

《論 説》

カナダ法における会社の利益と ステークホルダーの救済 —— *Peoples* 判決と *BCE* 判決を中心として ——

小 野 里 光 広

目 次

- I はじめに
 - 1. 問題の所在
 - 2. カナダ法におけるステークホルダーの救済
- II 近時のリーディングケースの検討
 - 1. *Peoples* 判決以前
 - 2. *Peoples* 判決
 - 3. *BCE* 判決
- III 結びに代えて

I はじめに

1. 問題の所在

筆者はかつて、イギリス会社法研究者である Andrew Keay が大規模公開会社を念頭に提唱した「会社自身の価値最大化持続モデル (Entity Maximisation and Sustainability Model; EMS モデル)¹⁾」を検討したことがある²⁾。このモデルは、会社の目的に焦点を当て、「会社の目的をどう考えるべきか」という観点から、

1) Andrew Keay, *The Corporate Objective: Corporations, Globalisation and the Law* (Cheltenham, Edward Elgar, 2011).

2) 拙稿「イギリス会社法学における「会社自身の価値最大化持続モデル」」京都学園法学70号(2013年) 1頁以下。

株主優位主義 (Shareholder Primacy) とステークホルダー理論 (Stakeholder Theory) の両者の欠点を克服することを試み、会社が、株主だけではなく各種の (関係特殊的なものを含む)『投資家 (investor)』に依存する、誰にも所有されない法的実体 (entity) であることを強調し、会社の目的は、法的実体としての会社自身の価値を最大にすること³⁾、そして、会社が持続すること (sustainability) を保証することであると主張していた。なお、ここでの『投資家』の概念には、ステークホルダーである債権者、従業員など会社に利益を持っている様々なグループが含まれるものであった⁴⁾。結果、このモデルでは、株主価値は、会社実体の価値、すなわち会社自身の富としての生産物を最大にした結果としてもたらされると考えられていた。

また、Keay は EMS モデル実現のための具体的な規定改正として、イギリス2006年会社法について、172条 (会社の成功を促進すべき義務) の改正と派生訴訟 (derivative action) の提訴権者の株主以外への拡大を提案していた。前者は、「会社の最善の利益」を「株主の全体の利益」ではなく、「会社自身の利益」として位置づけるためのものであり、後者は EMS モデルのエンフォースメントのためのものであった。これらの提案は、主に1985年カナダ [連邦] 事業会社法 (Canada Business Corporate Act; CBCA) を参考に案出されたようであり、本稿はその提案の有効性をカナダ法の近時の判例から考察を行うものであるが、まずこの2つの提案を概観すれば次のとおりである。

(1) イギリス2006年会社法172条 (会社の成功を促進すべき義務) の改正提案

イギリス2006年会社法172条 (会社の成功を促進すべき義務)⁵⁾ などに見出される

3) ただし、イギリス会社法改正作業グループ (Company Law Review Steering Group; CLRSRG) の見解によれば、取締役は会社の最善の利益のために行動する義務を負うが、会社の目的は株主価値 (shareholder wealth) の最大化である (*Company Law Review, Modern Company Law for a Competitive Economy: Strategic Framework* (London, DTI, 1999) at [5.1.17])。

4) Keay, *supra* note 1, at 279-291.

5) イギリス2006年会社法の第172条1項は、以下のとおり規定する。「会社の取締役は、善意で、株主の全体の利益のため会社の成功を促進すると考えたやり方で行動しなければならない、そしてその際、とりわけ次のことを考慮しなければならない。(a)意思決定により予想される長期的な

のが、「啓発された株主価値（enlightened shareholder value; ESV）」アプローチである。これは、その名称が示唆するように株主優位主義の範疇に属するアプローチと言える。なお、同法170条(1)項によって、取締役は「会社（company）」に対して義務を負っている。「会社」という語句は、英米法圏の判例において、会社自身（entity）として、あるいは現在、未来の株主として、またその両者として解されてきたが、Keayの見解は、これを会社自身として解釈していこうとするものである。

この解釈に基づいて、彼は、EMSモデル実現のために、172条(1)項の「株主の全体の利益のため（for the benefit of the members as a whole）」という語句を削除すべきという提案を行っていた。「会社の成功（success of the company）」について、会社自身の利益に焦点を当てさせるという主旨である。英米法圏において「会社の最善の利益」とは、一般的に株主の利益と解されているが、この提案により、取締役は会社自身に対して義務を負うが、その「会社の成功」も会社自身の価値の最大化と解していこうとするものであった。⁹⁾

（２）派生訴訟における提訴権の非株主への拡大提案

Keayは、EMSモデル実現のために、派生訴訟に関し、株主より広範囲のステークホルダー（Keayの言葉では『投資家』）に提訴権を認めることも提案していた。株主は、必ずしも会社の状況を明確に把握しておらず、モニターとして

結果、(b)会社の従業員の利益、(c)供給者、顧客その他の者と会社の事業関係を発展させる必要性、(d)会社事業の社会および環境に対するインパクト、(e)会社が高い水準の事業活動をしているとの評判を維持することが望ましいこと、(f)会社の株主を公平に扱う必要性」。この条文については、例えば、S. Mortimore QC (edn.), *Company Directors — Duties, Liabilities, and Remedies* — (Oxford, Oxford University Press, 2009) at [11.01]–[11.32] 邦語文献として、杉浦保友「イギリス新会社法の下での取締役によるステークホルダー利益考慮義務」松本恒雄・杉浦保友編『EUスタディーズ4 企業の社会的責任』（勁草書房、2007年）所収219–221、223–225頁、拙稿「英国会社法におけるステイクホルダー条項」『転換期の法と文化』（法律文化社、2008年）所収3頁以下、など。

6) *Fulham Football Club Ltd v Cabra Estates plc* [1994] 1 BCLC 363; *Brunninghausen v Glavanics* [1999] NSWCA 199; (1999) 17 ACLC 1247.

7) *Parke v Daily News Ltd* [1962] Ch 927; *Brady v Brady* (1987) 3 BCC 535.

8) *Darvall v North Sydney Brick and Tile Co Ltd* (1987) 12 ACLR 537 ; (1988) 6 ACLC 154.

9) Keay, *supra* note 1, at 223–228.

は十分でなく、提訴権を債権者等の非株主に拡大することが、よりモニターを効果的にするというのがその理由であった。非株主であるステークホルダーにも、会社自身の価値の最大化と持続の義務を果たさなかった取締役に対して派生訴訟を提起することを許すのが、ステークホルダーがEMSをエンフォースする誘因を持っているために有効であるとするのである。¹⁰⁾

コモンウェルスにおいて、派生訴訟の提訴権者を株主に限定しない国として、オーストラリア、ニュージーランド、カナダ、シンガポールがあげられるが、¹¹⁾ Key は、派生訴訟の提訴権者の範囲の拡大として、主にカナダ法を参考にし、裁判所が会社に利害関係を持っていると認める者 (anyone who appears to the court to be interested in the company) に、提訴権を認める旨、規定することを提案していた。そして、「裁判所が、会社に利害関係を持っていると認める者」とは、カナダ法の検討を踏まえて、¹²⁾ 提訴権者である会社債権者等が、裁判

10) Key は、EMS モデルのエンフォースメントとして、「抑圧救済 (oppression)」や「不公正な侵害行為 (unfair prejudice)」と「派生訴訟」を比較し、抑圧救済や不公正な侵害行為に係わる救済は個人の権利の救済に焦点を当てるものであるもので、提訴権の非株主への拡大提案としては、会社の救済に焦点を当てる派生訴訟の方がより望ましいとしていた (Key, *supra* note 1, at 251-254)。

11) 2001年オーストラリア会社法 (Australia Corporations Act 2001) 236条は、株主以外に、過去の株主と役員にその提訴権を認め、1993年ニュージーランド会社法 (New Zealand Companies Act 1993) 165条も取締役によってそれを認める。1985年カナダ事業会社法 (Canada Business Corporations Act 1985) の238条(d)項は、債権者などに対しても、裁判所の裁量において提訴を行うについて適切な者 (proper person) とされれば、派生訴訟の提訴を認める (なお、カナダ法は、提訴権者の範囲を広げる代わりに、提訴時に訴訟係属につき、裁判所の許可を必要とし (同法239条(1)項)、裁判所が訴訟係属の可否を判断する中で適切な派生訴訟を選別する制度設計が取られ、裁判所の裁量は大い。一方、提訴権者にとっては、裁判所の訴訟係属の許可を得るための訴訟活動の負担は重い)。シンガポール会社法 (Singaporean Companies Act) は、カナダ法を範として派生訴訟を導入したが、シンガポール証券取引所非上場会社に限定して当訴訟を認め、その216A条(1)項(c)も、裁判所の裁量において適切な者 (proper person) に、派生訴訟の提訴権があることを規定し、裁判所の許可があれば提訴権者は株主に限定されない (「適切な者」のなかには、たとえば取締役、社債権者、子会社の株主などが含まれると解されている (P. M. C. Koh, 'The Statutory Derivative Action in Singapore: A Critical and Comparative Examination' (2001) 13 *Bond Law Review* 64 at 71))。

12) カナダにおいて、株主でない者で派生訴訟を実際に行うのは会社債権者と思われるが、裁判所は、当債権者に、会社の業務について直接的な金銭的利益を有するか、経営されている会社に特別な利益を有することの立証を要求することによって、結果的にこの訴訟を、制限的に扱ってきたとされる (J. Sarra, 'Taking the Corporation Past the "Plimssoll Line" —Director and Officer Liability When the Corporations Founders' (2001) 10 *International Insolvency Review* 229 at 244)。なお、会社債権者は、経営権の濫用において自らを守る法的権利を持たない少数株主に類似の立場であることを立証する必要がある (*Re Daon Development Corp* (1984) 54 BCLR 235 at 243)。

所に対し、当該会社に直接的な金銭上の利益を持っているか、当該会社に対し特別な正当な利益を持っていることを確信させることであるとした。

さて、これら Keay の提案について、いくつかの疑問が提出しうるであろう。第 1 に、派生訴訟の提訴権について、会社債権者などの非株主への範囲の拡大は EMS モデルのエンフォースメントとして有効なのであろうか。非株主であるステークホルダーが、派生訴訟提訴のモチベーションをどの程度持ちうるかは疑問なしとしないし、実際に訴訟が提起されるか否かは、派生訴訟制度と他の救済制度（コモンウェルス法域であれば抑圧救済や不公正な侵害行為の救済など）との併存状況いかんにもよると思われる。第 2 に、経営判断原則との関係において、裁判所は、取締役が（会社の利益の観点で）EMS アプローチに忠実であったかどうかの判断を為しうるか、またそれが適切かという点が問題になると思われる。¹³⁾ 本稿は、これらの疑問点について近時のカナダ法の判例の動向を考察し、若干の検討を行おうとするものである。

カナダ法は伝統的に株主価値を好んできたが、近時、株主優位主義を拒否するかと思われる重要な 2 つの最高裁判決がある。すなわち、*Peoples Department Stores v Wise* ¹⁵⁾ 判決（*Peoples*）と *BCE Inc. v 1976 Debentureholders* ¹⁶⁾ 判決（*BCE*）がそれである。

CBCA の 122 条(1)項は、「会社の最善の利益の観点で、正直にそして誠意をもって行動する（to act honestly and in good faith with a view to the best interests of the Corporation）」義務を規定しているが、CBCA そのものは、「会社の最善の利益」の意味について、イギリス会社法 172 条が規定するようにステークホルダーの利益を含むことが可能なのか、あるいはそれが株主の利益だけを指す

13) 「チーム生産」アプローチは、チームの利益が最大になっているかどうかの判断を裁判所に委ねるのに懐疑的であった (Blair and Stout, 'Specific Investment: Explaining Anomalies in Corporate Law' (2006) 31 *Journal of Corporation Law* 719 at 741)。

14) *Hercules Managements Ltd v Ernst & Young* [1997] 2 SCR 165; (1997) 146 DLR (4th) 577 at [60]; J. Fraiberg, 'Fiduciary Outs and Maximizing Shareholder Value Following BCE' (2010) 48 *Canadian Business Law Journal* 213 at 214-15.

15) [2004] SCC 68; [2004] 3 SCR 461; (2004) 244 DLR (4th) 564.

16) [2008] SCC 69; [2008] 3 SCR 560.

のかについて明定していない。

しかし、*Peoples* 判決は、取締役は「会社の最善の利益 (best interests of the corporation)」で行動する義務があり、会社の最善の利益とは、会社の価値を最大にするよう行動することであるとし、¹⁷⁾ *BCE* 判決は、「1つの利益—例えば株主の利益—が、他の利益に優越すべきであるという原則はない。全てが、取締役が直面する特定の状況に依存する」¹⁸⁾とした。また、カナダ法は、上述のようにイギリス法、アメリカ法、オーストラリア法などと異なり、取締役の義務違反について、取締役に対する派生訴訟や抑圧救済訴訟の提訴権を非株主であるステークホルダーにも認めているのである。

以下本稿では、Keay の提案の有効性を検証するために、引き続き、カナダ法におけるステークホルダーの救済について概観したのち、ⅡにおいてCBCAにおける非株主による取締役に対する訴訟の重要なリーディングケースとされる *Peoples* 判決と *BCE* 判決の検討を行うこととする。Ⅲは、まとめである。

2. カナダ法におけるステークホルダーの救済

英米法圏において、CBCA が、派生訴訟と抑圧訴訟について、初めて法令上の救済策を非株主に拡大した。CBCA は、1970年に設立され Robert W. Dickerson が議長を務めた委員会 (Dickerson Committee) の産物である。この Dickerson 委員会¹⁹⁾が、1971年報告書で、法令上の救済策として非株主にもこれら訴訟の提訴権を拡大することを推奨し、²⁰⁾これがCBCAに取り入れられたも

17) *Peoples*, *supra* note 15, at [42].

18) *BCE*, *supra* note 16, at [84].

19) R. W. Dickerson, J. L. Howard, and L. Getz, *Proposals for a New Business Corporations Law for Canada* (Information Canada, 1971).

20) なお、法令上の抑圧救済策の Dickerson 報告書における提訴権拡大の推奨は、少数株主を保護するのに失敗したコモンローの欠陥を補うよう意図されたものであり、全てのステークホルダーを保護することを意図したものではないとするものに、Jeffrey G. MacIntosh, 'The End of Corporate Existence: Should Boards Act as Mediating Hierarchs?: A Comment on Yalden' (2002), *The Corporation in the 21st Century: Ninth Queen's Annual Business Law Symposium* at 40. また、Dickerson 報告書は、従業員、債権者などのような、非株主であるステークホル

のである。なお、この Dickerson 報告が「会社の最善の利益」をどのように考えていたかについては対立がある。すなわち、Dickerson 報告は、「契約の束²¹⁾」というような特定の会社モデルを前提にしていなかったとするものと、「株主の権利」への言及の多さなどを理由に当報告は株主優位主義を支持していたとするものである²²⁾。

さて、CBCA の238条は、派生訴訟の請求者が株主、担保債権者、取締役を含むとし、その(d)項が、裁判所の裁量で「適格な者 (proper person)」に会社のための派生訴訟を提起することが可能である旨規定する。このため、非株主であるステークホルダーも、取締役が会社の最善の利益のために行動していないとすれば、当該訴訟を提起することが可能となる。また、非株主であるステークホルダーは、広範囲の抑圧救済条項も利用可能である。CBCA の241条(2)項が、請求者が、抑圧あるいは不正侵害について、訴訟を提起することが可能な旨規定するが、241条(2)項(c)は、取締役の権限が「証券所有者²³⁾、債権者、取締役や役員に対し、抑圧的であるか、不正侵害か不正に無視する方法で」行使されたなら、裁判所が救済を与えることが可能であるとする。そして、241条(2)項(d)項が、「裁判所の裁量で適格な者である他のいかなる者も (any other person who, in the discretion of a court, is a proper person)」請求者として含まれるとする。従って、請求者には、裁判所の裁量ではあるが広範囲のステークホルダーを含み得る。

なお、通常の債権者が救済を求める場合は、「証券所有者」とは異なる地位にあるため、自動的に法令上の救済策を請求することはできない。これらの者は、裁判所に彼らが請求者として「適格な者」であるということを承認してもらわなければならない。「適格な者」と認められれば、支払い能力がある会社

ダーが取締役を選任する役割を持つべきであるという見解は拒絶している (Dickerson et al., *supra* note 19, at 31-35)。

21) R. Yalden, 'Competing Theories of the Firm and Their Role in Canadian Business Law' (2002), *The Corporation in the 21st Century: Ninth Queen's Annual Business Law Symposium* at 30.

22) MacIntosh, *supra* note 20, at 38.

23) CBCA2条によれば、株式あるいは会社債務としてのあらゆる証券を意味する。

に対しても、その債権者は派生訴訟が可能となりうる。

支払い能力がある会社のステークホルダーにも、派生訴訟を起こす経済的誘因がありうる例としてあげられているものに、例えば *Air Canada Pilots Association v Air Canada ACE Aviation Holdings* (2007)²⁴⁾ 判決 (*Air Canada*) がある。この事例は、航空会社の再建過程において、株主に対して実施した会社の資産分配に対し、従業員団体であるパイロット協会が抑圧救済訴訟を請求したものである。パイロット協会は、株主に対する資産分配を阻止しようと試み、会社財務の健全性と景気循環を切り抜ける能力を改善するために会社資産が節約されなければならなかったと主張した。しかしカナダ最高裁 (Supreme Court of Canada) は、パイロットの賃金などは労働協約によって支配されるものであることなどを理由として、当該協会を抑圧救済訴訟の「請求者」として認めなかった²⁵⁾。

ただし、パイロット協会が派生訴訟を選択していれば、パイロットらが自らの特定の利益への損害があることを立証することは不要となり、株主への資産分配が会社の利益の損害となることを立証すればよいことから、請求者として「適格な者」として認められた可能性があったという指摘もみられる²⁶⁾。パイロット協会が派生訴訟の請求者として「適格な者」に当たりうると考える論者に

24) [2007] O. J. No. 89 (Sup. Ct.) (QL), 2007 CanLII 337.

25) 事案の詳細は次のとおりである。航空会社 ACE 社は、2003年からの会社の再建過程において、株主に対して資産分配を実施したが、従業員団体であるパイロット協会 (Air Canada Pilots Association; ACPA) が抑圧救済訴訟を請求したものである。ACE 社は、再建過程において、主要な航空会社ビジネスと資産を引き継ぐための親会社となり、傘下にいくつかのパートナーシップが構成されていた。ACE 社の再建を通じて、多くの雇用が失われ、賃金が引き下げられ、年金支払スケジュールも変更されている。ACE 社は、2006年に株主に約20億ドル相当分を資産分配する計画を立てた。これに対し、ACPA は当該計画は会社の財務状況を弱めるものであるとして反対し、抑圧救済を求めた。ACPA は、請求者となるために「適格な者 (proper person)」として裁判所に認めてもらう必要があったため、当該団体は経営に対して合理的な期待を持つ少数株主と類似した、会社に対し依存と脆弱性の特別な関係にあり、そのために抑圧救済訴訟の適用を受ける地位にあることを主張した。しかし、最高裁は、「ACPA の請求の本質的な性質は、労働協約によって支配される」賃金と年金手当に関連しているのであって、抑圧救済訴訟の「請求者」として認められないと判示している。

26) P. M. Vasudev, 'Corporate Stakeholders in Canada: An Overview and A Proposal' *Ottawa Law Review*, Forthcoming, at 30-31.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1874264 (accessed January 31, 2014).

従えば、当協会は、会社の残余財産の請求者ではないが、会社資産を節約し、会社の長期の財務健全性と生存能力を促進することに対して利益を持つと考えられることになるろう。

なお、カナダにおける派生訴訟は多くはなく、それは通常、株主によるものである。²⁷⁾ 抑圧救済訴訟が、派生訴訟より訴訟上の要件が厳しくなく、非支配株主などが望む結果を達成しやすいことも原因と考えられる。²⁸⁾

II 近時のリーディングケースの検討

カナダ会社法も伝統的には、株主価値最大化を選好してきたが、近時の最高裁判例は、単純な株主優位主義を拒んでいるようにも見える。ここでは、*Peoples* 判決以前の判例が、株主価値最大化を選好してきたことを概観したのち、株主優位主義を拒んだかにみえる2つのリーディングケース、すなわち、*Peoples Department Stores Inc. v Wise* 最高裁判決（*Peoples*）と、*BCE Inc. v 1976 Debentureholders*（2008）最高裁判決（*BCE*）を検討する。なお、*Peoples* 判決は会社債権者による派生訴訟、*BCE* 判決は会社債権者による抑圧救済訴訟である。

1. *Peoples* 判決以前

Peoples 判決以前の判例で、「会社の利益」との関係で引合いに出される主要なものとしては以下のようなものがある。

27) 1999年から2004年の期間において、純粋な派生訴訟は、アルバータ州、ブリティッシュ・コロンビア州、オンタリオ州で各1の3事例（*McAteer v Devoncroft Developments Ltd.* [2001] ABQB 917, 301 AR 1; *Discovery Enterprises Inc. v Ebco Industries Ltd.* [2002] BCSC 1236, [2002] B. C. J. No. 1957 (QL); *Jordan Inc. v Jordan Engineering Inc* (2004), 48 BLR (3d) 115 (Ont Sup Ct)）であり、全て株主によるものとの指摘に、Stephanie Ben-Ishai, 'A Team Production Theory of Canadian Corporate Law' (2006) 44 *Alta. L. Rev.* 299 at 307.

28) カナダ法の派生訴訟は、訴訟係属に裁判所の許可を必要とするために、訴訟係属許可の申立手続きにおいて提訴権者が会社に対して誠実に行動し、提訴が会社の最善の利益となることを明確に示さなければならないなど、訴訟手続が、抑圧救済と比較して煩雑となる。他方、抑圧救済は、会社に損害が発生し二次的に株主が損害を受ける場合にも認められるなど、総じて、カナダでは派生訴訟の存在意義が希薄化する傾向にあるとされる（M. Koehnen, *Oppression and Related Remedies* (Toronto, Thomson Carswell, 2004) at 438）。

まず、1960年代には、*Parke v Daily News Ltd.* 判決 (*Parke*) が²⁹⁾、会社の利益は株主の利益として理解されるべきであるとしていた³⁰⁾。また、1980年代の *Re Olympia & York Enterprises Ltd.* 判決 (*Olympia*) は、株主価値を最大にすることが取締役の義務である旨明示する³¹⁾。1990年代の *Hercules Managements Ltd. v Ernst & Young* 判決 (*Hercules*) は、会社は「グループとしての全株主 (all shareholders as a group)」と解釈されるとし、*CW Shareholdings Inc. v WIC Western International Communication Ltd.* 判決 (*CW Shareholdings*) は、敵対的買収の事例であるが、判決は *Revlon* 基準を支持し、取締役は株主全体の最善の利益で行動し、株主価値を最大にすべき義務を負っているとして³²⁾いる³³⁾。

このように、カナダ法は、*Peoples* 判決以前、取締役に株主価値を最大にすることに焦点を当てるように要求してきたといえる³⁴⁾が、1970年代の *Teck Corp. Ltd. v Millar* 判決 (*Teck*) のように、下級審判決ではあるが、多数派株主の利益に優先して会社の利益 (corporate interests) で行動する取締役の権限を支持して、注目されたものもある³⁵⁾。

29) [1962] 1 Ch. 927 (Ch. D.).

30) *Id.*, at 962-63.

31) (1986) 59 O. R. (2d) 254, 37 D. L. R. (4th) 193.

32) *Id.*, at 268 and 272.

33) [1997] 2 S. C. R. 165, (1997) 146 D. L. R. (4th) 577.

34) *Id.*, at [60].

35) (1998), 39 O. R. (3d) 755.

36) *Id.*, at 768-769.

37) Darcy L. MacPherson, 'The Supreme Court Restates Directors' Fiduciary Duty — A Comment on *Peoples Department Store v Wise*' (2005) 43 *Alta. L. Rev.* 383 at 390.

38) (1972), 33 D. L. R. (3d) 288, [1973] 2 W. W. R. 385 (B. C. S. C.). 事案は、TOBに関するものである。会社の多数派株主が TOB に賛成していたのに対し、取締役はこれに反対していた。会社の買収を阻止した友好的第三者割当増資について、取締役の信託義務違反が問われたが、取締役が株主の他にステークホルダーの利益を考慮したことについて義務違反はなかったとされた。

39) ただし、*Teck* 判決が、取締役の信託義務について、株主の他にステークホルダーの利益を考慮することを認めたとする論者と、ステークホルダーの利益を認めているように見える部分は傍論 (obiter) であるとする論者で対立があるようである。前者を主張するものとして、Colin Feasby, 'Bondholders and Barbarians: BCE and The Supreme Court's New View on Directors' Duties', *The Annual Review of Civil Litigation* (Toronto: Thomson Carswell, 2009) at 97. 後者を主張するものとして、W. Gray, 'Peoples v Wise and Dylex: Identifying Stakeholder Interests Upon or Near Insolvency — Stasis or Pragmatism?' (2003) 39 *C. B. L. J.* 242 at 243.

2. Peoples 判決

【事実の概要】

Peoples 事件は、倒産状態の会社における取締役の会社債権者への義務に関係する⁴⁰⁾。Wise 兄弟は Wise 百貨店 (Wise Stores department store) チェーンの実業取締役であった。1992年、Wise 社は、問題を抱えていた競合チェーンである Peoples 百貨店 (Peoples Department Store) の株式の全てを購入、買収を行った。

Peoples 社のビジネスが困難になった時期に、両社の取締役であった Wise 兄弟は、コスト軽減を図るために、共同仕入策を実行することを決定した。これは、両社が個々に仕入れを行うのではなく、Peoples 社が両社分全体を仕入れ、その後、Wise 社に掛売りするものであった。しかし、この策は結果的に効果を上げず、その実行後、1年をたたくして両社は破産に追い込まれた。その時点で、Wise 社は未払債権として Peoples 社に1,800万ドルの負債を負っていた。

Peoples 社の破産管財人は、Wise 兄弟に対して訴えを提起、Wise 兄弟が、Peoples 社の債権者の利益より Wise 社の債権者の利益を上位に置いていたことによって、Wise 兄弟が CBCA122条(1)⁴¹⁾項における信託義務 (fiduciary duties) と注意義務 (duties of care) に違反していたと主張した。しかし、カナダ最高裁は、Peoples 社の取締役であった Wise 兄弟がこれらの義務に違反していなかったとしたものである。

40) Peoples 事件の訴訟が開始された時点では、カナダ法において、倒産状態にある会社の取締役が会社債権者に対しても信託義務を負うということが、必ずしも明確にはされていなかったようであるが、Ontario Superior Court of Justice は、その後、この信託義務の存在を支持しているようである (*Canbook Distrib. Corp. v Bornis*, [1999] 45 O. R. 3d 565 at 574; *Dylex Ltd. v Anderson*, [2003] 63 O. R. 3d 659 at 669-70)。

41) CBCA122条(1)項の内容と構造は、ほとんどの州会社法と同様であるが、それは次のように規定する。「(1)全ての会社の取締役と役員は、彼らの権限を行使し、義務を履行することにおいて、(a)正直に、そして誠意を持って会社の最善の利益の観点で行動しなければならない、そして、(b)注意、勤勉と、合理的な慎重な人が類似の状況で働かせるであろう技能を、行使しなければならない」。

【裁判所の判断】

カナダ最高裁は、取締役が信認義務を会社に負っていることを強調した上で、Wise 兄弟が⁴²⁾、私心なく正直に、そして会社に対して忠実に義務を果たしていたとした。

本事例では、取締役が会社に負っている法令上の信認義務が、当該会社の債権者にも負うことになるのか否かが問題とされたが、カナダ最高裁は、取締役が会社債権者に対して信認義務を負うことを拒絶し、取締役は信認義務を会社のどのステークホルダーにも負っていないとして次のように述べた。「会社の最善の利益 (best interest of the corporation) が、単に株主の最善の利益 (best interest of shareholders) として理解されないのは明らかである……会社の最善の利益とは、会社の価値を最大にすることを意味する (the 'best interests of the corporation' means the maximization of the value of the corporation)。しかし裁判所は、取締役が、会社の最善の利益の観点において、何を考慮して決定すべきかについては、種々の要因があることを長らく認識してきた。⁴²⁾」

判決はまた、「会社の利益は、債権者あるいは他のいかなるステークホルダーの利益とも混同されない (the interests of the corporation are not to be confused with the interests of creditors or those of any other stakeholders)⁴³⁾」とし、「取締役会がとりわけ株主、従業員、供給元、債権者、消費者、政府と環境の利益を考慮することが…合法的である⁴⁴⁾」とする。取締役は経営判断をする際には、株主価値に焦点を合わせるより、株主以外の利益を考慮し、むしろ会社の最善の利益で行動することが要求されている。この場合、取締役は「どのステークホルダー・グループの利益も選好しない (not to favour the interest of any one group of stakeholders)⁴⁵⁾」よう努力するべきとされる。

42) *Peoples*, *supra* note 15, at [42].

43) *Id.*, at [42]-[43].

44) *Id.*, at [42].

45) *Id.*, at [47].

【分析】

本判決では、取締役が会社に対して負っている義務に関し、「会社の最善の利益」は、会社の価値の最大化を意味し、単なる「株主の最善の利益」ではないこと、また、取締役が株主以外のステークホルダーの利益を考慮してよいことを述べたため注目された。本判決が、取締役の信認義務の基礎とみなされてきた株主優位主義を拒絶し、取締役に株主価値を最大にするよう要求してきた以前の判例法と対立したように見えたためである。しかし、本判決が、取締役にステークホルダーの利益を考慮するよう要求したのか否か、また株主利益の上にステークホルダーの利益を置けるとしたのか否かは明らかではなかった。このような状況下で出されたのが以下の *BCE* 判決である。

3. *BCE* 判決

【事実の概要】

事案は、レバレッジド・バイアウト（LBO）取引の資金調達において、会社が新たな負債を負うことに反対する社債権者による抑圧救済訴訟である。

巨大電気通信会社 BCE 社の取締役会は、520億ドルに及ぶカナダ史上最大の LBO における資金調達を行うために、約380億ドルを新たに BCE 完全子会社などの負債として賄う計画を決定した。取締役会は、この計画において、社債権者の権利を斟酌しながら、株主利益の最大化を図ることを目的に特別委員会を設立していた。また、当該計画は、株主の約97%が承認していた。なお、BCE 社は CBCA192条の下で必要とされる LBO の認可を裁判所に求めている。

BCE 完全子会社の社債権者は、買収先会社の株価比40%超のプレミアムでの買収計画によって、当該社債の取引価格が20%下落し、格付が下方修正されたことに不満を抱き、CBCA241条に基づく抑圧救済訴訟を提起した。社債権者は、彼らの経済的不利益は、公正でも合理的でもないとして、CBCA192条下の LBO の認可についても争った。

Quebec Superior Court は、取締役会の決定が、株主価値を最大化するという信認義務の見地から見て合理的であり、社債権者の合理的な期待は、契約上

の合意に制限されるとした。⁴⁶⁾

他方、Quebec Court of Appeal は第一審とは反対に、当該 LBO を認可することを拒否した。Court of Appeal は、*Peoples* 判決に従い、取締役会が株主価値を最大にするための義務を負っていたという主張を退けた。⁴⁷⁾そして、取締役会が社債権者の利益と合理的な期待を考慮に入れるように要求されるとし、⁴⁸⁾BCE 社の取締役会が、彼らの合理的な期待を考慮に入れた証拠はなく、当該取引は公正で合理的なものとは認められないとした。⁴⁹⁾

【裁判所の判断】

カナダ最高裁は、この Court of Appeal 判決を覆した。最高裁判決は、当該 LBO が正当で合理的なものであり、BCE 社の取締役会は彼らの信託義務を果たし、社債権者の合理的期待を考慮しており、社債権者に対して抑圧的に行動はしておらず、適切に行動していたとした。⁵⁰⁾社債権者が契約によって彼ら自身を守る能力を持っていたことも指摘されている。⁵¹⁾

結果、「取締役会は請求者であるステークホルダーの利益を考慮した。そして彼らが直面した困難な状況においてオプションを考慮し、それが会社の最善の利益と考え、行動し判断していた⁵²⁾」とされている。

判決は、「取締役が、彼らの義務を、株主にではなく、会社⁵³⁾に負っていることは明確で重要である」とする。また取締役は、良い企業市民としての観点で、会社の最善の利益のために行動する (act in the best interests of the corporation viewed as a good corporate citizen) ⁵⁴⁾ことが要求され、「会社の利益」とは短期的利益あるいは株式価値に限定されず、株主の利益だけでなく広範囲のステーク

46) *BCE Inc., Re* (2008), 43 B. L. R. (4th) 79 (Que. S. C.) at [133].

47) *BCE Inc., Re* (2008), 43 B. L. R. (4th) 157 (Que. C. A.) at [99]-[100].

48) *Id.*, at [106].

49) *Id.*, at [117].

50) *BCE, supra note 16*, at [113].

51) *Id.*, at [108].

52) *Id.*, at [104].

53) *Id.*, at [66].

54) *Id.*, at [38].

ホルダーの利益を含むとする。⁵⁵⁾

また、会社の利益は、株主あるいは他のどのステークホルダーの利益とも同義ではなく、特定のステークホルダーの利益が優先されることもなく、継続企業の取締役の義務は、会社の長期的利益の増進とされる。⁵⁶⁾ 状況においては、取締役は、株主と他のステークホルダーの利益を考慮することが適当であり、⁵⁷⁾ 裁判所は、経営判断原則の下で、付随的な利益の考慮にも適切に敬意を払うとされる。その付随的な利益の考慮が「合理的な代替的範囲内（within a range of reasonable alternatives）」であるなら、裁判所は取締役会決定に踏み込まない。⁵⁸⁾ ただし、取締役会の決定には、経営判断原則の下で広い裁量が認められるが、株主の利益が他のステークホルダーの利益の優位にあるわけではない。「不公平に個々のステークホルダーを扱うことによって、会社と株主がその利益を最大にし、価値を分け合う権利は与えられていない」⁵⁹⁾とされる。

なお、法廷は、*Revlon* 基準を拒絶し、基礎的基準（fundamental rule）は、「直面する特定の状況における、会社の最善の利益の中での経営判断の機能（function of business judgment of what is in the best interest of the corporation, in the particular situation it faces）」である旨、述べている。⁶⁰⁾

従って、取締役は、一定の状況でステークホルダーの利益を考慮するよう義務づけられ、ステークホルダーが合理的な期待を持っているか否かを判断する場合、商慣習、当事者間の関係、過去の慣行、相反する利益の公正な解決などを適切に考慮する必要があるとされる。⁶¹⁾ このステークホルダーの合理的な期待の構成要素は、衡平、公正に扱われることを含み、⁶²⁾ その合理的な期待は、取締役が会社の最善の利益で行動するだろうということであり、⁶³⁾ それは法的利益に

55) *Id.*, at [66].

56) *Id.*, at [38].

57) *Id.*, at [39].

58) *Id.*, at [40].

59) *Id.*, at [64].

60) *Id.*, at [87].

61) *Id.*, at [106].

62) *Id.*, at [70].

63) *Id.*, at [66].

限定されない。⁶⁴⁾ 一定の状況で会社のステークホルダー間の利益は相反するが、⁶⁵⁾ この相反する利益を、取締役は、良い企業市民の観点で、会社の最善の利益で行動するという信認義務によって解決すべきとされる。⁶⁶⁾

抑圧救済における事例では、会社の最善の利益で行動すべき取締役の義務が、会社の行為によって影響を受ける個々のステークホルダーを衡平、公正に扱うことであると理解される。⁶⁷⁾ 問題は、全ての状況で、取締役が会社の最善の利益において行動したかどうかであるが、それは、責任ある企業市民としての会社の義務に見合った公正な方法で、ステークホルダーを適切に考慮し扱うことを含むが、それに限定されないとされている。⁶⁸⁾

しかし、全ての合理的な期待が、CBCA 241条の抑圧救済に該当するわけではない。抑圧救済を求めるためには、請求者は、合理的な期待が無視され、不公平な侵害 (unfair prejudice)、あるいは不公平な無視 (unfair disregard) に当たることを立証しなければならない。

【分析】

本判決で、最高裁は、「会社の最善の利益」を会社のステークホルダーの利益と同等には扱ってはならず、取締役は、会社自体の最善の利益の観点で行動するように要求されている。このような取締役の義務は、取締役がどのようにステークホルダー間の利益相反に対処すべきかが不明確で指針を示さないとし⁶⁹⁾ て、また、取締役の不正な行為を助長する可能性がある⁷⁰⁾ と論難されている。

64) *Id.*, at [102].

65) *Id.*, at [64].

66) *Id.*, at [81].

67) *Ibid.*

68) *Id.*, at [82].

69) Edward Iacobucci, 'Indeterminacy and the Canadian Court's Approach to Corporate Fiduciary Duties' (2009) 48 *Can. J. Bus. L.* 232 at 233-241; Alex Moore, 'BCE Inc. (Re): An Unexamined Question Considered' (2009) 48 *Can. Bus. L. J.* 273 at 278; James Tory, 'A Comment on BCE Inc.' (2009) 48 *Can. Bus. L. J.* 285 at 286.

70) Feasby, *supra* note 39, at 86 and 119; Jeffrey MacIntosh, 'BCE and the Peoples' Corporate Law: Learning to Live on Quicksand' (2009) 48 *Can. Bus. L. J.* 255 at 255-256.

また、判決は、*Relvon* 基準と取締役の株主価値最大化の義務を拒否するものの、他方で、BCE 社取締役会の無過失を見いだしている基礎が、取締役会が株主価値の最大化を実行していたことにあったのではないかという批判もみられる⁷¹⁾。

Ⅲ 結びに代えて

Peoples 判決以前には、カナダにおいて株主優位主義が信認義務における有力のアプローチであると考えられてきた。しかし、*Peoples* 判決において、「会社の最善の利益」は、「株主の最善の利益」としてのみ理解されないとされ、BCE 判決も *Peoples* 判決に従ったために、株主優位主義が拒絶されたかのように見えた。

しかし、*Peoples* 判決と BCE 判決は、取締役にステークホルダーの利益を守り促進する義務を課していると解釈するよりは、ステークホルダーの利益の考慮なくして株式価値を増進することが難しいことを示しているに過ぎないと考えるのが妥当なように思われる⁷²⁾。

Keay の提案に立ち戻れば、カナダ法の派生訴訟が抑圧救済訴訟との関係で、その存在意義が希薄化している傾向にあるとすれば、非株主であるステークホルダーが派生訴訟を提起していく可能性は高くはなく、抑圧救済でこと足りれば抑圧救済を選択するようになる。また、Keay の EMS モデルは、その非株主であるステークホルダーによる派生訴訟によるエンフォースメントにお

71) *Feasby*, *supra* note 39, at 119.

72) *Vasudev*, *supra* note 26, at 14-15.

73) *Tory*, *supra* note 69, at 286-287.

74) イギリス会社法の ESV モデルとの近似性も指摘しうるかもしれない。ESV アプローチは、株主の利益極大化モデルの原則に固執するが、取締役に株主以外のステークホルダーの利益を考慮するよう奨励する (John Armour, Simon Deakin & Suzanne Konzelmann, 'Shareholder Primacy and the Trajectory of UK Corporate Governance' (2003) 41 *British Journal of Industrial Relations* 531 at 537)。取締役は、イギリス会社法172条(1)項に列挙されたステークホルダーの利益を考慮に入れた場合でも責任を負わない場合がありうるが、それは取締役の行動が株主全体の利益のために会社の成功を奨励する場合に限られる (Keay, Andrew, 'Tackling the Issue of the Corporate Objective: An Analysis of the United Kingdom's 'Enlightened Shareholder Value' Approach' (2007) 29 *Sydney L. Rev.* 577 at 592)。

いて、何が会社自身の価値の最大化なのかについて、裁判所の判断に期待するものであった。しかし、本稿で検討した判例の動向としても、経営判断原則に基づき、裁判所は、なにが会社の最善の利益かについて立ち入ることはなかったと思われる。

なお、*Peoples* 判決と *BCE* 判決は、ステークホルダーモデルと同様、基準なしに、ステークホルダー間の利害関係を考慮しなければならないという基本的な欠陥も指摘される⁷⁵⁾。

結局、両判決は、取締役の義務の履行の判断基準としては、「株主の利益最大化」の原則を採用せざるを得ないこと、また、「株主の利益最大化」が理想の利害調整原則というわけではなく現実的な「次善の策」に過ぎないため、経営判断について取締役らに大きな裁量権が与えられている緩い原則にとどまる⁷⁶⁾、ということを再確認しているように思われる。

75) 取締役の義務違反を助長する (Tory, *supra* note 69, at 286), 明確な指針が不在なまま取締役の責任を増大させる、株主の利益にかなう場合でも取締役がそれについて反対が可能となる (Jeffrey G. MacIntosh, 'BCE and Directors' Duties: A Fork in the Road' (2009) 15 *Corp. Fin.* 1 at 7) などの指摘がある。

76) 江頭憲治郎『株式会社法 第4版』(有斐閣, 2011年) 20-23頁。