した上で、どのような場合に、信認義務を負うか具体的に検討している。

デラウェア州最高裁判所は、デラウェア州において、取締役は少なくとも三つの場面において株主に対する情報開示を義務付けられると判示した。すなわち「第一は、株主を含む、市場に対する公の声明 (public statements)、第二は、株主の権利行使を求めない場合の会社の決定事項について株主に対して示される声明、第三は、株主に権利行使を求める際に示される声明」の三つの場面である。こうした文脈で示される不正確な情報開示は、注意義務、忠実義務を含む信認義務違反となる場合があるとしている。以下この分類にそって同裁判所が示した取締役の開示に関する信認義務について検討する。

第一に、株主に権利行使を求める際に示される取締役の声明に虚偽の情報または情報の不開示があった場合の株主の救済に関して、同裁判所は以下のように判示した。

まず「デラウェア州一般会社法は、株主の権利行使を求めない場合には、取締役が会社の財政状態または業務事項についての情報を株主に提供する義務を定めていない」とした上で、「株主の権利行使が求められる場合でさえ、その際の通知を義務付ける一般会社法上の規定は、取締役に対して、制定法上の最低限の要求以上に実質的な情報の提供を義務付けてはいない。」と述べ、その結果、株主の権利行使を求める場面でデラウェア州法が認める株主救済は、判例法上認められたエクイティ上の訴訟原因によると説明した。この点本裁判所は、たとえばデラウェア州における開示義務違反との関連で取締役の信認義務が検討された *Lynch v. Vickers Energy Corp* 事件 (1978年)<sup>(5)</sup>を示し、「少数派株主の株式を取得する公開買付の際に、多数派株主は公開買付に関するすべての事実と諸状況を完全に開示する誠実・公正さを示す信認義務を負う」ことを引用し、また *Stroud v. Grace* 事件 (1992年)<sup>(6)</sup>においては、「法律上の「誠実さ」要件を満たすには、取締役が株主の権利行使を求める場合にすべての重要情報を開示する義務を一定程度

明確に示すことが必要である」と示されたことを挙げて、「デラウエア州会社の取締役は、株主の権利行使を求める場合に取締役会のコントロールが及ぶすべての重要な情報を完全かつ公正に開示するよう義務付けられている」と判示した。なお、株主の権利行使を要求する場合に取締役がそれと関連する開示に関する信認義務に違反したため、訴えを提起された場合、株主は「信頼性要件 (the elements of reliance)」、および「因果関係 (causation)」、「現実の損害額」の立証を必要とされない。その代わりに必要となるのは、問題のある開示と株主の権利行使の要求との関連性を示すことである。かかる訴えにおいてもっとも大切な点は、不実表示や不開示が重要であるかであり、その重要性は、株主の権利行使が求められている事項との関連で判断される、と説明する。したがって、株主の権利行使が要求される場合の取締役の情報開示に関する信認義務については、本判決は従来判例を踏襲する立場と評価することができる。

第二は、市場に対する声明に不実表示や不開示があった場合の株主の救済についてである。この場合は、連邦証券諸法と州会社法との裁判管轄関係が問題となるが、本判決においても、両法の共存的対応に苦慮する様子が伺える。すなわち「取締役が情報提供する場合、デラウエア州法、連邦法およびSEC規則を遵守しなければならない。」とした上で、沿革的には、取締役による市場への開示を規制してきたのは、連邦法であり、議会もSECの開示に関するイニシアティブを尊重していることなどを挙げて、「本法廷では、1934年連邦証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934; 以下、34年法という) の規定を州会社法が代替するような新たな訴権を創設する法的権限はない」と述べ、そしてデラウエア州の会社の証券売買との関連で投資家は連邦法上の訴訟手段を利用可能であることを尊重して、本法廷では、デラウエアの取締役に対する「市場への詐欺 (fraud on market)」を理由とする州法上の訴権を認めない旨を判示した。但し、ここで注意すべきは、株式を売却しなかった者による訴えは、証券売買に関連する連邦証券諸法に関係しない場合があるとして州裁判所が関与する余地があることを示唆している点である。すなわち「会社に対する開示規制について州会社法と連邦法が果たしてきた歴史的役割とは、共存的というだけではなく、相互補完的でもあった。そしてこのような共存的・補完的な関係は、1998年連邦証券訴訟統一基準法 (Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998; 以下統一法という) によって確固たるものとなった。もとよりこの法律は文言上、本件には適用されないが、統一法は、虚偽記載または誤解を与える記載を理由とする、全米の証券売買に関連するクラスアクションに対して、連邦法に基づいて連邦裁判所に排他的に適用されることを義務付けたものである。しかしながら、統一法は二つの重要な例外を定めている。第一に、株主代表訴訟については連邦法が優先適用されるわけではない。第二に、取締役が株主に対して、信認義務上の開示義務を負う旨を州法が規定している場合には、州裁判所におけるクラスアクションの利用可能性を留保していることである。こうした例外は、デラウエア州の連邦法優先適用を除外するもの (carve-outs) として知られてきた。」

以上のように同裁判所は、あくまで市場に対する不実開示があった場合には、連邦証券諸法による詐欺禁止規定が優先することを原則としつつ、連邦法が対象としない訴訟形態の場合、およびいわゆるデラウエア州における連邦法優先適用除外については例外として扱っている。したがってマローン事件の上訴審は、市場に対する不実開示を行った取締役の責任に対して、連邦法を尊重しつつ、なお州会社法適用の余地を残したものと評価される。

第三に検討されているのが、本件の適用場面である、株主の権利行使を求めない場合の株主救済についてである。上訴審では「デラウエア州法は、取締役が株主の権利行使を求めない場合において取締役から虚偽の情報を伝達された株主の救済を否定するものではない。たとえそのような場合であっても、会社業務に関して株主に誤った情報を提供した場合には、直接的であれ間接的であれ、信認義務に違反する。かかる違反の結果、株主代表訴訟または個人による私的訴訟の提起が認められことがある。」として、株主の権利行使の要求の有無により、州法に基づく取締役の開示信認義務違反の訴えの成立が左右されるというこれまでのデラウエア州の判例の見解を否定した。この点の意義をどのように解釈するかが、まさに本件の評価の分かれ目となる。

もっとも、具体的事実のあてはめについては、「取締役が不実と知りながら情報を開示した結果、会社が20億ドルの損害を被った」との原告の主張については、会社に対して代表訴訟を提起するならば、認められるべきであり（この場合には、エクイティ上の救済を得ることもできる）、またそうでない場合でも、原告があらためて個人訴訟もしくは、適切なクラス選定のクラスアクションであれば認められる場合があるので、そうした訴訟原因の変更は認められるべきである、としている。この点が、原審の判断と異なるところであり、原告があらためて適切な訴訟原因に変更した場合には、その訴えが認められる以上、原審のように「棄却 (dismissed with prejudice)」ではなく、「再訴可能な訴え却下 (dismissed without prejudice)」とすべきであると判示した。

### 三 検討

このマローン事件の上告審判決では、これまでデラウエア州裁判所が判示した取締役の開示に関する信認義務にかかわる多くの判例の立場に対して、取締役が株主の権利行使を要求した場合に限らず取締役の開示に関する信認義務を認めたため、かかる概念を実質的に拡張するものと評価されている。本判決のこうした判断の評価については、現在も争いがあるが、本稿はまず、マローン判決前の取締役の開示に関する信認義務違反についてデラウエア州裁判所がどのような対応をとってきたかを検討する。次に本判決の背景として重要な影響を及ぼしている1995年連邦私的証券訴訟改革法 (Private Securities Litigation Reform Act of 1995 ; 以下、改革法とする) および統一法の関連条項について概観した上で、本判決の位置づけについて考察し、わが国への示唆を検討する。

## 1 マローン判決前のデラウエア州裁判所における取締役の開示に関する信認義務

州会社法に基づく取締役の開示に関する信認義務違反の訴えにおいて扱われる事実が、しばしば連邦証券諸法の詐欺禁止条項に基づく訴えの場合にも請求原因の基礎とされることがある。両者は、会社の財務諸表に不実開示または不開示があった場合に、重なり合う部分が多いからである。そこで従来のデラウエア州裁判所では、こうした重なり合う部分を扱う訴訟については、基本的に連邦証券諸法の詐欺禁止条項を侵害しないようにデラウエア州会社法を解釈する手法を採用してきた。マローン判決以前には、以下にあげる三つの方法により開示に関する信認義務違反の訴えについて連邦法と州会社法との実質的な棲み分けを図ってきたといつてよい<sup>(7)</sup>。

第一に、取締役が市場に対して不実開示または不開示をおこなった場合、株主が連邦裁判所において、34年法ルール 10b-5 に基づく私的訴訟を提起する際には、いわゆる「市場への詐欺」理論の適用が一般的に認められており<sup>(8)</sup>、その場合には株主が不実表示を信頼して証券取引を行ったことの立証を求められる「信頼性の要件」については、立証不要とされていた。これに対して、Gaffin v. Teledyne, Inc 事件（1992年）では、重要な不実記載または不開示を含む買付申込書（offering circular）に従って普通株式の買戻しの申込みを行った株主が、コモンロー上の詐欺を理由としてデラウエア州裁判所にクラスアクションを提起した際に<sup>(9)</sup>、コモンロー上の詐欺を理由とする訴えには「信頼性」要件の立証が必要であるとして、同裁判所は、ルール 10b-5 に適用された「信頼性」要件に係る「市場への詐欺」理論の適用を排除した。これにより、株主は州会社法で提訴するメリットが薄くなることから、デラウエア州におけるコモンロー上の詐欺に対するクラスアクションを実質的に排除する作用を果たしていると評価されている。

第二に、デラウエア州裁判所は、開示に関する信認義務違反の訴えの被告対象を会社にまで拡張することを拒否してきた。その例として Arnold v. Society for Savings Bancorp, Inc. 事件<sup>(10)</sup>（1994年）において、委任状勧誘説明書に記載された企業買収の事実について、重大な誤解をあたえる記載があったとして、Bancorp 社の株主が取締役ではなく会社に対して開示義務違反の訴えを提起していた。というのも同社の定款には、取締役の損害賠償責任の軽減を認める免責条項があったからである。デラウエア州最高裁判所は、信認義務違反の責任を負うべき対象を、会社にまで広げるべきかどうかを検討するに当たって、連邦法上の委任状規則における詐欺禁止条項<sup>(11)</sup>が委任状勧誘説明書における重要な不実記載に対して会社に責任を課すことを既に認めているので、デラウエア州裁判所としては連邦法を尊重し、開示に関する信認義務を会社に対してまでは課さないと判示した。こうした判例からも、開示に対する信認義務についての同裁判所の謙抑的態度が伺われる。

第三に、デラウエア州裁判所が連邦証券諸法上における詐欺禁止条項を尊重する最も重要な要素として、株主の権利行使要件との関連が挙げられる。前述したように、マローン判決以前のデラウエア州裁判所は、会社が株主の権利行使を求めない場合の情報提供に関しては、プレス・リ

リースであろうと定期報告書であろうと、ほとんど画一的に開示に関する信認義務の対象としていない。デラウェア州裁判所によれば、連邦証券諸法の役割は一般に市場に対する開示を規制することであり、他方、デラウェア州会社法の役割は会社の内部事項を規制することであるとしていたため、市場に対する取締役の情報開示を規律するための「開示に関する信認義務」はデラウェア州法の射程外であった。

これに対して、これまでのデラウェア州裁判所は、株主に権利行使が要求されている場合、取締役の不実表示に対する責任を問うことには比較的好意的対応をとっていたように思われる。裁判所は、株主による議決権行使、あるいは公開買付の際の証券の提供などは、コーポレートガバナンスに関する株主の権利行使を意味しているとし、かかる権利行使については会社の内部事項の規律に関わるため、伝統的に州会社法の管轄事項であるとしている。デラウェア州裁判所は、株主の権利行使が要求されている場合に取締役に対して開示に関する信認義務を課すことは、株主が権利行使の際に十分な情報を与えられた上で意思決定をするために不可欠なことであるとした。こうしてデラウェア州裁判所は、株主の権利行使が求められる状況において開示に関する信認義務を認めることは適切であると結論付け、他方、株主の権利行使が求められていない場合にまで開示義務を拡張することは、連邦証券諸法を侵害することになると考えたのである。もっとも証券市場の観点からみれば、株主による議決権行使も公開買付の際の証券の提供も、34年法の規制範囲内ないし、それと密接な関連を有するものと見ることもできるため、公開会社にあっては、もともと連邦証券諸法の要請を州裁判所が部分的に担ってきたものと見ることもできる。

いずれにせよ、こうした立場をデラウェア州裁判所がとることによって、連邦裁判所と州裁判所は互いに共存・補完関係を図ってきたとあってよい。しかし、マローン判決が登場したことで、この棲み分けの基準が一部ではあるが破られたことになる。次節では、こうした事態が生ずることとなった背景として考えられる連邦法上の私的訴訟の改革について確認しておくこととする。

## 2 連邦証券諸法における私的訴訟制度改革

マローン事件が提起された当時、米国ではいわばハイテク関連産業を狙い撃ちにした証券訴訟が頻発しており、新規事業分野の発展を妨げかねないとの危機感から、1995年に改革法が制定された<sup>12)</sup>。その背景には、株価の下落のみを請求の根拠とするような合理性のほとんどない証券訴訟のターゲットにベンチャー企業等が狙われ、被告会社の多くが、訴訟コストと時間の回避のために早期解決が可能な和解により対応していたが、これに目をつけたプロの原告が和解金目当てにのみ訴訟を提起するといった濫訴の様相を呈していたという事情があった。

### (1) 1995年私的証券訴訟改革法

そこで議会は、このように増大した私的証券訴訟の濫訴を抑止するために、ほぼ5年の歳月をかけて改革法を制定した。改革法の内容は、民事責任・損害賠償額の制限、プロ原告・原告側の



アメリカ公開会社における取締役の開示責任——デラウェア州最高裁判例（マローン事件）をめぐって——

弁護士に対する規制、プリーディングの厳格化、会計士の責任の緩和等であるが、マローン事件と関連する内容として重要なのは、連邦裁判所において34年法および1933年連邦証券法（Securities Act of 1933; 以下、33年法という）に基づく証券詐欺訴訟につき、クラスアクションの提起を困難にする実質的な手続上のハードルを創出したことである。同時に、将来情報と現実が異なることとなった場合でも、単にそれだけで詐欺条項に基づく訴えは困難となるようにセーフハーバーを導入することで、企業の将来情報の開示を促す規定を盛り込んでいる<sup>13</sup>。具体的には、将来情報については警告的説明がなされていれば、たとえ実際上の結果と異なったとしても、そのことのみを理由とする民事責任は認められないというセーフハーバーを規定した（33年法27A条、34年法21E条）。さらにかかるセーフハーバー規定を根拠に訴えを却下する申し立て（motion to dismiss）がなされれば、証拠開示手続は停止（discovery stay）される。また、クラスアクションの原告はもっとも適切にクラスを代表しうる者として裁判所が選任した者（lead plaintiff）に限られるとの規定をいれ、和解金目当ての不当訴訟の排除を図ろうとした。こうした新法の創設により、連邦法に基づく証券詐欺のクラスアクションは減少したとされる。

## (2) 1998年証券訴訟統一基準法

ところが改革法の制定により、この連邦法上の手続規制を回避するために州裁判所に提起される証券詐欺訴訟の数が激増するという現象が生じた<sup>14</sup>。そこで、こうした州裁判所への逃げ込みを是正するべく、統一法が制定されたのである<sup>15</sup>。その内容の中心は、全米の証券売買に関する不実表示に対するクラスアクションについては、連邦法が優先するという規定を盛り込んだことである。マローン事件の訴えが提起されたのは統一法制定以前であるので、同法の適用はないが、今後、同様の事案が生じた場合にはどのように対処されるべきかについて検討する必要がある。

まず、統一法の第一の目的は、連邦裁判所ではなく、州裁判所に訴えを提起することにより改革法の規制目的を潜脱することを防止しようとしたことである。改革法では、被告がセーフハーバー規定を根拠に却下の申し立てを行う場合には、自動的に証拠開示手続（discovery）は停止される。ところが州法に基づいて訴えることにより、このセーフハーバー規定を回避して、証拠開示手続を利用することができるため、ここで入手した情報をもとに連邦裁判所に訴訟提起し、裁判を継続することが可能となってしまう。これでは改革法において、却下の申し立て期間に証拠開示手続を停止した規定を潜脱することとなるため、これを防止することを目的としたのである。第二の目的は、将来情報の開示を企業に促すことである。改革法では、将来情報について、実際の結果と異なる場合であっても、警告的説明（meaningful cautionary statement）がなされていれば、そのことのみを理由とする民事責任はみとめられない。そこで、投資家は連邦法で損害回復できないとなると、かかるセーフハーバーが適用されない州法で訴えることにより、自らの損害回復を図ろうとする。そのため、たとえ改革法において会社に対して将来情報開示のセーフ

ハーバーを設けたとしても、会社は州法上の責任リスクを恐れて、将来情報の開示を躊躇するようになっていた。そこで州法上の証券詐欺クラスアクションに対しては連邦法を優先適用することで、かかる懸念を払拭し、企業に対してより一層の将来情報の開示を促すことを期待したのである。第三の目的は、全米における証券詐欺に関するクラスアクションの統一ルールを創設することである。もとより統一法の制定以前には、市場に対する不実開示を行った企業は、別々の手続規定をもつ50州の詐欺禁止規定に対応せざるを得ない場合があり、不当な訴訟費用のかかる裁判管轄の適用を回避することができず、訴訟コストとリスクの点で問題があったからである。

もっとも、証券詐欺に関するクラスアクションのすべてに対して連邦法が優先適用されるわけではない。統一法が定めた連邦法優先適用の訴訟は、以下のような限定的な場合である。すなわち、証券詐欺を理由に提起されたとしても、その証券がニューヨーク証券取引所や、アメリカン証券取引所等に上場されている証券でなければ、統一法の「対象証券 (covered security)」とはならない。さらにここで対象とされるクラスアクションは、共有する法律または事実問題が顕著である50名を超える「クラス」のある場合に、それらを代表して損害賠償を請求する証券詐欺訴訟でなければならない。さらに代表訴訟の場合には、統一法は適用されない。したがって、統一法が制定されても、多くの例外が州法に基づく開示に関する信認義務違反の訴訟において許容されることとなる。

マローン事件に照らしてみると、デラウエア州最高裁判所判決は「文言上、統一法の適用とは無関係」としているように、統一法のもとで連邦法の優先適用をうけるためには、不実表示または不開示が対象証券の売買に関して行われることが必要とされるため、株式を保有している投資家が、市場に提供された不実の情報を受けて、そのまま株式を保持し続けた場合には、連邦法ではなく州法に基づくクラスアクションを提起することが可能となる。本件の原告は、まさにこのように取締役による虚偽の財務諸表の公表によって、売り逃げの機会を逸した場合であるから、統一法の適用外となり、今後、同様の事件が生じた場合にも、先例の意義は失われぬものと解される。

### (3) デラウエア州の連邦法優先適用除外

もっとも、実は、統一法の制定過程において、取締役の不実表示および不開示を理由とする州法に基づく詐欺の訴えについてクラスアクションを提起するときには、およそ連邦法を優先適用するという立法のあり方に疑問が提起されていた<sup>10)</sup>。株式会社は、各州会社法に準拠して設立されるため、かかる会社の取締役の行動を規律することに対しても州会社法は重要な利害関係を有しているとして、コーポレートガバナンスの問題、とりわけ信認義務の問題は、伝統的に州裁判所の管轄であり、したがって開示に関する取締役の信認義務についても一定限度で州法の管轄を認めるべきであるという主張がなされたのである。そこで、議会は最終的にこれらの議論を考慮して、デラウエア州法における連邦法優先適用除外を統一法の一部に盛り込むこととなった。そ

アメリカ公開会社における取締役の開示責任——デラウエア州最高裁判例（マローン事件）をめぐって——

の内容を要約すると、統一法におけるデラウエア州の連邦法優先適用除外については開示に関する信認義務違反を理由とする2種類の訴えを認めることにした。第一は、株式の買戻し、またはゴーイング・プライベート取引に関連し、第二は、会社が公開買付、株式交換または合併等に関連する。いずれの場合も会社が不実表示または不開示をおこなったと確信する株主は、開示に関する信認義務違反に基づいて州裁判所でクラスアクションを提起することができる、とするものである<sup>17)</sup>。したがって、統一法に規定された連邦法優先適用除外条項は、統一法が成立する時点において当時デラウエア州裁判所においてとられていた開示に関する信認義務についての判例ルールを連邦法上モデル化したものともいえる。そうすると連邦法優先適用除外条項では、州裁判所において開示に関する信認義務違反のクラスアクションを維持するためには、公開買付、株式交換、合併等に関連して、株主に対して一定の意思表示を要求する場面に限られるため、従来デラウエア州裁判所が示してきた「株主に対する権利行使の要求」が取締役の開示に関する信認義務違反のクラスアクションについて州法の管轄を画する要件と解するべきとも考えられる。しかし、そうだとすると「株主に対する権利行使の要求の有無」を問わず、取締役の開示に関する信認義務違反を認めるマローン判決の意義をどのように解すべきかが問題となってくるのである。このように改革法および統一法の制定は、連邦法と州法というアメリカの二元的法制に関わる問題を含んでいるが、そこでみられた議論は単にアメリカ会社法制の特殊性を論じただけのものでなく、公開会社における取締役の開示責任はいかにあるべきかという点にも関わってくる。統一法は、従来の州会社法判例上、形成されてきた取締役の責任に関する信認義務のルールを取り込んで、こうした問題につき一定の回答を示したといえることができる。そしてマローン判決の意義は、次にみるようにこうした連邦法の適用範囲外にある投資家を救済すべきか否かが問題となっていると考えることができるのである。

### 3 マローン判決の意義をめぐって

もとよりマローン判決に対しては、これまでの取締役の信認義務に関するデラウエア州判例を変更するものではないとする論者もいる<sup>18)</sup>。この見解によれば、マローン事件の上訴審判決は、株主の権利行使がない場合にも取締役の開示に関する信認義務を認めた判例ではなく、取締役が不実の情報を株主に対して故意または重過失により提供しているときは、たとえ株主の権利行使が要求されていなくとも、取締役は開示に関する信認義務違反の責任を負うとしているだけであるとされる。すなわち取締役は、株主に会社の情報提供を行う場合には、州法上、誠実に履行する義務があるということを強調したに過ぎないという評価である。

しかし、デラウエア州最高裁判所が下したマローン判決の意義として注目されるべきは、取締役の開示に関する信認義務について、株主に関わるコーポレートガバナンスとは、取締役が株主に一定の意思表示を要求した場合にかぎって問題とされるものなのかという点である。これまでのデラウエア州裁判所の立場は、マローン事件の原判決にみられるように、たとえば「会社収益

の修正」の公表は、株主の意思決定プロセスとは無関係であり、州法が関与すべきコーポレートガバナンスの射程外であるとしてきた。これに対して、今日の公開会社における財務情報の適正かつ迅速な開示は、株主にとって投資判断上の意思決定における重要な資料を提供するものであることは論を待たない。株主がコーポレートガバナンスに関与するのは、単に会社の意思形成プロセスに参画していく VOICE だけではなく、投資対象として魅力のないものであれば株式を売却する EXIT を通した「市場の圧力」によってなされることもある。とすれば、たとえ会社意思形成プロセスとの関わりにおいて株主の権利行使が要求されていない場面においても、株主ないし市場に対する不実の情報開示がなされたときには、株主のガバナンスに関わる利益が損なわれたと解されるべきである。したがって、会社情報の適正かつ迅速な情報開示は、市場の公正性を確保するとともに会社の意思形成プロセスにも重大な影響を与えるものであり、単に株主の権利行使の有無により、州法が関与するガバナンスの適用場面を区切ることはできない旨を明確にしたことが本件の意義として強調されるべきと解される。ただし、本件において注意したいのは、連邦法の適用領域と競合する部分について、州法がその管轄を連邦法に優先して適用したのではないということである。本件は連邦法上の詐欺禁止条項の要件には当てはまらない、一定の場面（代表訴訟、株の売り逃げの機会を逸した場合など）に対して、これまで州裁判所の対象とされるためには、「株主の権利行使」要件が必要であったところ、その区分では、もはや株主に関わるガバナンスの本質をとらえ切れないとの認識に到り、かかる判決が示されたものと解される。

さらにマローン判決の立場を貫くと統一法の目的が害されるとする立場もあるが、統一法の規定を詳細に検討すると、そうした批判はあたらないものと解される<sup>19</sup>。

第一に、市場への不実開示に対する訴えを州裁判所においても認めることは、本来、証券詐欺訴訟として連邦裁判所に提訴しなければならない訴訟を、開示に関する信認義務違反への変更を認めることで州裁判所への証券詐欺訴訟の提起を蔓延させることになるとの批判がある。しかし、州裁判所に対して開示に関する信認義務違反を理由として訴訟を提起する場合には、連邦法のルール 10b-5 訴訟と比較して原告側に立証要件の負担が増え、かならずしも原告に有利な訴訟とはいえないものとなる。とりわけ信認義務違反の場合に取締役が損害賠償責任を軽減ないし免除する免責条項が定款にある場合、または経営判断原則による保護を取締役が受ける場合には、こうした立証の壁を突き崩すのは原告にとって容易なことではないはずである。したがって市場への不実開示を理由に、州裁判所に対し取締役の開示に関する信認義務違反に基づく訴訟を認めても上記の批判はあたらないものと解される。

第二に、かりに州裁判所への提訴が結果的に功を奏しないものであったとしても、原告が連邦裁判所において証券詐欺訴訟を維持する目的で、有用な証拠を得るためだけに州裁判所に対し開示に関する信認義務違反に基づき提訴して、証拠開示手続を利用する場合には、これは改革法の

アメリカ公開会社における取締役の開示責任——デラウェア州最高裁判例（マローン事件）をめぐって——

証拠開示手続の自動的停止制度の目的を阻害するものであるとする。しかし、こうした潜在的な危険は、開示に関する信認義務違反の訴えに限った問題ではない。というのも統一法がすべての証券詐欺訴訟に連邦法の優先適用を一律に認めたわけではないので、州裁判所においては、多様な訴訟提起が認められる以上、改革法が定めた証拠開示手続の自動的停止の回避が許されてしまうからである。たとえば、クラスアクションではなく、個人による証券詐欺訴訟、代表訴訟、損害賠償を求めない救済をもとめる訴訟などは、いずれも統一法の適用範囲外であり、州裁判所での訴えが許容されることとなる。同様に、証券を保有し続けた場合、または売却する機会を逸したために損害を被った株主の訴えは、連邦法の優先適用を免れることができる。これらの訴えは、いずれも州法上の訴えにより証拠開示手続を利用することが可能となり、これを同時並行的に連邦裁判所において提訴して証券詐欺のクラスアクションに利用することは理論的には可能である。もっとも、統一法には、この点を考慮して次の条項が定められている。すなわち州裁判所に対して、取締役に対する信認義務違反の訴えが提起されると同時に、証券詐欺を理由とするクラスアクションを連邦裁判所において提起された場合には、被告がセーフハーバー規定を根拠に訴えを退ける申し立てをしたときは、適切な証明（proper showing）がなされれば、連邦裁判所は、州裁判所における証拠開示手続を必要な範囲で停止させることができるとする。これにより、証拠開示手続の濫用に対しては対処しうるものと考えられるので、先の批判はあたらないものと解される。

以上から、連邦法の証券詐欺禁止規制の対象外の場面においては、市場を通じた開示についても「株主の権利行使」要件とは無関係に、取締役の情報開示に関する信認義務違反に対して州法が関与する必要性があるものと解される。

#### 四 結びにかえて

マローン事件は、取締役の不実表示の結果、既存の株主に売り逃げの機会が与えられなかった場合に、米国の公開会社法制が連邦法と州会社法に峻別されているという理由から、およそ州会社法による取締役の責任が認められないというのはいかにもおかしいのではないか、という素朴な疑問に端を発しているようにおもわれる。そもそも州法において株主と取締役との間の信認義務とは、取締役が一方的に株主にガバンスに関与させる限定的な場面でのみ問題とされるものではなく、継続的な注意義務、忠実義務の問題として認められているものである。したがってその一つの適用場面である、開示に関する信認義務については、株主の権利行使を要求する場合はもとより、たとえ株主の権利行使を要求する場面でなかったとしても、会社の財務情報に虚偽がある場合には、株主の多様な意思決定プロセスを侵害することになるのであり、市場における株主、すなわち投資家の買い増し、買い持ち、売りという投資判断をも侵害するものとなるといえよう。すなわち、証券市場に対する適時かつ適正な財務情報の開示の要請は、証券市場の公正な

価格形成の必須条件であるとともに、投資家にとっての意思決定の重要な判断資料となっているのであり、マローン事件は、こうした証券市場の要請を州会社法上の取締役の開示に関する信認義務という文脈で認めたものと解することができる。いいかえれば、証券市場における投資家保護の要請は連邦法によって、他方、会社内部事項についての株主保護の問題は州法によるという役割分担に対して、そうした割り切りが米国公開会社法制の現状にそぐわないものとなりつつある一端を本件判決は示しているように思われる。

すでにデラウェア州では1996年ケアマーク判決<sup>20</sup>において、情報収集・報告システムの構築・監視義務が、取締役・役員の重要な職務の一部として認められている。かかる情報収集・報告システムの構築・監視責任と、投資家の投資判断を確保するための開示義務は、同一延長線上に位置付けられるものと解される。こうした州法における取締役の情報収集・報告システムの構築・監視責任の確立は、34年法13条(b)(2)に規定された企業の内部統制構築義務から派生した州法上の取締役の責任として評価することができる。すなわちこれまで連邦法において追求されてきた、公正な証券市場の確保に貢献するこうした一連の「情報開示システム」保証の要請は、同時に、株主の意思決定プロセスの保証として取締役の開示に関する信認義務の問題に浸透しつつあるものと思われる。

このように解することによって、取締役の開示に関する信認義務違反により株主が損害を被った場合、連邦法による救済が及ばない部分に対しては、空白地帯として残されるのではなく、州法の適用場面として株主救済を図る余地がうまれるのである。本件は、まさにこれまでの州法と連邦法の役割分担から生じた隙間に取り残された部分について、連邦証券諸法上の開示理念を州法に及ぼすことにより、株主救済の可能性を広げたものと評価することができる。

わが国会社法制においては、連邦法と州法の管轄関係といった問題は存在しないが、アメリカ法と同様に証券取引法と商法の取締役・執行役の開示責任をどのように考えていくべきか注意する必要がある。この点、本件に則して考えるならば、証券取引法上の継続開示にかかる虚偽表示についての取締役の責任については、有価証券報告書の虚偽記載を規定した証券取引法24条の4と商法266条の3第2項の関係が問題となる。米国州法においては、連邦法との役割分担を考慮する必要があったため、株主の権利行使の要求がある場合に限定して取締役の情報開示義務を認める経緯があったが、わが国においては、商法266条の3第2項の取締役の責任には、いまのところ、そうした要請からの制限はない。また証券取引法が損害賠償の対象者を「取得者」に限っているが、商法の場合には、そうした対象者の制限すらない。これは、「あくまでも商法の私的利害調整の観点にたって、虚偽記載による被害者一般に対して取締役が責任を負うという考えからスタートしている」ためであると分析し、「市場を経由した損害については、市場に関する専門の証券取引法上の責任規定が商法266条ノ3第2項の責任の限界を画するものと解すべき」とする見解があるが<sup>21</sup>、わが国においても証券取引法上の情報開示責任の要件を整理した上で、商

アメリカ公開会社における取締役の開示責任——デラウェア州最高裁判例（マローン事件）をめぐって——

法上の取締役による不実開示の責任をどこまで認めるべきかを検討していく必要がある。その際に、証券取引法における「取締役の第三者責任」によって救済されない投資家に関しては、商法上の「取締役の第三者責任」を肯定すべきなのか、あるいは証券取引法上の取締役の開示責任規定を改正すべきなのか、代表訴訟による救済の余地がないのか、会社に対する不法行為責任の追及の余地はないのか、その競合関係はどうなるのかといった困難な問題が生じてくるが、この検討については別稿に譲りたい。しかし、米国企業の情報開示システムの充実は、連邦証券諸法上の要請をこえて、州法の対象であるコーポレートガバナンスにおける取締役の責任に直接影響を及ぼしつつある現状に鑑みれば、少なくとも、わが国の公開株式会社における取締役の情報開示に関する責任論を考察する上でも証券取引法と商法を連続した視点から検討する必要があるものと考えられる。

## 注

- (1) 上村達男『会社法改革』55-60頁（岩波書店 2002年）、拙稿「アメリカにおける監査委員会の新たな開示規制」國學院大學紀要39巻153頁以下（2001年）参照。近時の動きとして、河村賢治「米国における企業統治改革の最新動向」商事法務1636号50頁以下（2002年）、太田洋・佐藤丈夫「米企業改革法とNYSE・NASDAQ新規則案の概要（上）（中）（下）」商事法務1639号19頁以下、1640号37頁以下、1641号88頁以下（2002年）など参照。
- (2) 拙稿「アメリカにおける独立取締役と経営監督機能の強化」立教大学大学院法学研究15号125頁以下（1995年）、同「アメリカ法における内部統制規定——制定の経緯を事例分析——（一）（二）（三・完）」立教大学大学院法学研究20号1頁以下、23号1頁以下（1998-99年）参照。
- (3) *Malone v. Brincat*, Del. Sup., 722A. 2d5 (1998). 判例研究として金輪英樹「取締役による不実の情報開示に対する州会社法上の責任」商事法務1555号36頁以下参照。
- (4) *Malone v. Brincat*, 1997 Del. Ch. LEXIS 158, Del. Ch., C. A. No. 15510.
- (5) *Lynch v. Vickers Energy Corp.*, Del. Sup., 383 A. 2d 278 (1978).
- (6) *Stroud v. Grace*, Del. Sup., 606A. 2d 75, 84 (1992).
- (7) Jennifer O'Hare, *Director Communications and the Uneasy Relationship Between the Fiduciary Duty of Disclosure and the Anti-fraud Provisions of the Federal Securities Laws*, 70U. Cin. L. Rev. 475, 495 (2002).
- (8) 近藤弘二「判批」アメリカ法1984-1、同「市場に対する詐欺」鴻常夫教授還暦『八十年代商法学の諸相』361頁以下（1985年）、黒沼悦郎「会社情報の開示と民事責任」法政論集133号1頁以下（1990年）参照。
- (9) *Gaffin v. Teledyne, Inc.*, 6 11A. 2d 467 (Del. 1992).
- (10) *Arnold v. Society for Savings Bancorp, Inc.*, 6 50A. 2d 1270 (Del. 1994).
- (11) 17C. F. R. § 240.14a-9 (a) (2001).

- (12) 1995年連邦私的証券訴訟改革法については、黒沼悦郎「アメリカにおける証券民事訴訟制度の改革」神戸法学雑誌47巻3号431頁以下(1997年)、中村聡「米国証券民事責任訴訟改革法の概要(上)(中)(下)」商事法務1414号3頁以下、同1415号12頁以下、同1416号33頁以下(1996年)参照。
- (13) この点については、下中和人「予測開示と不実表示の責任」六甲台論集43巻1号45頁以下(1997年)、同「アメリカにおける将来情報の開示の奨励」六甲台論集44巻3号183頁以下(1998年)、同「将来情報の開示とそれに伴う民事責任」神戸法学雑誌49巻4号213頁以下(2000年)、同「将来情報の開示における不実表示の責任と誠実の役割」長崎県立大学論集35巻3号47頁以下(2001年)、尾崎安央「アメリカにおけるソフト情報開示の最近の展開」奥島孝康教授還暦『比較会社法研究』169頁以下(1999年)参照。
- (14) See, Douglas M. Branson, *Securities Litigation in State Courts-Something Old, Something Borrowed...*, 76 Wash. U. L. Q. 509, 512-523 (1998).
- (15) 1998年連邦証券訴訟統一法の概要については、栗山修「1998年米国連邦証券訴訟統一基準法について」国際商事法務29巻10号(2001)1208頁参照。
- (16) O'Hare, supra note7 at 501.
- (17) Securities Acts of 1933 § 16 (d), 15 U. S. C. § 77p (d) (2000); Securities Exchange Act of 1934 § 28 (f) (3), 15 V. S. C. § 78bb (f) (3) (ii) (2000).
- (18) Holly M. Barbera, *Fiduciary Duties and Disclosure Obligations: Resolving Questions After Malone v. Brincat*, 26 Del. J. Corp. 1. 563 (2001).
- (19) O'Hare, supra note7 at 511.
- (20) In re Caremark Int'l, Inc. Derivative Litig., 698 A. 2d 959, 970 (Del. Ch. 1996). なお、同判決については伊勢田道仁「判批」商事法務1526号44頁(1999)、同「会社の内部統制システムと取締役の監視義務」金沢法学42巻1号55頁以下(1999年)、酒井太郎「米国企業の法遵守体制と会社法上の問題」久保欣也教授古稀『市場経済と企業法』155頁(2000年)参照。
- (21) 上村達男「判批」会社法判例百選(第6版)128頁以下(1998年)、上村・前掲注(1)参照。