

|                     |                                                                                                                                                                                                                   |
|---------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Title               | 日米における経営判断原則についての考察 (1) :<br>正当化根拠と審査基準を中心に                                                                                                                                                                       |
| Sub Title           | A study on business judgment rule in America and Japan : with a<br>focus on justifications and standard of judicial review (1)                                                                                    |
| Author              | 何, 家林(He, Jialin)                                                                                                                                                                                                 |
| Publisher           | 慶應義塾大学大学院法学研究科内『法学政治学論究』刊行会                                                                                                                                                                                       |
| Publication<br>year | 2025                                                                                                                                                                                                              |
| Jtitle              | 法學政治學論究 : 法律・政治・社会 (Hogaku seijigaku ronkyu :<br>Journal of law and political studies). No.144 (2025. 3) ,p.315- 363                                                                                              |
| JaLC DOI            |                                                                                                                                                                                                                   |
| Abstract            |                                                                                                                                                                                                                   |
| Notes               |                                                                                                                                                                                                                   |
| Genre               | Departmental Bulletin Paper                                                                                                                                                                                       |
| URL                 | <a href="https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN10086101-20250315-0315">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN10086101-20250315-0315</a> |

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

# 日米における経営判断原則 についての考察（１）

——正当化根拠と審査基準を中心に——

何 家 林

- 一 はじめに
- 二 米国における経営判断原則をめぐる議論
  - (一) 総説と論述の順序
  - (二) 経営判断原則の権威モデル
  - (三) 経営判断原則の責任モデル
- 四 小 括
- 三 米国における経営判断原則の正当化根拠についての検討
  - (一) 責任追及の弊害
  - (二) リスクテイクの促進
  - (三) 後知恵のバイアス
  - (四) 裁判官の認知的限界
  - (五) プロダクション・チームとしての取締役会
  - (六) 補足：なぜ「医療判断原則」が存在しないのか

(以上、本号)

- 四 日本の経営判断原則は政策的考慮に基づいているか
- 五 日本における経営判断原則をめぐる議論
  - (一) 裁判例
  - (二) 学 説
- 六 米国法からの示唆に基づく検討と私見
- 七 結びに代えて

(以上、145号)

## 一 はじめに

米国では、取締役と会社との関係は、信託受託者と受益者との関係に類似し、信認関係に立つものと解されてきた。この信認関係に基づき、取締

役は信認義務を負う。伝統的な見解によれば、信認義務の中核は注意義務と忠実義務の2種類である<sup>1)</sup>。株主は、取締役会の権限行使が不適切であると考え場合や事業が失敗して会社に損害をもたらした場合、注意義務違反を理由に取締役の責任を追及するために提訴することが多い。裁判所は、取締役の注意義務違反の有無を審査する際に、経営判断原則を用いている。この原則は、長年にわたる判例の積み重ねによって発展してきた。なお、経営判断原則に関する判例や研究が増えるにつれ、その概念はより複雑になり、コンセンサスには至っていない。

経営判断原則は取締役会の権威 (authority) と責任追及 (responsibility) という2つの相反する価値のバランスを取ることを目的として設計されているという基本的な考え方<sup>2)</sup>に基づいて、議論が展開されてきた。取締役会の意思決定の自由を保護する一方で、取締役会が行った意思決定に対して責任を負わせることも重要である。多くの学説と判例は、取締役会の権威を強調し、取締役の意思決定権限の保護を重視している<sup>3)</sup>。特に、提訴前請求の決定にも経営判断原則が適用されるため、ほとんどの取締役の決定は司法審査から除外されている<sup>4)</sup>。その結果、取締役は、ほとんど注意義務違反による責任を問われることはない。

一方、日本では、経営判断原則について、米国の議論を参考にしつつ、

---

1) 後掲注55) 58) 及び対応本文参照。

2) Michael P. Dooley, *Two Models of Corporate Governance*, 47 BUS. LAW. 461, 470-71 (1992).

3) 例えば、会社の意思決定の効率を確保するために、裁判所は、司法審査の名目で、取締役会の意思決定権限を無効化すべきではないとの見解がある。Stephen M. Bainbridge, *The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine*, 57 VAND. L. REV. 83, 85 (2004). 同論文を紹介した日本語文献として、桜沢隆哉「経営判断原則の理論的基礎 (1) ～ (4・完)」京女1号 (2011) 159頁、2号 (2012) 117頁、3号 (2013) 25頁、4号 (2013) 100頁がある。

4) 酒井太郎「米国の株主代表訴訟制度と取締役の権限 (2・完)」一法20巻2号 (2021) 703-09頁参照。この経営判断原則の攻撃的用法について、米国の学説上は、見解が大きく分かれていた。なお、米国における経営判断原則の攻撃的用法について、戸塚登「経営判断の法則 (1)」阪法126号 (1983) 26-38頁に詳しい。

異なる定式化が展開されてきた<sup>5)</sup>。取締役は、善良な管理者の注意をもってその職務を遂行する義務、いわゆる善管注意義務を負う（会社法330条、民法644条）。そして、業務執行に善管注意義務違反がある場合、それにより会社に生じた損害について賠償責任を負う。しかし、取締役は、多くの場合、不確実な状況で迅速な決断が求められるため、その判断を事後的・結果論的に評価することは妥当ではない。そこで、裁判所は、経営判断原則に基づいて、取締役の決定により会社に損害が生じた場合、直ちに損害賠償責任を追及するのではなく、経営判断の過程と内容を審査したうえで、善管注意義務違反の有無を判断する。

この経営判断原則の定式化は、平成に入って定着した<sup>6)</sup>。しかし、この定式化に問題がないとはいえない<sup>7)</sup>。そこで、本稿は、裁判所が、善管注意義務違反の有無をどのような基準をもって審査するかについて改めて検討することを目的とする。なお、その審査基準を検討する前に、なぜ日本で経営判断原則が採用されるかについて明らかにする必要があると考えられる。特に、日本では思想としての経営判断原則は存在していなかったとする見解<sup>8)</sup>があるため、経営判断原則は政策的考慮に基づいているかについて検討を加えたい。

経営判断原則に関する研究はこれまで数多く公表されているが、それぞれの検討は、なお不十分なように思われる。本稿では、経営判断原則の正当化根拠と審査基準について、従来の議論の問題点を指摘したうえで考察する。本稿の検討は、次の順序で行う。二では、Dooleyによる権威モデルと責任モデルの類型化に基づき、米国における経営判断原則について検討する。三では、米国の経営判断原則の正当化根拠について、従来の問題点を指摘しながら検討する。四では、日本の裁判例を踏まえて、理論的な

5) 五(二)参照。

6) 五(一)2 参照。

7) 六参照。

8) 思想としての経営判断原則とは、理論的な根拠に基づいた法ルールである。

森田果「わが国に経営判断原則は存在していたのか」商事1858号（2009）4頁。

根拠に基づく思想としての経営判断原則はなかったという指摘<sup>9)</sup> に対して反論し、日本の経営判断原則は政策的考慮に基づいているかを検討し、経営判断原則の機能を明らかにする。五では、日本における経営判断原則に関する裁判例の立場と学説上の見解を整理し、そして六では、これまでの検討を踏まえて私見を提示する。七では、本稿で触れることができなかった課題を提示する。

## 二 米国における経営判断原則をめぐる議論

### (一) 総説と論述の順序

米国の有名な会社法学者である Dooley は、コーポレート・ガバナンスを権威モデル (authority model) と責任モデル (responsibility model) に類型化している<sup>10)</sup>。権威モデルの内容は、主にデラウェア州法に代表される現行の制定法や判例に基づく一方、責任モデルは、米国法律協会 (American Law Institute) (以下、ALI とする) が公表した「コーポレート・ガバナンス原則：分析と提言」(以下、ALI 原則とする)<sup>11)</sup> によって提示される<sup>12)</sup>。前者の焦点は企業の日常的な運営にあり、公開会社にとって最も効率的な意思決定プロセスを支えるルールや手続きに焦点が当てられる<sup>13)</sup>。一方で、後者は企業の不正行為に焦点を置き、企業における不正行為を是正・抑止するために最適なルールや手続きがどのようなものであるかが問題となる<sup>14)</sup>。

しかし、この2つのモデルはいずれも純粋な形で存在するものではない。なぜならば、両モデルとも、会社の経営活動のガイドラインとして完全な

---

9) 同上。

10) Dooley, *supra* note 2, at 463.

11) PRINCIPLES OF THE LAW OF THE CORPORATE GOVERNANCE: ANALYSIS AND RECOMMENDATIONS (AM. L. INST., 1994) [hereinafter PRINCIPLES].

12) Dooley, *supra* note 2, at 463.

13) *Id.*

14) *Id.*

ものではなく、それぞれが会社の存続に不可欠な異なる価値を追求しているからである<sup>15)</sup>。したがって、いかなるコーポレート・ガバナンスにも両方の要素が含まれており、どの価値が優先されるかによって、そのガバナンスが権威モデルか責任モデルかに類型化される<sup>16)</sup>。なお、どの価値を優先するかという問題は非常に複雑である。特に、権威と責任は、いずれも会社にとって不可欠な価値であるが、不幸にも両者は相互に対立しており、一方を強化すれば他方は弱化するという関係にあるため、これはまさに会社法における最大のパラドックスの1つといえる。

Dooleyによれば、権威モデルの中核は、取締役会を設置し、その経営の最高権限を確立することである<sup>17)</sup>。米国では、モニタリング・モデルが採用されており、取締役会には幅広い権限が与えられている。日常的な経営権限は取締役会によって選任された執行役員等に委ねられているが、重要な経営政策の決定は取締役会の専決事項として保持されている。また、株主の承認が必要な特定の事項、例えば合併、解散、定款変更などについては、株主の役割は承認権に限られている。これらの事項は、まず取締役会による議題の決定が必要であり、株主が提案や修正を行うことはできない。

このように、取締役会に強い権限が付与されている一方で、その行為に対する責任追及がなければ、取締役は株主利益の最大化に向けたインセンティブを失い、私益を追求する傾向が強まる。また、集合行為問題の存在により、取締役会や経営陣の機会主義<sup>18)</sup>的な行動を抑制する手段として、株主の議決権に依存するガバナンスは不十分であるため、法は注意義務と忠実義務という信認義務を設け、株主利益の保護を図る制度的枠組を整えている<sup>19)</sup>。

15) *Id.*

16) *Id.* at 464.

17) *Id.* at 467.

18) 機会主義とは、協力行動がすべての関係者にとって最も有益となる状況においても、個人が私益を追求する誘惑に駆られることを指す。Oliver E. Williamson, *The Modern Corporation: Origins, Evolution, Attributes*, 19 J. ECON. LITERATURE 1537, 1545 (1981).

19) Dooley, *supra* note 2, at 468.

信認義務に違反した場合には責任が問われるが、ここで重要な問題が生じる。例えば、取締役会が誠実に、しかし誤って特定の行動が株主の利益を促進すると信じた場合、問題となるのはその行動が機会主義的であったか否かではなく、その行動が法的制裁に値するかどうかである。このような場面における法的制裁の判断には、機会主義の抑制にとどまらず、他の社会的価値を考慮する必要があると指摘される<sup>20)</sup>。この点は、注意義務に関する規定からも見て取れる<sup>21)</sup>。厳密に言えば、取締役会の多くの意思決定は注意義務違反と解釈され得る。しかし、取締役会の決定が常に株主から争われない理由は、株主の主張がまず経営判断原則というハードルを越えなければならないからである<sup>22)</sup>。

経営判断原則は、取締役会の決定が誠実かつ慎重に検討されたものである限り、その決定が株主の利益を促進する結果をもたらさなかったとしても、司法審査の対象外となるというものである。これにより、権威と責任のパラドックスは顕在化する。すなわち、取締役会がその決定について一切の責任を問われない場合、無責任な行動のリスクが生じる一方で、責任を問う権限を株主に与えることは、株主に会社経営への干渉権限を付与することを意味し、最終的には決定権が株主に移譲される結果となりかねない<sup>23)</sup>。このことからすると、経営判断原則は、取締役会の権威を保護する

---

20) 三参照。

21) 例えば、模範事業会社法8.30条 (a) (b) 項では、取締役の注意義務について以下のように定められている。

「8.30条 取締役の行為基準

(a) 取締役会の各構成員は、取締役としての義務を履行するにあたり、(i) 誠実に、かつ(ii) 会社の最善の利益になると合理的に信じる方法で行動する義務を負う。

(b) 取締役会又は取締役会委員会の各構成員は、意思決定にかかる職務との関連で情報を入手し、又は監視にかかる職務のため注意を払うにあたり、同様の地位にある者が類似の状況のもとで適切であると合理的に信じるであろう注意をもって、その義務を履行する」。MODEL BUS. CORP. ACT § 8.30(a) (b) (AM. BAR ASS'N 2023)。

22) 前掲注4) 及び対応本文参照。

23) Dooley, *supra* note 2, at 470. See also KENNETH J. ARROW, THE LIMITS OF

だけでなく、権威と責任の両立が求められるため、相反する2つの価値の間でバランスを調整する役割を果たしている。したがって、経営判断原則は、まさに会社法における最大のパラドックスの中心に位置づけられるものと考えられる。

上記の検討からすると、経営判断原則に関して権威モデルと責任モデルの間に明確な境界線を引くことは困難であることがうかがえる。しかし、責任モデルと権威モデルの基本的な考え方を踏まえれば、経営判断原則において両モデルを区別するためには、取締役会の行為を評価するための審査手法に着目することが重要であると考えられる。また、審査がより厳格であれば責任認定の可能性が高まり、審査が緩やかであれば責任認定の可能性も低くなると推測される。したがって、経営判断原則の権威モデルと責任モデルの区別を以下のように明確化することが可能である。

経営判断原則の権威モデルは、取締役会による大多数の意思決定に対して司法審査を排除することを目的とする。すなわち、裁判所は問題となった取締役会の経営判断について基本的に審査を行わない<sup>24)</sup>。このように、取締役会は幅広い範囲で意思決定を行う権限を有し、その意思決定については司法審査が抑制される。一方、経営判断原則の責任モデルは、少なくとも問題となった取締役会の意思決定に対しては審査を行い、その行為を評価したうえで責任の有無を判断すべきであるとする。このようなアプローチにより、取締役会は責任追及の可能性を意識し、不正行為の抑止効果が期待される。

Dooley による権威モデルと責任モデルの類型化に従うことで、経営判断原則の発展過程及び裁判所の立場に流動的である背景に存在する要因をより容易に理解できる。特に、米国における異なる経営判断原則のフォーミュレーション、すなわち後述する判例やALI原則における経営判断原則

---

ORGANIZATION 78 (1974).

24) なお、実際には、裁判所は、取締役の経営判断の内容の合理性について審査することはほぼなく、基本的にその過程について審査している。メルビン・A・アイゼンバーグ（松尾健一訳）「アメリカ会社法における注意義務〔Ⅱ〕」商事1713号（2004）5頁。

の位置づけをより明確にすることが可能であるため、この視点は非常に有意義であると思われる。

なお、Dooleyは、単に裁判所の表現を総じて権威モデルであるとし、ALI原則の表現を責任モデルであると示すにとどまっているようである。その中で、経営判断原則の権威モデルを明確に定義することなく、具体的な説明が不足している部分があると思われる。特に、権威モデルの中でも経営判断原則に関する異なる表現がみられる。したがって、Dooleyによる権威モデルと責任モデルの中核に従い、本章では以下の順序で検討する。(二)では、筆者が整理した権威モデルにおける4つの経営判断原則のフォーミュレーションについて検討する。(三)では、経営判断原則の責任モデルについて学説上の議論を踏まえて考察する。(四)では、本章の紹介が後の検討において参照される米国の分析に必要な基本情報を再提示する。

## (二) 経営判断原則の権威モデル

米国において、経営判断原則は、銀行の頭取とキャッシャの不正による損害について、取締役に対する損害賠償請求を巡るPercy判決<sup>25)</sup>に遡ることができるといわれる<sup>26)</sup>。同判決では、ルイジアナ州最高裁が、取締役は思慮深い人 (prudent man) でさえ行うかもしれないミスによって生じる損害に対して責任を負わないとした<sup>27)</sup>。また、Hodges判決では、ロードアイランド州最高裁が、経営判断原則をより明確に解釈し、「誠実にかつ合

---

25) Percy v. Millaudon, 8 Mart. (n. s.) 68 (La. 1829).

26) See S. Samuel Arsht, *The Business Judgment Rule Revisited*, 8 HOFSTRA L. REV. 93, 97 (1979); Marcia M. McMurray, *An Historical Perspective on the Duty of Care, the Duty of Loyalty, and the Business Judgment Rule*, 40 VAND. L. REV. 605, 613 (1987); Henry R. Horsey, *The Duty of Care Component of the Delaware Business Judgment Rule*, 19 DEL. J. CORP. L. 971, 975 (1994); D. Gordon Smith, *The Modern Business Judgment Rule 4* (BYU Law Research Paper Series No. 15-09, 2015), [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2620536](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2620536).

27) Percy, 8 Mart. (n. s.) at 77-78. デラウェア州最高裁は、初めて明確に取締役の注意義務を説明したAllis-Chalmers事件で、この「思慮深い人」基準を採用した。Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co., 188 A.2d 125, 130 (Del. 1963).

理的な注意と勤勉さをもって行動する取締役会が、法律又は事実についてミスに陥った場合でも、そのミスの結果に対しては責任を負わない」と判示した<sup>28)</sup>。このように、19世紀の判例の多くは、取締役は悪意のないミス(honest mistake)に対して責任を負わないとしていた<sup>29)</sup>。

その後、経営判断原則は発展を遂げ、数多くのフォーミュレーションが与えられ<sup>30)</sup>、権威モデルの中に異なる立場がみられるようになった。しかし、責任から取締役を保護するという基本的な考え方は依然として権威モデルの中核をなしている。したがって、概念が複雑化しても、取締役に対する保護の度合いの大きさに基づいて、4つの立場に分けられる。以下では、取締役に対する保護の度合いが最も大きいものから順に、権威モデルにおける経営判断原則の4つのフォーミュレーションを考察する。

## 1 不介入法理としての経営判断原則

Bainbridgeは、Technicolor判決<sup>31)</sup>とShlensky判決<sup>32)</sup>との比較をし、前者に対していくつかの観点から批判している。第一に、Technicolor事件では、原告が取締役会の注意義務違反を証明するための証拠を提出することが理論的に認められており、その結果、被告取締役による訴え却下の申

28) Hodges v. New England Screw Co., 3 R. I. 9, 18 (1853).

29) See, e. g., Smith v. Prattville Mfg. Co., 29 Ala. 503, 509 (1857); Hun v. Cary, 82 N. Y. 65, 70 (1880).

30) See, e. g., Casey v. Woodruff, 49 N. Y. S. 2d 625, 642-43 (1944) (「取締役が、経営の中で、合理的な根拠のある判断を下し、誠実に行動し、独立の判断に基づき、会社の最善の利益になると誠実に信じるもの以外の考慮に影響されずに行動した場合、裁判所の役割は、異なる行動をとるべきだったということでも、取締役に発生した損失や支出を課すことでもない」)。また、経営判断原則を推定とする判例もある。See Panter v. Marshall Field & Co., 486 F. Supp. 1168, 1194 (N. D. Ill. 1980) (「取締役が誠実に行動する場合、その判断には合理的な経営目的が存在する場合、裁判所はそれを妨げないという推定がある。詐欺、不誠実、重大な過失、又は裁量権の濫用がなければ、裁判所は取締役に経営判断の行使を妨げない」)。

31) Cede & Co. v. Technicolor, 634 A. 2d 345 (Del. 1993).

32) Shlensky v. Wrigley, 237 N. E. 2d 776 (Ill. App. Ct. 1968).

立てが棄却される可能性が高くなり、取締役の訴訟リスクが増大することが懸念されている<sup>33)</sup>。この点は、「注意義務が適切に果たされたかどうか」を審査する基準が異なることで、訴訟の進行可能性に差異が生じるということである。第二に、より重要な問題として、同判決により取締役会の意思決定に対する司法審査の範囲を、意思決定プロセスにとどまらず、その実質的な内容にまで拡大させる可能性が指摘されている<sup>34)</sup>。

Bainbridge は、Shlensky 判決に基づいて<sup>35)</sup>、経営判断原則を不介入法理としている<sup>36)</sup>。すなわち、経営判断原則の機能は、取締役が注意義務に違反したか否かを裁判所が審査することを防止することである<sup>37)</sup>。その本質は、必要な前提条件<sup>38)</sup>が満たされていれば、司法は取締役会の決定の実質的な是非について審査しないということである<sup>39)</sup>。

しかし、これは、司法があらゆる状況で取締役会の決定に介入しないということを意味するわけではない。司法が取締役会の決定を審査することが適切なのは、詐欺、違法、不誠実、利益相反又は不合理に関わる場合に限られる<sup>40)</sup>。また、Van Gorkom 判決を踏まえ、経営判断原則を適用する

---

33) これに対して、Shlensky 事件では、原告の提訴は、訴訟が開始される前に却下されてしまった。Bainbridge, *supra* note 3, at 101.

34) *Id.* at 102.

35) すなわち、「純粋な事業会社では、取締役らが法律の範囲内で行動する限り、その会社の業務執行における彼らの権限は絶対的なものとみなされなければならない。裁判所が取締役らの判断に代わる判断を下す権限はない」。Shlensky, 237 N. E. 2d 776, at 779 (citing Toebelman v. Missouri-Kansas Pipe Line Co., 41 F Supp 334, 339 (D. Del. 1941)).

36) Bainbridge, *supra* note 3, at 87.

37) *Id.* at 100.

38) ①取締役が実際に経営判断を行った。②取締役が必要かつ適切な調査を行い、十分な情報を得たうえで、慎重に検討を重ね、意思決定をした。③取締役の当該意思決定について利益相反はなかった。④取締役が会社の利益を優先し、公正かつ誠実に判断を下した。E. g., Aronson v. Lewis, 473 A. 2d 805, 813, 816 (Del. 1984); Bayer v. Beran, 49 N. Y. S. 2d 2, 6-7 (Sup. Ct. 1944).

39) Bainbridge, *supra* note 3, at 99.

40) *Id.* at 99.

ための前提条件として、手続き上のデューケアが必要である<sup>41)</sup>。具体的には、取締役が利己的な行動をとらず、忠実義務に違反していなくても、適切な情報を取得したうえで慎重な決定を行っていない場合には、経営判断原則による保護が取締役に適用されないことになる。

したがって、「経営判断原則の誠実という推定は責任基準を述べているのではなく、むしろ司法が注意義務違反の主張について審査しないという推定を確立する」というBainbridgeの主張<sup>42)</sup>は、取締役会の決定の過程の注意深さに対するすべての司法審査を排除するという意味ではなく、むしろ取締役がその決定に至った過程に重大な過失がない限り、裁判所は取締役会の決定の実質的な是非を審査すべきではないと理解されるべきであろう<sup>43)</sup>。

## 2 推定としての経営判断原則

デラウェア州では、経営判断原則に取締役が誠実に経営判断を行っているという「推定」が含まれると説明されている。例えば、Karasik判決は、「反証可能であるが、会社の取締役は、会社の利益を善意で (by a bona fide) 考慮して経営を行っているという推定がある」とし<sup>44)</sup>、Robinson判

---

41) *Id.* at 92. なお、デラウェア州最高裁は、Brehm事件で、「実質的なデューケア」という概念を、「裁判所は取締役の判断を評価、比較又は量化しない。この文脈では、それが合理的であるか否かさえ判断しない。意思決定の文脈におけるデューケアは、その過程に対するデューケアに限定される」との理由で否定している。また、デラウェア州最高裁は、経営判断原則の適用について説明する中で、「取締役の決定は、取締役が利害関係者であったり、決定に対して独立性を欠いていたり、誠実に行動しなかったり、合理的な事業目的に帰することができない方法で行動したり、合理的に利用可能なすべての重要情報を考慮しなかったことを含む重過失の過程によって決定された場合を除き、裁判所はその決定を尊重する」と述べ、注意義務の検討は過程のみに焦点を当てるべきであると強調している。Brehm v. Eisner, 746 A. 2d 244, at 264, 264 n. 66 (Del. 2000).

42) Bainbridge, *supra* note 3, at 90.

43) Smith, *supra* note 26, at 8.

44) Karasik v. Pacific E. Corp., 180 A. 604, 607 (Del. Ch. 1935).

決は、法は取締役が善意でかつ会社の利益を考慮して経営を行っていることを推定するとした<sup>45)</sup>。

長年にわたり、この推定は様々な形で拡大・縮小を繰り返し、Aronson判決で、デラウェア州最高裁は、経営判断原則を「会社の取締役が経営判断を決定する際に、十分な情報を収集したうえで、誠実に、そして自分の行動が会社の最善の利益になるという正直な信念に基づいて、経営を行っているという推定である」(以下、Aronson推定とする)と定義した<sup>46)</sup>。同判決はまた、取締役が裁量権を濫用していなければ、裁判所はその判断を尊重し、Aronson推定を覆す事実の証明責任は、原告側にあるとした<sup>47)</sup>。

その後のTechnicolor判決は、Aronson推定を覆すために、原告は、取締役が注意義務に違反したことを十分に主張する必要があるとした<sup>48)</sup>。さらに、原告が取締役の注意義務違反を立証できた場合、被告取締役には、業務執行の全面的公正さを証明する責任が生じる<sup>49)</sup>。一方で、原告は注意義務違反を立証できなかった場合、経営判断原則が適用され、裁判所は取締役の判断について審査を行わない<sup>50)</sup>。このように、Aronson推定は、経営判断原則の訴訟手続き上の意義のみを示すに過ぎない<sup>51)</sup>。

しかし、こうなると、経営判断原則の主な機能は証明責任の分配となり、しかも、すべての民事訴訟で原告が負うのと同じ、一応の証拠のある事件(a prima facie case)を証明する責任を原告に課しているに過ぎないため、学説上、このような判示は意味が乏しいとの批判が多くみられる<sup>52)</sup>。

---

45) Robinson v. Pittsburgh Oil Ref. Corp., 126 A. 46, 48 (Del. Ch. 1924).

46) Aronson, 473 A. 2d at 812.

47) *Id.*

48) Technicolor, 634 A. 2d at 361-62.

49) *Id.*

50) *Id.* at 361.

51) Lyman Johnson, *Unsettledness in Delaware Corporate Law: Business Judgment Rule, Corporate Purpose*, 38 DEL. J. CORP. L. 405, 411 (2013).

52) Melvin A. Eisenberg, *An Overview of the Principles of Corporate Governance*, 48 BUS. LAW. 1271, 1283-84 (1993); Franklin A. Gevurtz, *The Business Judgment Rule: Meaningless Verbiage or Misguided Notion?*, 67 S. CAL. L. REV. 287, 292 (1994); Lyman Johnson, *The Modest Business Judgment Rule*, 55 BUS. L. 625,

これに対して、経営判断原則の本質的な意義は、裁判所が訴訟手続きにおいて何か特別な推定効果を与えることなく、むしろ裁判所が取締役の判断の適否について詳細な審査を控え、その判断を尊重する姿勢を示す点にあるとの見解がある<sup>53)</sup>。また、経営判断原則はどのような状況が一応の証拠のある事件にあたるかということを説明する点で意義があるとの見解もある<sup>54)</sup>。すなわち、Aronson推定は、原告が、注意義務、忠実義務、誠実義務<sup>55)</sup>のいずれかの違反を証明しなければならないということを意味するものではなく、むしろ取締役会の決定の本来の理非を争うだけでは勝訴できないということを明らかにしている<sup>56)</sup>。その意味では、経営判断原則の重要な特徴は、取締役が誠実に行動しているという推定ではなく、取締役が不当な行動をしたという証拠がない場合には、取締役の行動の実質を問いたさないということである<sup>57)</sup>。要するに、経営判断原則を理解するにあたり、それが何を推定しているかに重点を置くのではなく、その適

---

627 (2000); Bainbridge, *supra* note 3, at 101.

53) R. Franklin Balotti & James J. Hanks, Jr., *Rejudging the Business Judgment Rule*, 48 BUS. LAW. 1337, 1339 (1993).

54) Smith, *supra* note 26, at 5. この点について、川濱昇「米国における経営判断原則の検討 (1)」論叢 114 巻 2 号 (1984) 88 頁も同様な見解を示している。

55) なお、伝統的に、誠実性は、取締役が注意義務と忠実義務を果たしているか否かを裁判所が審査する際に包含されるものとされてきた。See Leo E. Strine, Jr., et al., *Loyalty's Core Demand: The Defining Role of Good Faith in Corporation Law*, 98 GEO. L. J. 629, 635-640 (2010). すなわち、注意義務や忠実義務のいずれにも違反しない限り、裁判所は誠実性の問題について別途審査をしないが、Technicolor 判決において、デラウェア州最高裁は、「取締役会の決定に異議がある原告株主には、最初に経営判断原則の推定を覆す責任がある。これを覆すために、原告株主は、取締役が訴訟の争点となる決定に至るにあたり、誠実義務、忠実義務又は注意義務のいずれかに違反したという証拠を提出する責任を負う(下線筆者)」と述べた。Technicolor, 634 A. 2d at 361. なお、デラウェア州最高裁は、Technicolor 判決において、誠実義務、忠実義務と注意義務を信託義務の「三本柱」としたが、Stone v. Ritter, 911 A. 2d 362, 369-70 (Del. 2006) において、誠実義務を忠実義務に統合した。これ以降、デラウェア州裁判所は「信託義務の三本柱」という表現を使用しなくなった。

56) Smith, *supra* note 26, at 6.

57) *Id.*

用によって取締役会の行動がどのように保護されているかを認識することが重要である。

また、Technicolor判決における、信認義務を注意義務、忠実義務と誠実義務という「三本柱 (triad)」とする表現は学説上大きな論争を起こしたが<sup>58)</sup>、本稿の問題意識と関連するのは、経営判断原則と注意義務との関係である。デラウェア州では、経営判断原則は、裁判所が取締役の意思決定を審査する際に用いる基準であり、その中の一要素として注意義務が位置づけられている<sup>59)</sup>。しかし、注意義務は、特定可能な経営判断がなされ

---

58) 取締役の信認義務は、注意義務と忠実義務の2つからなると理解することが一般的であるが、注意義務、忠実義務と誠実義務の3つからなるという理解もみられる。See E. Norman 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). なお、Veaseyは、デラウェア州最高裁の首席裁判官であった。

また、「誠実義務には、過去と未来の両方を顧みるという、いわば「双面神 (Janus)」のような性質を有している。過去を振り返れば、誠実義務は、たとえ注意義務や忠実義務の枠内にうまく収まらず、もしくは全く収まらないとしても、すでに確立されている様々な具体的な義務——例えば、自己利益を伴わず、会社の利益と株主の利益を最大化することを目的とした場合であっても、会社に故意に違法行為をさせない義務と、公正義務 (obligation of candor) ——を合理化し、説明する役割を果たしている。そして、未来を見据えれば、誠実義務は、社会の変化に対応して適切であると認識されるようになるが、注意義務や忠実義務の範囲内では対応できないような、新たな具体的な信認義務を明確化するかもしれない」との見解もある。Melvin A. Eisenberg, *The Duty of Good Faith in Corporate Law*, 31 DEL. J. CORP. L. 1, 74-75 (2006)。

一方、信認義務3分説は、分析を誤らせるおそれがあり、妥当ではないとの主張もある。William T. 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, 316 n. 25 (Klaus J. Hopt et al. eds., 1998). 本論文を紹介した日本語文献として、仮屋広郷「取締役の注意義務と経営判断原則——人間観と法の役割——」一法3巻2号 (2004) 451頁がある。なお、信認義務3分説について、酒井太郎「米国会社法学における取締役の信認義務規範 (2・完)」一法12巻1号 (2013) 98頁以下に詳しい。

59) Horsey, *supra* note 26, at 991. See also *Technicolor*, 634 A. 2d at 366. なお、

た場合にのみ適用される経営判断原則よりも広い範囲に及ぶものである<sup>60)</sup>。何らの経営判断もしなかった場合における監視義務違反の問題は、まさにその典型的な例である<sup>61)</sup>。さらに、裁判所による審査の有無にかかわらず、注意義務は常に取締役に応用されるものである。したがって、適用範囲の狭い経営判断原則は、適用範囲の広い注意義務の上位概念として扱うことは論理的には適切ではないとの批判がある<sup>62)</sup>。

### 3 審査基準としての経営判断原則

デラウェア州最高裁は、Gilbert判決で、経営判断原則は審査基準であるとした<sup>63)</sup>。Eisenbergによれば、審査基準とは、裁判所が、被告の行為を審査し、責任を課すべきか否か、差止命令を認めるべきか否かを判断するために適用するテストである<sup>64)</sup>。また、行為基準とは、取締役についていえば、取締役がどのように経営を行うべきか、あるいはその役割をどのように果たすべきかを示すものである<sup>65)</sup>。

Aronson推定からすると、経営判断原則を行為基準として理解することができると考えられる。なぜならば、経営判断原則は、十分な情報を収集したうえで経営を行い、自分の行動が会社の最善の利益になると信じている限り、責任を問われることはないということを、取締役に示唆しているからである。より詳しくいうと、取締役の行動は、①経営判断であること、②利害関係のないこと、③十分な情報と議論に基づき判断を下すこと、④

---

このような本末転倒な理解が現れる理由について、後掲注76) 78) 79) 及び対応本文参照。

60) Johnson, *supra* note 51, at 424.

61) Rales v. Blasband, 634 A. 2d 927, 933-34 & n. 9 (Del. 1993).

62) Johnson, *supra* note 51, at 424.

63) Gilbert v. El Paso, 575 A. 2d 1131, 1143 (Del. 1990).

64) Melvin A. Eisenberg, *The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law*, 62 *FORDHAM L. REV.* 437, 437 (1993). なお、会社法における行為基準と審査基準の区別の意義を詳述する日本語文献として、三浦治「会社法における行為規範・評価規範の区別の意義」岩大AL61号（1997）217頁がある。

65) *Id.*

誠実性を有すること、という4つの要件<sup>66)</sup>を満たせば、責任を問われないことになる。このことからすると、経営判断原則は、取締役に、経営判断を行う場合における行為基準を示している。

一方で、経営判断原則は取締役の行為基準としてではなく、むしろ司法審査を抑制するべく機能しているとの見解が多い<sup>67)</sup>。具体的には、経営判断原則は、取締役が上記の4つの要件を満たした経営判断を行った場合に、裁判所がその判断の適切性について審査を行わないという審査基準を確立している。

しかし、司法の定式化が法律顧問や取締役にあって重要であることを考えると、経営判断原則を単なる審査基準として捉えることは不十分である<sup>68)</sup>。なぜならば、法律顧問や取締役にあっては、どのような経営判断が裁判で通し、責任を回避できるかということが最も重要であるからである<sup>69)</sup>。

経営判断原則の適用を通じて、裁判所が取締役の行動を規制する権限を放棄することは、コーポレート・ガバナンスにおけるコモンローの最も重要な貢献であるとの見解がある<sup>70)</sup>。また、行為基準と審査基準の乖離——一見厳しいと思われる取締役の注意義務が、経営判断原則によって、その厳しさがほとんど取り除かれてしまっていること——が政策的に有益であるとの見解もある<sup>71)</sup>。一方で、経営判断原則の適用によって、取締役の注

---

66) *Id.* at 441.

67) Henry G. Manne, *Our Two Corporation Systems: Law and Economics*, 53 VA. L. REV. 259, 271 (1967); J. Gordon Arbuckle, *Continuing Viability of the Business Judgment Rule as a Guide for Judicial Restraint*, 35 GEO. WASH. L. REV. 564 (1967); Ronald J. Gilson, *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, 33 STAN. L. REV. 819, 822 (1981). 近藤光男『経営判断と取締役の責任——「経営判断の法則」適用の検討』（中央経済社、1994）21頁。

68) *See* Johnson, *supra* note 51, at 424.

69) *Id.*

70) Gilson, *supra* note 67, at 823.

71) William T. Allen et al., *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, 454-57 (2002). なお、な

意義義務はほとんど機能しなくなるという批判が多い<sup>72)</sup>。特に、意思決定過程における注意よりも、利益相反や不正な動機という要素を強調し、経営判断原則を常に適用する司法の傾向によって、注意義務の重要性が薄れていると指摘される<sup>73)</sup>。

#### 4 責任基準としての経営判断原則

多くの州では、注意義務と経営判断原則は同時に発展してきた<sup>74)</sup>。なぜならば、取締役の注意義務は、不法行為法の下で一般に課される注意義務に類似しているため、会社経営の場面における注意義務の適用を緩和するものとして、経営判断原則が必要であるからである<sup>75)</sup>。

ところが、デラウェア州裁判所は、経営判断原則という概念を機能的にも理論的にも取締役の注意義務と直接結びつけることなく、発展させてきた<sup>76)</sup>。デラウェア州では、取締役が十分な情報を得たうえで、思慮深い人の注意をもって行動するという信認義務、いわゆる注意義務の存在を支持するものは、1963年のAllis-Chalmers判決<sup>77)</sup>まで存在していなかった<sup>78)</sup>。これに基づいて、デラウェア州の経営判断原則に対する理解の混乱は、注

---

ぜ政策的に有益であるかについて、三参照。

72) See, e. g., Elliott J. Weiss, *Disclosure and Corporate Accountability*, 34 BUS. LAW. 575, 587 (1979); William L. Cary, *Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware*, 83 YALE L. J. 663 (1974); Gevurtz, *supra* note 52, at 297. Bishopの研究によると、利害関係のない取締役が注意義務に違反したと認定された代表訴訟は4件しかなかった。Joseph W. Bishop, Jr., *Sitting Ducks and Decoy Ducks: New Trends in the Indemnification of Corporate Directors and Officers*, 77 YALE L. J. 1078, 1099 (1968). 近藤・前掲注67) 18-19頁も参照。

73) Stuart R. Cohn, *Demise of the Director's Duty of Care: Judicial Avoidance of Standards and Sanctions Through the Business Judgment Rule*, 62 TEX. L. REV. 591, 605 (1983).

74) Arsht, *supra* note 26, at 97-100.

75) See Robert J. Rhee, *The Tort Foundation of Duty of Care and Business Judgment*, 88 NOTRE DAME L. REV. 1139, 1150 (2013).

76) See Horsey, *supra* note 26, at 981; Johnson, *supra* note 52, at 639.

77) See *Graham*, 188 A. 2d at 130.

78) Horsey, *supra* note 26, at 983.

意義という概念は経営判断原則より何年も後に出現したという歴史的な経緯に根差しているとの見解がある<sup>79)</sup>。

このように、デラウェア州では、注意義務は後発的な概念として、既存の経営判断原則の枠組みに組み込まれた。しかし、経営判断原則の分析上の優位性を維持することによって、コーポレート・ガバナンスにとって実際に重要な点が薄められている<sup>80)</sup>。すなわち、取締役がその義務を果たしたか否か、もしくは違反したか否かが、コーポレート・ガバナンスにおいて最も重要な問題であるため、この問題こそが明らかにされるべきであり、曖昧にされてはならないものであると考えられる。

すでに述べたとおり、純粋な権威モデルは存在していない。裁判所は問題となった取締役の行動について完全に審査しないわけではない。そこで、裁判所が経営判断原則に基づいて、どのような基準で取締役が注意義務に違反したか否かを評価することが重要な問題となる。この点について、判例には、不正確なものや一貫性を欠くものが多くみられる。例えば、Meyers判決は、過失と重過失を混同して論じた<sup>81)</sup>。また、Northwest判決は、その基準を「通常の思慮深い経営者が業務を管理する際に用いる注意」としながらも、「詐欺又は著しく不当な行為 (manifestly oppressive conduct) の証拠」がない限り、裁判所は取締役会の決定を無効にしないと述べた<sup>82)</sup>。その結果、一見すると異なる基準を採用するかのようにあっても、実際には同じことを意味することがある<sup>83)</sup>。また、同じようにみえる意見であっても、実際には全く異なる基準を示すこともある<sup>84)</sup>。

---

79) Johnson, *supra* note 52, at 639–44.

80) See Horsey, *supra* note 26, at 981; Johnson, *supra* note 51, at 425.

81) Meyers v. Moody, 693 F. 2d 1196, 1209–11 (5th Cir. 1982).

82) Northwest Indus. v. B. F. Goodrich Co., 301 F. Supp. 706, 711–12 (N. D. Ill. 1969).

83) See, e. g., Aronson, 473 A. 2d at 812 n. 6 (重過失基準を具体化するためにデラウェア州の判例で使用されている様々な用語を列挙している)。See also Gevurtz, *supra* note 52, at 295.

84) Compare Aronson, 473 A. 2d at 812 (当該判決は、重過失という概念を使用して、単純過失よりも緩やかな注意の基準を示している) with Wallace v.

それでも、これらの基準を大きく2つの主要な視点から整理することが可能である<sup>85)</sup>。1つ目は、取締役が誠実に行動している限り、経営判断原則の適用によって責任を問われないという誠実性基準である。2つ目は、経営判断原則は通常の過失から、重過失や無謀な行動などへと責任基準を引き上げるという重過失基準である。以下では、この2つの基準について検討する。

### (1) 誠実性基準

誠実性は、経営判断原則の一要素である。「誠実」という用語は、法律の様々な分野に浸透しており、それぞれの分野で異なる定義がなされている<sup>86)</sup>。取締役の義務履行における誠実は、大まかにいうと、会社と株主の最善の利益を考えながら慎重に経営判断を行うことである<sup>87)</sup>。すなわち、誠実性の問題は、基本的に取締役の行為の主観的動機の正当性に焦点を当てて<sup>88)</sup>。

裁判所は、「誠実」と「詐欺」の有無など、様々な用語で審査を行うが<sup>89)</sup>、問題の中心は、取締役が自分の行為が会社にとって最善の利益であると考えていたか否かである<sup>90)</sup>。しかし、主観的な誠実性を審査すること

---

Lincoln Sav. Bank, 15 S. W. 448, 454 (Tenn. 1891) (重過失とは、通常の注意を怠ることを意味するとされている)。

85) See Gevurtz, *supra* note 52, at 295.

86) 酒井太郎「米国会社法学における取締役の信認義務規範 (1)」一法11巻3号 (2012年) 822-23頁参照。

87) ここでは、酒井・前掲注86) 824頁でまとめられた定義を引用した。また、誠実とは、詐欺の可能性と自己の利益の誘惑を避けるために設けられた、代理と信託の基本的原則を別の言葉で表現するものであり、完全な忠実として定義することができる。Charles D. Lewis, *The Business Judgment Rule and Corporate Directors' Liability for Mismanagement*, 22 BAYLOR L. REV. 157, 162 (1970)。

88) *Id.* at 161-62.

89) See, e. g., *Stern v. GE*, 924 F. 2d 472, 476 (2d Cir. 1991) (「詐欺や不誠実」を使用); *Security Trust Co. v. Dabney*, 372 S. W. 2d 4DI, 496 (Ky. 1963) (「詐欺」を使用); *Swenson v. Thibaut*, 250 S. E. 2d 279, 298 (N. C. Ct. App. 1978) (「誠実」を使用), *rev. denied*, 254 S. E. 2d 181 (N. C. 1979)。

90) See also Gevurtz, *supra* note 52, at 297.

は困難である。裁判所は誠実の対義語である「不誠実」、又は「誠実性を欠く」という表現を用いて取締役の行為を評価してきた<sup>91)</sup>。すなわち、裁判所は、取締役の行為が誠実性を欠いているとみなされるか否かを判断することによって、取締役の責任の有無を認定する。なお、裁判所が客観的要素を採用している理由として、もし主観的な誠実性だけで理性的ではない意思決定が保護されるならば、一般的な法の原則から逸脱しすぎてしまい、重大な問題が生じる可能性があるということが挙げられる<sup>92)</sup>。

主観的な誠実性のアプローチを重視する判例は、取締役の決定が誠実に行われた限り、その決定を尊重するという立場をとっている。しかし、これらの判例でも、客観的な合理性の審査を完全に排除しているわけではない。例えば、Kamin判決のように、取締役の決定が客観的に合理的であったという認定（あるいは少なくとも、決定が不合理であったことを原告が示していなかったという認定）をした<sup>93)</sup>。また、Shlensky判決では、野球チーム運営会社の取締役が同業他社の取締役の方針を踏襲しなかったことは過失ではないと述べた<sup>94)</sup>。なお、取締役の決定が極端に不合理な場合には、たとえ誠実に行われたとしても、責任を問う可能性を残している<sup>95)</sup>。結局、客観的な合理性の審査をどの程度重視するかは、事例によって異なる。

## (2) 重過失基準

1980年代半ば以降、デラウェア州最高裁は、経営判断原則が重過失基準を具体化しているという考え方を確立している<sup>96)</sup>。Aronson事件におい

91) Eisenberg, *supra* note 64, at 442. なお、デラウェア州衡平法裁判所は、「誠実性を欠く」ということは「会社の繁栄を促進しようとする実在の意図を欠く」ことであるとし、不誠実は、「会社の繁栄を促進するという純粋な企図以外の目的に裏付けられた行為、又は、準拠法である実定法に違反することが分かっている行為」であると説明した。See *Gagliardi v. TriFoods Int'l Inc.*, 683 A. 2d 1049-51 (Del. Ch. 1996).

92) Eisenberg, *supra* note 64, at 442.

93) *Kamin v. American Express*, 383 N. Y. S2d 807 383 N. Y. S. 2d 807, 811 (S. Ct. 1976).

94) *Shlensky*, 237 N. E. 2d, at 780-81.

95) *E. g.*, *Fielding v. Allen*, 99 F. Supp. 137, 142 (S. D. N. Y. 1951).

96) *Gevurtz*, *supra* note 52, at 298. 重過失の要否について、吉原和志「取締役の

て、デラウェア州最高裁は、「デラウェア州の判例は、適用される注意の基準を説明するために様々な用語を使用しているが、我々の分析では、経営判断原則の下で、取締役の責任は、重過失の概念に基づいて成り立つ」とした<sup>97)</sup>。その後、Van Gorkom判決は、重過失基準を再確認した<sup>98)</sup>。同事件では、Trans Union社の取締役会が、前日の終値価格に対して48%上回るプレミアム（1株55ドル）で会社を売却することに合意したにもかかわらず、その決定を下す際に十分な情報を得ていなかったとして、取締役の責任が肯定された<sup>99)</sup>。このことからすると、Van Gorkom判決は、情報収集の重要性を強調している。すなわち、取締役は、十分な調査を行い、合理的に利用可能なすべての情報を収集し、これらの情報に基づいて、経営判断を行う必要がある。さもないと、裁判所は、取締役会決定が重過失に基づいていると認定し、取締役に注意義務違反があるとして、責任を認めることになる。これらの判決により、デラウェア州裁判所が使用していた、重過失基準を示唆する言葉の不確実性が解消された<sup>100)</sup>。

---

経営判断と株主代表訴訟」小林秀之＝近藤光男編『新版 株主代表訴訟大系』（弘文堂、2002）85-86頁〔初出1996〕も参照。

97) Aronson, 473 A. 2d at 812.

98) Smith v. Van Gorkom 488 A. 2d 858, 873 (Del. 1985).

99) *Id.* at 893. 主要な根拠として、①取締役会は、事前又は会期中に書面での合併契約を提示せず、2時間にわたる臨時取締役会で合併を承認したこと、②2名の取締役を除くほかの取締役は、事前に当該臨時取締役会の目的について知らされなかったこと、③取締役会の合併承認は、Trans Union社の最高経営責任者兼会長であるVan Gorkomによる20分間の口頭の説明に基づいたこと、④1株55ドルという合併対価の算定方法は明らかではなかったにもかかわらず、取締役会は、それについて一度も調査しなかったこと、⑤すべての取締役は、署名前に合併契約を読んでいなかったこと、⑥その後の取締役会は、Van Gorkomの提案した合併契約修正案を慎重に検討せずに承認したこと、⑦実際の修正案は買収者によって作成され、Van Gorkomが取締役会で説明した内容とは一致していなかったことが挙げられた。*Id.* at 867-76.

100) なお、重過失基準の明確化はあるものの、デラウェア州衡平法裁判所の判例では、取締役が決定に至る過程に関する問題にのみ重過失基準が適用されるのか、それとも意思決定そのものにも適用されるのかについて、依然として混乱がみられる。*Compare* Rabkin v. Philip A. Hunt Chem. Corp., 547 A. 2d 963,

重過失基準とは具体的に何を意味するのかについて、デラウェア州衡平法裁判所は、「企業法分野における重過失とは、『株主に対する軽率な無関心又は故意の無視』、又は、『理性を超えた』行動を意味する」とした<sup>101)</sup>。この文言からすると、重過失基準は曖昧なものであり、正確な把握が困難であると考えられるが、取締役の責任を認めない方向を取る緩やかな基準であることはうかがえる<sup>102)</sup>。

一方、重過失という用語を正確に定義することは困難である<sup>103)</sup> ため、それ自体が無意味であるとの見解がある<sup>104)</sup>。特に、重過失基準が適用された事例でも、通常の過失基準との相違による明確な結果の変化がみられないので、重過失基準の意義を疑問視する学説が多い<sup>105)</sup>。例えば、デラウェア州最高裁は、Trans Union社の取締役に重過失があったとしたが、それは単なる通常の過失ではないかという批判がある<sup>106)</sup>。より詳しくいうと、取締役は経営の専門家であり、自社の状況について熟知しているため、提示された価格が市場価格を大幅に上回っており、株主も合併を承認しないという選択肢があったという状況の下で、取締役が、提示された合併対価

---

970 (Del. Ch. 1986) (意思決定に至る過程と内容の両方に重過失基準が適用) *with In re J. P. Stevens & Co. S'holders Litig.*, 542 A. 2d 770, 780-81 (Del. Ch. 1988) (意思決定に至る過程に重過失基準を適用すべきであると示唆)。

101) *Rabkin*, 547 A. 2d at 970.

102) この重過失の定義を支持するものとして、Allen et al., *supra* note 71, at 465 がある。

103) W. PAGE KEETON ET AL., PROSSER AND KEETON ON THE LAW OF TORTS 212 (5th ed. 1984).

104) *See, e. g., Arsht, supra* note 26, at 120 n. 119; Norwood P. Beveridge, Jr., *The Corporate Director's Duty of Care: Riddles Wisely Expounded*, 24 SUFFOLK U. L. REV. 923, 924-25 (1990).

105) *See, e. g.,* Richard B. Dyson, *The Director's Liability for Negligence*, 40 IND. L. J. 341, 373 n. 136 (1964); ROBERT C. CLARK, *CORPORATE LAW* 123 (Francis A. Allen eds, 1986); E. Norman Veasey & William E. Manning, *Codified Standard—Safe Harbor or Uncharted Reef? An Analysis of the Model Act Standard of Care Compared with Delaware Law*, 35 BUS. LAW. 919, 928 (1980).

106) *See, e. g.,* Daniel Fischel, *The Business Judgment Rule and the Trans Union Case*, 40 BUS. LAW. 1437 (1985); Allen et al., *supra* note 71, 458.

が妥当か否かを判断するために、より多くの時間や助言を実際に必要とするか否かは疑わしい<sup>107)</sup>。したがって、デラウェア州裁判所が採用する重過失基準が、本判決以降の判例において正しく適用されていないと批判されている<sup>108)</sup>。すなわち、形式的には重過失基準を適用しながらも、実質的には通常の過失基準を適用し、取締役の責任を不当に拡大するという批判である<sup>109)</sup>。また、Technicolor判決では、注意義務違反が立証された場合、忠実義務違反で訴えられたかのように、取締役に取引の全体的な公正さを証明する責任を課すことは、注意義務違反に対する責任基準を厳格化し、取締役の行動を萎縮させる懸念がある<sup>110)</sup>。

このように、重過失基準について学説上の論争が激しいが、それを完全に否定すべきではない。なぜならば、たとえ重過失基準の正確な定義ができないとしても、重過失は通常の過失よりも悪いレベルの怠慢を伴うことを理解するのに何の問題もないからである<sup>111)</sup>。実際に、重過失基準を採用している多くの判決の中には、取締役の責任基準は、一般的な不法行為責任が生じるような通常の過失よりも緩やかにすべきであるという単純な考え方が根底にある<sup>112)</sup>。したがって、重過失基準は、特定の事件の結果を劇的に変えるよりも、取締役が責任を問われる可能性を下げる効果が期待されるだろう。

## 5 小 括

経営判断原則の権威モデルは、19世紀の判例法における、取締役は悪意のないミスに対して責任を負わないという考え方から発展してきた。その後、経営判断原則はさまざまな形で理解され、発展を遂げてきた。

107) Gevurtz, *supra* note 52, at 299.

108) Allen et al., *supra* note 71, at 458-59.

109) *Id.*

110) *Id.* at 461-62.

111) See KEETON ET AL., *supra* note 103, at 211-12.

112) See, e. g., Louisiana World Exposition v. Federal Ins. Co., 864 F. 2d 1147, 1150 (5th Cir. 1989). But see Rabkin, 547 A. 2d at 971.

米国は訴訟社会であり、判例の蓄積に伴い、経営判断原則に関する裁判所の考え方も変化してきた。その中で、デラウェア州会社法は米国会社法の中心として重要な役割を果たしている。特に、デラウェア州裁判所は、企業に有利な立場をとることで知られているため、多くの企業がデラウェア州会社法に準拠して設立されている。

これまでの検討からすると、権威モデルとはいえ、裁判所の審査が経営判断原則に基づき、厳格化していることが示唆される。かつては、取締役が経営判断を行いある行動をとった場合、その判断に合理的な根拠があり、誠実に行動したと認められる場合、裁判所はその判断に介入もしていなかったが、Aronson事件判決以降、取締役の経営判断について、誠実性基準や重過失基準を用いてその適否を評価することが判例において一般的となっている。なお、権威モデルに基づく審査は意思決定プロセスの適正さに限られており、その実質的な是非についての審査には依然として強い反対がなされている。これは、二(三)で検討する責任モデルと顕著に異なる点である。

また、経営判断原則については、学説上常に異なる意見が存在する。裁判所の審査が緩やかな時期には注意義務の重要性を強調する見解が多くみられる一方、審査が厳格化する時期には経営判断原則が取締役に与える保護の重要性を指摘する見解が増える。この点は、経営判断原則に基づき権威と責任のバランスを取る難しさを示している。

あえていえば、経営判断原則の権威モデルは、注意義務を緩和するのではなく、むしろそれを無力化することで取締役会の権威を維持するものである。ただし、その権威の維持に関する度合いの大きさは、判例や学説の立場によって異なる。なお、判例法の広い視点からみると、司法審査の停止点は事件の根本的な文脈によって大きく異なるが、デラウェア州裁判所は、様々な事件において、どのような問題が司法審査の範囲に含まれ、どのような問題がその範囲を超えるかを定義することにより、司法審査の範囲を規制するという点で、多かれ少なかれ一貫しているといえる<sup>113)</sup>。

---

113) Smith, *supra* note 26, at 8. 近藤・前掲注67) 41-87頁も参照。

### (三) 経営判断原則の責任モデル

経営判断原則について、ALI原則4.01条(c)項では以下のように規定されている<sup>114)</sup>。

#### 4.01条 取締役と役員の注意義務と経営判断原則

(c) 経営判断を誠実に行う取締役また役員は、次の条件を満たしている場合、本条に基づく義務を果たすものとする。

- (1) 経営判断の対象に利害関係がないこと、
- (2) 経営判断の対象について、状況に応じて適切であると合理的に信じる程度に情報を有していること、
- (3) その経営判断が会社の最善の利益になると理性的に信じていること。

責任モデルは、まさにALI原則のチーフレポーターであるEisenbergの見解を表すものであるため、ここでは、Eisenbergの見解を簡単に紹介する。Eisenbergによれば、経営判断原則は、以下の4つの条件と、これらの条件が満たされた場合に適用される特別な審査基準で構成される。すな

---

114) PRINCIPLES §4.01(c). ALI原則について、日本では多くの研究がなされてきた。新井修司「ALI『原理』における取締役及び役員の注意義務と経営判断の原則」阪法46巻1号(1996)131頁注7)参照。

また、2022年に、ALIが「コーポレート・ガバナンス・リステイトメント」第1試案(以下、「リステイトメント」とする)を公表した。RESTATEMENT OF CORPORATE GOVERNANCE (AM. L. INST., Tentative Draft No. 1, 2022)。

なお、「リステイトメント」もALI原則と同様に、取締役個人の行為に焦点を当て、「理性的」という基準を用いている。この点からすると、「リステイトメント」における経営判断原則の規定は、ALI原則の中核を踏襲しており、責任モデルの考え方に基づくものであるといえる。なお、「リステイトメント」における注意義務と経営判断原則を紹介する日本語文献として、井原宏隆「アメリカ会社法における取締役及び役員の注意義務と経営判断原則——コーポレートガバナンスに関する法のリステイトメント試案1の研究——」柏樹論叢21巻(2024)19頁がある。

わち、①意思決定が行われたこと、②取締役や役員が、合理的な意思決定プロセスを採用すること、③意思決定が誠実に行われたこと、及び④取締役や役員がその意思決定に利害関係を有しないこと、という4つの条件である<sup>115)</sup>。取締役の責任を追及する者が、この4つのいずれかを満たしていないことを証明できる場合に限り、取締役は経営判断原則による保護の対象外となるが、すべての条件を満たした場合は、取締役がその経営判断を行った際に、それが会社の利益になると理性的に信じていたか否かという、より緩やかな基準で審査される<sup>116)</sup>。この基準は、誠実性基準よりも厳格なものであるが、一般的な行為基準である合理性基準よりもかなり緩和されたものである<sup>117)</sup>。すなわち、説明がつかないような理性的ではない判断でない限り、責任を問われることはほとんどない。Eisenbergは、この「理性的」という基準は、誠実性基準の問題——主観的な誠実だけを理由に、理性的ではない経営判断が保護されると、深刻な問題が生じること——を解消するために設けられると指摘している<sup>118)</sup>。

ALI原則4.01条(c)項の規定からすると、裁判所は、会社に損害をもたらし、争点となった取締役の経営判断について、全面的な審査を行うこととなりうる。この点が、責任モデルと権威モデルとの最も顕著な差異であり、ALI原則の規定が責任モデルとされる理由でもある。権威モデルと比べて、責任モデルは、取締役会の組織的役割を重視しておらず、代わりに、取締役の行為に焦点を当て、取締役個人が責任を負うべきか否かについて、裁判所に指針を与えることだけを求めているようである<sup>119)</sup>。取締役の行為を訴える原告に、取締役の注意義務違反、及び経営判断原則の不適用を証明する責任を課すことにより、取締役の保護を図っている<sup>120)</sup>。しかし、民事訴訟で原告が説得責任を負わないケースはほとんどないため、責任モデ

115) Eisenberg, *supra* note 64, at 441.

116) *Id.* at 442.

117) *Id.* at 443.

118) *Id.* at 442.

119) Dooley, *supra* note 2, at 477.

120) PRINCIPLES § 4.01(d), § 4.01 cmt. g.

ルを強く批判する見解がある<sup>121)</sup>。

また、「理性的」という基準の導入は、取締役を裁判官や陪審員による後知恵から守るという経営判断原則の有効性を低下させるため、公平無私な取締役が直面する事後的な責任認定のリスクを高める傾向があるとの批判がある<sup>122)</sup>。より詳しくいうと、「理性的に信じる」という用語は、取締役の経営判断に対する評価を求めているため、経営判断原則を事実上破っており、判例法からの重大な逸脱を示唆している<sup>123)</sup>。特に、裁判において、意思決定の過程の面のみならず、その実体的妥当性までも審査することになると、経営判断原則は無意味となり、取締役の責任を問う基準が一般的な過失基準と同じになるおそれがある<sup>124)</sup>。このように、責任モデルは、取締役会の判断の余地を狭めてしまうおそれがあり、経営判断原則が果たしている役割を損なってしまうという懸念が示されている。

さらに、責任モデルは道徳的な観点からも望ましくないとの見解もある<sup>125)</sup>。いかなる道徳的な根拠をもって、株主は、取締役の誠実な経営判断が「不合理」又は「理性的ではない」と非難しうるのだろうか<sup>126)</sup>。そもそも取締役が誠実に情報を収集し、適切な判断を行うための努力を現実にくしたのであれば、取締役は注意義務を十分に果たしたと評価されるべきである。仮にその判断が株主の期待する水準に達していなかったとしても、その株主は別の取締役を選任するべきであったと解される。取締役は、医師やエンジニアのように、その判断の質を黙示的に保証する立場ではなく、あくまで会社の利益を最大化するために誠実に努力することが求められているにすぎない。そのため、取締役は判断の結果やその内容までは保証しないと指摘される<sup>127)</sup>。

121) Dooley, *supra* note 2, at 477-81.

122) Allen, *supra* note 58, at 327. なお、後知恵のバイアスについて、三三参照。

123) Dooley, *supra* note 2, at 478.

124) Allen, *supra* note 58, at 327.

125) *Id.*

126) *Id.*

127) *Id.*

#### (四) 小 括

経営判断原則に関して、権威モデルと責任モデルの間で明確な境界線を引くことは極めて困難である。権威モデルの中核は、取締役会の意思決定権限を保護する点にある。一方、責任モデルは、取締役の不正行為の是正・抑制を目的としている。このように、経営判断原則の両モデルの焦点は異なる。

権威モデルは取締役会の組織的決定権限を重視し、司法審査の抑制を通じて取締役会の権威を維持することを目指す。なお、権威モデルの中でも、厳格と評価される責任基準がある一方、緩やかであるとされる基準も存在する。特に、権威モデルの中での緩やかな責任基準が学説上大きく批判され、まさに責任モデルに依拠するものであるとする見解も存在する。これに対し、責任モデルは個々の取締役の行為に焦点を当て、責任の有無を判断する基準の提供を重視する。

この対立は、コーポレート・ガバナンスにおける「効率性」と「責任追及」のバランスの問題として捉えることができる。権威モデルは効率的な経営判断を促進する一方、取締役の責任追及が軽視される懸念がある。一方、責任モデルは責任追及を重視することで取締役の萎縮効果が生じ、効率的な経営判断が阻害される可能性がある。

司法審査の範囲と程度に関して、権威モデルは意思決定プロセスの適正さに限定する一方、責任モデルは実質的な判断の妥当性にまで踏み込む可能性を認める。また、権威モデルの発展過程をみると、裁判所による審査が次第に厳格化していることがうかがえる。

### 三 米国における経営判断原則の正当化根拠についての検討

経営判断原則の正当化根拠について、従来から多くの議論がなされてきた。そして、権威モデルと責任モデルに類型化することができるとしても、その背後の正当化根拠は同じである。以下では、米国における経営判断原

則の主要な正当化根拠について検討する。

### (一) 責任追及の弊害

すでに述べたとおり、経営判断原則は、取締役が誤った決定を下す可能性があることを認めている。このことからすると、人間の可謬性が経営判断原則の最も重要な出発点である<sup>128)</sup>。特に、一般人が持っていない予知能力を法で要求されると、有能かつ誠実な者が取締役になる意欲が減じる<sup>129)</sup>。

ところで、エージェンシー理論からすると、株式会社には二重のエージェンシー問題が存在する。所有と経営が分離された状況の下で、株主がプリンシパルであり、取締役会はエージェントとなる。一方、統治機関に限定すると、取締役会がプリンシパルであり、取締役や役員がエージェントと位置づけられる。そこで、取締役や役員に注意義務を課し、注意義務に違反した場合に責任を負わせることを通じて、エージェントにプリンシパルの利益のために行動させる<sup>130)</sup>。このことからすると、経営判断原則は、責任のマイナス面を一方的に強調し、その有用性を否定していると考えざるを得ない。

エージェンシー理論の想定する会社経営は次の特徴を持つ<sup>131)</sup>。プリンシパルである株主は、エージェントである取締役にある報酬条件の下で仕事を依頼する。取締役は、善良な管理者の注意をもって仕事をする。しかし、仕事の成果は、他の不確実要因にも依存する。つまり、多くの努力をしてもよい成果が得られないかもしれないし、あまり努力をしなくてもよい成果が得られるかもしれない。一方、プリンシパルは基本的に、エージェントの努力水準及びその他の不確実要因を観察できないが、仕事の成

128) Arsht, *supra* note 26, at 99-100.

129) *Id.* at 97. 松尾健一「米国における経営判断原則の正当化根拠をめぐる議論の状況」民商154巻3号(2018)406頁も参照。

130) 松尾・前掲注129)399頁。

131) 細江守紀編『企業統治と会社法の経済学』(勁草書房、2019)22頁〔細江守紀〕参照。

果については観察できる。成果が実現すれば、取締役は報酬条件に照らして報酬が支払われる。

経営が失敗した場合、報酬が支払われても、株主は取締役の責任を追及することが多い。そして、通常、取締役の経営判断の結果として会社に生じた損失の金額は、取締役の報酬を大きく上回る<sup>132)</sup>。特に非業務執行取締役の場合、不合理な経営上の決定によって生じる損失に関する責任と、取締役の地位を引き受けることのメリットとのバランスが取れていないことが多くなるだろう。このように、取締役に課される潜在的な責任が大きすぎると、有能な人材が取締役になることを躊躇する可能性がある。したがって、取締役の義務と責任の基準を適切に設定し、優秀な人材の確保が重要となる。このことから、経営判断原則が正当化されると論じられている<sup>133)</sup>。

ところが、注意義務違反による賠償責任の額は、あらかじめ上限を設けておくことが可能である<sup>134)</sup>。加えて、取締役に義務違反があるとして訴えられた訴訟において発生する費用や賠償金を会社が補償することができる<sup>135)</sup>。そのほか、1960年代後半、取締役に対する連邦証券規制及び連邦独占禁止法に基づく責任追及が増加したという背景の下で、D&O保険(会社役員賠償責任保険)が注目を集めた<sup>136)</sup>。

---

132) アイゼンバーグ・前掲注24) 9頁。

133) 松尾・前掲注129) 406頁参照。

134) デラウェア州一般会社法 (Delaware General Corporation Law) 102(b)(7) によって、会社は定款を修正し、取締役の信託義務違反による損害について、会社又はその株主に対する金銭的損害賠償責任を免除又は制限することができる。See DEL CODE ANN. tit. 8, § 102(b)(7) (2024) [hereinafter DGCL].

135) DGCL § 145(a)(b). 対第三者責任訴訟について、会社は、取締役等が誠実にかつ会社の最善の利益のために職務を執行する際に、法的手続きに巻き込まれた場合に、その経費(弁護士費用を含む)、罰金や和解金を補償することができる。対会社責任訴訟については、取締役が勝訴した場合、それに要した費用について会社は補償する義務を負う。しかし、敗訴・和解の場合、その費用や和解金は、裁判所の許可を得たうえで補償することが可能であるが、賠償金を補償することはできない。

136) James H. Cheek, III, *Control of Corporate Indemnification: A Proposed*

1967年2月、米国法曹協会 (American Bar Association) は、模範事業会社法に取締役の賠償に関する新たな条項を承認し、会社に保険の購入権限を与えた<sup>137)</sup>。このように、D&O保険を会社の費用で取締役のためにかけることが許容され、ほぼ全州は、模範事業会社法と同一又はそれに似た規定を設けている<sup>138)</sup>。したがって、定款による事前の免除、会社の補償、及びD&O保険の3つの制度の存在により、取締役の責任とインセンティブのバランスを取りつつ、取締役に過度の負担をかけずに、優秀な人材を確保し、適切な意思決定を促すことができるはずである。

## (二) リスクテイクの促進

経営判断原則は、合理的なリスクテイクが悪い結果をもたらす場合、取締役に個人的責任を問うことを防ぐことを通じて、最適なリスクテイクを促すことができる<sup>139)</sup>。会社の残余権者として、株主は会社に対する他の債権がすべて満たされるまで、投資に対する収益を得ることはできない。したがって、債権者と比べて、株主は高い収益を生むプロジェクトを好むだろう<sup>140)</sup>。しかし、リスクとリターンは直接的に比例しているため、この

---

*Statue*, 22 VAND. L. REV. 255, 256-57 (1969). 米国におけるD&O保険の誕生の契機について、竹内昭夫「取締役の責任と保険 (講演)」東京株式懇話会会報243号 (1971) 11-13頁に詳しい。ウドムスワンナクン・プームパット「アメリカにおけるD&O保険に関する法的規律の歴史的考察」ソフトロー研究31号 (2020) 30-31頁も参照。

137) MODEL BUS. CORP. ACT § 5(g) (AM. BAR ASS'N 1969).

138) 例えば、デラウェア州一般会社法415(g)は、会社が、その責任につき補償する権限を有するか否かを問わず、取締役などを保護するための保険を購入かつ維持する権限を有すると定めている。See DGCL § 145(g). See, e. g., ALA. CODE § 10A-2A-8.57 (2019); CAL. CORP. CODE § 317(i) (2012); N. Y. BUS. CORP. LAW § 726(a) (2024).

139) See, e. g., Resolution Trust Corp. v. Blasdel, 930 F. Supp. 417, 423 (D. Ariz. 1994); *Gagliardi*, 683 A. 2d at 1052-53.

140) See WILLIAM A. KLEIN ET AL., BUSINESS ORGANIZATION AND FINANCE 271-73 (11th ed. 2010). 田中亘『会社法〔第4版〕』(東京大学出版会、2023) 78頁も参照。

好みを実現することは、必然的にリスクなプロジェクトを選択することを意味する。

そこには、2つの要因があるといわれる<sup>141)</sup>。まず、株主有限責任の原則によって、株主は会社活動の下方リスクから大きく保護されている。同原則の下で、株主は、その有する株式の引受価額以外の責任を負わない。したがって、会社が倒産した場合でも、株主の損失は当時株式に投資した金額に限定される。すなわち、株主の個人資産を危険にさらすことなく、会社の全体的なリスクの一部を債権者に負担させることができる。

次に、現代ポートフォリオ理論は、システムティック・リスクとアンシステムティック・リスクを区別している。前者は、市場全体に共通するリスクであり、したがってある程度はすべての会社に影響を及ぼす。例えば、市場金利の変動や経済状況の変化などが含まれる<sup>142)</sup>。後者は、特定の会社に特有のリスクであり、経営者が病気で働けなくなるリスクや、工場が火災に遭うリスクなどが該当する<sup>143)</sup>。投資家は多様化されたポートフォリオを保有することでアンシステムティック・リスクを排除できるが、システムティック・リスクを排除することはできない<sup>144)</sup>。したがって、特定の投資のリターンに差が生じるのは、各会社が抱えるアンシステムティック・リスクの違いではなく、むしろ会社のシステムティック・リスクに対する感応度の違いがあるからである。CAPM（資本資産価格モデル）では、このシステムティック・リスクに対する相対的な感応度を測定するために $\beta$ 値

---

141) Bainbridge, *supra* note 3, at 111-12.

142) RONALD J. GILSON & BERNARD S. BLACK, (SOME OF THE) ESSENTIALS OF FINANCE AND INVESTMENT 96 (1993).

143) *Id.* at 97.

144) *Id.* なお、現代の投資分析の重要な公理の1つは、主要な投資決定において、圧倒的多数の人々がリスク回避的であるということである。その結果、投資家は、ボラティリティ・リスクを受け入れるために、報酬つまりリスク・プレミアムを求める。さもなければ、リスク回避的な投資家は、国債などの安全資産に投資することになり、リスクのある金融商品を買うことは考えられない。See WILLIAM A. KLEIN ET AL., *supra* note 140, at 249. See also *Joy v. North*, 692 F. 2d 880, 885-86 (2d Cir. 1982); *Gagliardi*, 683 A. 2d at 1052.

を使っている<sup>145)</sup>。

上記の検討からすると、理性的な株主は、アンシステマティック・リスクにしか影響を及ぼさない会社の経営方針の変化には、無関心であるべきである<sup>146)</sup>。その代わりに、会社の $\beta$ 値を増加させることによって、より高い収益率を期待させる政策を好むはずである<sup>147)</sup>。一方、理性的な会社経営者、あるいは比較的リスク回避の程度が高い取締役は、そのような政策についてリスク回避的であるべきである<sup>148)</sup>。会社は、通常、特定のスキルや知識など、特有の人的資本を持っている<sup>149)</sup>。しかし、会社の人的資本を他の会社に分散させることができないため、このような企業特有の資本投資に伴うリスクは、分散投資によって軽減することができな

---

145) CAPMによれば、金融市場における任意の金融資産 $i$ の期待収益率（期待リターン） $E[R_i]$ は次の式を満たす。

$$E[R_i] - r_f = \beta_{im} (E[Rm] - r_f)$$

$E[R_i]$  はリスク資産の期待収益率、 $r_f$ は安全資産の収益率、 $E[Rm]$  はマーケット・ポートフォリオの期待収益率である。そしてマーケット・ポートフォリオの期待収益率と安全資産の収益率の差 $E[Rm] - r_f$ は市場リスク・プレミアムと呼ばれる。 $\beta_{im}$ は、市場リスク・プレミアムに対する資産のリスク・プレミアムの感応度である。久保田安彦「株式価値の評価」田中亘編『数字でわかる会社法〔第2版〕』（有斐閣、2021）36頁参照。

146) Bainbridge, *supra* note 3, at 113.

147) *Id.*  $\beta$  値は、マーケット・ポートフォリオの価格が1%上昇したときに、会社の株式価格が何%上昇するかという感応度を示すものである。例えば $\beta$ 値が1.2であれば、株式市場全体の平均株価が10%上昇したときには、その会社の株価は12%上昇すると期待され、逆に、株式市場全体の平均株価が20%下落したときには、その会社の株価は24%下落すると期待される。久保田・前掲注145) 36頁。

148) Margaret M. Blair & Lynn A. Stout, *Director Accountability and the Mediating Role of the Corporate Board*, 79 WASH. U. L. Q. 403, 414 (2001); Jeffrey N. Gordon, *What Enron Means for the Management and Control of the Modern Business Corporation: Some Initial Reflections*, 69 U. CHI. L. REV. 1233, 1245 (2002).

149) 従業員や経営者が会社固有の人的資本に多額の投資を行う理由としては、長期的に会社が昇給、昇進、雇用の安定などで報いてくれると信じているからである。Blair & Stout, *supra* note 148, at 414-15.

い<sup>150)</sup>。したがって、経営者は、株主が望むリスクに対して回避的であるだろう<sup>151)</sup>。特に、経営者は、リスクの高い判断が悪い結果を招いた場合、経済的損失に加えて法的責任を問われるリスクに直面している。加えて、経営判断の良し悪しをはっきりさせることは稀であるため、経営者は、通常、多くの信用できそうにみえる選択肢の中から慎重に判断する必要がある<sup>152)</sup>。経営の不確実性を考慮すると、こうした選択肢の中から慎重に検討したうえで判断を行ったとしても、結果が悪くなる可能性がある。しかし、取締役は会社の経営を委任されているが、経営を必ず成功させることを引き受けているわけではないため<sup>153)</sup>、経営の失敗で責任を問われることは経営者のリスクテイクを妨げる。したがって、取締役のリスクテイクに対するインセンティブを高めることは株主の利益にかなうので、経営判断原則が正当化されるといわれている<sup>154)</sup>。

### (三) 後知恵のバイアス

前述した責任追及について、もう1つの重要な正当化根拠に関わる、いわゆる後知恵のバイアスが関与する<sup>155)</sup>。後知恵のバイアスが影響すること

---

150) Sanford M. Jacoby, *Employee Representation and Corporate Governance: A Missing Link*, 3 U. PA. J. LAB. & EMP. L. 449, 452 (2001).

151) Gordon, *supra* note 148, at 1245.

152) James J. Hanks, Jr., *Evaluating Recent State Legislation on Director and Officer Liability Limitation and Indemnification*, 43 BUS. LAW. 1207, 1232 (1988).

153) George W. Dent, Jr., *The Power of Directors to Terminate Shareholder Litigation: The Death of the Derivative Suit?*, 75 NW. U. L. REV. 96, 135 (1980).

154) 松尾・前掲注129) 403頁参照。

155) 裁判官が複雑な経営上の事項について専門的な知識を持っていないため、経営判断原則は、裁判所による後知恵を防ぐことができる。See, e. g., *Dodge v. Ford Motor Co.*, 170 N. W. 668, 684 (Mich. 1919); *J. P. Stevens.*, 542 A. 2d at 780. 「取締役は、ほとんどの場合、裁判官よりも経営判断を下す資格がある。」*F. D. I. C. v. Stahl*, 89 F. 3d 1510, 1517 (11th Cir. 1996). なお、後知恵のバイアスが、経営判断にかかる注意義務違反の有無に関する裁判所の判断にどの程度影響をしているかは実証研究による検証が必要とされる学説がみられる。松尾・前掲注129) 404頁。

で、事後的に起こった出来事に高い確率を与えられがちであり<sup>156)</sup>、経営判断の合理性を誤って評価する傾向が示されている<sup>157)</sup>。そのため、株主又は、注意義務違反を審査する裁判官が、意思決定の質や意思決定の過程を考慮せずに、結果が悪いのは取締役の責任であると判断するリスクはかなり高い<sup>158)</sup>。この点を懸念する裁判所も、訴訟が会社の経営判断を評価するための最も不十分な手段であると認識している<sup>159)</sup>。特に、意思決定の質や過程を考慮せず、悪い結果があったという原因だけで責任を追及すれば、経営者はリスクテイクを避けるようになる<sup>160)</sup>。そして、進取の気性の欠如が最も大きなエージェンシー・コストであれば、理性的な株主も、リスクテイクを抑制するような責任ルールに賛成しないだろう<sup>161)</sup>。この分析によれば、理性的な株主は、契約を通じて、経営陣の経営判断の合理性に異議を唱えないことをあらかじめ約束することに異議はないが、大規模会社の経営の実態からすると、契約によってそのような方針を実現することは不可能である。そこで、経営判断原則は、株主と経営者の両方が納

---

156) 後知恵のバイアスについて、多くの心理学研究で検証されている。See, e. g., Baruch Fischhoff, *Hindsight ≠ Foresight: The Effect of Outcome Knowledge on Judgment Under Uncertainty*, 1 J. EXPERIMENTAL PSYCHOL. 288 (1975); Jay J. J. Christensen-Szalanski & Cynthia Fobian Willham, *The Hindsight Bias: A Meta-analysis*, 48 ORGANIZATIONAL BEHAV. & HUM. DECISION PROCESSES 147 (1991).

157) Christine Jolls et al., *A Behavioral Approach to Law and Economics*, 50 STAN. L. REV. 1471, 1523 (1998). 「後知恵のバイアスやその他の認知の歪みの可能性は、どうしても高く考えられる。」 See *Agranoff v. Miller*, 791 A. 2d 880, 892 (Del. Ch. 2001).

158) Jeffrey J. Rachlinski, *A Positive Psychological Theory of Judging in Hindsight*, 65 U. CHI. L. REV. 571, 574. (1998)

159) 「会社の意思決定を取り巻く状況は、数年後の法廷では容易に再現することができない。なぜならば、経営上の判断はしばしば迅速な対応が必要であり、必然的に完全な情報に基づくものではないからである。」 *Joy*, 692 F. 2d, at 886-86.

160) 三(二)参照。

161) FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHEL, *THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW* 99 (1991).

得できる通常の方法を提供していると述べられている<sup>162)</sup>。

しかしながら、この分析には不十分な点があると批判される。まず、この分析は、取締役の過失はアンシステマティック・リスクの形態でなければならないと仮定している<sup>163)</sup>。すなわち、取締役の過失は、株主が分散投資によって回避できるリスクである。しかし、取締役による不正行為や違法行為は同じくアンシステマティック・リスクとみなすことができるのに、なぜ経営判断原則はそのような行為を保護しないのであろうか<sup>164)</sup>。このように、経営判断原則が不正行為や自己取引を保護しないのは矛盾していると指摘されている<sup>165)</sup>。次に、この分析は、取締役と経営者の間の区別を曖昧にしている<sup>166)</sup>。取締役も経営者と同様にリスク回避的であるという主張もみられるが<sup>167)</sup>、社外取締役は、必ずしも内部者と同様にリスク回避的であるとはいえない<sup>168)</sup>。特に、近年、社外取締役に対する自社株式保有の義務化や株式報酬制度の導入が進み、社外取締役と株主の利益が接近してきている<sup>169)</sup>ので、社外取締役のインセンティブは株主寄りになっている可能性が十分にある<sup>170)</sup>。結局、三(二)で検討したリスクテイクの促進から経営判断原則を完全に説明することはできない。

しかし、裁判所の誤審は、確実に取締役の行動に影響を及ぼすだろう。以下では、取締役が注意義務に違反していないにもかかわらず違反してい

---

162) リスクの高い投資は大きな利益につながる可能性もあり、株主にとって望ましい。株主は分散によってリスクを低減できるため、リスクの高い投資を罰するようなルールは株主の利益にかなわない。むしろ、取締役が適切なリスクテイクを行えるよう、経営判断原則が必要とされる。See *Gagliardi*, 683 A. 2d at 1052.

163) Bainbridge, *supra* note 3, at 116-17.

164) *Id.* at 116.

165) *Id.*

166) *Id.*

167) *Gagliardi*, 683 A. 2d at 1052.

168) Bainbridge, *supra* note 3, at 116.

169) Sanjai Bhagat et al., *Director Ownership, Corporate Performance, and Management Turnover*, 54 BUS. LAW. 885 (1996).

170) Bainbridge, *supra* note 3, at 116.

ると誤審するものと、実際に注意義務に違反しているが違反していないと誤審するものという、2つの誤審のタイプについて検討する<sup>171)</sup>。リスクテイクの抑制に関する後知恵のバイアスについての議論は、バイアスの影響によって前者のタイプの誤審が偏って発生することを懸念するものである。しかし、裁判所の判断によって、実際にどちらのタイプも起こりうる。そして、仮に2つのタイプの誤審が偏りなく発生するとすれば、その前提とした取締役のリスクテイクは、決して中立的なものではない<sup>172)</sup>。むしろ取締役は、裁判所により誤って義務違反と判定される可能性をなるべく低くするように、過剰に保守的な行動をとるようになる<sup>173)</sup>。取締役はリスク回避的な傾向があり<sup>174)</sup>、裁判所の誤審によって本来負うべきでない責任を負わされることを危惧し、さらに保守的な行動をとることによるコストは主に会社が負担する<sup>175)</sup>ため、取締役はより保守的な行動をとるだろう<sup>176)</sup>。すなわち、裁判所の判断が中立的であっても、取締役の行動は保守的にならざるを得ない。そのため、裁判所は取締役の責任を認めない方向にバイアスをかけることで、取締役に適切なリスクテイクを促すことができる。このことこそが経営判断原則の正当化根拠であると述べられている<sup>177)</sup>。しかし、権威モデルの下で、米国における経営判断原則の中核は、取締役が不当な行動をしたことを原告が十分に証明できない場合は、裁判所は取締役の行動すら審査しないということである。この論述は、この経営判断原則の中核を見落としていると考えられる。すなわち、経営判断原則の下で、裁判所は取締役の責任を認めない方向にバイアスをかけるというよりも、裁判所はそもそも取締役の行動について審査しないという

---

171) 田中亘「取締役の善管注意義務・忠実義務の機能と問題点」田中・前掲注145) 94頁参照。

172) 同上。

173) 同上。

174) 同上。

175) Assaf Hamdani & Reinier Kraakman, *Rewarding Outside Directors*, 105 MICH. L. REV. 1677, 1689 (2007).

176) 田中・前掲注171) 95頁。

177) 同上。

ほうが適切であろう。

また、Arrowによれば、責任追及の権力は、根本的に決定権である<sup>178)</sup>。結局、取締役会に責任を負わせることは、必ず取締役会の意思決定権限の一部を株主や裁判所に移すことになる<sup>179)</sup>。もし株主による取締役の責任追及を容易にしすぎると、取締役会の意思決定権限が株主に、特に株主全体の利益と一致しないかもしれない一人又は少数の株主に移ることになる<sup>180)</sup>。取締役会の決定に対する司法審査を制限することで、経営判断原則は、取締役会に意思決定権限を集中させるという法的枠組みを維持することができる<sup>181)</sup>。これにより、取締役会の意思決定権限の価値を保護し、その過程における一人の株主による不当な干渉から株主の利益も保護できる<sup>182)</sup>。経営判断原則は、取締役を株主の責任追及から守るものであると考えられることが一般的であるが、最終的には株主自身を保護するというより重要な機能を果たすものとなる<sup>183)</sup>。

#### (四) 裁判官の認知的限界

裁判所は、経営判断原則を正当化するために、あらゆる経営判断を審査することは、司法資源の浪費であると述べている<sup>184)</sup>。一方、経営判断原則の正当化根拠としてよく挙げられたのは裁判官の認知的限界である。Dodge判決において、ミシガン州最高裁は、「裁判官は経営の専門家ではない」と述べ、Ford社の生産拡大計画の差止を認めなかった<sup>185)</sup>。

---

178) ARROW, *supra* note 23, at 78.

179) Bainbridge, *supra* note 3, at 103-04.

180) Michael P. Dooley & E. Norman Veasey, *The Role of the Board in Derivative Litigation: Delaware Law and the Current ALI Proposals Compared*, 44 BUS. LAW. 503, 522 (1989).

181) *Id.*

182) *Id.*

183) *Id.*

184) *See, e. g., Karasik*, 180 A. at 611. また、経営判断には頻繁にリスクが伴うことが認識されている。*See Committee on Corporate Laws, Changes in the Model Business Corporation Act*, 30 BUS. LAW. 501, 504 (1975).

185) *Dodge*, 170 N. W. at 684.

行動経済学によると、人間の認知の限界が原因で、効用を最大化できない意思決定がしばしば行われる<sup>186)</sup>。これらの限界は、いわゆる「限界合理性 (bounded rationality)」という概念にまとめられている<sup>187)</sup>。そして、意思決定者の情報を収集し処理する能力には固有制限が存在する<sup>188)</sup>。

不確実で複雑な状況の下では、その合理性に限界のある意思決定者は、問題に対する完全な解決策を見出すことも、その行動の起こりうる結果を完全に評価することもできない<sup>189)</sup>。事実上、認知力は希少な資源であり、経済学の観点によると、意思決定者は可能な限りそれを効率的に配分している<sup>190)</sup>。司法の意思決定に適用される場合、限界合理性が意味する固有の認知的限界は、エージェンシー・コストでよく知られているインセンティブ構造と、判決に対する制度上の制約の両方によって強化される<sup>191)</sup>。加えて、後知恵のバイアスの問題<sup>192)</sup>もある。このような状況下で、裁判官は、最小限の労力で裁判を行う方法を探すことになる<sup>193)</sup>。行為者は2つの方法で限られた認知資源を節約することができる。1つ目は、より効率

---

186) OLIVER E. WILLIAMSON, *THE ECONOMIC INSTITUTIONS OF CAPITALISM* 45-46 (1985).

187) PAUL MILGROM & JOHN ROBERTS, *ECONOMICS, ORGANIZATION AND MANAGEMENT* 127-29 (1992).

188) *Id.*

189) OLIVER E. WILLIAMSON, *MARKETS AND HIERARCHIES: ANALYSIS AND ANTITRUST IMPLICATIONS* 23 (1975).

190) Russell B. Korobkin & Thomas S. Ulen, *Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics*, 88 CAL. L. REV. 1051, 1078 (2000).

191) Stephen M. Bainbridge & Mitu Gulati, *How Do Judges Maximize? (The Same Way Everybody Else Does—Boundedly): Rules of Thumb in Securities Fraud Opinions*, 51 EMORY L. J. 83 (2002).

192) 三(三)参照。

193) なお、Bainbridgeは、この主張は裁判官が努力していないというものではないと弁明している。すなわち、裁判官には、意見を事務官に委ね、否定的な注意を避けるために、その意見が十分に良いものであることを確認することに注意を集中させる動機がある。See Bainbridge, *supra* note 3, at 119 n. 210.

的な意思決定を促進できる組織ガバナンス体制を採用することである<sup>194)</sup>。2つ目は、近道を探すことである<sup>195)</sup>。経営判断原則はまさに後者の戦略の一例であろう<sup>196)</sup>。

経営判断は、多くの場合不確実な状況の下で行われるので、裁判官の限界合理性と情報の非対称性により、裁判所が取締役会の判断を事後的に審査することは不適切である<sup>197)</sup>。特に裁判官は取締役のような経営の専門家ではなく、個別の会社事情についての情報も不足している<sup>198)</sup>。そして、ほとんどの裁判官は企業法の専門家でもなく、この分野の知見を積むインセンティブも乏しい<sup>199)</sup>。法的・経営的な問題が複雑であり、裁判官自身も限界合理性の制約を受けていることから、裁判所はこれらの事案を避ける傾向にある<sup>200)</sup>。とりわけ、裁判官は、一般的な法律知識を持っているが、通常、特定の法律分野における専門知識しか持っていない<sup>201)</sup>。そのため、裁判所が経営者のパフォーマンスを改善できると考える理由はないという主張もある<sup>202)</sup>。加えて、米国における裁判官の地位は、しばしば政治的なつながりで任命されることが多い<sup>203)</sup>。その結果、裁判所の判決理由には事実調査の限界がある。したがって、裁判官による誤審のリスクは、決して低くはない<sup>204)</sup>。そこで、経営判断原則は、裁判所による取締

---

194) WILLIAMSON, *supra* note 186, at 46.

195) *Id.*

196) Bainbridge, *supra* note 3, at 119.

197) *Id.*

198) *Id.*

199) *Id.*

200) *Id.*

201) See Jeffrey E. Allen & Robert J. Staaf, *The Nexus Between Usury, "Time Price" and Unconscionability in Installment Sales*, 14 UCC. L. J. 219, 231 (1982).

202) Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 HARV. L. REV. 1161, 1196 (1981).

203) Eric A. Posner, *A Theory of Contract Law Under Conditions of Radical Judicial Error*, 94 NW. U. L. REV. 749, 758 (2000).

204) 特に、裁判員、弁護士、陪審員の知的素養、証拠開示手続き上の偶発性、

役会の行動に対する事後評価を制限している。

しかし、裁判官は、会社経営だけではなく、医療のような複雑な問題を審査することも求められているが、「医療判断原則」<sup>205)</sup>のようなものはない<sup>206)</sup>。すなわち、会社経営の問題のみならず、他の分野でも同様に裁判官による審査が求められているのに、経営判断原則のような司法審査を排除する原則だけが正当化されることは、別の根拠があるだろう。

また、経営判断原則の発展において重要な役割を果たしているデラウェア州裁判所の裁判官は、実務家として企業法務の経験を積んでいることが多い<sup>207)</sup>。デラウェア州の裁判官は、まさに会社法世界の中心に位置しているともいえるだろう<sup>208)</sup>。他州の裁判官は、会社法に関する事件を扱う機会は少ないが、デラウェア州の裁判官が審査する訴訟事件のうちでは、会社法に関する事件が高い割合を占める。このため、デラウェア州の裁判官は、会社法やその他の関連知識の勉強を継続的に強化するようになった。さらに、多くの大会社がデラウェア州で設立されているため<sup>209)</sup>、デラウェア州の判例は注目度が高く、多くの学者や実務家が強い関心を寄せている。したがって、デラウェア州の裁判官に対する評判は、会社法の争点を迅速かつ慎重に判断できるか否かにかかっている。

さらに、司法の消極性を擁護する主張は、裁判所が経営に関する難しい事実問題を適切に評価した多くの事例を見落としている<sup>210)</sup>。そもそも、裁判所が経営者のパフォーマンスを改善しようとすべきでないという主

---

証人の信びよう性の差異、法律の曖昧さなどを考慮すると、契約違反訴訟における当事者の勝訴率はかなりランダムである。See *id.*

205) なお、裁判所が、取締役の責任と医師の責任を異なるように扱う理由について、三六参照。

206) Bainbridge, *supra* note 3, at 120. 森田・前掲注8) 4頁も参照。

207) See William T. Quillen & Michael Hanrahan, *A Short History of the Delaware Court of Chancery—1792–1992*, 18 DEL. J. CORP. L. 819, 841–65 (1993).

208) D. Gordon Smith, *Chancellor Allen and the Fundamental Question*, 21 SEATTLE U. L. REV. 577, 578 (1998).

209) 長年にわたり、Fortune 500社の半数以上、ニューヨーク証券取引所上場企業の45%以上が、デラウェア州の会社法に準拠して設立されている。

210) Cohn, *supra* note 73, at 607.

張<sup>211)</sup>は誤った問題提起である<sup>212)</sup>。すなわち、注意義務訴訟における本当の問題は意思決定の内容ではなく、その過程にある。裁判所は経営判断を行うのではなく、取締役会の手続きを評価するのであり、これは裁判所の権限の範囲内の問題である<sup>213)</sup>。

上記の検討からすると、「裁判官は経営の専門家ではない」ということは、経営判断原則の正当化根拠として不十分である。しかし、裁判所も、取締役会も常に正しいわけではないが、誰かが最終結論を出さなければならない。結局、問題は、取締役と裁判官のどちらが、経営上の意思決定に対して最終的な権限を持つのかということになる<sup>214)</sup>。以下では、この問題について、株主、裁判官と取締役会のそれぞれの立場から検討する。

まず、資本市場や製品市場、会社支配権市場における競争は、取締役の怠慢を制約している<sup>215)</sup>。しかし、裁判官はそのような制約を受けず、誤った判断を行うことによるリスクが少ない<sup>216)</sup>。そのため、理性的な株主は、取締役会の意思決定が株主価値の最大化を目的としている場合、裁判所の誤審による取締役のリスクテイクへの影響を懸念し、裁判官による審査を回避することを望むだろう<sup>217)</sup>。しかし、取締役会の意思決定が不正行為に基づく場合は、株主は司法の介入を望む。なぜなら、裁判官による審査は、不正行為を抑制し、株主の利益を守ることができるからである。特に、所有と支配の分離<sup>218)</sup>という特徴を持つ会社で、自己取引の可能性を考えれば、法的責任のリスクは、そのような不正行為を抑制するために

---

211) Easterbrook & Fischel, *supra* note 202, at 1196.

212) Cohn, *supra* note 73, at 607.

213) *Id.*

214) この問題について、Bainbridgeは、コーポレート・ガバナンスに関する取締役会優位理論を唱えている。Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 NW. U. L. REV. 547, 550 (2003).

215) See Gilson, *supra* note 67, at 839; Jonathan R. Macey, *Private Trusts for the Provision of Private Goods*, 37 EMORY L. J. 295, 303-06, 315 (1988).

216) EASTERBROOK & FISCHEL, *supra* note 161, at 100.

217) Bainbridge, *supra* note 3, at 122.

218) ADOLF A. BERLE & GARDINER C. MEANS, *THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY* 84-90 (1932).

必要な方法であろう。

次に、裁判官は、取締役会意思決定を審査する際に、誤審のリスクと意思決定の複雑性に直面している。前述したように、裁判官による誤審の可能性がゼロでない限り、取締役は法的責任をおそれ、リスクを避ける傾向にある。特に、行動経済学の研究によると、たとえ2つの意思決定の期待値が同じであったとしても、事態を悪化させるような枠組みでの変化（損失）は、事態を良くするような枠組みでの変化（利益）よりも、意思決定プロセスにおいてより大きな影響を与える<sup>219)</sup>。いわゆる損失回避（loss aversion）という心理現象である。したがって、ほとんどの人は、100円を得ることよりも、100円を失うことにより大きな心の乱れを感じる。この現象によって、人間は損失を避け、可能なリスクをとるよりも、安全な選択肢を選ぶだろう<sup>220)</sup>。また、意思決定者は、不作為よりも行動によって望ましくない結果が生じたときに、より大きな後悔を経験する<sup>221)</sup>。いわゆる、後悔回避（regret avoidance）という心理現象である。したがって、取締役は、変化を避ける傾向がある。このような認知的バイアスの影響が、伝統的な合理的選択理論（rational choice theory）よりも大きいことを前提にすれば、わずかな裁判所の責任追及リスクでも、経営者のリスクテイクを阻害してしまう可能性が高いため、株主自身がそうした阻害要因を排除することを望むという説明がある<sup>222)</sup>。

#### (五) プロダクション・チームとしての取締役会

ここまで、主に取締役によるリスクテイクの促進と裁判官の限界合理性から、経営判断原則の正当化について述べた。しかし、前述したように、それぞれの議論は経営判断原則の正当化根拠として、完全に説明すること

---

219) RICHARD H. THALER, THE WINNER'S CURSE: PARADOXES AND ANOMALIES OF ECONOMIC LIFE 70 (1992).

220) *Id.* at 72.

221) See Russell Korobkin, *The Status Quo Bias and Contract Default Rules*, 83 CORNELL L. REV. 608, 657-59 (1998).

222) Bainbridge, *supra* note 3, at 123-24. 田中・前掲注171) 94-95頁。

はできない。以下では、経営判断原則の正当化根拠に関するBainbridgeの説明を検討する<sup>223)</sup>。なお、この論拠は、組織の経済学の観点からみる取締役会制度の長所に基づいているため、まずこれについて説明する。

実験心理学と実験経済学の研究によると、特定の状況の下では、グループによる意思決定が、個人による意思決定よりも優れる<sup>224)</sup>。プロダクション・チームには、相互監督とピア・プレッシャーが働くので、メンバーが自分の行動に対する評価に注意を払う結果、法規範と社会的規範を遵守するようになる<sup>225)</sup>。そして、取締役会を、助言の提供、継続的な監督、及び危機管理からなる独特な製品を提供するプロダクション・チームとすると、相互監督と規範への遵守は、ピア・プレッシャー、すなわち社会的承認 (social approval) を得たいという欲求と社会的不承認 (social disapproval) を避けたいという欲求<sup>226)</sup>を通じて強制され、取締役の行動に重要な制約が与えられる<sup>227)</sup>。また、複数の取締役で構成される取締役会において、不正行為を実行するためには、多数の監督者との共謀が必要になるため、エージェンシー・コストを抑制するだろう<sup>228)</sup>。さらに、取締

---

223) *Id.* at 124-27.

224) *See, e. g.*, Marjorie E. Shaw, *A Comparison of Individuals and Small Groups in the Rational Solution of Complex Problems*, 44 AM. J. PSYCHOL. 491, 4996-504 (1932); Alan S. Blinder & John Morgan, *Are Two Heads Better Than One?: An Experimental Analysis of Group vs. Individual Decisionmaking* 14-15 (Nat'l Bureau of Econ. Res., Working Paper No. 7909, 2000), [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w7909/w7909.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w7909/w7909.pdf).

225) Stephen M. Bainbridge, *Why a Board? Group Decisionmaking in Corporate Governance*, 55 VAND. L. REV. 1, 36 (2002).

226) Ernst Fehr & Armin Falk, *Psychological Foundations of Incentives*, 46 EUR. ECON. REV. 687, 704-05 (2002).

227) Bainbridge, *supra* note 225, at 37.

228) *Id.* at 38. なお、1950年代には、取締役会は経営者の受動的な道具であり、加えて取締役が経営者によって選任されたので、経営者の決定や権限に異議を唱えることが期待できない状況になっていた。また、1970年代頃までの取締役会は、独立取締役 (independent director) の存在にもかかわらず、経営者を監督する機能をはたしていなかった。この背景の下で、モニタリング・モデルとしての取締役会が提唱された。*See* Jeffrey N. Gordon, *The Rise of Independent*

役は、取締役会の構成員として、互いに協力し合い、専門知識を持ち寄ることで、より良い意思決定を得ることが期待される<sup>229)</sup>。要するに、会社の経営に対する効果的な監督を実現するために、個人の能力だけでは不十分であり、集合知と集団審議がより適しているという理解が、取締役会という制度の存在の根底にある<sup>230)</sup>。

しかし、取締役会をプロダクション・チームとみなすと、個々の取締役の生産性を測定するために、その取締役が状況の変化や緊急事態に対応するために他の取締役と協力しているか否かを評価する必要があるかもしれないが、チームを監督することが難しい<sup>231)</sup> 状況で、それを評価することは困難であろう<sup>232)</sup>。取締役会を監督することは、せいぜいその共同の成果に基づいてのみ行うことができる<sup>233)</sup>。しかし、プロダクション・チームの製品はその数量と品質によって評価できるのに対して、取締役会の共同成果は、その意思決定の品質という観点からのみ評価される。そして、その評価は主観的であり、後知恵のバイアスに影響される可能性も高い<sup>234)</sup>。したがって、取締役会の意思決定に対する司法審査は、効果的な監督手段とはいえない。このことが経営判断原則を正当化する根拠であると

---

*Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices*, 59 STAN. L. REV. 1465, 1468, 1511, 1514-15 (2007).

229) Bainbridge, *supra* note 225, at 48. なお、取締役会が意思決定を行う場合、その意思決定には通常何らかの監視が伴う。取締役会は、主要な経営上の意思決定、役員報酬の設定、執行役の採用・解雇などを検討・承認するが、日常的な経営上の意思決定に関与することは稀である。その代わりに、その役割は最高経営責任者をはじめとする経営陣が果たしている。

230) Daniel P. Forbes & Frances J. Milliken, *Cognition and Corporate Governance: Understanding Boards of Directors as Strategic Decision-Making Groups*, 24 ACAD. MGMT. REV. 489, 490 (1999).

231) チーム生産では、インプットを測定することは困難であり、そして、チームの仕事は一般的に分離不可能であるため、メンバーのアウトプットは容易に観測できない。See Bainbridge, *supra* note 225, at 10.

232) Bainbridge, *supra* note 225, at 49.

233) *Id.*

234) *Id.*

いう説明がある<sup>235)</sup>。

それに加えて、外部からの評価は、チームの行動を統制する内部のガバナンス構造を損なう可能性がある。取締役会は、Williamsonが「関係性チーム (relational team)」<sup>236)</sup>と呼ぶものの典型例である。その特徴の1つは、監視することだけではなく、制約することも難しいという点である<sup>237)</sup>。そのようなチームのメンバーは、しばしば他のメンバーと独特な仕事上の関係を築くことで、一種の相乗効果を生み出すことができる<sup>238)</sup>。したがって、チームの一員が交代すると、チーム全体に大きな混乱が生じるかもしれない<sup>239)</sup>。また、そのようなチームは狭量になりがちであるため、解雇に至らない程度の外部からの制裁もチームに影響を及ぼす可能性がある<sup>240)</sup>。特に、関係性チームは、外部からの監視に対して、守りを強固にし、制裁の対象を保護しようとする<sup>241)</sup>。したがって、外部からの審査と比べて、相互のモチベーション、ピア・プレッシャー及び内部監視のほう  
が、関係性チームの監視により適している<sup>242)</sup>。さらに、取締役会の意思

---

235) *Id.*

236) 組織内で関係性チームが生まれる条件は、①チームメンバーが企業固有の人的資本に大きな投資を行うこと、及び②仕事の分離不可能性により、生産力の測定にコストがかかることの2つである。See WILLIAMSON, *supra* note 186, at 246-47.

237) *Id.* at 244.

238) *Id.*

239) Bainbridge, *supra* note 225, at 49.

240) See Charles Heckscher, *The Failure of Participatory Management*, 54 ACROSS THE BOARD 16, 18 (1995).

241) 会社が取締役の1人又は複数を訴えるべきか否かを決定する取締役が、「神の恵みがなかったら、自分も同じような立場にいたかもしれない」という同情心に影響される可能性がある。See *Zapata Corp. v. Maldonado*, 430 A. 2d 779, 787 (Del. 1981). また、株主代表訴訟制度の趣旨からも、この点を説明できる。すなわち、役員等が会社に対して負う任務懈怠責任又はその他の責任を追及するのは、原則として会社であるが、その判断をもっぱら会社に任せると、役員間の同僚意識が働き、本来追及されるべき責任が追及されない可能性がある。いわゆる提訴懈怠可能性である。

242) WILLIAMSON, *supra* note 186, at 245.

決定に対する外部からの審査は、会社全体に波及する可能性があることも懸念される。なぜなら、取締役会の意思決定が会社全体に影響を及ぼすため、取締役会の権威を損なうことは、従業員の士気、生産性、そして組織全体の効率にも影響を及ぼすからである<sup>243)</sup>。そのため、経営判断原則が求めているように、裁判所は、取締役会の意思決定に介入することに消極的であるべきであると、Bainbridge は主張している<sup>244)</sup>。

#### (六) 補足：なぜ「医療判断原則」が存在しないのか

上記の検討からすると、経営判断原則を正当化する最も重要な根拠としては、取締役のリスクテイクを促進するということであろう。経営上の失敗は通常経済的損失にとどまり、個人に対する甚大な損失にはならない。特に、株主有限責任の下では、株主がその投下資本の範囲内でのみ損失を被る。さらに、株主は、このような損失を分散投資によって避けることができる。したがって、取締役の責任を追及することで株主の損失を填補することではなく、取締役の経営判断を審査しないことでリスクテイクを促進することこそが、株主の利益になる。

一方、医療の失敗は人命にかかわっている。そのため、裁判所は、医療行為の決定において、経営判断の場合と同様なリスクテイクを推奨しているはずがない。

そもそも、経営上の意思決定に関する方法論は確立されていない<sup>245)</sup>。すなわち、あらゆる経営上の状況に対して取締役は何をすべきかについて、一般的に受け入れられている方法論はない。したがって、法律上、取締役の行動を規制するために用いられるのは、善管注意義務や忠実義務という

---

243) 組織の効率性は、個人が指示に従う度合いに大きく影響される。従業員が上司の権威を尊重する場合、その指示に従い、効率的に仕事をする可能性が高い。一方、従業員が上司の権威に挑戦すると、会社秩序の混乱と対立が起こり、全体的なパフォーマンスの低下につながるかもしれない。See CHESTER I. BARNARD, *THE FUNCTIONS OF THE EXECUTIVE* 169 (1971).

244) 二(二)1 参照。

245) See Kenneth B. Davis, Jr., *Once More, The Business Judgment Rule*, 2000 WIS. L. REV. 573, 582 (2000).

抽象的な概念だけである。一方、多くの病気の治療については、一般的に認められた方法論が存在している<sup>246)</sup>。また、医療行為は自然科学の行為であるので、どのような行為が最適であるかを特定することは相対的に容易である<sup>247)</sup>。これに対して、取締役の経営判断を評価する客観的な基準はない。そのため、取締役に認められる裁量の幅より、医師に認められる裁量の幅ははるかに狭い。さらに、一般人が医師の能力を過度に期待してしまう傾向がある<sup>248)</sup>。しかし、正しい診断に基づく最適な治療でさえも望ましくない結果につながる可能性がある。医師は全能ではないため、良い結果を完全に保証することは不可能である。それでも、医療に対して過剰な期待があるという点が、裁判所が医療の失敗に対してより慎重な姿勢をとっている原因であるかもしれない<sup>249)</sup>。

また、医療を必要とする者とは異なり、株主は自発的に会社に投資することによって、自らをリスクにさらしている<sup>250)</sup>。株式投資で不調が続く場合、株主はその投資を撤回することができる。これに対して、患者は、自発的に病気にかかるわけではないし、病気に対する簡単な解決策もない。患者にとっては、病気に耐えるか他の医師の治療を受けるしかない。このように、株主が損失を被った場合、訴訟以外の選択肢もあるが、患者にはそうした選択の余地はない。したがって、裁判所は、取締役が容認できない経営判断がなされた場合には、患者が医療上の損害を被った場合よりも、経営判断への司法介入に消極的となる可能性が十分ある<sup>251)</sup>。

---

246) 例えば、外科医が何をすべきか、特定の事例においてどのように行動すべきかについての共通の方法や手順を説明する文献又は他の外科医の証言を参考にし、裁判官は、医療過誤訴訟で、外科医の責任を認定することができる。See *The Business Judgement Rule*, 45 OHIO ST. L. J. 629, 649 (1984) (remarks of Dean Manning).

247) 森田・前掲注8) 7-8頁。

248) Hal R. Arkes & Cindy A. Schipani, *Medical Malpractice v. the Business Judgement Rule: Differences in Hindsight Bias*, 73 OR. L. REV. 587, 626 (1994).

249) *Id.* at 627.

250) *Id.* at 629.

251) *Id.*

〔付記〕 本研究は、JST次世代研究者挑戦的研究プログラムJPMJSP2138の支援を受けたものです。

何 家林（カ カリン）

|       |                                                                                                                          |
|-------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 所属・現職 | 大阪大学大学院法学研究科後期博士課程                                                                                                       |
| 最終学歴  | 慶應義塾大学大学院法学研究科前期博士課程                                                                                                     |
| 所属学会  | 日本私法学会                                                                                                                   |
| 専攻領域  | 商法                                                                                                                       |
| 主要著作  | 「取締役の内部統制システム構築義務の法的本質（1）——米国法との比較において——」『阪大法学』73巻4号（2023）<br>「取締役の内部統制システム構築義務の法的本質（2）——米国法との比較において——」『阪大法学』73巻5号（2024） |