

リスクヘッジと取締役の責任 ブレーン対ロス事件判決

神崎克郎
石田喜久夫
河本一郎
川濱昇
杉浦市郎
杉江雅彦
前田雅弘
笹川敏彦

- I はじめに
- II 事実の概要
- III 判決の要点
- IV 先物取引のヘッジ機能
- V 本判決の影響および位置づけ
- VI 注意義務基準について
- VII 経営判断原則の適用について
- VIII おわりに

I はじめに

先物取引のリスクヘッジ機能を利用できる場合には、リスク管理の手段として取締役はこれを利用する義務を負うか。すなわちこれを利用せずに会社に損害を与えれば、取締役は責任を負うこととなるか。ブレーン対ロス事件において^{*1}、インディアナ州の控訴裁判所は^{*2}、リスクヘッジを怠り会社に損害を生じさせた取締役の責任を肯定する判決をした。

この事件は、リスクヘッジをしなかったこ

とで取締役の責任が追及された初めての事件であり^{*3}、これを肯定した本判決は、実務界に大きな衝撃を与えたようである^{*4}。しかし以下において検討するように、本判決には、ヘッジの必要性においてもその範囲においても、本件事案に特有の事情があり、その射程距離には注意を要するのではないかと思われる。

II 事実の概要

本件は、穀物協同会社LaFontaine Grain Co-op（以下、C社とする）^{*5}の株主である

Rothら（以下、Xとする）が、C社の4名の取締役Braneら（以下、Yとする）に対し、C社が受けた損害の賠償を求めて提起した株主代表訴訟である。

C社はその事業の約9割が穀物の売買であった。取締役会は月1回開催され、業務担当役員（manager）の一般的な事業報告と、会計帳簿担当者の作成した財務報告とを審査していた。取締役はまた設備の維持・改善についても審議し、貸付け行為の承認も行っていった。前記報告に対し追加的な情報が求められることは稀であったし、1980年にC社が被った下記損失に関しても、特に質問がなされることはなかった。

C社の利益は、1977年以降続けて低下していた。1979年に大きな損失が生じたのち、C社の公認会計士（CPA）であるMatchette（以下、A1とする）は、将来の損失を防止するため、取締役がC社の穀物の建玉をヘッジすべきことを勧告した。そこで取締役らは、ヘッジを行う権限を役員に与えた。しかしC社には穀物の売付けが730万ドルもあったにもかかわらず、わずか2万50ドルのヘッジ契約しかなされなかった。

1981年2月3日、A1は1980年の財務諸表を取締役に提出したが、それによると純利益は6万8,684ドルしかなかった。1982年になって、A1は、1980年に監査した財務諸表には誤りがあり、現実にはC社に22万7,329ドルの損失が生じていたことを、取締役に知らせた。そこで取締役は、別の会計事務所に、C社の財務状態を審査するよう求めた。公認会計士のCoulter（以下、A2とする）は、A1の監査した1980年の財務諸表にさらに誤りがあることを発見し、その結果損失は42万4,038ドルに増加した。なおA2は、損失の主たる

原因はヘッジを行わなかったことであると述べた。

C社の株主Xは、C社の損失は、穀物市場において適切なヘッジを行うことにより建玉を保護しなかったために生じたと主張して、取締役Yの責任を追及した。第1審は、次の点でYに義務違反があったとし、Yの重大な任務懈怠によりC社に42万4,038.89ドルの損失が生じたと判示し、Xを勝訴させた。(1)ヘッジに不慣れな業務担当役員を雇用し続けた、(2)当該役員に対する合理的な監督をし続けたなかった、(3)適切にヘッジを行わしめ、役員を監督することを可能にするための、ヘッジに関する基礎的知識の修得を怠った。

Yが上訴したが、控訴裁判所も原審判決を支持してYの責任を認めた。控訴審において、Yは次の6つの点を主張して争った。

①原審において、「Xがその主張に基づく救済を得るための証拠を提出していない」と主張して却下申立てをしたのに、原審がこの申立てを却下したのは誤りである。

②原審は誤った注意義務の基準を採用した。取締役の責任を軽減した1986年改正後の規定を遡及的に適用すべきである。

③A1が作成した文書（A1による誤り発見後にC社の売上高・コストを表示したもの）、およびA2が作成した文書（A1による損失の算定をA2が修正したものの要約）を証拠として採用したのは伝聞証拠排除原則に反し^{*6}、かつそれらは、訴訟のため事後的にまとめられたものであるから、業務記録の例外（business record exception）^{*7}にも当たらない。またこれらは一般に公正妥当と認められる会計原則（GAAP）に違反する。

④原審の事実認定には明らかな誤りがある。またXは因果関係および特定の損害賠償額の

立証をしていない。さらに原審の引用する制定法と先例との間には矛盾がある。

⑤C社はA1の会計事務所に対し訴訟を提起し和解により15万ドルを獲得したのであるから、その分を損害賠償額から差し引くべきである。

⑥原審が、判決以前の1980年12月31日からの利息の支払を命じたのは失当である。

Ⅲ 判決の要点

以下には、②④に対する判示部分を掲げる*⁸。

[②に対して]

「原審はインディアナ州制定法23-1-11条に述べられた注意義務基準を採用した。1980年当時、23-1-11条は、取締役は、会社の最善の利益のために誠実に、かつ、同様の地位にある通常に慎重な者であれば類似の状況において用いるであろう注意をもって、その義務を履行しなければならないと規定していた。同制定法は、取締役は、信頼でき有能であると合理的に信ずる会社の役員・従業員が提供し、また公認会計士の専門領域に属すると合理的に信ずる事柄についてはその公認会計士が提供する、情報、報告および意見を信頼することができるものとしている。この注意の基準を満たせば、取締役は責任を負わない。

23-1-2-11条は削除され、23-1-35-1条がこれに替わった。改正法は改正前の注意義務基準を維持したが、次の点を付加することにより、責任を軽減した。すなわち取締役は、その義務の履行を懈怠し、かつ、その懈怠が故意の不適正行為 (wilful misconduct or recklessness) となるのでない限り、責任を負わない」。〈改正法を適用すべきとのYの

主張に対して〉

「一般に制定法は、明文の定めのない限り遡及的効力を有しない。……たとえ改正が民事的なもの (remedial) であるとしても、既存の権利が害される場合には遡及的適用は好ましくない。23-1-35-1条は取締役の責任を狭くするのであるから、その制定法は株主が取締役に対して有した既存の権利に影響を与える。それゆえ23-1-35-1を遡及的に適用せよとの取締役の要求は認められない」。原審は旧法のもとでの正当な注意義務基準を適用した。

[④に対して]

〈原審の事実認定が誤りであるとのYの主張に対して〉

Yの攻撃は原審の行った特定の事実認定に対しては行われておらず、その後これを特定してなされた主張も不適切である。

〈因果関係の立証がないとのYの主張に対して〉

「C社の損失は、ヘッジを怠ったためであることの証明力ある証拠のあったことが認められる。A2は、穀物業者は、価格変動による損失を予防するためヘッジを行うべきものであると証言した。穀物業およびヘッジの専門家は、協同会社 (co-ops) は投機を行うべきではないこと、C社の損失はヘッジを怠ったことから生じたものであることを証言した」。

〈経営判断原則について〉

「経営判断原則は、取締役の判断が情報に基づいたものである場合にのみ取締役を免責する。……本件では、証拠によると、取締役は、ヘッジおよびヘッジがC社の財務状態に与える効果について、なんら意味のある形で情報を得ようとはしなかった。取締役が役員

的な方法でC社の利益を守るべき取締役の義務に違反する。……経営判断原則はYを免責しない」。

〈損害賠償額の立証がないとのYの主張に対して〉

Yは、原審の判決が明らかに誤りであることの立証を尽くしていない。

〈原審の引用する制定法と先例との間に矛盾があるとのYの主張に対して〉

かつてインディアナ州最高裁判所はCoddington事件判決（1901年）において、銀行の取締役が事業に著しく不注意で、かつ故意に義務に違反したと判示したが、適切な注意義務基準は23-1-2-11条に示された基準であって、重過失基準ではない。原審が同判決を引用したのは、本件における特定の義務違反の認定を補強するためであって、Yの責任を肯定するのに重過失が必要だという趣旨ではない*9。

IV 先物取引のヘッジ機能

アメリカの商品取引所法3条は、先物取引に対する規整の必要性を明らかにするが、その中で、先物取引は、商品を扱ういろいろな業者が価格変動によって被る損失に対して、ヘッジの手段として利用される旨を述べている*10。この規定にも表現されているように、価格変動のリスクに対するヘッジングは、先物取引の最も重要な機能の一つである。そしてこのヘッジ機能が健全に発揮されるような制度的な仕組みを整えることが、商品取引所法の重要な役割の一つである*11。

もともとヘッジングは農産物、穀物の取引で用いられたようであるが、いうまでもなく現在では、ヘッジングは穀物取引に限らず、

広くリスク管理の手段となっており、たとえば銀行などの金融機関が利率の変動による損失を回避するような手段としても利用されている。

V 本判決の影響および位置づけ

(1) 本判決の影響

リスクヘッジをしなかったことについて取締役の責任を肯定した本判決は、多くの業界紙等で取り上げられ、実務界に大きな影響を与えたようである。

いくつか例を拾ってみよう。「(この判決がでて) クラスアクション・ローヤーは新しい標的を見つけた。……通貨変動リスクに対し包括的なヘッジポリシーを設けていない会社が、訴訟の標的になりうることは明らかである」*12。「会社が自己のヘッジポリシーを充足していない、あるいはそもそも効果的なヘッジポリシーを有していないと株主が考えるとき、事情に通じた攻撃的な株主は、常に代表訴訟を提起する機会を持つこととなる。さまざまなタイプのリスクをヘッジするのに利用しうる、多くのさまざまな商品が存在する現在では、ヘッジをしないという判断は、それ自体一種の投機である」*13。「デリバティブを知らないことは、それを知らないことの言い訳とはならない。このことは、金融リスクに対応しなければならないことが明らかな金融機関のみならず、一般の事業についても当てはまる」*14。「(本判決の) 議論は他の州においても妥当する。……経営陣は、あるリスクについて依然ヘッジをしないという判断をすることもできるが、少なくともヘッジをしないことについて合理的根拠を有する必要がある」*15。

(2) 本件におけるヘッジの必要性

本判決の位置づけ、あるいは射程距離を考える際には、本件で問題となったのが穀物協同会社におけるヘッジであるという点に、どの程度重みがあるのかを考える必要がある。

アメリカには本件のC社のような穀物協同会社^{*16}が数千も存在するとのことである^{*17}。この穀物協同会社が、農業者である株主のために穀物を売買し、農業者は最も有利な価格で穀物が売買されることを同社に期待する^{*18}。つまり穀物協同会社は、穀物売買のために存在する組織であるから、価格変動に対するヘッジングは、まさに事業に不可欠の行為であり、事業の核心であろう。たとえば通常の事業会社が余剰資金の運用のために投資をし、そのリスクをヘッジするというような場合とは、ヘッジの必要性の度合いが質的に異なるように思われる。この点では、本判決の結論は、穀物協同会社に特有の要素を含んでいるように思われ、本判決の論法があらゆる会社に当てはまるわけではないであろう。たとえば余剰資金の財テクで損を出したところ、それはヘッジをしなかったせいだといって、すぐには取締役の責任に結びつくものではないと考えられる。

また本判決は、価格変動によって生じた損失のすべてが、ヘッジをしなかったことによって生じた損害であると判断した。これは、取締役が100%のヘッジをする義務を負っていたことを前提とする。ヘッジをすることはリスク回避にはなるが、他方において、価格変動で得られるはずの利益を、すべて獲得することはできなくなる^{*19}。100%のヘッジをすれば、価格変動によるリスクを負う心配は一切なくなる代わりに、価格変動によって利益を得る可能性も失うことになる。通常の事業会

社が余剰資金の運用のために投資をするような場合であれば、100%のヘッジか、半分のヘッジか、わずかなヘッジかという具合に、ヘッジでカバーする範囲は、状況によりいろいろありうるであろう。100%のヘッジを前提とする本件判決は、ヘッジすべき範囲についても、穀物協同会社に特有の要素があるように思われる。

VI 注意義務基準について

判旨の②で見たように、インディアナ州の制定法は、本件で問題となった1980年当時は、「会社の最善の利益のために誠実に、かつ、同様の地位にある通常に慎重な者であれば類似の状況において用いるであろう注意」という改正模範事業会社法型^{*20}の注意基準を用いていた。

しかしその後1986年の改正で新たに(e)項を設け、義務の基準はそのままであるが、責任を大幅に軽減した^{*21}。この新設の(e)(2)の規定にいう故意の不適正行為(wilful misconduct or recklessness)という基準は、程度の如何を問わず、およそ過失(negligence)では足りないと解されている^{*22}。従っていわゆる重過失(gross negligence)の基準よりもまだ緩いということになる。少なくともリスクのある結果に対する認識ある不適切行為(conscious disregard or indifference)が必要となる。従って(a)項の基準で義務違反ありとされても、すぐに責任ありとはならない。義務違反は差止め原因にはなるが、多くの場合は責任原因にはならない。差止め原因と責任原因がずれるということは、特異な考え方ではないのであろうが^{*23}、一般の注意義務のところ、責

任のほうだけを緩めるという規制方法が採用されたのである。

なぜこのような緩和がなされたか。近年取締役の責任を追及する訴訟が増加し、またその訴訟に対する防御費用も増加し、さらには賠償責任保険のコストも増加し、その結果取締役として有能な人材を得にくくなっているからだという^{*24}。経営判断原則、取締役の損害賠償額の制限、取締役の責任についての補償・保険など、取締役の責任を緩める方向の議論がなされるときにいつも持ち出される理由が、ここでも述べられている。

本件の取締役は、この緩やかな改正後の基準で審査されることを求めたが、裁判所は遡及的適用は認められないと判示した。仮に遡及させれば、この緩やかな基準によれば本件の取締役は責任ありとされるのか、という問題について裁判所は判断をしなかったが、改正後の基準では意図的な行為であることが責任発生要件になっていることから、責任を否定すべきことにならないかと推測される。

VII 経営判断原則の適用について

本件の取締役は、旧法のもとでも、いわゆる経営判断原則によって救われないのか、という問題がある。本件では、取締役会はヘッジについて全く何もしなかったわけではない。監査人の勧告を受けて、役員にヘッジをする権限を与えていた。役員がそれを実行しなかったのである。

役員にヘッジの権限を与えたといっても、少なくとも大まかなヘッジの方針は取締役会で決めたとうえで、権限付与がなされたのであろうか。この点は明らかでないが、もし大ま

かな方針すら取締役会で決めていなかったのであれば、役員への権限付与だけで、ヘッジポリシーを取締役会が作成したとはいえない。この場合には、監査人の勧告を受けながら、ヘッジポリシーの作成を怠ったことについて、取締役の責任が問題となる。もし取締役会で一応会社としてのヘッジポリシーは作成していたが、それにもかかわらず役員がそのヘッジポリシーに従わなかったというのであれば、ヘッジが現実に行われることの監視を怠ったことについて、取締役の責任が問題になる。

本判決は経営判断原則の適用に関しては、判旨④に示したように、取締役の判断が十分な情報に基づいたものではなかった、という理由で、経営判断原則の適用なしと判示した。経営判断原則の保護を受けるためには、判断が適切な情報に基づいていることが要件である^{*25}。しかし本判決が、判断が十分な情報に基づいたものでなかったというとき、その判断とは何を指しているのであろうか。本件で問題とされた取締役の行為は、前述したように、ヘッジポリシーの作成を怠ったことをいうのか、あるいはヘッジポリシーは作ったが、役員にヘッジの権限を与えた後に、役員の解任など何の措置もとらなかったことをいうのか、のいずれかのはずである。いずれにしても、何もしなかったことが問われていると見るべきであろう。したがって経営判断原則の要件との関係では、取締役会のした何らかの判断が情報に基づいていなかったというよりも、むしろ、経営判断がなされなかったために経営判断原則の保護を受けることができない、と構成するのが自然ではないと思われる。

リスクヘッジに関し、経営判断がなされるのであれば、仮にそれが「ヘッジをしない」という判断であるとしても、それが誠実に、

かつ十分な情報に基づいてなされるのであれば、ヘッジをしないという判断内容が著しく相当性を欠くものでないかぎり、当該判断は経営判断原則によって保護されることとなる。すでに述べたように、ヘッジをすることは、リスクの回避にはなるが、他方では、価格変動で得られるはずの利益を、すべては獲得することができなくなることを意味するからである。リスクの大きさ、リスク発生の可能性などを検討したうえで、ヘッジをするよりも、価格変動を利用してより大きな利益を追求することが、会社の最善の利益になることは十分にあり得るであろう。

VIII おわりに

以上に見たように、この事件は、リスクヘッ

ジが事業の核心ともいふべき穀物協同会社に関する事案であって、ヘッジの必要性においてもその範囲においても、同会社に特有の要素があるように思われ、この判決の射程距離は、通常の事業会社一般に当然に及ぶものではないだろう。そして本判決では、監査人の勧告があったにもかかわらず、取締役会が経営判断に基づく何らの措置をも実質的にはとらなかった点が、責任が肯定される大きな要因となったと見ることができる。

リスクヘッジを怠れば取締役は責任を負うという結論だけを聞けば、実務界が衝撃を受けたことも頷けるが、本判決の射程距離を考えるにあたっては、当然のことながら、これら本件の事案に特有の事情を考慮しなければならない。

[注記] 本研究は、(社)日本商品取引員協会より研究助成金を得て行われたことを報告するとともに、同協会に厚く御礼申し上げます。

- *¹ Brane v. Roth, 590 N.E.2d 587 (Ind.Ct.App. 1992).
- *² インディアナ州は3審制を採用しており、これは中間上訴審裁判所に当たる。
- *³ その後リスクヘッジに関して、本件と並んで注目を集めた事件として、コンパック・コンピュータ社に対して提起されたクラスアクションがある。ドル高の影響を受けないためのヘッジのメカニズムを、同社が有していなかったことを開示しなかったため、株主が株価下落により損害を受けたとして提起された訴訟である。Corporate Financing Week 4/26/93。この事件は、すでに1,400万ドルで和解により解決した。BNA's Banking Report 4/3/95。
- *⁴ この事件のあらましと影響についての簡明な紹介として、鈴木壮治『『訴訟先進国』アメリカの教訓—求められるリスクヘッジ能力』週刊東洋経済1993年10月16日号16頁参照。また後述V(1)参照。
- *⁵ C社は、穀物協同組合 (grain cooperative) とされ、これがどのような企業形態であるかは必ずしも明らかでないが、後述するように (後掲注16参照)、会社であると解してよいと思われるので、それを前提に、directorsは取締役、shareholdersは株主と訳した。
- *⁶ 直接A1、A2に法廷で証言させなければならないという趣旨である。
- *⁷ 業務記録の例外とは、伝聞証拠排除原則の例外の1つで、業務の通常の過程で作成された帳簿等の記録については、直接その記入者に証言させなくても、証拠として採用できるというルールである。業務上の帳簿は規則的・継続的に作成され、一般に信用度が高いからである。
- *⁸ ②④以外の論点は、直接にはYの責任の実体にはかかわらない問題なので、詳しくは取りあげないが、裁判所の判断の要点は次のとおり。

①について。控訴審は、原審の判断が明らかに誤りであるときしかその判断を覆さないのであり、原審の判断は明らかな誤りがあるとは認められないとして、①の主張を退けた。

③について。確かにA1、A2の作成した文書は伝聞証拠であって、しかもいわゆる業務記録の例外にも当たらない。しかし伝聞証拠排除原則にはもう一つ例外があって、問題の文書がある大量の文書の要旨であって、その要旨のもとになった文書に証拠能力があり、そのもとになった文書が相手方当事者に入手可能であるときには、その要旨も証拠として採用するというルールがある。本件のA1、A2の作成した文書はこれに当たり、証拠としてよいと判示した。GAAPに反するという点については、確かに反してはいるが、証拠の重みに影響はしても証拠能力には影響せず、本件での損害額の決定にはこれで十分だという判断を下した。

⑤は、監査人が和解で支払いをしてその分だけ損害が穴埋めされれば、損害賠償額をそれだけ減額すべきであるという主張であり、これはもっともな主張のように思われる。しかしX側は、このA1との間でなされた和解は、本件で問題となっているC社が1980年に被った損害に関してではなく、翌年1981年にC社が被った損害に関するものである、と主張して争った。監査に誤りがあったのは1980年であるが、それが問題となった1980年の損害を引き起こしたわけではなく、1980年の監査の誤りは、1980年においてC社に影響を与えるのではなく、翌1981年の取締役の行動に影響を与える

ただだというのである。裁判所は、和解の文書が証拠として提出されていないから、本件の和解がどの期間をカバーするものかわからないと判示して、Yの主張を退けている。和解がどの期間をカバーするものかわからないというこの裁判所の理由付けからすると、もしもこの和解がC社が1980年に被った損害についてA1が加担した責任をもカバーしてなされたものであるならば、その部分については、Yの損害賠償額から差し引くべきとの結論になるものと思われる。

⑥については、損害賠償額が算術的に明確であるときには、判決前の利息も認められるとしてYの主張を退けている。

*⁹ つまりCoddington事件判決は、非常に緩やかな基準（重過失基準）を採用したように見えるが、この緩い基準のもとでさえ義務違反とされたような行為と似た行為が本件の場合にもあったという文脈でこの判決を引用したのであって、注意の基準そのものが重過失基準でよいという趣旨ではない、ということ述べているのであろう。

*¹⁰ Commodity Exchange Act §3.

*¹¹ 同規定によれば、先物取引は過度の投機の対象になりやすく、また価格操作等が行われるおそれがある、生産者、消費者、および商品を取り扱う業者が不利益を受けるおそれがあり、だからこそ先物取引の規整が必要なのだという。Commodity Exchange Act §3.

*¹² Forbes 6/21/93.

*¹³ Business International Money Report 7/12/93.

*¹⁴ Economist 3/13/93.

*¹⁵ Corporate Financing Week 1/18/93.

*¹⁶ grain cooperativeである本件のC社がどのような企業形態なのか、必ずしも明らかでないが、取締役の責任を論じるところでインディアナ州の通常の事業会社の規定を適用していることから、株式会社と見てよいと思われる。ただ株式会社であるとしても、どの程度の規模の会社なのかは明らかでない。もっとも取締役が4名で、判旨からは役員もmanagerとっている者だけのようであり、このような簡略な機構から推測してそれほど大きな会社ではなさそうである。会計監査人からは、アドバイザー・サービスだけではなく、監査を受けていたようであるが、これも任意にそうしていたのか、あるいは1934年証券取引所法に基づく報告会社になっていたのかどうかも明らかではない。

*¹⁷ Economist 3/13/1993.

*¹⁸ Economist 3/13/1993.

*¹⁹ Johnson & Hazen, Commodities Regulation vol. I at 52 (2nd ed. 1989).

*²⁰ Rev. Model Bus. Corp. Act §8.30.

*²¹ Ind. Code §23-1-35-1. 改正後の規定の主要部分は次のとおり。

(a)取締役は、その時点で知っている事実に基づき、次のようにして取締役としての義務（委員会構成員としての取締役の義務を含む）を履行しなければならない。

(1)誠実に、

(2)同様の地位にある通常に慎重な者であれば類似の状況において用いるであろう注意をもって、
かつ

(3)会社の最善の利益になると取締役が信じる方法で。

…………… [中略] …………… (e)取締役は、次の場合を除いては、取締役として行った行為について、または行為を行わなかったことについて、責任を負わない。

(1)本条に従った取締役の義務に違反し、または義務を履行をせず、かつ、

(2)当該義務違反または不履行が、故意の不適正行為 (wilful misconduct or recklessness) となる場合。

…………… [以下略] ……………

*²² Official Comment to § 23-1-35-1.

*²³ たとえばアメリカ法律協会の「コーポレート・ガバナンスの原理」においても、敵対的公開買付けに対する対抗措置に関する取締役の行為準則のところでは、差止め原因と責任原因とがずれる規制方法を採用している。American Law Institute, Principles of Corporate Governance, § 6.02.

*²⁴ Official Comment to § 23-1-35-1.

*²⁵ ALI, supra note 23, § 4.01(c)(2).