

《2003年3月卒業リサーチペーパー》

トラッキング・ストックにおける取締役の利益相反について

東京大学大学院 法学政治学研究科  
民刑事法専攻 経済法務専修コース  
垣野内 統(16109)

# トラッキング・ストックにおける取締役の利益相反について

東京大学大学院 法学政治学研究科

民刑事法専攻 経済法務専修コース

垣野内 統(16109)

## <目次>

一. はじめに-----	1
二. トラッキング・ストックにおける利益相反の類型-----	2
1. 会社の資本・事業機会・費用などの配分、M&A における株式の割当-----	2
2. 政策・法令などの実現の推進・反対-----	2
3. 配当政策-----	3
4. 事業部門間取引-----	3
5. 株式の転換-----	4
6. 資本政策-----	4
三. 米国の判例と学説-----	5
1. In re General Motors Class H Shareholders Litigation-----	5
2. Solomon v. Armstrong-----	6
3. 両判決の射程-----	6
4. Hass の議論-----	7
(1) 伝統的な注意義務と経営判断原則-----	7
(2) 伝統的な忠実義務と利益相反条項-----	8
(3) 取締役の公平義務-----	9
5. Schick の議論-----	11
(1) 伝統的な信認義務-----	11
(2) 契約的アプローチ-----	12
(3) 「全体の公正性」基準-----	13
(4) 取引の性質による分類-----	13
四. 米国における議論への批判-----	14
1. Hass の議論への批判-----	14
(1) 「利害関係のない取締役」-----	14
(2) 「公平かつ合理的」-----	14
(3) クラス株主の承認-----	15
2. Schick の議論への批判-----	15
(1) 日常的取引（経営資源分配、事業部門間取引）-----	15
(2) 資本取引、配当等株式に関わる取引、株主の権利を大幅に変更する取引-----	15
五. 定款による規定と取締役の裁量の認容-----	15
1. 株主利益最大化～どの株主か-----	15
2. 定款・契約による規定と取締役の裁量の認容-----	16
(1) 定款・契約による規定-----	17
(2) 取締役の裁量規定-----	17
六. おわりに-----	17

## トラッキング・ストックにおける取締役の利益相反について

東京大学大学院 法学政治学研究所  
民刑事法専攻 経済法務専修コース  
垣野内 統 (16109)

### 一. はじめに

米国においてトラッキング・ストック(以下 TS と略する)とは、発行会社の全体ではなく、発行会社が営む特定の事業部門の業績のみに連動(track)して株式価値・株価が変動するように設計された株式のことである<sup>1</sup>。米国では 1984 年に General Motors(“GM”)が情報処理サービス会社の EDS を買収する際に、GM 普通株式に代えて成長性が見込まれる EDS の価値に連動した GM - クラス E 株式を発行して EDS の旧株主に交付したのが最初とされる<sup>2</sup>。一方日本においては 2001 年 6 月にソニー株式会社が、100%子会社であるソニーコミュニケーションネットワーク株式会社を連動の対象とするいわゆる日本版 TS を発行している<sup>3</sup>。このように TS は、その対象事業(=ターゲット)が GM の例のように発行会社本体の一事業部門である場合(「事業部門連動型」TS)と、ソニーの例のように発行会社の子会社である場合(「子会社連動型」TS)とに分けられるが<sup>4</sup>、いずれの場合も発行後に異なる種類の株主間において利害対立が発生しうる。即ち、例えば「事業部門連動型」TS で考えてみると<sup>5</sup>、資金や人材などの経営資源が TS 事業部門に偏って配分されたりすることが問題となる。また、会社全体の資産を使用する TS 株式の消却や TS 株式への配当支払は、TS 株主・その他の普通株主両方に利害を発生させる。事業部門間における信用・資産・サービスの取引においても TS 株主とその他の普通株主の間の利益相反は起こりうる。これらの取引に関する経営判断は発行会社の取締役が行っているわけであるが、もしその取締役が TS 株式を多く、その他の普通株式は少なく所有している場合は、上記取引のように TS 事業部門の株式価値を上げて自分の利益となるような経営判断を行うインセンティブが常に存在する。このように、TS 発行企業において各クラスの株主間に様々な利益相反が発生する可能性がある状況で、これを避けるためには取締役は一体どのような基準で判断し業務を遂行していけばよいのかが問題となってくる。

本稿では、まず上記のような取締役の利益相反が発生しうる TS における株主間の具体的

<sup>1</sup> 関谷理記「M&A と資金調達 ―トラッキング・ストックを中心に―」M&A 法大全(西村総合法律事務所編)571 頁(商事法務・2001 年)

<sup>2</sup> 関谷前掲注・572 頁

<sup>3</sup> ソニー株式会社ホームページ・プレスリリース参照(<http://www.sony.co.jp/SonyInfo/News/Press/200106/01-033/>, <http://www.sony.co.jp/SonyInfo/News/Press/200011/00-056a/>)。

<sup>4</sup> 大杉謙一「トラッキング・ストック IT 時代の企業組織再編とわが国企業法制の将来」法学教室 250 号 54 頁。なお本稿では以下「事業部門連動型」TS における利益相反問題について検討を行う。

<sup>5</sup> 以下便宜のため、TS に連動する事業部門を「TS 事業部門」、その株式を「TS 株式」、その株主を「TS 株主」、TS 事業部門以外の事業部門全体を「その他の事業部門」、その株式を「その他の普通株式」、その株主を「その他の普通株主」と呼ぶことにする。

な利害対立の例を提示した後、このような問題に対する米国での判例および学説を紹介し、これらの議論に対する意見と解決策について検討することとする<sup>6</sup>。

## 二. トラッキング・ストックにおける利益相反の類型

TS 発行企業における株主・取締役の利益相反の問題は、TS の構造上不可避免的に発生する。即ち TS 発行企業においては TS 株式とその他の普通株式が存在し、それぞれの事業部門の業績に対応して配当等がなされ、株価が連動するが、一方取締役は事業部門に関係なく会社全体の経営に関して責任を持つ。このため取締役がある事業部門の経営に対して積極的になったり、消極的になったりすることが起こりうる。さらに、取締役の所有する TS 株式とその他の普通株式の比率が TS 発行企業の発行済 TS 株式と発行済その他の普通株式の比率と異なっている場合、取締役は自分がより高い割合で所有する株式に業績が連動する一方の部門の利益に偏った判断をしがちとなる。以下は、そのような取締役の判断が事業部門間の利害対立を発生させる取引の類型である<sup>7</sup>。

### 1. 会社の資本・事業機会・費用などの配分、M&A における株式の割当<sup>8</sup>

TS 発行企業においては、取締役がいくつかの異なる事業部門に対して会社の経営資源(資本、信用、人材等)、事業機会、費用を配分することを判断する際に事業部門間の対立が発生する。資本や銀行借入枠等は限られているためその資金をどの事業部門に投入するか、また新たな事業機会が発生し同じ会社内に類似の事業部門がいくつかある場合はどの事業部門にその事業機会を与えるべきか、などを判断する必要がある。一方取締役や従業員の報酬、本部セクションの経費等の間接費用も、どの事業部門に配分すべきかが問題となる。このように TS 発行企業における経営資源・事業機会・費用の配分は、どの事業部門にどれだけ配分するかが当該事業部門の業績の良否、ひいては配当・株価の高低に結びつくためクラス株主間の利益相反が発生することになる。

また TS 発行企業が M&A により合併または買収された場面において、買収会社の株式が買収の対価として被買収会社の株主に割り当てられる場合、どのクラスの株主に新株式をいくら割り当てるべきか、という問題が発生する。

### 2. 政策・法令などの実現の推進・反対<sup>9</sup>

TS 発行企業では、ロビー活動や企業献金等の政治的活動の場面においても異なる事業部門間の対立が発生しうる。即ち、ある事業部門 A の活動を促進する(業績の向上につながる)ような政策・法令が、別の事業部門 B の活動を減退させる(業績の悪化につながる)

<sup>6</sup> TS の商品内容・構造ほかエクイティ・ファイナンス全般については神田秀樹(監修)「エクイティ・ファイナンスの新展開(1)~(12・完)」商事法務 1548~1559 号が詳しい。

<sup>7</sup> Jeffrey J. Hass “Directorial Fiduciary Duties in a Tracking Stock Equity Structure: The Need for a Duty of Fairness” Mich. L. Rev. Vol.94, 2119-2132.

<sup>8</sup> Hass 前掲注・2121 頁

<sup>9</sup> Hass 前掲注・2124 頁

場合、取締役はその政策・法令の実現を推進すれば事業部門 A の業績向上に寄与し、事業部門 B の業績悪化を招いてしまう。しかし逆にその政策・法令の実現を推進しなければ、事業部門 B の業績悪化は免れるが、事業部門 A の業績は向上せず、事業部門 A の TS 株主から「業績向上の可能性があったにもかかわらず（当該政策・法令の実現を）推進しなかった」として訴えられる可能性が存在する。

### 3. 配当政策<sup>10</sup>

配当は会社の配当可能利益を減ずることになるため、TS 発行企業の取締役がある TS 事業部門の株主に対する配当を決定する場合問題が発生する。特に、当該会計年度に利益を出していない TS 事業部門の株式に配当する際、実際の配当金を支払うためにその他の事業部門の利益から配当資金を捻出する場合、その他の普通株主に対して二重に（TS 事業部門の当該会計年度の利益がないのに配当する点及びそのためにその他の事業部門が配当資金を拠出させられるという点で）不公平な取扱となる。

### 4. 事業部門間取引<sup>11</sup>

TS 発行企業における事業部門間の対立で最も深刻な問題となるのが事業部門間取引であるが、その類型としては、他事業部門への 信用供与、 資産売却、 商品・サービス・技術・ノウハウの供給、などが挙げられる。これらの取引に関して一方が他方よりも有利であった場合、株主はその取引の有効性を、特にその取引の具体的な条件に関する取締役の判断につき争うことになる。

事業部門間取引の際指針となる基準として、アメリカの TS 発行企業では“Arm’s-Length”ルール（「独立当事者間基準」）を採用している。例えば事業部門間の資金貸借の場合、当該取引への適用金利は当該会社全体に対する適用金利とされる。このような基準に則った取引は一見公正なように見えるが、TS 発行企業内の事業部門間の取引に関して言えば、2つの問題が発生する<sup>12</sup>。

第一に、「独立当事者間基準」は、異なる事業部門がそれぞれ独立した企業体であると仮定した場合に当該取引を両者が実際に行うかどうかという点については対応していない。上述の資金貸借の例で言えば、両事業部門が独立した企業体であると仮定した場合、貸し手の事業部門はそもそも貸出という業務に参入するのか、また参入したとしても借り手の事業部門が、貸し手が貸出リスクをとれるような事業を行っているのかという点が問題となる。独立した企業体とは異なり、「本来その取引に参入すべきか」「この相手と取引すべきか」という問題に対して TS 発行企業の事業部門にはそれを独立して判断する者がいないため、この基準は利用できない。

---

<sup>10</sup> Hass 前掲注・2125 頁

<sup>11</sup> Hass 前掲注・2125 頁

<sup>12</sup> Hass 前掲注・2127 頁

第二に、第一の疑問点をクリアできたとして当該取引を行う場合であっても、「独立当事者間基準」により取引条件を決めても、それは TS 発行会社全体にとって許容可能な条件なのである。つまり一方の事業部門にとっては必ず不利となり、両事業部門にとって全く公平な取引価格はあり得ない。資金貸借の例で、借り手の事業部門が貸し手の事業部門から調達した資金の金利は、TS 発行会社全体としての金利を基準にした場合、双方が独立した企業体であると仮定した場合に比べて、借り手にとっては高過ぎるかあるいは低過ぎることになる。結局どちらかの事業部門の犠牲の下に他の事業部門が利益を得ることになるのである。

事業部門間取引に関して発生するもう 1 つの問題は、ある事業部門が取引条件に違反した場合である。資金貸借の例で言えば、借り手の事業部門が返済不能に陥った場合、取締役会は返済不能を避けるためにおそらく当該事業部門の資産を売却して返資を捻出するだろうが、そのようなことはせずに返済期限の延長等借入条件を一方的に変更してしまうかもしれない。このような場合取締役会の行動は貸し手の事業部門の株主から（不公平な取引ではないかとして）精査を受けることになる。

#### 5. 株式の転換<sup>13</sup>

通常 TS 発行企業の定款には、発行済 TS 株式の他のクラス株式への選択的転換について定められている。その際、株式の転換比率をどのように定めるかによって転換により廃止される TS 株主及びその他の普通株主の利害が対立することになる。これはこのような転換の決定が取締役に一方的に権限があることに起因する。

TS 株式の転換に際して、旧 TS 株主に対して一定のプレミアムを支払うとする規定が定められていることがあり、TS 株主が転換に際して失う TS 事業部門の成長性から得られる利益の代償と言われる。このプレミアムは本来は転換時の TS 事業部門の将来価値に基づいて決定されるべきであるが、実際は TS 株式発行時から定款で定まっていることが多く、その差はいずれかの事業部門の株主の利益となることから利害対立が生じることとなる。

#### 6. 資本政策<sup>14</sup>

複数のクラスの株式を持つ TS 発行企業では、新株発行などの資本政策の局面においても、議決権または収益の利用という観点から各クラス株主の利害が対立する可能性を持っている。これは例えば新株発行は取締役会の決議で行うことができるように、基本的に資本政策は取締役会の決議事項であり既存株主の関与がほとんどないことから起こる問題である。どのような資本政策をとるにせよ、当該政策によって既存のクラス株主の議決権は影響を受けることになる。また通常 TS 株式発行により調達した資本は当該 TS 事業部門に投入されるのが一般的であるが、しばしば発行時の定款に、TS 事業部門が新株発行を行った場合

---

<sup>13</sup> Hass 前掲注・2128 頁

<sup>14</sup> Hass 前掲注・2130 頁

は調達した資本については TS の対象でないその他の事業部門(通常その会社の大きなまたは主要な事業部門)が「留保利益(留保権限)」を持つと定められることがあり、前述の経営資源の配分と同様の問題が発生する。

### 三. 米国の判例と学説

#### 1. In re General Motors Class H Shareholders Litigation<sup>15</sup>

##### <事実の概要>

GM における同社の完全子会社 Hughes Electronic(“HE”)のスピン・オフを巡る一連の取引(“HE 取引”)に関し、GM の「クラス H 普通株式」(HE の業績に配当が連動する TS。以下“GMH 株式”)の株主(“GMH 株主”。原告)が、GM 及び GM 取締役(被告)を相手に提訴。HE 取引の内容は複雑であるがその主な内容は、従来 HE は Hughes Defense, Hughes Telecom(両者合わせて Hughes Aircraft)及び Delco から構成されていたが、Hughes Defense がスピン・オフしてその後 Raytheon 社と合併し、これにより GMH 株主と GM 全体の収益に関連する通常の株式である GM 1/3 普通株式(“GM 通常株式”)の株主(“GM 通常株主”)が Raytheon 社の株式を受け取る、HE を構成していた Delco が GM に譲渡される、といったものであった。

##### <原告の主張>

GM の取締役は、不公正な手続によって HE 取引の条件を決定し、これにより GMH 株主と GM 通常株主との間での HE 取引による利益の配分における忠実義務に違反した<sup>16</sup>、

GM の取締役は TS の価値を承知しないまま、TS 株主に対して HE 取引に賛成するよう議決権を行使するように強制し、そして定款の規定上認められていたプレミアムの権利(Hughes Aircraft の売却等の場合には、GMH 株主は GMH 株式の市場価値の 120%の GM 通常株式を受け取れる権利)を悪意で奪ったと主張<sup>17</sup>。

##### <判旨>

忠実義務違反の点に関し、取締役の特定クラス株式の利害が重要なものでない限り、経営判断の法則が適用されるとし、TS 発行会社の取締役が、ある事業部門を不公正に取り扱ったとか、取締役があるクラスの株式に不均衡な利害を有しているといったことを主張するのみでは重要な利害対立を示したことはない、とした<sup>18</sup>。どのような場合に特定クラスの株式への利害が重要になるかについては、取締役が公正に忠実義務を果たせるということがありそうにもないほど、かかる取締役による特定クラス株式の保有が実質的であるときがそうであるとしたが、本件において原告はそのような利害の重要性を示す主張を

<sup>15</sup> In re General Motors Class H Shareholders Litigation 734 A.2d 611(Del.Ch., 1999). 解説として、黒沼悦郎「トラッキング・ストックと取締役の責任」商事法務 1595 号 66 - 69 頁、洞鷄敏夫「最近の判例 トラッキングストックに対応する子会社のスピンオフを巡る一連の取引の締結に関し、取締役に忠実義務違反はないとされた 2 事例」アメリカ法 [2001]283 - 287 頁

<sup>16</sup> In re General Motors at 616.

<sup>17</sup> Id.

<sup>18</sup> Id. at 618.

していないので、HE 取引は経営判断法則により保護されるとした<sup>19</sup>。

## 2. Solomon v. Armstrong<sup>20</sup>

### < 事実の概要 >

本件も同様に GM における TS の対象となっていた完全子会社である Electronic Data Systems Holding (“EDS”)のスピン・オフを巡る一連の取引(“EDS 取引”)において、スピン・オフとの関係で EDS から GM に支払われる金額、EDS と GM の間で結ばれる IT サービス契約の条件が問題となっていたが、そこで GM の「クラス E 普通株式」(EDS の業績に配当が連動する TS。“EDS 株式”)の株主(“EDS 株主”。原告)が、GM 及び GM の取締役(被告)を相手に忠実義務違反等を理由に訴えを提起したものの。

### < 原告の主張 >

EDS 取引は実質上自己取引である、その交渉過程は Arm’s Length のものではなかった、GM 取締役は誤解を招く情報を流し、EDS 取引の承認がクラス E 普通株主にとっては権利放棄となることを知らせなかったと主張<sup>21</sup>。

### < 判旨 >

上記 GMH 株式訴訟の判決と同様に、被告である取締役らの個人的な利害がその経営判断過程を歪めるほど十分に実質的であることを示す事実が主張されていないとし、その上で経営判断法則を適用して原告による忠実義務違反の訴えを退けた<sup>22</sup>。また TS における対象部門のスプリットオフという場面で経営判断法則が適用されるには、裁判所としては、価値分配のプロセスが包括的に捉えた全株主及び個別に捉えた各クラスの株主に対して公正な結果をもたらすように企図されたか否かを審査し、そのようなプロセスに問題があったとしても、全ての株主がそのプロセスの詳細につき十分に知らされ、その取引の実質的な条件について独立した判断ができるような権限が与えられていたか否かを審査するとした<sup>23</sup>。

## 3. 両判決の射程

両判決とも、取締役が TS を事業部門によって多くまたは少なく不均衡に所有しているということ自体は直ちに問題とせず、特定クラスの株式保有が公正な判断をゆがめるほど実質的でない限り、経営判断原則が該当することを示した。しかし裁判所は、定款を用いた利害調整については定款の規定を形式的に解釈することにより、また信認義務を用いた取締役の利害調整については取締役の裁量に委ねられる範囲を広く解することにより、利害調整のための具体的基準を立てるという困難な作業を回避した<sup>24</sup>。また、経営判断の過程が

---

<sup>19</sup> Id. at 616.

<sup>20</sup> Solomon v. Armstrong 747 A.2d 1098(Del.Ch., 1999). 解説は前掲注 15 の文献参照。

<sup>21</sup> Id. at 1117.

<sup>22</sup> Id. at 1117-1118.

<sup>23</sup> Id. at 1123-1124.

<sup>24</sup> 黒沼前掲注 22・69 頁



公正であっても結果が不平等・不均衡となる場合においては本判決では TS 株主は保護されないことを示している。

#### 4. Hass の議論<sup>25</sup>

Hass は、TS 企業における取締役の利益相反の問題は、TS の特殊な構造、即ち TS 企業がいくつかの事業部門に人工的に分岐しているにもかかわらず、これを運営する取締役会は 1 つであるという単純な事実から発しているという<sup>26</sup>。そしてデラウェア会社法における伝統的な取締役の注意義務・忠実義務は TS における取締役の利益相反の問題に関しては対応できておらず、公平と不偏という観点から取締役の義務の再構築が必要であるとする。

##### (1) 伝統的な注意義務と経営判断原則

デラウェア会社法における取締役の「伝統的な注意義務」は、会社を経営するにあたって、合理的で慎重な経営者が同じ状況ならば持っていたであろう知識と注意力をもって行う必要があることを示している<sup>27</sup>。しかし実際にはこの注意義務違反で取締役の責任を認めた判例は少なく、裁判所は会社の経営に関しては裁判官の判断よりも取締役の判断の方が優れていると認めており、いわゆる「経営判断原則」が適用されることが多い。

「経営判断原則」においては、当該経営判断を行う際取締役は「情報を得て、善意かつ会社の最上の利益になると誠実に信じて行動した」という推定が働き、原告がこの推定に反証できない限り取締役は保護される<sup>28</sup>。原告は取締役の判断が重過失であったことを具体的な事実をもって証明する必要がある、もしこれが証明された場合逆に取締役は「取引が完全に公平であった」ことを証明しなければならなくなる<sup>29</sup>。そして裁判所は当該判断が「合理的な事業目的」があったかどうかに着目し、取締役の当該判断が裁量権の濫用と言えるほど明らかに軽薄で気まぐれなものであると言えない限り、「経営判断原則」による保護が認められる<sup>30</sup>。

このような「伝統的な会社」に適用される「伝統的な注意義務」及び「経営判断原則」について Hass は、TS における事業部門間の利益相反の問題には対応できていないとしている<sup>31</sup>。即ち TS 株主は通常取締役を訴える際、「クラス株主間の公平」という観点から争うが、「伝統的な注意義務」のもとでは取締役の判断や取引の公平性を判断する以前に「経営判断原則」を乗り越えるための重い立証責任が原告に課されており、もし立証できたとしても、「公平」の概念が、伝統的な解釈によれば「会社及び株主に対しての公平」であるために、TS 企業における「公平」の概念を裁判所によって与えられなければならないとい

<sup>25</sup> Hass 前掲注・2089 - 2177 頁

<sup>26</sup> Hass 前掲注・2144 頁

<sup>27</sup> Hass 前掲注・2144 頁の脚注 176 参照。

<sup>28</sup> Hass 前掲注・2145 頁、Aronson v. Lewis, 473 A.2d 812(Del.1984).

<sup>29</sup> Hass 全掲注・2147 頁、Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d at 872-73(Del.1985), Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc., 663 A.2d 1156, 1162(Del.1995).

<sup>30</sup> Hass 全掲注・2148 頁、Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 812(Del.1984).

う、二重の困難が存在するからである<sup>32</sup>。結局裁判所はクラス株主間の公平という問題に踏み込めずに終わってしまうことになる。

「経営判断原則」が TS 企業における事業部門間の利益相反の問題にそもそも対応できていない例として、Hass は新しい事業 1 または事業 2 に投資しようとしている、通常の会社（TS を発行しない）と TS 発行会社（X 事業部門と Y 事業部門があり、事業 1 を X 事業部門が、事業 2 を Y 事業部門が行うことができ、Y 事業部門の業績に連動する TS を発行している）を想定している<sup>33</sup>。仮に〔事業 1 の期待内部収益率 > 事業 2 の期待内部収益率 > 資本調達コスト〕であった場合、通常の会社の取締役は事業 1 への投資を決定し、その判断は経営判断原則によれば手続的にも実質的にも合理的な判断とされる。しかし TS 発行会社の場合はどうであろうか。やはり TS 発行会社の取締役も事業 1 を行うことを決定したが、その後 Y 事業部門の TS 株主が取引の公平性につき取締役を訴えた場合、その手続・実質とも経営判断原則に則れば合理的な判断とされるが、これでは Y 事業部門・TS 株主にとって当該取引が公平であったかどうかの判断に入る前に裁判は終わってしまうことになる。結局 Y 事業部門の TS 株主にとっては、デラウェア会社法上の「注意義務」と「経営判断原則」は頼りにすることはできないのである。

## (2) 伝統的な忠実義務と利益相反条項

デラウェア会社法において取締役の忠実義務は「会社への専心的かつ絶対的な忠誠」を表し、会社を犠牲に自己利益を追求する場合は会社に対する力を悪用しないという信認義務である<sup>34</sup>。そして取締役が忠実義務違反と言えるためには、原告は会社と取締役の間に構成される実質的な利益相反の事実を申し立てなければならず、もし申し立てられない場合、当該行為には経営判断原則が適用され、原告株主には重い立証責任が課される。もし申し立てられた場合、被告取締役は経営判断原則を主張できず、立証責任は被告取締役に転換する。また自己取引においては、取締役が直接または間接的に金銭的利益を持つような取引につき忠実義務が適用される。その公平性について言えば、デラウェア会社法では当該取引が利益相反の事実が開示され、利害関係のない取締役の過半数が誠実さをもって承認した場合、または利益相反の事実が開示され、利害関係のない株主の過半数が誠実さをもって承認した場合、または裁判所が当該取引・契約を公平であると認めた場合、の 3 つの状況において、単に取締役が直接または間接の利害を持っているだけでは当該取引・契約を取り消し得ないとしている（「利益相反条項」）<sup>35</sup>。

TS における取締役の利益相反の問題は、取締役が「不均衡な割合の株式保有 (“Disproportionate Equity Positions”）」を行っており、自らの金銭的利益のためにある事

---

<sup>31</sup> Hass 前掲注・2148 頁

<sup>32</sup> Hass 前掲注・2149 頁

<sup>33</sup> Hass 前掲注・2149 頁

<sup>34</sup> Hass 前掲注・2153 頁

<sup>35</sup> DEL. CODE.ANN. tit.8, § 144(a)(1991)

業部門を最優先にするために発生するが、Hass は伝統的な忠実義務及びデラウェア会社法の利益相反条項はかかる利益相反の問題には対処できないとする<sup>36</sup>。即ち忠実義務は、特定の事業部門に対してではなく会社全体の利益につき考慮すべきとし、一方利益相反条項は、取締役が直接または間接に利害を持つような会社と取締役に関する取引や契約に焦点をあてている。この全体論的なアプローチは、伝統的な会社においては適用できるが、TS 発行会社において不均衡な割合の株式保有を行っている取締役の最優先による行為には適用できないという<sup>37</sup>。

例えば事業部門 X 及び Y を持ち、事業部門 Y をターゲットとする TS を発行する会社において、TS 株式に偏って株式保有する取締役がその価値を上昇させることを意図して事業部門 X よりも事業部門 Y に対して多額の資本を投入した場合を考える<sup>38</sup>。この場合デラウェア会社法における忠実義務も利益相反条項も、本来経営資源がどのように配分されるかについては念頭に置いておらず、また取締役が当該取引の相手方であるか直接・間接に金銭的利害がないと「利益相反がある」とすら見なさない。さらに同じ会社の例で、TS 発行会社の取締役が利害関係を持たない第三者と TS 発行会社が取引を行う場合、事業部門 Y と取引すると決定することによって TS の価値が高まることになるが、この場合取締役は不均衡な割合の株式保有を行ってはいるが、忠実義務や利益相反条項に反することにはならないのである。

またデラウェア会社法の利益相反条項では、取締役が会社と取引を行う場合は利害関係のない取締役または株主の過半数の支持を得る必要があり、この点は TS 発行会社の取締役についても同様である。しかしもし取締役会で支持が得られず株主総会で決議する場合、どのクラスの株主が投票すべきか（当該取引を行った部門の株主だけなのか、株主全体なのか）という問題がある<sup>39</sup>。さらに株主からも支持が得られなかった場合当該取締役は取引の公平性を証明する必要があるが、通常通り会社全体に対する公平性なのか、当該取引を行った事業部門に対しての公平性なのかは不明である<sup>40</sup>。

### (3) 取締役の公平義務

このように Hass は、デラウェア会社法における注意義務・経営判断原則及び忠実義務・利益相反条項は TS 発行企業における利益相反の問題には対処できないとして、TS 発行会社の取締役に対して「公平義務」を課す立法が必要であるとして試案を提示している。試案では取締役の行為・判断が以下の条項を満たしていない場合は公平義務に違反し、利益相反にあたりと推定されるとしている<sup>41</sup>。

---

<sup>36</sup> Hass 前掲注・2156 頁以下

<sup>37</sup> Hass 前掲注・2157 頁

<sup>38</sup> Hass 前掲注・2158 頁

<sup>39</sup> Hass 前掲注・2160 頁

<sup>40</sup> Hass 前掲注 2161 頁

<sup>41</sup> Hass 前掲注 2165 頁

(a) 2 つまたはそれ以上のクラスまたはシリーズの株式を発行済の会社に関して、株主の権利が特定の事業部門に関して定義されている場合、そのような会社の事業部門及び/または事業部門に連動した株式の価値に著しく異なる影響を与えるような（取締役会により）承認された行為は、承認の際下記の条項が 1 つまたはそれ以上満たされていない場合を除いて、そのような事業部門及びその株主に対して公平かつ合理的なものであることを推定する。

1. 当該行為が利害関係のない取締役からなる取締役会または委員会によって過半数をもって承認されたこと。
2. 当該行為の承認前に取締役会または委員会が当該行為に関して経営判断を行うにあたり必要なものであるとして情報を受領し検討したこと。
3. 承認に際し取締役会または委員会が、そのような情報に基づき、当該行為が各事業部門及びそれに連動する株式の株主にとって公平かつ合理的であることを、合理的に信じていたこと。

(b)(a)条の条件が満たされない場合は、以下の条項のいずれかが満たされる場合、承認された行為は公平かつ合理的であるとみなされる。

1. 各クラスまたはシリーズの株主総会の投票において株主の過半数が、当該行為に関して判断するのに必要な情報を受領した後に、誠実に承認したこと。
2. 当該行為の承認の際、行為が各事業部門及びそれに連動する株式の株主にとって公平かつ合理的であったこと。会社の取締役は本項によって承認された行為の公平性・合理性の立証責任を負う。

(c)略（語句の定義）

(a)条では、取締役会・委員会の、会社に関わる行為全般につき、公平かつ合理的であることを推定する条件を規定している。その第 1 項における「利害関係のない取締役」は、デラウェア会社法における規定を遵守しなければならないだけでなく、当該会社の発行するクラス株式の発行比率と異なる比率で各クラス株式を保有している必要がある<sup>42</sup>。但し、株式保有総額がストック・オプションなどを含めて 10 万ドル以下の取締役は常に「利害関係のない取締役」とみなされる<sup>43</sup>。第 2 項では、TS 発行会社の取締役がその行為を判断するにあたり十分な情報を受領・検討し判断するという、通常会社よりもより高い注意義務を課している。そしてその「情報」には、当該承認・不承認による「利益・不利益な効果」だけでなく、過去に承認・不承認となった行為の「利益・不利益な効果」をも含んでいる<sup>44</sup>。第 3 項では取締役会または委員会の判断に関する実質的な評価基準を述べている。裁判所は、「利害関係のない取締役」から構成される取締役会または委員会が、当該承認行為を公平かつ合理的であると「合理的に信じた」場合は当該行為の公平性を推定する。そうでない場合は、(b)条の条件が満たされる場合以外は公平性が推定されない<sup>45</sup>。

<sup>42</sup> Hass 前掲注 2169 頁

<sup>43</sup> Hass 前掲注 2170 頁の脚注 258 参照。

<sup>44</sup> Hass 前掲注・2171 頁

<sup>45</sup> Hass 前掲注・2172 頁。なお当然ながら当該行為に本条項の内容である「公平性・合理性」があったとしても、事業部門間で「均等な(equal)」取り扱いを行っているとは限らない。

(b)条においては、(a)条において条件を満たさなかった承認された行為が、十分な情報を提供することを前提に、各クラス株主の過半数の承認を得ることにより、裁判所による審理によって救済される<sup>46</sup>。

そして Hass は、このような条項のもと公平性・合理性を実現するために、TS 発行会社においては取締役は「利害関係のある取締役」とならないよう「不均衡な割合の株式保有」を行わないこと、TS の対象となる特定の事業部門に責任のある役職者が会社全般の経営について判断する必要がある取締役会の構成員とならないこと、取締役は判断にあたり過去の判断（選択した判断及び選択しなかった判断）をも考慮に入れて検討しなければならないこと、各クラス株主の利益を代表させるために、取締役も各クラスの割合に比例して（最低 1 人）選出すべきであること、などを提言している<sup>47</sup>。

## 5. Schick の議論<sup>48</sup>

Schick は、伝統的な善管注意義務・忠実義務などの信認義務の適用<sup>49</sup>、優先株主と同様に扱い、定款に着目する契約的アプローチ<sup>50</sup>、TS 対象事業を支配子会社と同様にみなし、支配子会社における少数株主と同様の権利を認めるいわゆるシンクレア・テスト（全体の公正性基準）の適用<sup>51</sup>、という従来の 3 つ基準は、それら単独では TS 発行企業の取締役の利益相反という場面では不適當であるとした<sup>52</sup>。

### (1)伝統的な信認義務

まず伝統的な信認義務は、TS 発行企業内の異なる事業部門間の対立の問題に関しては、TS 株主保護が強すぎるかあるいは弱すぎることになるので不適當であるとした。即ち、定款（もしくは契約）などに予め内容が明記されている取引に関して信認義務を適用すれば保護が強すぎることになり、逆に例えばその事業部門のスピン・オフなど株主の権利そのものを変更してしまうような取締役の決定に対しては保護が薄いというのである<sup>53</sup>。

そもそも TS 発行会社における株主間の利益相反は不可避であるため、取締役はどのクラスの株式を保有していても各クラス株式の価値を最大化するという義務に反することになり、全ての取引の公正性を証明するか、利害関係のない株主による過半数の支持を得なければ経営判断が保護されない<sup>54</sup>。Solomon v. Armstrong において裁判所は、取締役は各クラスの株主に対して信認義務を負うとしているが<sup>55</sup>、「公正な意思決定過程」を強調してい

---

<sup>46</sup> Hass 前掲注・2174 頁

<sup>47</sup> Hass 前掲注 2175 頁

<sup>48</sup> Jeffrey J. Schick “Toward Transaction-Specific Standards of Directorial Fiduciary Duty in the Tracking Stock Context”, Wash.L.Rev. Vol.75, 1365-1397.

<sup>49</sup> Schick 前掲注・1378 頁

<sup>50</sup> Schick 前掲注・1382 頁

<sup>51</sup> Schick 前掲注・1385 頁

<sup>52</sup> Schick 前掲注・1387 頁

<sup>53</sup> Schick 前掲注・1387 頁

<sup>54</sup> Schick 前掲注・1388 頁

<sup>55</sup> 747 A.2d 1098(Del.Ch., 1999)・1123 - 24.

るのは取締役が各クラスの株主に対して同時に義務を果たすのは不可能であるということ  
を認識しているために、一方のクラスの株主の利益になる経営判断であってもその決定過  
程が公正である限り不問としているのではないかとする。しかしこのような妥協はTS発行  
企業における問題に対処できていないという<sup>56</sup>。

そして Schick は、取引の態様によっても伝統的な信認義務の適用は不適切であるとする。  
例えば株式消却や配当支払の場面において、もし取締役が当該取引の対象となるクラス株  
式を保有し、かつ当該取引が利害関係のない株主によって承認されなかった場合、もとも  
と契約に定められていたはずの取引につき取締役は全体の公正性を証明する必要があるこ  
とになる。逆に事業部門間取引において、取締役に利害関係がないとみなされる場合に、  
取引条件は一方の事業部門にとって必ず不利なものであるため利益相反が必ず発生するに  
もかかわらず、伝統的な信認義務は当該経営判断を保護することになり、TS株主にとって  
不利になってしまう<sup>57</sup>。

このように、伝統的な信認義務では、TS発行企業内の異なる事業部門間の対立の問題に  
関しては、TS株主保護が強すぎるかあるいは弱すぎることになるという。

## (2) 契約的アプローチ

次に優先株主と普通株主との対立の文脈で使用される契約的アプローチは、株式に対し  
て配当以上の利益 (= 支配権) を求める株主にとっては十分な保護にはならないとしてい  
る。即ち、TS株式は優先株式よりも会社の業績により依存するためより保護を必要とする  
こと、そして配当や清算に関する規定が明確に規定される優先株に対して、TS株式におけ  
る各事業部門への資本・事業機会の分配という日常的な判断は本質的に契約になじまない  
ことから、より保護の必要性があるとする<sup>58</sup>。

TS株式は、株式の権利の一部が定款において契約的に定義されるという点では優先株式  
に似ているが、その金銭的利益という観点からは優先株式とは異なる種類の株式であり、  
その点がクラス株主間の利益相反が発生する原因となる。このため優先株式においてすら  
不十分であるとされる株主保護システムはTS株式においてさらに脆弱なものとなる。例え  
ば、TS株式の価値は対象事業部門の業績に連動するため、その業績を悪化させるような取  
締役の判断は、優先株式の場合とは異なりTS株式の価値に大きな影響を与える<sup>59</sup>。

またTS株式はその内容の全てを契約条項にまとめることは困難である。優先株式の場合  
は配当や清算に関する条項を明確に規定できるが、TS株式において事業機会や経営資源を  
日常的に各事業部門に配分する場合、その判断は結局は契約ではなく取締役に委ねること  
になる<sup>60</sup>。

---

<sup>56</sup> Schick 前掲注・1389 頁

<sup>57</sup> Schick 前掲注・1389 頁

<sup>58</sup> Schick 前掲注・1390 頁

<sup>59</sup> Schick 前掲注・1390 頁

<sup>60</sup> Schick 前掲注・1391 頁

近年では、優先株主の権利はたとえ契約によって定められていても保護されないとも言われている。判例では取締役が普通株主のために優先株主の利益を覆すことを認めており<sup>61</sup>、優先株主は利益の分配に関して有意義な保護を受けられなくなっているため、Schick は優先株ですら取締役により覆される可能性があるのに、TS においてはさらにその危険性が大きく、その保護を契約に頼るのは不完全であるという。

### (3) 「全体の公正性」基準

最後に親子会社間取引に用いられるシンクレア・テスト（「全体の公正性」基準）は、ある支配株主のグループが他の株主グループの犠牲のもとに利益を得ている場合、取引の全体の公正性を審査できるとするが、これは競合する事業部門に資本や事業機会を分配する判断を日常的にしなければならない取締役にとっては面倒であり不適當であるとする。親子会社間取引において子会社が親会社取引の承認を強要される危険性と同様のものは TS 株主においてもありうるので、少数株主によって承認されたか否かに関係なく全体の公正性基準により評価されるべきとも考えられるが、現実の日々の経営判断にこの基準を持ち込んで（裁判所に持ち込まずに）判断するのは非常に困難だとする<sup>62</sup>。

### (4) 取引の性質による分類

Schick は、TS 発行企業における取締役の利益相反への考えられる解決策として、取引の性質ごとに伝統的な信認義務、契約上の義務、親子会社間取引類似の取引における義務を使い分けるべきであるとする。そして取引の性質は、取締役の裁量の程度、TS 株主の合理的期待、定款の規定、そして支配株主による権利濫用の潜在的可能性によって判断すべきであるとし、裁判所はこれらの要素によって TS 株主を保護すべきとするのである<sup>63</sup>。

即ち、第一に取引が日常的な事業部門間の経営資源・事業機会の配分に関わる場合は、定款の規定による TS 株主保護は不十分であり、信認義務を適用すべきであるとする。このような取引は客観的な契約的義務よりも、会社の経営資源の最適配分の決定という取締役の主観的な経営判断によるからである<sup>64</sup>。

第二に、例えば配当請求権、議決権、残余財産請求権、もしくは株式交換など、定款に明確に定義されるような、取引が純粋に契約に基づくものである場合は、優先株の問題と同様に信認義務を適用せず定款の規定によって判断すべきであるとする<sup>65</sup>。

第三に、取引が事業部門間取引や TS の性質を変化させるようなものである場合は「全体の公正性」の評価により裁判所によるより高度な精査が必要であるという。事業部門間取引では株主はあたかも第三者との取引の場合と同様の決定をする（公正な市場価格で取引

<sup>61</sup> Schick 前掲注・1391 頁の脚注 189 参照。

<sup>62</sup> Schick 前掲注・1391 - 1393 頁

<sup>63</sup> Schick 前掲注・1393 頁

<sup>64</sup> Schick 前掲注・1394 頁

<sup>65</sup> Schick 前掲注・1394 頁

する)ことを合理的に期待しているが、このような取引の公正性は容易に評価できるからである。同様にスピン・オフや全てのまたは実質的に全ての資産の売却など、TS株主の権利を変えてしまうような重大な決定の場合は、株主は自分の投資する事業部門が実質上継続すること、及びもしそのような変更が行われる場合は公平に決定されたことにつき合理的期待を持っているので、「全体の公正性」基準の適用が必要であるとする<sup>66</sup>。

#### 四. 米国における議論への批判

##### 1. Hassの議論への批判

Hassは、デラウェア会社法上の注意義務・経営判断法則及び忠実義務・利益相反条項はTS発行企業の利益相反問題には対処できず、「公平義務」を課す立法が必要であるとするが、いくつかの疑問がある。

##### (1)「利害関係のない取締役」

Hassは試案の(a)条第1項における「利害関係のない取締役」の意義について、当該取締役が保有する各クラス株式の総額が10万米ドル以下か、その保有割合が当該会社全体の発行済クラス株式の割合と同じであるような取締役であるとしている<sup>67</sup>。しかしこの問題で重要なのは、手続的には公正な方法は守られるかもしれないが、結果的には一方の株主の利益に資する可能性があるということである。仮に当該取締役がこの基準により「利害関係がない」と判断されても、TS事業部門に成長性がありその他の事業部門にはない場合は取締役には成長性のある事業に経営資源を配分するインセンティブがあり、利益相反の意図がなくとも当該行為によりTS株式の価値は上昇する。そして当該取締役はTS株式がその他の普通株式の値下がりや補填するほど価値が上昇すれば利益を得るが、その他の普通株式しか保有していない他の一般株主は損失を蒙り、その補填を得られないことはない。手続的には公正な方法は守られるかもしれないが、結果的にその他の普通株主の利益を損なうことは避けられないのである。

##### (2)「公平かつ合理的」

Hassによれば「公平」義務は「異なるインパクトを与える判断や政策を決める際、全ての事業部門の経済的発展、特に凋落しているあるいは気に入られない事業部門の経済的発展につき考慮すること」を要求するとしているが<sup>68</sup>、これだけでは経営資源をどれくらいTS事業部門に投入すればよいのか、事業部門間取引の価格をどのように設定すればよいのか具体的には分からない。「合理的」という語も具体性に欠け、結局のところ株主間の利害対立の調整につき、取締役が利用可能な具体的な基準とまで言うことはできない。

---

<sup>66</sup> Schick 前掲注・1395頁

<sup>67</sup> Hass 前掲注・2167頁

<sup>68</sup> Hass 前掲注・2165頁



### (3) クラス株主の承認

Hass は取締役の行為が(a)条の項目が満たされない場合、(b)条を満たせば免責されるとしているが、そもそも(a)条で免責されなかった行為を各クラス株主が承認するであろうか。また当然ながら利益を受けるクラスの株主は承認し、損害を受けるクラスの株主は否認する可能性が高いが、この場合結局多数派となるクラス株主に押し切られてしまうことになりかねず、少数派の TS 株主は損害を蒙ることになってしまう。

## 2. Schick の議論への批判

Schick は TS 発行企業における取締役の利益相反の問題について、取引の性質ごとに伝統的な信認義務、契約上の義務、親子会社間取引類似の取引における義務を使い分けるべきであるとしている。しかし、企業は生き物であり、取締役の即座の判断により取引を決定しなければならないことも多く、Schick の分類は機動的な取締役会の判断を妨げるおそれがある。

### (1) 日常的取引（経営資源分配、事業部門間取引）

取引が日常的な事業部門間の資本・機会の配分に関わる場合は、Schick は定款の規定による TS 株主保護は不十分であり、信認義務を適用すべきとするが、通常的信認義務では TS 株主は十分に保護されないことは Hass も批判したところである。またその判断基準は具体的なのか、そして取締役はそもそも当該日常的取引における行為・判断が信認義務に照らして適法かどうかを判断する能力を持ち合わせているのか、という疑念がある。

### (2) 資本取引、配当等株式に関わる取引、株主の権利を大幅に変更する取引

配当請求権、議決権、残余財産請求権、もしくは株式交換など、取引が定款に明確に定義されうるような場合は、Schick の言うとおり定款による規定を用いて判断基準を明確化すべきであろう。しかしこれに加えて、スピン・オフ等株主の権利を大幅に変更してしまうような取引に関しても、予め定款による規定化が望ましいといえる。

## 五. 定款による規定と取締役の裁量の認容

### 1. 株主利益最大化～どの株主か

このように Hass の試案や Schick の基準は、ある程度までは株主間の公平につき保障を与えているが、全ての取引の類型を保護できるかどうかは不明である。さらにこのような手当がされたとしても結果的に TS 株主の利益が害される可能性は明らかに存在する。

わが国の商法においては、株式会社は営利を目的とするので、対外的企業活動における利潤最大化を通ずる「株主の利益最大化」が、会社を取り巻く関係者の利害調整の原則と

なる<sup>69</sup>。ここで「株主」とは、個々の具体的な株主ではなく、社債権者や従業員等の会社関係者の一員であるグループとしての株主、会社全体へのステーク・ホルダーとしての株主であると解される<sup>70</sup>ため、株主間でどのクラス株主の利益を最大化すべきかという問題は別個に検討する必要がある。では取締役は経営判断にあたり、どのクラス株主の利益を最大化すればよいのだろうか？あるクラス株主の利益を害してまで株主全体の利益最大化という株式会社の目的を追求すべきなのであろうか？

このような問題は、実は優先・劣後株式や、議決権制限株式など、種類株式一般における利益相反問題よりもより深刻である。種類株式一般では配当の源泉は会社全体の利益であるし、優先・劣後株式ではその配当方法・残余財産分配方法が、議決権制限株式ではその議決権の内容が、予め定款により定められている<sup>71</sup>。しかし、TSにおける「キャッシュ・フローに関する権利」は異なる事業部門からそれぞれ発生する利益に基づくものであり、それに合わせて「コントロールに関する権利」及び取締役の経営権も本来あたかも別会社の如く構成されるべきところ<sup>72</sup>、それらが会社全体で1つであると構成してメリットを追求したために、その利害対立の構図がより明白な形で析出してきたと考えられる。そして株主平等原則と資本多数決原則という会社法の2大原則のもとでは、例外はあるにしろ最終的には少数派株主は結果を保護されることはない。手続的な公平は保障されるが、結果の保障はされないのである。このようなわが国会社法上の法理からは、「株主間の公平」、特に「TS発行企業におけるクラス株主間の公平」という問題について根本的な解決を求めるのは非常に困難であると考えられる。

## 2. 定款・契約による規定と取締役の裁量の認容

デラウェア会社法における注意義務や忠実義務を含む伝統的な信認義務や、経営判断規則・利益相反条項、そしてHassのように「公平義務」の観点から経営判断の基準を細かに立法化したり、Schickのように取引の態様によって基準を変えることは、ある程度まで取締役の利益相反の問題に対処しうるであろう。しかしTSの性質上完全には解決し得ない問題であり、これらの基準で対応できない場合の各クラス株主が納得しうる落とし所が必要

<sup>69</sup> 落合誠一「企業法の目的 株主利益最大化原則の検討」現代の法7・企業と法 23頁（岩波書店・1998）

<sup>70</sup> 落合前掲注・24頁

<sup>71</sup> 商法222条1項1号・4号

<sup>72</sup> ファイナンス理論における「証券の設計」の議論では、全ての証券には「キャッシュ・フローに対する権利」及び「コントロールに関する権利」の配分という要素があり、その配分・組み合わせのルールへのアプローチとして、両方の権利の配分に関して法が一定の組み合わせを決め、そのような一定の「型」のみを許容する「型アプローチ」と、両方の権利の配分に関して座標軸を設定し、座標軸ごとの規整を付した上でその組み合わせは自由とする「座標軸アプローチ」があるとされる。わが国の現行商法は「型アプローチ」的性格が強く、逆に米国会社法は「座標軸アプローチ」に基づく自由な証券設計が行われ、TSもこのような証券設計の自由度から生まれた商品であるといえる。以上日本銀行金融研究所「「デットとエクイティに関する法原理についての研究会」報告書」金融研究2001年9月号4-5、38-39、61頁。

となってくる。

私は、先に述べた TS 発行会社取締役の様々な利益相反の類型について、今まで提示された解決のための基準を活用していくと同時に、ある程度定款・契約による規定、制度的手当によって利益相反となる範囲を絞りこみ、残った部分に取締役の裁量を与え、これを投資家に開示することが必要であると考えます。

#### (1) 定款・契約による規定

会社の資本・事業機会・費用などの配分、政策・法令などの実現の推進・反対、事業部門間取引などの日常的取引の場面においては、予めその配分比率、経営方針、取引価格の基準等を定款または契約で定め、例えば TS 発行によって調達した資金はどの事業部門に投資されるか、事業部門間取引における取引価格の基準は何か、などを予め定めておき開示することは可能である<sup>73</sup>。また M&A における株式の割当、配当政策、株式交換などの資本政策についても、優先株式など種類株式一般と同様にその条件・数値等を明定しておき投資家に開示しておく必要がある。もっとも余りにも細かな規定は経営の機動性を阻害することになるため、指針となるべき大筋の方針・基準を定めておき<sup>74</sup>、取締役がそれに従って行動するのであれば細部については取締役に委ねることとすれば、投資家の事前予測可能性と経営の機動性のバランスがとることが可能であると考えられる。

#### (2) 取締役の裁量規定

定款・契約の規定及び制度的手当により利益相反発生の可能性を最小限に抑えると同時に、Hass や Schick の基準をも適用し、TS 株主の保護を最大限に保障した上で、それでもなお利益相反となる部分、どのクラス株主の利益を優先するかという TS 発行企業における根本的な問題に関しては取締役の経営判断に委ねると定め、TS 発行時に投資家に開示しておくべきであろう。TS の商品構造からそもそも利益相反は不可避であるため解決不能な部分が出るのはやむを得ず、そのような部分は取締役の高度な経営判断による解決を尊重していくべきである。もっとも当該行為が本稿で紹介した基準を充足しない場合は、TS 株主の利益が意図的に損ねられている蓋然性は高いから、慎重に吟味する必要がある。

### 六. おわりに

以上 TS 発行会社における取締役の利益相反の問題についてアメリカにおける議論を見てきた。この問題はある程度までは基準を定立し適用可能であるが、TS の根本的な性質に他の種類株式一般とは異なる部分があり、株主間の対立につきどのクラス株主を優先すべきかという株式会社における根源的な問題が発生する。このような問題の解決を単一の取

<sup>73</sup> 当然ながら TS 発行企業以外の通常の企業ではこれらの規定は参考にはなるが基本的には不要である。

<sup>74</sup> 例えば TS 発行による調達資本は一定の割合でその他の事業部門にも分配する、事業部門間取引においてその取引価格は当該 TS 発行会社全体が市場と取引する場合の価格とする、など大枠を具体的に定めることは可能であろう。この場合の取引の不公平性についても TS 発行時の投資家への情報開示が必要となる。

締役会に委ねるのは困難を伴い、またその判断の正しさを裁判所が精査するのも難しく、判断が困難な部分については終局的には取締役の「経営判断」に委ねざるを得ない。しかしある程度までは利益相反の類型は解明されたわけであるから、本稿で紹介した基準の適用、定款による規定や制度的手当により利益相反の範囲を絞った後になお残る問題につき取締役の裁量を認め、TS 発行時の情報開示によりある程度免責されるようにすることが必要であろう。