

金融商事法ワーキングペーパー・シリーズ

2014-9

「正当目的ルールによる取締役に対する規律  
—— 英国 2006 年会社法を踏まえて」

東京大学大学院法学政治学研究科博士課程  
山中利晃

2014 年 12 月

寄付講座「グローバル証券市場法」

東京大学大学院法学政治学研究科

2014-9

「正当目的ルールによる取締役に対する規律  
—— 英国 2006 年会社法を踏まえて」

東京大学大学院法学政治学研究科博士課程

山中利晃

2014 年 12 月

寄付講座「グローバル証券市場法」

東京大学大学院法学政治学研究科

東京都文京区本郷 7-3-1

<http://www.securities.j.u-tokyo.ac.jp/>

## 正当目的ルールによる取締役に対する規律—— 英国 2006 年会社法を踏まえて<sup>1</sup>

### [要旨]

正当目的ルールは、英国において取締役に課される一般的な義務の一つであり、「会社の取締役は、権限を、当該権限が付与された目的のためにのみ行使しなければならない」とするものである。このルールは、英国では 2006 年会社法 171 条 (b) において初めて法定されたが、わが国ではここ 30 年間研究の進展がみられない。本稿は、その役割や法定の経緯等について、ここ 30 年間の展開を概観したものである。

英国における企業買収法制の中では、シティ・コードにより買収対象会社の取締役に中立義務が課される以前の場面を正当目的ルールが規律しており、2002 年には控訴院段階でポイズンピルが正当目的ルール違反と判断されるなど、英国の企業買収規制を考える際には念頭に置く必要がある。同ルールは、わが国における主要目的ルールと類似した判断枠組みであるほか、取締役の忠実義務としてもわが国の判例法理の形成にとって参考となる。

英国において正当目的ルールが法定された背景には、テークオーバー・コードの形成が遅く同ルールの果たす役割が大きかった他のコモンウェルス諸国（ニュージーランド、オーストラリア）における判例法理の発展と法定を踏まえ、ニュージーランド 1993 年会社法の条項を踏まえて英国でも法定された経緯がある。英国における法定によって同ルールの役割が変更されたわけではないが、同条項の適用場面では啓発的株主価値（ESV）アプローチがその解釈に影響を与えうるため、今後の判例法理の形成が興味深いといえよう。

---

<sup>1</sup> 本稿は、筆者が参加した東京大学法科大学院における演習（神作裕之教授ご担当、2013 年度冬学期「会社法の研究」）のレポートに加筆・修正を加えたものである。同演習において 2013 年 12 月に筆者が行った報告では、「英国におけるエクイティ・ファイナンス規制の現状」をテーマに、その概要と業界団体主導のルール形成に関する基礎的事項を確認した。本稿は、同報告から示唆を得たほか、神田秀樹教授からも貴重なコメントを得た。

また、本稿には、筆者がオックスフォード大学法学部に **Junior Academic Visitor** として滞在している期間（2014 年 10 月以降）にも修正を加えており、「企業金融法」(**Corporate Finance Law**) を講じる同大学の **Jennifer Payne** 教授との会話等からも貴重な示唆を得た。もちろん、本稿にあり得べき誤りは全て筆者のみに帰する。

## [目次]

### I はじめに

- 1 本稿の課題
- 2 先行研究の状況
- 3 本稿の構成

### II 正当目的ルールの法定に至る経緯

- 1 吉本論文以降の展開
  - (1) 吉本論文による整理
  - (2) 判例・学説の展開
- 2 英国 2006 年会社法における法定
  - (1) 他のコモンウェルス諸国における法定
  - (2) 取締役の義務に関する見直しの議論
- 3 小括

### III 制定法上の正当目的条項の役割

- 1 正当目的条項の役割
  - (1) 標準的な理解
  - (2) Richard Nolan 教授 (2009 年)
  - (3) 英国 2006 年会社法下における判例
- 2 シティ・コードを踏まえて
- 3 小括

### IV 日本法への示唆

- 1 英国の企業買収規制
- 2 主要目的ルール
- 3 取締役の忠実義務

### V おわりに

- 1 本稿の貢献
- 2 今後の課題

## I はじめに

### 1 本稿の課題

わが国の会社法学では、このところ英国の関連法制に対する関心がみられる。例えば、①会社法制の見直しにおいて、社外取締役の選任義務づけが見送られた代わりに、英国型の **Comply or Explain** ルールが採用されたこと<sup>2</sup>、②「日本版スチュワードシップ・コード」の制定の過程で英国のそれが参考とされたこと<sup>3</sup>、③企業買収と防衛策の研究において英国型の公開買付け規制が支持されていること<sup>4</sup>、等がある。ヨーロッパの会社法学でも、近年はドイツ法ではなく「英国法の影響が顕著である」とする指摘もあるようである<sup>5</sup>。

英国の会社法関連法制に対しては、以上の関心がみられる中で、なお十分には論じられていない問題の一つとして、本稿では、英国における **proper purpose rule**（以下「正当目的ルール」という<sup>6</sup>）を取り上げ、若干の検討を加えてみたい。正当目的ルールは、基本的な性格に違いはあるものの、いわば「英国における主要目的ルール」としても機能しており<sup>7</sup>、わが国におけるそれよりも長い歴史を有しているが、わが国での研究は相当に乏しい状況にある。とりわけ、①2006年会社法は171条(b)において同法理を英国では初めて

---

<sup>2</sup> 会社法改正案は2013年11月に国会に提出され、翌2014年6月に可決成立した。

<sup>3</sup> 「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」は、機関投資家が果たすべき受託者責任に係る原則を策定することを目的として2013年8月に設置された。同年12月の素案の確定、同月から翌2014年2月までのパブリック・コメントの募集を経て、「日本版スチュワードシップ・コード」が同月に最終的に確定した。金融庁ウェブサイト「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」

(<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/index.html>) 参照（最終アクセス：2014年12月7日〔以下同じ〕）。

<sup>4</sup> 田中亘『企業買収と防衛策』（商事法務、2012年）394頁以下。

<sup>5</sup> 高橋英治『ドイツ会社法概説』（有斐閣、2012年）12頁。高橋教授の照会に対してマインツ大学のDirk A Verse教授が述べたものである。

<sup>6</sup> **Proper purpose doctrine** と呼ばれることも多く、これを吉本健一教授は「適正目的法理」、川濱昇教授は「適切目的理論」と訳していた。吉本健一『新株発行のメカニズムと法規制』（中央経済社、2007年）271頁、川濱昇「株式会社の支配争奪と取締役の行動の規制（二）」民商法雑誌95巻3号32頁以下（1986年）34頁。

先行研究を遡ると、小町谷操三博士は、**proper purpose** に「正当な目的」という訳語を当てている。同法理は現在では制定法上の根拠を有するため、判例法理としての「正当目的法理」および制定法上の「正当目的条項」（英国2006年会社法171条(b)）という用語で両者を区別することが考えられる。ただ、法定によってその役割が変更されたわけではないため、本稿では両者をあわせて「正当目的ルール」ともしている。小町谷操三『イギリス会社法概説』（有斐閣、1962年）272頁。

<sup>7</sup> 田中・前掲注(4)396頁も、両者を「類似の基準」とする。

法定したが、これにはどのような考え方が背景にあったのか、②その役割はどのようなものであり、法定によって変化したのか<sup>8</sup>、③わが国の会社法学が同ルールに学べる点はあるのか、といった点は、わが国では殆ど検討されていない。同ルールが取締役に対する規律としてどのような役割を与えられているかに関し、2006年会社法を踏まえつつ、わが国への示唆をも併せて検討することが、本稿の課題である。

## 2 先行研究の状況

英国における正当目的法理を直接の検討対象としたわが国における先行研究としては、吉本健一教授の業績がある<sup>9</sup>。同教授は、1986年に、「イギリス会社法における株主の新株引受権」<sup>11</sup>、「イギリス会社法における新株発行権限の濫用規制」<sup>12</sup>を相次いで公表し（両論文を、以下「吉本論文」という）、前者において、1948年会社法によって導入された授権資本制度への調和という観点から1980年会社法における新株引受権の法定について考察し、その中で、取締役会の新株発行権限の濫用に対処するには正当目的法理では不十分であったことが新株引受権の保障に繋がったことを指摘している。また、後者において、英国会社法における正当目的法理に焦点を当て、その展開と意義を検討し、1980年会社法下での役割等を論じている。

より具体的には、後者において、英国会社法が正当目的法理を発展させてきたのは、取締役の主観性に着目した信認義務<sup>13</sup>としての誠実義務（good faith）のみでは、権限行使の客観的な公正性が必ずしも確保されないこと、既存株主と新株主との間における利害調整の基準としては不十分であったこと、を背景として指摘しつつ、主として会社支配権の獲得を目的とした株式取得が行われる場面を念頭に、これを適切に規律する原理として正当

---

<sup>8</sup> 先行研究では新株発行の場面における取締役に対する規律として主に機能していたとされる。吉本・前掲注（6）265頁以下。

<sup>9</sup> 同書。なお、同教授は、2014年度の私法学会大会におけるシンポジウム（商法）「新株発行・新株予約権発行の法規制をめぐる諸問題」の責任者を務められた。

<sup>10</sup> 川濱教授は、シティ・コードについても検討を加えた上で、正当目的法理について、「会社支配に関する意思決定権限の分配はシティ・コードと同様になっている」としていた。川濱・前掲注（6）38頁。

<sup>11</sup> 吉本健一「イギリス会社法における株主の新株引受権」経済理論 209号 67頁以下（1986年）。吉本・前掲注（6）243頁以下に所収。

<sup>12</sup> 吉本健一「イギリス会社法における株主の新株引受権」阪大法学 140号 1頁以下（1986年）。吉本・前掲注（6）265頁以下に所収。

<sup>13</sup> 吉本教授は、「信任義務」としているが、本稿では「信認義務」で統一した。

目的法理が判例上形成・発展してきたことが紹介されている<sup>14</sup>。その上で、わが国の会社法においても、その機能する局面が明確化されることを前提とした上で、正当目的法理を取締役の行為準則として忠実義務の内容についての解釈基準とすべき可能性について指摘されていた<sup>15</sup>。

吉本論文以降、正当目的法理は、さらなる判例の蓄積に加え、他のコモンウェルス諸国（ニュージーランド、オーストラリア）における法定を経て、英国でも 2006 年会社法で初めて法定されることとなったが、こうした展開については、わが国ではほぼ全く検討されていない状況にある<sup>16</sup>。

---

<sup>14</sup> 吉本・前掲注（6）280 頁以下。

<sup>15</sup> 同書・296-299 頁。

<sup>16</sup> 英国会社法における取締役の義務に関係するものとして、わが国における吉本論文以降の先行研究としては、吉本健一「イギリス会社法における取締役の義務違反行為の承認と責任免除」酒巻俊雄先生古稀記念『21 世紀の企業法制』（商事法務、2003 年）869 頁以下、大塚章男「イギリス 2006 年会社法における取締役の責任——会社の成功促進義務を中心として」国際商事法務 42 巻 3 号 359 頁以下（2014 年）、川島いづみ「イギリス会社法における取締役の注意義務」比較法学 41 巻 1 号 1 頁以下（2007 年）、石山卓磨「英国会社法における取締役の義務規定の改定——取締役の注意・技量・勤勉義務を中心にして——」酒巻俊雄先生古稀記念・前掲 81 頁以下、小野里光広「イギリス会社法における取締役の受託者的義務——Fiduciary duty と Non-fiduciary duty の観点を中心にして——」京都学園法学 63 号 43 頁以下（2010 年）、同「イギリス会社法における取締役の受託者的義務違反に係わる会社の救済——エクイティの働きに着目して——」京都学園法学 65 号 1 頁以下（2011 年）等がある。

もっとも、これらの研究も、正当目的ルールについては全くまたは殆ど言及しておらず、同ルールに関してわが国において現時点で公開されている先行研究は殆ど見当たらない。同ルールに関係しうる数少ない先行研究としては、河村賢治「英国のエクイティ・ファイナンス法制（上・下）」国際商事法務 39 巻 1 号 55 頁以下（2011 年）・39 巻 2 号 206 頁以下（2011 年）、川島いづみ「少数派株主の保護と株主間の利害調整（一）」専修法学論集 70 号 1 頁以下（1997 年）、同「イギリス会社法における株主の反射的損害と固有の損害」比較法学 42 巻 1 号 97 頁以下（2008 年）があるが、同ルールについてはいずれの研究もわずかに言及しているにすぎない。

この点は、英国における企業買収規制の姿とも無縁ではないであろう。すなわち、正当目的ルールは取締役の権限行使を規律する一般的なルールであるが、実際には、企業買収の場面で問題となったことが多かった。一方で、企業買収の場面ではシティ・コードによる規律が発展したことで、会社法上の正当目的ルールに対するわが国研究者の関心が低下したことが考えられる。

しかし、わが国において正当目的ルールに関する先行研究が吉本論文以降殆ど見当たらないことは、同ルールが英国において重要性を失っているということを意味しない。英国における代表的なテキストでは、同ルールに関する言及は必ずみられ、London School of Economics の David Kershaw 教授は、同教授が英国の企業買収規制に関心を有している

### 3 本稿の構成

本稿は、以下の構成をとる。IIでは、正当目的法理が英国2006年会社法において法定されるまでの経緯や考え方について、吉本論文以降の判例・学説の展開をレビューするとともに、英国に先行した他のコモンウェルス諸国における法定や、法律委員会<sup>17</sup>等における議論にも目配りしている。IIIでは、英国2006年会社法上の正当目的条項が果たす役割について、最近の代表的な研究を基礎として考察を加えている。IVでは、正当目的ルールがわが国の会社法にいかなる示唆を与えうるかについて、英国の企業買収規制、主要目的ルール、忠実義務との関係から若干の整理を示している。Vが結章となる。

## II 正当目的ルールの法定に至る経緯

### 1 吉本論文以降の展開

#### (1) 吉本論文による整理

本章では、吉本論文以降、正当目的法理が英国2006年会社法において法定されるまでの判例・学説の展開を確認するが、まず、吉本論文が公刊された1986年以前の英国会社法における規律と、その下でどのような判例法理が形成されていたかに関する吉本論文の理解を簡単に確認しておきたい<sup>18</sup>。

英国では、EC会社法第2指令(1977年)の要請を受けて、1980年会社法において株主の新株引受権が法定されるまでは、1948年会社法が採用した授権資本制度の下で、新株発行権限は取締役会に委ねられていた。正当目的法理は、主として、ここで授権された権限の濫用から株主を保護するものとして機能してきた。特に重要な判例としては、①*Hogg v*

---

ことから、同ルールおよび関連事項に一章(約20頁)を割いて解説を加えている。See, Paul L Davies and Sarah Worthington, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law* (9<sup>th</sup> ed, Sweet & Maxwell, 2012) at 528, Eilis Ferran and Look Chan Ho, *Principles of Corporate Finance Law* (2<sup>nd</sup> ed, OUP, 2014) at 105, David Kershaw, *Company Law in Context* (2<sup>nd</sup> ed, OUP, 2012) at 387.

<sup>17</sup> 法律委員会(Law Commission)は、英国において法制度の見直しを行う常設の委員会であり、イングランド法律委員会とスコットランド法律委員会が存在する。長らくLaw Commissions Act 1965を基礎とし、2006年会社法への見直しの議論の過程でも、両者がその役割を担った。その後、Law Commissions Act 2009により、法律委員会の政府に対する提案について、政府による修正を認めないという形でその拘束力が強化されている。

<sup>18</sup> 吉本・前掲注(6)268頁以下。



*Cramphorn Ltd*事件（1967年）<sup>19</sup>、②*Bamford v Bamford*事件（1970年）<sup>20</sup>、③*Howard Smith Ltd v Ampol Petroleum Ltd*事件（1974年）<sup>21</sup>が挙げられる。これら判例の考え方は、取締役会は会社の利益のために新株発行権限を行使しなければならず、個人的利益や会社支配権の確保を目的として自己やその仲間に新株を発行することはできないが、新株発行によって多数派株主が付随的に支配権を失う結果となっても、当該新株発行は適法である、というものである<sup>22</sup>。このため、取締役会による新株発行権限の濫用に対処するには正当目的法理では不十分であると認識され、1980年会社法における新株引受権の保障に繋がった。

1980年会社法における新株引受権の保障により、取締役会の新株発行権限は大幅に制約を受け、正当目的法理が機能する範囲も影響を受けたが、その重要性はなお維持されている<sup>23</sup>。具体的には、1980年会社法の下で、①業務定款による新株割当権限の一般的授権の制度（14条、最長5年）によって株主の新株引受権を一般的に排除することができるため（18条）、ここでの取締役会の新株発行権限を規律すること、②新株引受権が保障された下でも、新株発行の具体的時期、発行株式数、発行価額等に関する決定権限はなお取締役会が有しており、この権限を規律すること、という主として二つの場面において取締役会の裁量を規律する役割が正当目的法理に与えられていた。正当目的法理は、1980年会社法施行後もなおその重要性を失わないと考えられる。

以上が、吉本論文の基本的な理解である。

## （2）判例・学説の展開

本節では、吉本論文以降、2006年会社法における法定に至るまでに、正当目的法理に関する判例・学説が英国においてどのように展開したかを確認したい。

---

<sup>19</sup> [1967] Ch 254. この事件は、買収に対抗するためになされた、①1株当たり10個の議決権を有する優先株の額面発行、②この優先株を引き受けるために新たに設定された信託への会社資金の無利子での貸与が正当目的ルールに反しないかが問題となった。Buckley判事は、この権限行使が誠実に（in good faith）なされたことを認めつつ、なお正当目的ルールに反するものとして取消原因を有すると判示した。吉本・前掲注（6）266頁-269頁参照。

<sup>20</sup> [1970] Ch 212.

<sup>21</sup> [1974] AC 821, [1974] 1 All ER 1126.

<sup>22</sup> 吉本・前掲注（6）250頁。

<sup>23</sup> 吉本・前掲注（6）294頁以下。

この点に関する特に興味深い文献として、本稿では、公刊された順に、①LS Sealy教授<sup>24</sup>による1989年の「会社の意思決定における『信義誠実則』と『正当目的』」<sup>25</sup>、②Sarah Worthington教授による1991年の「取締役の義務、債権者の権利、株主による介入」<sup>26</sup>、③Richard Nolan教授<sup>27</sup>による1998年の「正当目的法理と会社取締役」<sup>28</sup>を取りあげたい。

#### a. LS Sealy 教授 (1989 年)

第一に、吉本論文以降の正当目的法理に関する研究として、Sealy教授による「会社の意思決定における『信義誠実則』と『正当目的』」は、後述するNolan教授の研究と並んで、本稿の課題に関する最重要文献の一つである<sup>29</sup>。

同論文は、取締役の意思決定における妥当性を判断する基準として、「信義誠実則」(bona fides)<sup>30</sup>から正当目的法理へと重点がシフトしていること、またそれに伴って、客観性テストによる主観性テストの代替と、介入主義による自由放任主義の代替が生じているとい

---

<sup>24</sup> LS Sealy 教授は、ニュージーランドの出身で、1961年から1997年までケンブリッジ大学で教壇に立たれた。同教授の講座はBrian R Cheffins教授に引き継がれている。1967年の論文「受託者としての取締役」は特に有名である。LS Sealy, *The Director as Trustee*, 25 Cambridge LJ 83 (1967). ケンブリッジ大学ウェブサイト

([http://www.squire.law.cam.ac.uk/eminent\\_scholars/professor\\_len\\_sealy.php](http://www.squire.law.cam.ac.uk/eminent_scholars/professor_len_sealy.php)) 参照。

<sup>25</sup> LS Sealy, “*Bona Fides*” and “*Proper Purposes*” in *Corporate Decisions*, 15 Monash U L Rev 265 (1989).

<sup>26</sup> Sarah Worthington, *Director’s Duties, Creditors’ Rights and Shareholder Intervention*, 18 Melbourne U L Rev 121 (1991).

<sup>27</sup> Nolan 教授は、約20年に亘ってケンブリッジ大学で会社法・信託法のReaderを務め、現在はヨーク大学教授。なお、ケンブリッジ大学におけるReaderは、Professor (教授)とLecturer (講師)の間に位置する職位である。ヨーク大学ウェブサイト

(<http://www.york.ac.uk/law/staff/nolan/>) 参照。邦語文献として、渡部亮「ケンブリッジ大学と英国の教育制度」経済志林77巻2号325頁以下(2009年)330頁参照。

<sup>28</sup> Richard Nolan, *The Proper Purpose Doctrine and Company Directors*, in B Rider (ed), *The Realm of Company Law* (Kluwer Law International, 1998).

<sup>29</sup> Sealy 教授は、同論文の公刊直前に取締役の義務に関する基礎的な考察を加えており、それが同論文の基底をなしていると理解できる。そこでは、取締役の義務に関し、伝統的な「会社」のみに対するものではなく、より広く債権者の利益も勘案すべきこと、それに伴って司法的介入の余地を拡大させるための法的構成のあり方に関する考察がなされていた。LS Sealy, *Directors’ “Wider” Responsibilities – Problems Conceptual, Practical and Procedural*, 13 Monash U L Rev 164 (1987).

<sup>30</sup> ‘bona fides’ と ‘good faith’ をいかに訳し分けるかは難しい。いずれも善意あるいは主観的な誠実性という意味を共通して有するが、本稿では差し当たり、前者を「信義誠実則」、後者を「誠実性」あるいは「誠実義務」としている。

う基本的認識の下に、これに付随する問題を直接の検討対象とした貴重な文献である<sup>31</sup>。

同論文は、また、シティ・コードの制定後は、同コードが企業買収に関する基礎的ルールを提供することとなったために、正当目的法理の重要性がそれ以前との対比では低下したことを認めつつも、テークオーバー・コードを有する以前の他のコモンウェルス諸国（オーストラリア）では、同法理が重要な役割をなお果たしてきたことを挙げる。

具体的には、正当目的法理に関するオーストラリアにおける判例として、特に、*Rolled Steel Products (Holdings) Ltd v British Steel Corp*事件（1986年）<sup>32</sup>において Browne-Wilkinson判事が「『会社』の権限の逸脱または濫用」と「『その』権限の誤った行使」<sup>33</sup>に言及しており、権限踰越（*ultra vires*）の法理を放棄した後にも会社の権限行使の逸脱の違法性を論じる方向性が認められたという点で、「これが、我々の議論にとって全体として有用な手がかりを含むものである」<sup>34</sup>という。

この他、Sealy教授は、会社の行為に関し、裁判所がその目的を判断する際に、「目的」と「理由」の間で区別を行った興味深い判例として、①オーストラリアにおける *Whitehouse v Carlton Hotel Pty Ltd*事件（1987年）<sup>35</sup>と、②イングランドにおける *Brady v Brady*事件（1988年）<sup>36</sup>を紹介している<sup>37</sup>。

また、これは後にNolan教授にも引き継がれる視点であるが、裁量の規律という点で行政法上のルールとの関係についても言及している<sup>38</sup>。具体的には、行政法における

「『Wednesbury』非合理性」<sup>39</sup>の概念が、*Re a Company*事件（1988年）<sup>40</sup>により判例で直接に参照される形で会社法の領域に導入されたことに言及している<sup>41</sup>。なお、この概念は、公法上の「Wednesbury非合理性」テストと一般的に知られているものであり、裁量

---

<sup>31</sup> Sealy, *supra* note 25, at 266.

<sup>32</sup> [1986] Ch 246 (CA).

<sup>33</sup> *Id.* at 303 ff.

<sup>34</sup> Sealy, *supra* note 25, at 271.

<sup>35</sup> (1987) 11 ACLR 715 (HCA).

<sup>36</sup> [1988] 2 WLR 1308 (HL).

<sup>37</sup> Sealy, *supra* note 25, at 272, 275.

<sup>38</sup> オーストラリア裁判所では、会社支配権の移転の場面における取締役に対する規律と、行政法上の裁量の規律とが、同じ裁判官によって発展させられた経緯があり、正当目的法理が行政法上の規律をも参考としているのはこのことが背景にある。Sealy, *supra* note 25, at 266.

<sup>39</sup> *Associated Provincial Picture Houses Ltd v Wednesbury Corp* [1948] 1 KB 223 (CA).

<sup>40</sup> [1988] 1 WLR 1068.

<sup>41</sup> Sealy, *supra* note 25, at 277.

を与えられた者（行政機関や取締役）が、元々認められている要素だけでなく、それらについて「適切な」考慮を行った場合に、コモン・ロー上の判例は以前から、会社の利益となるようにいかに最善に行為すべきかに関する取締役の判断を二次的に推量することは総じて行ってこなかったが、その唯一の例外として、実際に行われた一連の行為が会社の利益となると合理的な取締役であれば考えなかったであろうと裁判所が判断する場合には、そうした推量を行う、というものである<sup>42</sup>。

Sealy教授は、同論文の結論として、イングランドやオーストラリアの裁判官が会社の意思決定、特に取締役の意思決定を審査する際に、伝統的な信義誠実則と正当目的法理が重なり合っていたために、正当目的法理は「屋上屋を架すもの（バスの五番目の車輪）」（‘a fifth wheel on the coach’）以上の何か、という程度の小さな意義しかかつては有しなかったかもしれないが、既にシティ・コードを有するイングランドよりも、オーストラリアにおけるさらなる法の発展にとって、現在では正当目的法理が「跳躍板」（‘springboard’）となった、として一層積極的な位置付けを正当目的法理に与えている<sup>43</sup>。

Sealy教授のこの理解は、同教授の過去の見解と比較すると興味深い。すなわち、吉本論文でも紹介されていた同教授の過去の見解では、「取締役会自身の動機の誠実性以外に権限行使の適法性に関する判断基準はありえないとして、適正目的法理の存在を明確に否定」<sup>44</sup>していた<sup>45</sup>。同論文が公刊された1989年時点でのSealy教授の見解は、20年のうちに、正当目的法理の意義を積極的に認める方向で対照的といえるまでに変化したのである。

このように、吉本論文の公刊直後の代表的な見解では、取締役の意思決定に対して裁判所が介入する際の一般原則の一つとして、正当目的法理に対して一層積極的な評価が与えられており、それは、英国というよりも他のコモンウェルス諸国（オーストラリア）における判例法理の発展に牽引されたものであったといえる。

#### b. Sarah Worthington 教授（1991年）

第二に、Worthington教授による1991年の「取締役の義務、債権者の権利、株主によ

---

<sup>42</sup> Davies and Worthington, *supra* note 16, at 548.

<sup>43</sup> Sealy, *supra* note 25, at 278.

<sup>44</sup> 吉本・前掲注（6）281頁。

<sup>45</sup> LS Sealy, *Company—Directors’ Powers—Proper Motive but Improper Purpose*, 25 Cambridge LJ 33 (1967) at 35.

る介入」<sup>46</sup>を取りあげたい。同論文の要旨は以下の通りである。「本論文は、正当な目的のために行為するという取締役の義務は会社に対する忠実義務という信認義務とは根本的に異なるという見解を提示する。この相違を認識することの帰結は、非常に幅広いものである。というのは、これらの異なる義務違反に対して、異なる救済方法、株主による介入の異なる可能性、潜在的な権利主張者の異なる階層が適切となってくるからである。これらの帰結は、会社取締役のより大きな責任に対する現在の要求に現行法が適切に対応しているということ、また、立法による変化は保障されないということを示唆している」<sup>47</sup>というものである<sup>48</sup>。

同論文は、主として、取締役の行為に対する債権者保護の観点からの規律として、正当目的法理の可能性を指摘している。加えて、取締役の会社に対する信認義務として正当目的法理を位置づけるのではなく、同法理を会社の義務として構成することによって、株主総会や取締役会における決定に対してもこれを適用しうるという可能性を提示している<sup>49</sup>。これは、債権者保護という観点からみると、①会社の財政状態に影響されないこと、②提訴した債権者のみならず全債権者の保護に資すること、③会社の意思決定に対する行為規準の改善に資することなどから、当時の制定法上の救済よりも優れているという<sup>50</sup>。

同論文はまた、正当目的法理を取締役の信認義務として構成した場合、義務違反を主張しうるのは受託者、すなわち会社のみということになる一方、これを衡平法上の義務と構成した場合、「取締役に対して権限を付与した場合でも、当該権限は絶対のものではない」という点を基礎とすることとなり、この衡平法上の制約は、より多くの利害関係者（会社債権者等）にとって義務違反を主張することを可能とする、という実益をも指摘している<sup>51</sup>。さらに興味深い点として、同論文は、「裁量が正当目的のために行使されなければならない」という衡平法上の義務は、株主総会における株主をも制約しうることに言及してい

---

<sup>46</sup> Worthington, *supra* note 26.

<sup>47</sup> *Id.* at 121.

<sup>48</sup> Worthington 教授の見解と Nolan 教授のそれとでは、正当目的法理を信認義務と位置づけるかどうかという基本的な点において既に相違がある。この点は、英国 2006 年会社法においても明確化されたわけではない。

<sup>49</sup> *Id.* at 122.

<sup>50</sup> *Id.* (at 122).

<sup>51</sup> *Id.* at 133. このように、正当目的法理をすべてのメンバーの決定に対するものとしてその適用範囲を広く捉える見解は、Worthington 教授に特徴的なものであり、他の文献でもそれは確認できる。Sarah Worthington, *Corporate Governance: Remediating and Ratifying Directors' Breaches*, 116 LQR 638 (2000).

る<sup>52</sup>。この場合、株主も取締役と同様に、正当な目的のために権限が行使されるべきであるという要求に従うがゆえに、正当目的に反する形で取締役が自らの権限を行使した場合、これに対して株主が黙認をなすことは、株主にとっても正当目的義務に対する違反となりうるという<sup>53</sup>。そしてこの可能性は、正当目的法理を取締役の信認義務と構成した場合には認められず、衡平法上の義務と構成した場合にのみ認められるという<sup>54</sup>。

同論文は、正当目的法理の可能性とその意義をかなり広く認めており、2000年前後に英国において取締役の義務に関する見直しの議論がなされる以前の基礎的考察として、興味深いものである。もっとも、正当目的法理にここまで期待する立場は、英国において必ずしも一般的なものではないようにも見受けられる。伝統的な理解は、正当目的法理を基本的には信認義務と構成するものであり、この枠組みに位置する有力な見解としては、次に紹介するNolan教授のものが挙げられる。後述するように<sup>55</sup>、Nolan教授は取締役の義務の見直しに関して一定の役割も果たしている。

### c. Richard Nolan 教授（1998年）

第三に、Richard Nolan教授による1998年の「正当目的法理と会社取締役」<sup>56</sup>は、司法審査の過程における権限踰越法理は、意思決定の検証を直接的に含まないものであり、会社法においてその重要性が低下する一方、正当目的法理は権限行使を規律する際の客観的な規範として実際上の重要性が増すであろうにもかかわらず、取締役に課される信認義務のうち、十分には理解されていないという認識を出発点としている<sup>57</sup>。その上で、同教授は正当目的法理がいかに関展しうるかについて検討を加えていた。

この点に関し、取締役の権限行使が取締役自身の主観性とは別個の客観的基準に沿って司法審査されることを明らかにしたものとして、Nolan教授は二つの判例を取りあげてい

---

<sup>52</sup> Worthington, *supra* note 26, at 152.

<sup>53</sup> *Id.* at 152-153.

<sup>54</sup> *Id.*

<sup>55</sup> 後述Ⅱ 2（2）参照。

<sup>56</sup> Nolan, *supra* note 28. 同書はSealy教授の退職記念論文集であり、同論文は、前述したSealy教授の考察を念頭に執筆されている。Nolan教授による理解では、Sealy教授の考察に欠けている点として、正当目的法理の客観的な規範としての性格が挙げられる一方、Sealy教授が指摘したように、正当目的法理に関して意思決定がどのような根拠で義務違反とされるかを考察することはなお重要であるという。*Id.* at 12-13.

<sup>57</sup> *Id.* at 1.

る<sup>58</sup>。それは、①*Rolled Steel Products (Holdings) Ltd v British Steel Corporation*事件（1986年）<sup>59</sup>と、②*Bishopsgate Investment Management Ltd (in liquidation) v Maxwell (No 2)*事件（1994年）<sup>60</sup>である。いずれの事件も、裁判官は、取締役の主観的な信義誠実性（bona fides）を認めつつも、それが客観的な権限行使についての正当目的違反の免責事由とはならないとしたものである。

同論文はまた、裁量に対する規律を行政法がまず発展させてきたこと、またそれから会社法が学ぶべきことに言及するとともに、その際の正当目的法理の重要性を指摘していたが、正当目的法理が実際にどの程度まで拡がりを見せるかについては今後の裁判所次第である、と述べるに止めていた<sup>61</sup>。Nolan教授の見解は、2009年の論文<sup>62</sup>においてさらに展開を見せることとなる。

## 2 英国 2006 年会社法における法定

### （1）他のコモンウェルス諸国における法定

以上のように、正当目的法理に関する検討の継続がみられる中で、英国以外のコモンウェルス諸国において英国 2006 年会社法よりも先に正当目的法理の法定がなされた経緯がある（ニュージーランド：1993年、オーストラリア：2001年）<sup>6364</sup>。この背景には、両国ともテークオーバー・コードの形成が遅く、正当目的法理の役割が大きかったことがあるようである<sup>6566</sup>。

---

<sup>58</sup> Id. at 10.

<sup>59</sup> [1986] Ch 246. 本判決によって、権限踰越とは異なる正当目的法理に固有の役割が明確となり、かつ、所与となったと Nolan 教授はいう。Nolan, supra note 28, at 3.

<sup>60</sup> [1994] 1 All ER 261.

<sup>61</sup> Nolan, supra note 28, at 35.

<sup>62</sup> Richard Nolan, *Controlling Fiduciary Power*, 68 (2) Cambridge LJ 293 (2009). 後述 III 1 (2) 参照。

<sup>63</sup> 同法理に関しては、オーストラリアにおいても研究の蓄積がみられていた。Ross Grantham, *The Powers of Company Directors and the Proper Purpose Doctrine*, 5 King's College LJ 16 (1994), Saul Fridman, *An Analysis of the Proper Purpose Rule*, 10 (2) Bond L Rev 164 (1998).

<sup>64</sup> オーストラリア会社法に関しては、数少ない日本語の概説書が最近公刊されている。加納寛之『オーストラリア会社法概説』（信山社、2014年）。

<sup>65</sup> ニュージーランドでは、Takeovers Act 1993により1993年にテークオーバー・パネルが設立され、その後、政府に対する1995年のコードの提言を経て、Takeovers Code Approval Order of 2000により、2000年にテークオーバー・コードが制定された。同国テークオーバー・パネルのウェブサイト

後述するが、正当目的条項に関し、英国 2006 年会社法はニュージーランド 1993 年会社法（Companies Act 1993）を踏まえているほか、コモンウェルス諸国において正当目的法理を早期に法定したものとしても興味深いため、ここでは同国における条項のみを確認しておきたい。それは以下の通りである。

### 133 Powers to be exercised for proper purpose

A director must exercise a power for a proper purpose.

#### 133 条 権限が正当な目的のために行使されるべきこと

取締役は権限を正当な目的のために行使しなければならない。

ここでは、シンプルな形で取締役の権限行使一般に関する法原則が定められている<sup>6768</sup>。

#### （2）取締役の義務に関する見直しの議論

以上の展開に続き、英国 2006 年会社法で正当目的法理が法定されるまでには、取締役の義務に関する見直しの議論の中で<sup>69</sup>、同法理についてどのような考察がなされたのか。

英国では、2000 年前後に取締役の義務に関する見直しの議論が盛り上がりを見せ、イングランド法律委員会、スコットランド法律委員会、通商産業省（Department of Trade and Industry, DTI）による検討の成果が 1998 年から 2001 年までの 3 年間で相次いで公表さ

---

（<http://www.takeovers.govt.nz/the-panel/what-is-the-takeovers-panel/>）参照。

<sup>66</sup> オーストラリアでは、1999 年以降、テークオーバー・パネルが主要な役割を担っている。RP Austin and IM Ramsay, *Ford's Principles of Corporations Law* (15<sup>th</sup> ed, LexisNexis Butterworths, 2013) at 447. オーストラリアにおけるテークオーバー・コードについては、IM Ramsay (ed), *The Takeovers Panel and Takeovers Regulation in Australia* (Melbourne UP, 2010)がある。

<sup>67</sup> オーストラリア 2001 年会社法（Corporations Act 2001）では、正当目的法理は取締役の権限のみを規律するものとして法定されたのではなく、249 条 Q で「株主総会は正当な目的のために開催されなければならない」（*A meeting of a company's members must be held for a proper purpose.*）とされるなど、様々な場面が規律されており、興味深い。

<sup>68</sup> この点に関連して、両国において正当目的ルールとは別にテークオーバー・コードがなぜ制定されたのか、とりわけ、正当目的ルールでは何が不足とされたのかという点は、わが国にとって示唆を有する。この点の検討は、今後の課題としたい。

<sup>69</sup> わが国における先行研究として、川島教授によるものがある。川島「イギリス会社法における取締役の注意義務」・前掲注（16）。



れた。その後、政府案として会社法改正白書「会社法の現代化」(‘Modernising Company Law’) 70が 2002 年に示されるという過程を経ている71。

こうした一連の議論の中で、法律委員会は 1997 年という早期に報告書「株主の救済」72を公表しており、正当目的法理については既にこの時点で言及がみられる73。同報告書では、取締役の義務違反と、議決権行使を通じた支配株主による少数株主に対する搾取に対して、少数株主が利用可能な救済手段に焦点が当てられた74。ここでは、株主が会社のためになし得る法的行為の不明確さや複雑さが問題の一つと認識され、取締役の会社に対する義務違反に対して株主が責任を課すことに言及されている。取締役が会社に対して負う義務は、忠実義務と信義誠実則を含むものであり、それは、権限を正当な目的のために行使用することを含むものであると理解されている75。ここでは、株主による新たな派生訴訟を検討するという問題設定の中で、正当目的法理にも言及されていた76。法律委員会は 6 つの基本原則(‘Guiding principles’)を掲げていたが77、正当目的法理はまだ基本原則の中には含まれておらず78、法律委員会による 1999 年の報告書79でも、12 の基本原則が掲げられたものの80、正当目的ルールはなお直接には基本原則に含まれていなかった。

その後、2000 年に、Company Law Review Steering Group (以下「CLRSG」という81)

---

70 Cm 5553-1 (2002), Cm 5553-2 (2002).

71 その後、通商産業省が「会社法の改正」(‘Company Law Reform’)と題する白書を 2005 年 3 月に公表した後、同年 11 月に改正法案が国会に提出され、翌 2006 年 11 月に 2006 年会社法が成立している。以上の過程で様々な動きがみられたが、本稿の課題との関係では、本文中に記載の事項に着目できる。一連の経緯については、川島「イギリス会社法における取締役の注意義務」・前掲注(16)3頁以下参照。

72 Law Commission, Shareholder Remedies (1997, Law Com No 246).

73 Id at 2 (note 6).

74 Id at 1.

75 Id at 2, 80.

76 Id at 79-80.

77 Id at 4-7.

78 3 目目の「商事的意思決定」(‘Commercial decisions’)において、正当目的法理に関する代表的判例である *Howard Smith v Ampol Petroleum Ltd* 事件が参照されたにとどまる。Id at 5.

79 Law Commission, Company Directors: Regulating Conflicts of Interest and Formulating a Statement of Duties (1999, Law Com No 261, Scot Law Com No 173).

80 Id. at 25-27.

81 「会社法検討諮問グループ」とも訳される。イギリス会社法制研究会「イギリス 2006 年会社法(1)」比較法学 41 巻 2 号 361 頁以下(2008 年)362 頁。

が取締役の義務に関する報告書<sup>8283</sup>を公刊した際に、「第一原則」(‘Principle 1’)として、「法令遵守と忠実」の標題のもとに三つの事項が提言され、正当目的法理はここで最初の提言として取りあげられた。具体的には、以下の通りである。

## 1 Compliance and loyalty

a. A director must exercise his powers honestly and for their proper purpose, and in accordance with the company’s constitution and decisions taken lawfully under it. <sup>84</sup>

### 1 法令遵守と忠実

a. 取締役は、その権限を、会社の定款とその下で適法と考えられる決定とに従って、誠実に、また、権限の正当な目的のために行使しなければならない。

CLRSGの整理によれば<sup>85</sup>、ここでの法令遵守は正当な目的のために権限を行使するという要請と密接に関係するが、CLRSGはこれらを定義せず、今後の判例法の発展に委ねることとした。ここで正当目的法理が含まれた理由は、株主の会社支配権を弱めるための新株発行など、判例は概して、会社定款に違反する形での違法な権限行使を問題としているという点で、正当目的法理と法令遵守義務は密接に関係するためである<sup>86</sup>。

取締役が会社の成功のためになると信じた目的であっても、それが定款違反や正当目的違反となる権限行使である場合には、当該目的を追求することが許されないという意味において、法令遵守と正当目的義務はいずれも忠実義務と重なる部分がある。これが、法令遵守と正当目的とを同じ類型で扱った理由であるとされる<sup>87</sup>。

Worthington教授によれば、CLRSGの上記提言では二つの義務が述べられており、第一

---

<sup>82</sup> Company Law Review Steering Group, *Modern Company Law for a Competitive Economy: Developing the Framework* (2000, URN 00/656).

<sup>83</sup> Company Law Review Steering Group, *Modern Company Law for a Competitive Economy: Completing the Structure* (2000, URN 00/1335).

<sup>84</sup> CLRSG, *supra* note 82, at para 3.40.

<sup>85</sup> *Id.* at para 3.47-3.48.

<sup>86</sup> 「正当な目的」を会社定款上の目的に限定することによって両者の関係を反映することも可能であるが、CLRSGはこの点についても今後の判例法に委ねることとした。 *Id.* at para 3.47.

<sup>87</sup> *Id.* at para 3.48.

に、取締役は、適法かつ正当な目的のために行為すべきであるという義務（法令遵守義務）を負い、第二に、全体としてのメンバーの利益のために会社の成功を促進するという誠実に行為すべき義務（忠実義務）を負うという<sup>88</sup>。ここでの「法令遵守義務」は、どの目的が「正当」であるかを決定するという難しい役割を裁判所が担う必要が残るものの、忠実義務の法定の仕方と比較して<sup>89</sup>、正当目的法理の法定自体については、この時点において既に論争的なものではなかったとされる<sup>90</sup>。

以上の過程で、Nolan教授により2001年に「会社法における民事救済の制定法化」<sup>91</sup>が示されている。同論文は、当初、CLRSOにおける議論のために準備されたものであり、CLRSOの最終報告書も同論文に肯定的なものである<sup>92</sup>。同論文で、Nolan教授は、取締役の義務違反に関して当時有効であった英国1985年会社法上の規律を確認するとともに、取締役の義務違反に関する判例法を法定することが実行可能でありまた望ましいか、またこれに関連して、取締役の義務がそもそもどのようなものであるべきかということ念頭にこれを論じている<sup>93</sup>。ここでは正当目的法理に関しても様々な角度で論じられたが、正当目的法理を法定するかを判断する際に、ニュージーランドで信義誠実則と正当目的法理が制定法上の定めを有していたことが参考とされている<sup>94</sup>。英国2006年会社法における正当目的条項は、この点でニュージーランド会社法133条を踏まえているといえよう。同

---

<sup>88</sup> Sarah Worthington, *Reforming Directors' Duties*, 64 MLR 439 (2001) at 446. 同論文は、CLRSOによる最終報告書の公表前に公刊されたものであり、同報告書以前の検討状況に幅広く目配りしている。同論文は、2006年会社法以前における英国会社法の包括的な改革の必要性を認めつつも、CLRSOが「多元主義」(‘pluralist’) アプローチや「利害関係者」(‘stakeholder’) アプローチではなく、「包括的」(‘inclusive’) アプローチやESVアプローチを採用したことに対して肯定的にのみ捉えているわけではない。Id. at 440.

<sup>89</sup> ESVもこの過程で提言された。CLRSOは、ESVを、株主価値を最大化することを取締役に要求するものと捉えたが、その際、社会的・倫理的な制約を考慮することも求めたのである。それは同時代の経済的価値の概念を踏まえたものであるため、競争力の向上にも資する戦略であると考えられた。その上で、CLRSOは、これを忠実義務の核心部分として、株主の利益のために会社の成功を達成することに対して取締役に課される制定法上の義務として現れるべきことを提言した。Id. at 442, 445.

<sup>90</sup> Id. at 446.

<sup>91</sup> Richard C Nolan, *Enacting Civil Remedies in Company Law*, 1 (2) Journal of Corporate Law Studies 245 (2001).

<sup>92</sup> Id. at 245. Davies and Worthington, *supra* note 16, at 505.

<sup>93</sup> Nolan, *supra* note 91, at 245.

<sup>94</sup> Id. at 269.

論文は、結論として、CLRSOの提言<sup>95</sup>が受け入れられるならば、取締役の義務一般に対する救済方法を制定法化することは可能である、としてこれを指示する立場を明らかとしていた<sup>96,97,98</sup>。

このように、従来は判例法上の存在であった正当目的ルールに制定法上の根拠が与えられた背景には、他のコモンウェルス諸国における判例法理の発展と法定に加え、法定によってその役割を変更するのではなく、今後の判例法理の形成に委ねたという CLRSO の立場や、これらに肯定的な学説による支持もプラスに働いたことが指摘できる。

### 3 小括

2000 年前後の英国における取締役の義務の改革をめぐる議論以前には、正当目的法理を信認義務と理解するか、より広く衡平法上の義務と理解するか等、基本的な性格についても意見の一致があったわけではない。しかし、テークオーバー・コードの形成が遅く、正当目的法理の役割が大きかったオーストラリアとニュージーランドという他のコモンウェルス諸国での判例法理の発展と法定もあり、1967 年時点における Sealy 教授のかつての指摘とは対照的に、その意義や存在自体は徐々に共通の認識とされていった。こうした展開を基礎として、取締役の義務の改革を巡る議論でも、正当目的法理の法定に関しては ESV とは異なり大きな異論が生じることなく、CLRSO が提案した基本原則の第一に含められ、法定への流れが形成されたと整理できる。ここでは、ニュージーランド 1993 年会社法 133 条におけるシンプルな形での条文の定め方が踏まえられるとともに、正当目的法理の役割や法的位置づけ自体を法律により明確化するのではなく、それらを今後の判例の形成に委ねたという CLRSO の立場や、これらに肯定的な学説による支持もプラスに働い

---

<sup>95</sup> CLRSO, *supra* note 82.

<sup>96</sup> Nolan, *supra* note 91, at 276.

<sup>97</sup> この他、Brian R Cheffins 教授による 1999 年の『取締役の義務の発展』——法的・理論的な背景」も有益である。Brian R Cheffins, *Developing Director's Duties: The Legal and Theoretical Context*, 3 (2) *Company Financial and Insolvency L Rev* 157 (1999). 取締役の義務の見直しに関し、「取締役の義務の発展」と題するコンファレンスが 1998 年にケンブリッジ大学で開催された。同論文は、本コンファレンスの一環として書かれたものであり、学説を中心として関連する議論に幅広く目配りした貴重なレビュー論文である。同コンファレンスの内容は、同誌同号に幅広く掲載されている。

<sup>98</sup> また、有益な文献として、Ferran 教授によるものがある。Eilis Ferran, *Company Law Reform in the UK*, 5 *Singapore Journal of International & Comparative Law* 516 (2001).

たといえる。

### III 制定法上の正当目的条項の役割

#### 1 正当目的条項の役割

##### (1) 標準的な理解

###### a. 注釈書における解説

正当目的法理は、前章において概観した経緯を経て、英国では 2006 年会社法によって初めて法定されることとなった。以下がその条項である。

(原文)

#### 171. Duty to act within powers

A director of a company must-

- (a) act in accordance with the company's constitution, and
- (b) only exercise powers for the purposes for which they are conferred.

(邦訳<sup>99</sup>)

#### 第 171 条 権限の範囲内において行為すべき義務 (Duty to act within powers)

会社の取締役は、

- (a) 会社の定款 (constitution) に従って行為しなければならない、かつ、
- (b) 権限を、当該権限が付与された目的のためにのみ行使しなければならない。

以上のうち、171 条(b)が法定された正当目的条項である。同項の標準的事項については、代表的な注釈書において、以下が指摘されている<sup>100</sup>。

#### 正当目的ルール違反について

---

<sup>99</sup> イギリス会社法制研究会「イギリス 2006 年会社法 (2)」比較法学 41 巻 3 号 189 頁以下 (2008 年) 203 頁。

<sup>100</sup> Geoffrey Morse (ed), *Palmer's Company Law* (Release 144, 4<sup>th</sup> release for 2014, Sweet & Maxwell, 2014) at Chapter 8.25. 同書は、初版が 2007 年、第二版が 2009 年に出版されているが、それ以外で年 4 回の更新が行われている。本稿は、加筆・修正時点における最新版 (2014 年の第 4 次リリース) を参照している。

「171条(b)は、取締役に応用される正当目的法理を規定したものである。本項はそれゆえに、そうした義務が存在するのかに関する従前の議論に決着をつけたものである。『いかなる副次的な目的のためではなく、また、裁判所ではなく彼ら（すなわち、取締役）自身が会社の利益となると考えるように誠実に行為する』（1942年の*Re Smith & Fawcett Ltd*事件におけるGreene判事によるもの<sup>101</sup>）というそれ以前に存在した衡平法上の義務は、一つあるいは二つの義務を課すものとして様々に主張されてきた。新法は、二つの義務を、この171条に示された正当目的法理と、172条に示された『会社の成功を促進する義務』として定式化された『会社の利益』とに分割した。この分割、及び正当目的法理によって採用されている客観的テスト<sup>102</sup>は、会社の意思決定に対してそれがなければ訴訟にならなかったかもしれないより大きな司法的介入を可能とするものである。」<sup>103</sup>

「171条(b)における正当目的義務の積極的な定式化（取締役は『・・・権限を（正当な）目的のためにのみ行使しなければならない』）は、*Smith & Fawcett Ltd*事件におけるような消極的な形（取締役は副次的な目的のために行為してはならない）と対照的に、公法や行政法（1948年の*Associated Provincial Picture Houses Ltd v Wednesbury Corp*事件<sup>104</sup>におけるGreene判事によるもの）においてよく知られているコモン・ロー上のそれとより親しい義務をも定めている。この枠組みは、最近のいくつかの事件（2004年の*Hunter v Senate Support Services Ltd*事件<sup>105</sup>や2000年の*Edge v Pensions Ombudsman*事件<sup>106</sup>）において主張されてきた。」<sup>107</sup>

「そのために権限が行使されるべき正当な目的を確定することは容易ではなく、背景が重要である（*Howard Smith Ltd v Ampol Petroleum Ltd*事件<sup>108</sup>、2001年の*Peskin v Anderson*事件<sup>109</sup>、2004年の*Criterion Properties Plc v Stratford UK Properties LLC*事

---

<sup>101</sup> [1942] Ch 304.

<sup>102</sup> 客観的テスト (objective test) とは、具体的事案においてある行為の目的を認定する際に、「取締役会の権限行使の主観的な動機 (motive) や意図 (intention) を問題にするよりも (subjective test)、当該事案の具体的事実から客観的に推論」するという方法である。吉本・前掲注 (6) 291 頁。

<sup>103</sup> Morse (ed), supra note 100, at Chapter 8.2506.

<sup>104</sup> [1948] 1 KB 223.

<sup>105</sup> [2004] EWHC 1085 (Ch), [2005] 1 BCLC 175.

<sup>106</sup> [2000] Ch 602 at 627-628 (CA).

<sup>107</sup> Morse (ed), supra note 100, at Chapter 8.2507.

<sup>108</sup> 前掲注 (21)。

<sup>109</sup> [2001] 1 BCLC 372.

件<sup>110)</sup>。権限が、他の不正な目的のために行使されたことを立証することも同様に容易ではない。そして裁判所がこの結論に達する場合、裁判所は、当該行為について取締役から会社に対して救済を与えるというよりも、取締役の不正な行為による影響を受けた第三者に対して救済を与えようと動機づけられていることが多い。にもかかわらず、これらの事件は、会社の取締役が不正な目的のために行為したかどうかを確定する過程について必要な背景を提供しているものである。」<sup>111</sup>

#### 権限が行使されうる正当な目的の決定について

「会社の定款を解釈する際の裁判所の目的は、当該事案において権限が行使された特定の目的が不正なものであるかを決定することである。権限が行使されうる唯一の正当な目的を決定しようとする、また同様に他のすべての目的は不正であると結論づけようとすることは、目的の幅の中で適法に権限が行使されうるがゆえに、正しい方法ではない。」<sup>112</sup>

#### 取締役が一つより多くの目的によって動機づけられている状況について

「多くの事案では、権限は多様な目的のために行使され、多様な目的のうちいくつかだけが不正という状況にある。こうした状況において、権限の実行は不正な目的が『動機となった原因』("moving cause")であった時にのみ違法性を帯びる(1919年の *Hindle v John Cotton Ltd* 事件<sup>113)</sup>。他の法域ではこれを『実質的』(substantial)あるいは『主要な』(dominant)目的と表現している(1987年の *Whitehouse v Carlton Hotel Pty Ltd* 事件<sup>114</sup>。1938年の *Mills v Mills* 事件<sup>115</sup>も参照)。これらの違いには、実際上の重要性はないであろう。取締役が一つより多くの目的によって動機づけられている場合、1974年の *Howard Smith Ltd v Ampol Petroleum Ltd* 事件<sup>116</sup>における決定では、裁判所が介入するかどうかを決定する際には取締役の主要な目的が考慮されることを示唆していた。しかし

---

<sup>110</sup> [2004] UKHL 28, [2004] 1 WLR 1846. 後掲注 (139)。

<sup>111</sup> Morse (ed), supra note 100, at Chapter 8.2508.

<sup>112</sup> Id. at Chapter 8.2509.

<sup>113</sup> (1919) 56 SLR 625 at 631.

<sup>114</sup> (1987) 162 CLR 285 at 294. オーストラリア最高裁判所によるもの。

<sup>115</sup> (1938) 60 CLR 150 at 186. オーストラリア最高裁判所によるもの。

<sup>116</sup> 前掲注 (21)。

ながら、1987年の *Whitehouse v Carlton Hotel Pty Ltd* 事件<sup>117</sup>において、オーストラリア最高裁判所は、『それがなければ』というテスト（すなわち、不正な目的がなかったならば権限は行使されなかったであろう）を好む形で、より狭い解釈に賛成したとみられる。」

118

不正な権限の行使は無効原因ではなく取消原因となることについて

「不正な目的のための権限行使は取消原因となり、無効原因となるわけではない（1974年の *Howard Smith Ltd v Ampol Petroleum Ltd* 事件<sup>119</sup>）。」<sup>120</sup>

ノミニー取締役と正当目的義務について

「ノミニー取締役（nominee directors）<sup>121</sup>はこの義務に違反する危険性が特に大きい。というのも、彼らは会社自身の利益のためではなく自らを指名した者の利益を促進するために権限を用いるからである（1959年の *Scottish Cooperative Wholesale Society Ltd v Meyer* 事件<sup>122</sup>、1991年の *Kuwait Asia Bank EC v National Mutual Life Nominees Ltd* 事件<sup>123</sup>）。」<sup>124</sup>

株主の意思決定における正当な目的について

「現在のところ、株主の意思決定において、信義誠実則とは異なるテストとして、対応した『正当な目的』という概念が存在するようには思えない。ただし、1982年の *Re Haltgarage (1964) Ltd* 事件<sup>125</sup>のように、決定が『真正な』ものではないとして不適法とされたものは、これに非常に近いものである。」<sup>126</sup>

---

<sup>117</sup> (1987) 162 CLR 285. オーストラリア最高裁判所によるもの。

<sup>118</sup> Morse (ed), supra note 100, at Chapter 8.2517.

<sup>119</sup> 前掲注 (21)。

<sup>120</sup> Morse (ed), supra note 100, at Chapter 8.2518.

<sup>121</sup> 一般的に、nominee directors とは、取締役のうち、株主によって選ばれたものではなく、特定の株主や債権者によってそれらの利益を守るべく任命されたものをいう。Davies and Worthington, supra note 16, at 539.

<sup>122</sup> [1959] AC 324.

<sup>123</sup> [1991] 1 AC 187 at 222 (PC).

<sup>124</sup> Morse (ed), supra note 100, at Chapter 8.2521.

<sup>125</sup> [1982] 3 All ER 1016.

<sup>126</sup> Morse (ed), supra note 100, at Chapter 8.2522.



「オーストラリアでは、反対に、株主総会決議のうちいくつか、そしておそらくはすべてのものについて、最高裁判所は信義誠実則を基礎としたものよりも『正当目的』テストが望ましいことを明確にした。1995年の *Gambotto v WPC Ltd* 事件<sup>127</sup>を参照。」<sup>128</sup>

以上のように、2006年会社法 171 条 (b) による定めは、それ以前に判例法上確立されてきた考え方が条文に反映されたものであり、何らかの変更が加えられたわけではない<sup>129</sup>。本稿の課題との関係では、従来はその存在自体にも議論があった正当目的法理が取締役の一般的義務の一つとして法文上明確に定められたことによって、法的安定性が相対的に高まったという点、またその上で法文上定められた文言の解釈としても同法理が今後新たに生じうる場面において参照されうるという点で、正当目的ルールの重要性は従前に比べて高まったと評価できよう。

#### b. その他の代表的な理解

現在の正当目的ルールを直接の対象とした論考は英国においても多くはない。ただ、代表的なテキストの記述では、強調点に一定の違いも見受けられる。

Davies教授およびWorthington教授は、ESVアプローチを英国 2006 年会社法が採用したことは、正当目的ルールの適用場面で影響を与えうるという<sup>130</sup>。ただし、正当目的義務に対する違反を誰が主張できるのかという点は、判例法でも明確化されていないともいう<sup>131</sup>。

Gullifer教授とPayne教授は、企業買収の観点からやや踏み込んだ解説を加えている<sup>132</sup>。

---

<sup>127</sup> (1995) 182 CLR 432. オーストラリア最高裁判所によるもの。

<sup>128</sup> Morse (ed), *supra* note 100, at Chapter 8.2523.

<sup>129</sup> 代表的なテキストも同様に理解している。Davies and Worthington, *supra* note 16, at 529. ただし、やや異なる理解もみられる。Kershaw 教授は、取締役が正当な目的のために権限を行使する「義務」に言及する判例はきわめて少ないことを指摘するとともに、それは、正当目的法理の履行を確保することを、裁判所が取締役の「義務」の履行確保ではなく、例えば 1986 年の *Re a company* 事件にみられるように、当事者の契約上の「権利」が保障されてきた面が大きいこと、これらの理解は 2006 年会社法が同法理を「義務」として定めたこととそぐわない旨を指摘している。Kershaw, *supra* note 16, at 395.

<sup>130</sup> Davies and Worthington, *supra* note 16, at 545-550.

<sup>131</sup> *Id.* at 534.

<sup>132</sup> Louise Gullifer and Jennifer Payne, *Corporate Finance Law* (Hart Publishing, 2011) at 585-589.

わが国では「英国の買収規制」としてシティ・コードによる規律が知られている一方<sup>133</sup>、あまり知られていない点として、シティ・コードによる規律の対象となる、買収が「差し迫った」(‘imminent’) 状況<sup>134</sup>となる以前の場面において、どのような規律が及んでいるのかという点がある。両教授によれば、このように買収が「差し迫った」状況となる以前の場面において買収対象会社の取締役に対して課されうる制約が、①「会社の成功を促進する義務」(英国 2006 年会社法 172 条) と、②正当目的条項 (同 171 条 (b)) である<sup>135</sup>。

具体的には、①「会社の成功を促進する義務」は、取締役自身の主観性から判断される基準であることが条文上明記されており、ここでは、「全体としての株主の利益を考慮しなければならない」とされている。企業買収の場面では、「株主の利益」として、短期的な株価の上昇と長期的な企業価値の向上とが乖離しうるが、両教授は、「決定によるあり得べき結果を長期的な観点で考慮しなければならない」(172 条 (1) (a)) という義務により、取締役は買収価格を最大化することだけを考慮することはできないという<sup>136</sup>。

以上の「会社の成功を促進する義務」は、取締役自身の主観性を問題とする一方、②正当目的条項は、判例法上、当該権限行使が授けられた権限の目的を客観的にみて逸脱している場合に適用される。ただ、実際には、ある行為が結果的に会社に対する取締役の支配権維持をもたらすものであったとしても、当該行為の主要な目的が正当なものであると裁判所を満足させることができれば、正当目的条項に対する違反とはならず、これが、同条項の適用における重要な制約になっているという<sup>137</sup>。そして、取締役会の行為の主要な目的が支配権維持にあることはそれを主張する者が立証する必要があり、こうした点で、正当目的ルールの適用範囲は「狭いものである」と両教授は指摘している<sup>138</sup>。また、買収を促進ないし阻止しようとする権限行使が、常に正当目的条項に対する違反となるわけでもなく、他の枠組みから解決されることもあるとする。この点を示す最近の判例として、両

---

<sup>133</sup> 英国 M&A 制度研究会『英国 M&A 制度研究会報告書』(日本証券経済研究所、2009 年)、田中・前掲注 (4) 394 頁以下。

<sup>134</sup> The Panel on Takeovers and Mergers, The Takeover Code (last amended on 20<sup>th</sup> May, 2013) at Rule 21.1. テークオーバー・パネルのウェブサイトからダウンロード可能である (<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf>)。

<sup>135</sup> Gullifer and Payne, *supra* note 132, at 585.

<sup>136</sup> *Id.* at 586.

<sup>137</sup> *Id.* (at 586).

<sup>138</sup> *Id.* at 586-587.

教授は *Criterion Properties plc v Stratford UK Properties LLC* 事件<sup>139</sup>を紹介している<sup>140</sup>。

Ferran教授は、「会社経営に関する事項は取締役会が責任を負うべきものであり、株主は経営層の決定に対して直接的な発言権を有しないことが原則であるが、新株発行は支配層（経営層と多数派株主）と非支配層との間における潜在的なエージェンシー問題がとりわけ重要な場面であるがゆえに、この一般原則の例外となっている」<sup>141</sup>という。その上で、「支配層への規制がない場合には、①新株主への富の移転、②議決権の希釈化、③企業に対する市場による規律付け機能の歪曲や経営層による株主への説明責任に対する悪影響、④多数派株主権の濫用による少数派株主に対する機会主義的な搾取の場面の作出、という主に四つの形で非支配株主の利益を害しつつ支配層が新株発行を行うおそれがあり、そうした潜在的な権限濫用は取締役の義務、特に、正当目的法理によって規律づけられる」<sup>142</sup>として、新株発行の場面における正当目的ルールの機能と重要性を四類型から整理している。同教授によれば、違法配当も英国 2006 年会社法 171 条によって規律されうる<sup>143</sup>。

「正当な目的」は、取締役による買収防衛や、取締役が株主の議決権行使を防ぎ、またはそれを希釈化しようとする場面で問題となる。前者の代表的判例が 1963 年の *Hogg v Cramphorn Ltd* 事件<sup>144</sup>であり、後者のそれが 1974 年の *Howard Smith v Ampol Petroleum Ltd* 事件<sup>145</sup>であった。こうした基本的理解については、Kershaw教授も同様である<sup>146</sup>。

## （2）Richard Nolan 教授（2009 年）

正当目的ルールの役割を考察する際には、その固有の機能を明らかにすることが不可欠

---

<sup>139</sup> [2002] EWHC 496 (Ch), [2002] 2 BCLC 151 (Ch); [2002] EWCA Civ 1883, [2003] 1 WLR 2108 (CA); [2004] UKHL 28; [2004] 1 WLR 1846.

<sup>140</sup> 後述 III 2 参照。

<sup>141</sup> Ferran and Ho, *supra* note 16, at 105.

<sup>142</sup> See *id.* at 125.

<sup>143</sup> Ferran and Ho, *supra* note 16, at 224.

<sup>144</sup> 前掲注 (19)。

<sup>145</sup> 前掲注 (21)。

<sup>146</sup> Kershaw, *supra* note 16, at 387. Kershaw 教授は、別稿において、目的を特定する形での授権に関する根源的な問題を指摘している。また、正当目的ルールは、株主と取締役会との間における権限分配ルールとしても捉えられる。David Kershaw, *The Illusion of Importance: Reconsidering the UK's Takeover Defence Prohibition*, 56 (2) *International & Comparative Law Quarterly* 267 (2007) at 284-285.

である。吉本論文は、誠実義務との対比でこれを会社支配及び取締役会の経営判断という二つの面から説明していたが<sup>147</sup>、最近の研究ではやや異なる理解もみられる。

Nolan教授は、2009年に公刊された論文<sup>148</sup>において、明示信託と会社取締役に焦点を当てつつ、信認権の規律について論じている。同論文は、1975年に既に現れていた判例法上の原則（同年の*Re Hastings-Bass*事件<sup>149</sup>で示された原則。以下「*Re Hastings-Bass*原則」という<sup>150</sup>）とも対比しながら、正当目的ルールを含め、信認権に関わる規律全般について論じている。

同論文は、まず、受認者の権限を規律する方法を三つに特定するところから議論を始める<sup>151</sup>。その方法とは、第一に、当該権限の範囲に着目する規律方法である。これには、①権限の根拠規定の解釈、②権限行使における信義誠実則、③権限の存在に関する詐欺と正当目的ルールが含まれ、これらの義務に違反した行為は無効とされる。第二に、受認者の意思決定の過程に着目する規律方法である。これには、自己取引の禁止や、少なくとも現在では定式化されたところの*Re Hastings-Bass*原則が含まれ、これらの義務に対する違反は無効ではなく取消事由となる。第三に、受認者が権限を行使する際の適格性に着目する規律方法である。これは、他の二つの方法とは異なり、受認者の行為が権限の範囲内に止まっている限り当該行為は有効であり、当該受認者が注意義務に反した場合など、適格性の欠如は受認者個人に対して責任を負わせるにすぎない。もちろん、この規律でも、適格性が欠けている場合は当該行為を無効とするという追加的な効果を有しうる。

以上の整理のもとに、同論文は第一および第二の規律方法についてその特質等を詳論している<sup>152</sup>。その中で、第一の規律方法については、会社法における正当目的ルールについて、信託法における権限の存在に関する詐欺（*fraud on a power*）との対比で論じている。

信託法の場合、権限の行使が詐欺的であるとされるのは、判例によれば三類型あるとされる<sup>153</sup>。第一に、受託者の任命された目的が権限にとって適切でない場合、これに関連し

---

<sup>147</sup> 吉本・前掲注（6）285頁以下。

<sup>148</sup> Nolan, *supra* note 62.

<sup>149</sup> [1975] Ch 25.

<sup>150</sup> *Re Hastings-Bass* 原則に関する Nolan 教授の考察として、以下がある。Richard C Nolan, *Hastings-Bass and Third Parties*, 65 (3) Cambridge LJ 499 (2006). Richard C Nolan, *Case Comment: Fiduciaries and Their Flawed Decisions*, 129 LQR 469 (2013).

<sup>151</sup> Nolan, *supra* note 62, at 294.

<sup>152</sup> *Id.* at 297.

<sup>153</sup> *Id.* (at 297).

て第二に、受託者の任命が既に存在する合意に従ってなされる場合において、それによって第三者が利益を得るとき、同じく関連して第三に、任命自体が不正な目的のためになされる場合、である。これに対し会社法では、これらのうち第一の類型のみが存在するとされ、それから派生する第二、第三の類型は一般的には認められていないと整理される<sup>154</sup>。

その上で、同論文では、信義誠実則と正当目的ルールの違いについても、2000年以降の判例を基礎として改めて整理しており<sup>155</sup>、両者の違いは、会社取締役の場合に明確となるという。「取締役に与えられた権限が副次的な目的のために用いられる場合、状況は異なってくる。そうした状況では、取締役が真に会社の利益になると信じて権限を行使したかどうかは重要なのではなく、権限が不正な目的のために実際に行使されたかが重要であり、そうした権限行使は取り消されるべきものである。」<sup>156</sup> 吉本論文の理解、すなわち、正当目的ルールの客観的条件として性格については、なお維持されていることが確認できる。

権限の範囲を逸脱しているかどうかに関する判断基準としては、信託の場合、信託設定者の期待を参考にできるが、会社法の場合には難問であるという<sup>157</sup>。会社法の場合、取締役が権限行使の目的を偽って主張することがあり、裁判所が権限行使の目的を認定することが難しいためである<sup>158</sup>。*Re Smith & Fawcett Ltd*事件<sup>159</sup>の場合、会社定款の規定に着目して権限行使の目的が判断されたが、それ以外の事案（特に、①*Howard Smith v Ampol Petroleum*事件<sup>160</sup>、②*Lee Panavision Ltd v Lee Lighting Ltd*事件<sup>161</sup>、③*Equitable Life Assurance Society v Hyman*事件<sup>162</sup>）では、定款規定の解釈だけでなく、それ以外の様々な背景が考慮されている。権限行使の目的に関する直接的な手がかりが裁判所にとって存在しない場合、正当目的ルールによって事案を解決することは難しくなるが、そうした場合でも多くの注意が払われており、一般法を適用したり公法から私法に対して類推を行ったりする前に、その特定の場面における類推がなされているという<sup>163</sup>。

---

<sup>154</sup> Id. at 298.

<sup>155</sup> Id. (at 298).

<sup>156</sup> Id. (at 298). 2001年の *Regentcrest plc v Cohen* 事件。[2001] 2 BCLC 80 at 123.

<sup>157</sup> Nolan, *supra* note 62, at 301-302.

<sup>158</sup> Id. at 302.

<sup>159</sup> 前掲（注101）。

<sup>160</sup> 前掲（注21）。

<sup>161</sup> [1992] BCLC 22.

<sup>162</sup> [2000] UKHL 39, [2002] 1 AC 408.

<sup>163</sup> Nolan, *supra* note 62, at 303-304.

受託者の権限を規律する方法のうち、第二の「意思決定の過程に着目した規律」については、自己取引の禁止を例に挙げ、それは、①権限の範囲に着目した規律ではなく、状況に由来する危険に着目した規律であること、②多くの判例で言及されてきたが、それ以外の方法でも解決できた事案も多く、過度に用いられるべきではないこと、を指摘している<sup>164</sup>。自己取引の禁止以外のルールとしては、*Re Hastings-Bass*事件で示された原則が取締役にも適用されてきたことを挙げている<sup>165</sup>。同原則は、2005年の*Sieff v Fox*事件においてLloyd判事が示した定式によれば、「受託者のものであるかのように仮装された権限の行使を無効とするための明確な基礎」<sup>166</sup>である。より具体的には、「受託者が信託契約によって与えられた裁量のもとで行為する場合で、そうした裁量を行使するかどうかを決定する自由がある状況において、しかしその権限行使の効果は受託者が意図したところと異なるとき、裁判所は、もし彼らが考慮すべき事項を考慮することに失敗しなかったならば、あるいは考慮すべきでない事項を考慮しないことに失敗しなかったならば、実際にそうしたようには行為しなかったであろう、ということが明らかであれば、その受託者の行為に介入する」というルールである<sup>167</sup><sup>168</sup>。自己取引を規律するルール、また1975年の*Re Hastings-Bass*事件<sup>169</sup>で示され、2005年の*Sieff v Fox*事件のLloyd判事によって定式化された原則<sup>170</sup>は、いずれも、意思決定における瑕疵やその危険性に着目した規律であるとい

---

<sup>164</sup> Id. at 305-306.

<sup>165</sup> この点は吉本論文でも注目されておらず、興味深い。これは、同原則が1975年の判例で既にみられていたものの、先例として注目されたのは吉本論文以降であることが背景のようである。Nolan教授は、同原則に着目したものとして2005年の*Sieff v Fox*事件（後掲注（166））を取り上げており、同原則が広まったことも最近の変化の一つといえよう。ただし、Nolan教授はこの変化を必ずしも肯定的に捉えているわけではない。関連して、*Re Hastings-Bass*原則が2006年会社法にどのように取り込まれたかという点について、それは、会社定款の文言から示唆される取締役の義務という形で171条（a）に反映されているとし、固有の条項という形での法定はされていないという。Nolan, *supra* note 62, at 306.

<sup>166</sup> [2005] EWHC 1312 (Ch), [2005] 1 WLR 3811 at [38] (Lloyd LJ). Nolan, *supra* note 62, at 306.

<sup>167</sup> *Sieff v Fox* (*supra* note 166) at [119] (Lloyd LJ). Nolan, *supra* note 62, at 307.

<sup>168</sup> Nolan教授は、同原則が多く目の注目を集めたことでこの原則に対する有力な批判が生じてきたこと、関連して、不確実性に直面する中で権限行使したことに伴う取締役の責任がESVによって限定されうることも指摘している。Id. at 308.

<sup>169</sup> 前掲注（149）。

<sup>170</sup> 前掲注（166）、前掲注（167）。

う点で、類似した性格を有する<sup>171</sup>。

結論として、同論文は、「自己取引を規律するルールと、その親戚——利益相反ルール (conflict rules)<sup>172</sup>——が長期にわたって最大の注目を集めてきた」<sup>173</sup>とし、特に最近では *Re Hastings-Bass* 原則が注目されてきたことを指摘している。しかし、同論文は、受託者の権限を規律する方法としては、正当目的ルール等のこれら以外の他の方法がより重要であると考えている。それは、①これら他の方法も受託者の権限に対してより緩い制約を課すものではないこと、他方で、②利益相反ルールは、信託関係が合意によって形成されているため、より小さな制約を課す形で修正を加えることが実際には可能であること、を挙げる<sup>174</sup><sup>175</sup>。

### (3) 英国 2006 年会社法下における判例

英国 2006 年会社法下において正当目的条項が適用されたごく最近の事案として、*JKX Oil & Gas plc v Eclairs Group Ltd* 事件 (2014 年)<sup>176</sup>がある。本件は、会社定款によって株主に対して課せられた制約 (2006 年会社法 793 条に基づく株主への情報開示通知 [disclosure notices] を制限するもの) の妥当性を検討する際に、正当目的ルール違反が問題となった。原審 (高等法院)<sup>177</sup>は、それが、株主の議決権行使を防ぎ、株主権を変更するという不正な目的を有するものとして無効であるとしたのに対し、本判決 (控訴院) は、この原審の判断は誤りであり、制約の目的は重要ではないとしたものである。制

---

<sup>171</sup> 判例上認められてきた注意義務のうち信託受託者に関するものは、2000 年受託者法 (Trustee Act 2000) によってかなりの程度同法上の注意義務に置き換えられた。Nolan, *supra* note 62, at 309.

<sup>172</sup> 利益相反ルール (conflict rules) は、信託義務とは何かを確定する最近の試みであり、主人 (principal) に対する受託者の義務と彼の自己利益や義務との間における現実のあるいはあり得べき利益相反を規制する原則に焦点を当てるものである。これが、「利益相反ルール」と呼ばれ、信託原則についてこれまで議論されていない面を形成するものであるという。Id. at 312.

<sup>173</sup> Id. at 323.

<sup>174</sup> Id. (at 323).

<sup>175</sup> Nolan 教授は、利益相反ルールに関して別稿でも考察を加えている。Richard C Nolan and Matthew Conaglen, *Good Faith: What does it mean for fiduciaries, and what does it tell us about them?* in Elise Bank and Matthew Harding (eds), *Exploring Private Law* (Cambridge UP, 2010).

<sup>176</sup> [2014] EWCA Civ 640. 控訴院の判決で、2014 年 5 月に下されたものである。本判決に対しては最高裁判所への上訴がなされ、その判断が待たれている。

<sup>177</sup> [2013] EWHC 2631 (Ch), [2014] 1 BCLC 202.

定法上の正当目的条項が今後いかなる役割を果たしていくのか、注目される。

2006年会社法における法定は、それ自体としては何らかの変更が加えられたわけではないが、「正当な目的」を考察する際には、「何が会社の利益となるか」を考察することが不可欠となる点で、正当目的条項（171条）はESVの法定とも密接に関係する。正当目的条項に関する今後の判例法理の形成は、英国におけるESVの解釈についても相応に示唆を有するとみられる。取締役が意思決定に際して考慮すべき事項がESVによって増加したことで、従来よりも幅広い行為が正当な目的を有するものとされ、正当目的ルールによって実際に規律される行為が縮小することはないかという点も<sup>178</sup>、興味深い<sup>179</sup>。

## 2 シティ・コードを踏まえて

ここでは、シティ・コードを踏まえ<sup>180</sup>、英国における企業買収で正当目的ルールがどのような場面を規律しているのか、またシティ・コードとの対比においてそれはどのように評価できるのかを整理・検討しておきたい。

シティ・コードについては、わが国でも先行研究がある<sup>181</sup>。シティ・コードは、買収対象会社の取締役会に対して、公開買付の実現を妨げないという中立義務を課す一方で、公開買付規制により買収者の行動にも規制を加えている<sup>182</sup>。シティ・コードにより、買収者は公開買付前に買収の意図を対象会社の取締役会に通知するが（規則1条（a））、中立義務・公開買付規制が課されるのは、買収が‘imminent’なものとなって以降である。すなわち、取締役会は、買収者による通知以降、買収が‘imminent’なものとなるまでの間には、一定の買収防衛策を行使する余地が認められる。正当目的ルールはこの場面を規律する形で固有の役割を果たしている<sup>183</sup>。

シティ・コードによる規律をこの場面には及ぼさない理由は、取締役会による通常の経営に対しては、その裁量を広く認め、株主による取締役の選任権や通常の信認義務による

---

<sup>178</sup> Worthington 教授がこの点を示唆する。Sarah Worthington, *Equity*, (2<sup>nd</sup> ed, OUP, 2006) at 146.

<sup>179</sup> さらに、Kershaw 教授は、英国 2006 年会社法が義務違反による派生訴訟をより利用しやすくした点との関係に言及する。Kershaw, *supra* note 146, at 284-285, 289.

<sup>180</sup> 前掲注（134）。

<sup>181</sup> 英国 M&A 制度研究会・前掲注（133）、田中・前掲注（4）394 頁以下。

<sup>182</sup> このような規制は、経営行動の規律という敵対的買収の機能を重んじつつ、強圧性にも一定の解決を与えるとして、肯定的に評価する見解がある。田中・同箇所。

<sup>183</sup> 前述Ⅲ 1（1）。



対処が念頭に置かれているためである。ここで生じうる通常のエージェンシー問題については、これらの一般的な規律で対処できると考えられる。他方で、買収が‘imminent’なものとなった場合、取締役は自らが失職するという点で株主と取締役との間における通常のエージェンシー問題とはもはや考えられず、これに対処するには特別な規制が求められる<sup>184</sup>。

このような考え方を基礎とすると、英国において買収が‘imminent’なものとなる以前には、買収防衛に向けたかなりの自由が取締役会に認められる。具体的には、二つの形態がある<sup>185</sup>。第一に、会社を買収者にとって魅力的なものでなくする（ポイズンピル）、買収を難しくすること（既存株主への特別配当や自己株式の取得）である。第二に、潜在的な買収者が最も関心を有する特定の会社財産を、買収が成功する場合には第三者に売却することを予め合意しておくこと（クラウンジュエル）である。

正当目的ルールは、取締役会による以上の買収防衛策の行使をどのように評価しているのであろうか。法定以前のものであるが、*Criterion Properties plc v Stratford UK Properties LLC*事件<sup>186187</sup>では、ポイズンピルによる買収防衛が正当目的ルールに反しないかがまさに問題となった。すなわち、英国の上場会社であるCriterion社の取締役会は、ある特定の会社がCriterion社の株式の保有を増加させており、支配権を取得しようとしていることを懸念していた。これを防ぐために、Criterion社は、Stratford社との間における合弁契約の条項を、Stratford社が、合弁会社の利益から計算される市場価値あるいはその投資についてStratford社に年間25%の収益を可能とする金額でCriterion社が買い取ることを認める形（Criterion社にとってより不利な形）で修正した。その際、Criterion社の取締役は、Stratford社に対し、「Criterion社の支配権を取得しようとするいかなる者に対しても強い抑制策を導入する」という自身の意図を伝えていた。これは当事者からポイズ

---

<sup>184</sup> Gullifer and Payne, supra note 132, at 584.

<sup>185</sup> Id. at 584-585.

<sup>186</sup> 前掲注（139）。

<sup>187</sup> 以下の紹介は、Gullifer and Payne, supra note 132, at 587-589 及び Blanaid Clarke, *Regulating Poison Pill Devices*, 4(1) *Journal of Corporate Law Studies* 51 (2004) at 64-67 を踏まえている。Clarke 教授は、同論文で、*Criterion Properties plc v Stratford UK Properties LLC* 事件の控訴院判決を踏まえ、ポイズンピルに対する規制のあり方として、取締役の経営判断に裁判所が介入する際には、権限行使の目的と結果を特定することが難しく、またその実効性にも課題があるとして、シティ・コードによる規制を買収が‘imminent’となる以前の場面にも及ぼすことが効果的であると指摘している。

ンピルであると主張されうるものであった。後に、Criterion社は、同条項を撤回しようとし、その際、当該条項の修正はStratford社にも知られている不正な目的によるものであること（正当目的ルール違反）、Criterion社の取締役の権限を逸脱していることが問題となったのである。

当初、第一審（高等法院）<sup>188</sup>においてHart判事は、この種のポイズンピル合意は、Criterion社に対する買収に対する誘因を弱めようとしたことが意図されており、正当目的ルールに違反する取締役の権限行使であるとした。特に問題性を帯びていたのは、このポイズンピルが、望ましくない特定の買収者からの買収を防ぐのみならず、完全に受益的な買収などいかなる買収によっても行使されるものであったことである<sup>189</sup>。このポイズンピルは、会社を守るというよりも、既存の取締役を守ることを主として念頭に作られたように思えた。同時に問題性を帯びていたのは、買い取りの幅が、Criterion社を、会社を害するように作られた「深刻な不確定責任」（‘a serious contingent liability’）<sup>190</sup>にさらすがゆえに、経済的に会社の利益となるものとみなすことはできないということであった。ここで、Hart判事は*Howard Smith Ltd v Ampol Petroleum Ltd*事件<sup>191</sup>によって示された取締役会による新株発行の場面における判例の枠組みに従いつつ、これをポイズンピルの場面に拡張したのである。

原審（控訴院）<sup>192</sup>も同様に、この場面では取締役が正当目的ルールに違反しており、本条項は有効ではないという判断を行っている。ただし、Gullifer教授とPayne教授の理解では、ここではより限定された形でのポイズンピルを行いうるという可能性にも配慮されていた。それは、「特定の買収者を標的として、会社に対して危険をもたらすと真に信じられる場合で、採用される手段がそれ自体としては会社に重要な損害をもたらさない場合には、ポイズンピルは許容されうる」<sup>193</sup>とする立場である。

しかし貴族院<sup>194</sup>は、この問題を、正当目的ルールに対する違反の有無から判断するのではなく、条項の修正に署名をしたCriterion社の取締役が、「自らの権限の実際あるいは明

---

<sup>188</sup> [2002] EWHC 496 (Ch), [2002] 2 BCLC 151 (Ch).

<sup>189</sup> Gullifer and Payne, *supra* note 132, at 587.

<sup>190</sup> *Criterion Properties plc v Stratford UK Properties LLC* (*supra* note 188) at [21] (Hart J).

<sup>191</sup> 前掲注 (21)。

<sup>192</sup> [2002] EWCA Civ 1883, [2003] 1 WLR 2108 (CA).

<sup>193</sup> Gullifer and Payne, *supra* note 132, at 588.

<sup>194</sup> [2004] UKHL 28, [2004] 1 WLR 1846.

白な範囲内で行ったかどうか」という点からのみ判断することとした。その上で、条項の当該修正は取締役の権限の範囲を超えており、貴族院の結論としても、同契約は Criterion社に対して有効なものではないとして、控訴院の結論が支持されている。従って、貴族院の判断としては、ポイズンピル契約にサインする形で取締役が買収防衛策を行使することができるかは、取締役がその権限を有するかという点から判断される。そして、取締役の正当目的ルール違反は、「会社にとって有効な行為をなすための権限を取締役が有しない」という推定をもたらすこととなるが、第三者にとっては、表見代理によって有効とされうるものと解される<sup>195</sup><sup>196</sup>。以上が、同事件の概要である。

英国の判例において、会社の取締役は株主に対して一般的な信認義務を負うものではないものの<sup>197</sup>、「適切かつ特定の状況において、取締役は株主に対して信認義務を負いうる」<sup>198</sup>ものとされ、買収は信認義務が生じる状況の一つであるとされてきた<sup>199</sup>。例えば、取締役が株主から株式を取得する場合で、買収が生じ得べきことを取締役が知っており、当該買収が株価に対して正の影響を有するであろう場合、取締役は当該情報を株主に対して開示すべき義務に服すると裁判所は考えている<sup>200</sup>。ただし、判例は、正当目的ルール違反を理由として個々の株主による訴訟提起まで認めているわけではない。

かつて川濱教授は、シティ・コードと正当目的ルールとの関係について、会社支配に関する意思決定権限の分配は両者で同様になっていると評価していた<sup>201</sup>。これは、*Howard Smith Ltd v Ampol Petroleum Ltd*事件<sup>202</sup>等を踏まえ、会社支配権は株主が決めるべきものであり、株主の多数が支配権の移転を是とする場合には、取締役はそれを否定できないという点で両者が共通するとの趣旨である。この点について、現在のシティ・コードと

---

<sup>195</sup> Gullifer and Payne, supra note 132, at 588.

<sup>196</sup> ここでは、取締役が無権限で行った場合、当該行為は無効であり、続いて不当利得返還という形での救済が図られるという考え方が示されているが、これは、正当目的ルール違反が伝統的には取消原因と考えられてきたこととそぐわないという指摘もある。

Morse (ed), supra note 100, at Chapter 8.2520.

<sup>197</sup> *Percival v Wright* [1902] 2 Ch 421, *Peskin v Anderson* [2001] 1 BCLC 372 (CA). See, Gullifer and Payne, supra note 132, at 588.

<sup>198</sup> Id. (at 588).

<sup>199</sup> Id. at 588-589.

<sup>200</sup> *Coleman v Myers* [1977] 2 NZLR 225. ニュージーランド最高裁判所によるもの。See, Gullifer and Payne, supra note 132, at 589.

<sup>201</sup> 川濱・前掲注 (6) 38 頁。

<sup>202</sup> 前掲注 (21)。

*Criterion Properties plc v Stratford UK Properties LLC*事件の第一審（高等法院）判決を比較した場合、後者が現在でも *Howard Smith Ltd v Ampol Petroleum Ltd*事件の判断枠組みに沿っているという点で、同様の評価が可能であろう<sup>203</sup>。

### 3 小括

2006年会社法により英国において初めて正当目的法理が法定されたが、それ以前に存在した判例法理の理解が分かれていた諸点については、立法による明確化が図られたわけではなく、今後の判例法理の形成に委ねられた経緯がある。

新株発行一般における正当目的ルールの役割として、経営者あるいは多数派株主と少数派株主との間における潜在的なエージェント問題に対処することがある。具体的には、①新株主への富の移転、②議決権の希釈化、③企業に対する市場による規律付け機能の歪曲や経営層による株主への説明責任に対する悪影響、④多数派株主権の濫用による少数派株主に対する機会主義的な搾取の場面の作出、という主に四つの場面において少数派株主を保護する役割が同ルールに与えられている。

企業買収の場面では、シティ・コードにより中立義務が課せられる、買収が‘imminent’となる以前の場面をESV（2006年会社法172条）とともに同ルール（同171条（b））が規律しており、2002年には、控訴院段階で同ルールを根拠としてポイズンピルを不適法とした判例が実際に存在する。

企業買収以外でも、より多様な場面で適用しうる一般原則の一つとして、正当目的ルールの役割を評価する見解は根強い。2009年に公刊された代表的な研究によれば、吉本論文以降の変化として、「意思決定の過程に着目した規律」として *Re Hastings-Bass* 原則の普及が挙げられるが、それは、当事者間での合意による修正が可能であり、同原則との対比では、正当目的ルール等の「権限の範囲に着目する規律」の重要性がより強調されている。この点、ごく最近の事案では、株主に対する情報開示通知を制限したことが、正当目的ルールに反しないかが争われており、取締役の行為を幅広く規律する一般原則として実際にその役割を果たしている。ただ同時に、2006年会社法がESVを法定したことは、正当目

---

<sup>203</sup> この点に関連して Clarke 教授の指摘がある。対照的に、Kershaw 教授は、正当目的ルール等の会社法上の規律は、シティ・コードにより買収対象会社の取締役会に対して課される中立義務と同様の役割を果たすことが可能であり、規則 21 条の重要性を過大評価すべきではないとする。Clarke, *supra* note 187. Kershaw, *supra* note 146, at 307.

的条項の解釈にも影響を与えるため、これによって取締役の行為が不適法とされる範囲が狭まり、実際の役割が低下しうる可能性も懸念されており、今後の判例法理の形成が注目される。

#### IV 日本法への示唆

##### 1 英国の企業買収規制

前章では、英国における正当目的ルールが取締役に対する規律として果たす役割等について概観した。本章では、わが国会社法がいかなる示唆を受けうるかについて若干の言及をしておきたい。それは、主として、①英国の企業買収規制の理解、②主要目的ルールとの関係、③取締役の忠実義務との関係、という三点に整理できる。

第一に、英国の企業買収規制を理解する上で、わが国では、シティ・コードが特に意識されているが、同時に、買収対象会社の取締役に中立義務が課せられる以前の場面において、正当目的ルールが会社法上課されていることにも留意する必要がある。

なお、やや広く株主保護という観点からみた場合、英国では新株発行に際して株主に新株引受権が保障されているため、わが国とはそもそも議論の出発点が異なるという点にも留意する必要がある<sup>204</sup>。英国の上場会社では、ライツ・イシュー方式による発行が金額ベースで主流となっており<sup>205</sup>、これが、会社法上株主に保障された新株引受権（561条、567条、570条、571条）の適用を免除した上で、証券取引所の上場規則及び機関投資家団体（英国保険業者協会やプリエンプション・グループ）のガイドラインに沿って行われているという点で、わが国における枠組みとは相当に異なっている<sup>206207</sup>。

---

<sup>204</sup> 英国 2006 年会社法の下での新株発行規制について、わが国における先行研究としては、河村・前掲注（16）がある。

<sup>205</sup> ロンドン証券取引所のメインマーケットに上場している英国企業によって株式の追加発行が行われた場合についての記述である。London Stock Exchange, Main Market Statistics (available at: <http://www.londonstockexchange.com/statistics/markets/main-market/main-market.htm>).

<sup>206</sup> 河村・前掲注（16）参照。新株発行においては、調達柔軟性・機動性と株式価値の希釈化とをいかに調和させるかが重要であるが、英国では機関投資家団体のガイドラインにおいてその調和が業界団体主導で図られた経緯がある。Pre-Emption Group, Disapplying Pre-Emption Rights: A Statement of Principles (2008) (available at: <http://www.pre-emptiongroup.org.uk/pre-emptiongroup/media/Documents/Statement-of-Principles-July-2008.pdf>).

<sup>207</sup> わが国では、新株引受権を株主に保障することは新株発行の機動性を阻害しうるとの

## 2 主要目的ルール

第二に、正当目的ルールは、わが国の主要目的ルールと類似した判断枠組みであり、そこで課題となる事項、例えば、①買収防衛に関するルールを裁判所が形成することが正当化できるか<sup>208</sup>、②会社支配権の決定権限をどのように考えるか、③複数の目的が混在する場合にどのように「主要な目的」を決するべきか<sup>209</sup>、④理論的に見て、支配権維持を目的とすることそのものが正当化される場合はあり得るか<sup>210</sup>、⑤何が「会社の価値」であると考えるか、等についての一定の示唆を直接的に有する面がある。本稿では詳論していないが、テークオーバー・コードの形成が遅れたコモンウェルス諸国（オーストラリア、ニュージーランド）では、企業買収の場面で正当目的ルールが果たした役割が大きく、判例法理が英国以上に蓄積された経緯がある。

なお、吉本論文との関係では、以下の点を指摘できる。わが国会社法では、募集株式の発行等がなされる際に、それが「法令又は定款に違反する場合」または「著しく不公正な方法により行われる場合」には、株主は当該募集株式の発行等の差止めを求めることができる（210条）。ここでの「不公正な方法」を判断する際に、裁判所は、その発行の目的に着目するという「主要目的ルール」を形成してきた<sup>211</sup>。現在の同ルールにつながる判断枠組みを示した最初の裁判例は1973年の第一紡績事件<sup>212</sup>であり、1986年の吉本論文以前ではあるが、同ルールが明確に形成され、同ルールとして認識されたのは同論文以降との見方も可能であろう。すなわち、吉本論文は、新株発行の目的に着目するという形での株主

---

理解がみられたが、英国では、新株引受権の譲渡を可能とすることによってわが国における公募増資・第三者割当増資よりもむしろ迅速な資本調達を可能とする枠組みが整備されてきた。この点、リーマン・ショック後に、ライツ・イシュー調査グループ（Rights Issue Review Group）の提言を受けて、資本調達のさらなる迅速化が図られた点も示唆に富む。Rights Issue Review Group, A Report to the Chancellor of the Exchequer (2008).

<sup>208</sup> See, John Armour and David A Skeel, *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? – The Peculiar Divergence of U.S. and U.K. Takeover Regulation*, 95 Georgetown LJ 1727 (2007).

<sup>209</sup> わが国では、会社の資金調達目的の存在自体は容易に認められてきた。その上で当該行為をなお不適法と考えるかどうかについて判断が分かれうる。

<sup>210</sup> 神田秀樹編『会社法コンメンタール（5）』（商事法務、2013年）126頁以下〔洲崎博史〕参照。

<sup>211</sup> 松中学「主要目的ルールの検討（一）・（二・完）」阪大法学 57 卷 6 号 135 頁以下（2008年）・58 卷 1 号 87 頁以下（2008年）参照。

<sup>212</sup> 大阪地決昭和 48 年 1 月 31 日金判 355 号 10 頁。

保護のあり方として、正当目的法理を取締役の忠実義務の解釈として取り込む可能性を指摘していたが、その後のわが国では、類似の判断枠組みが取締役の義務としてではなく、株主の権利として、「著シク不公正ナル方法」（平成 17 年改正前商法 280 条ノ 10）及び「著しく不公正な方法」（会社法 210 条）の解釈として判例上形成されていった。こうした相違点はあるものの、英国における正当目的ルールは、吉本論文が着目した通りなお興味深い研究対象の一つでありえよう。

### 3 取締役の忠実義務

第三に、正当目的ルールは、取締役に課される一般的義務の一つであり、その適用範囲は企業買収の場面に限られない。吉本論文がかつて示唆したように、正当目的ルールをわが国における取締役の忠実義務（平成 17 年改正前商法 254 条ノ 3、会社法 355 条）の解釈基準として参考とすることは現在も可能である。ただし、吉本論文は企業買収の場面を念頭にこれを示唆していたのに対し、取締役の忠実義務として現在わが国が参考としうるのは、主要目的ルールが機能している企業買収の場面以外のそれである。

## V おわりに

### 1 本稿の貢献

本稿では、吉本論文以降、わが国において殆ど検討されてこなかった英国における正当目的ルールについて、過去 30 年間の判例・学説の動向及び 2006 年会社法における法定の経緯等を概観した。

本稿の検討からは、過去 30 年間の展開として、テークオーバー・コードの形成が遅れた他のコモンウェルス諸国（オーストラリア、ニュージーランド）において正当目的法理の役割が大きく、ニュージーランド 1993 年会社法の条項を踏まえ、2006 年会社法において正当目的法理が英国では初めて法定されたことが確認できた。わが国において英国の企業買収規制が論じられる際には、シティ・コードによる規律付けが特に注目されるが、英国の企業買収規制において正当目的ルールは買収が‘imminent’となる以前の場面を現在も実際に規律しており、主要目的ルールとの類似性から、企業買収の場面における司法審査の枠組みとして、わが国にとってより直接的に参考となる面も有する。正当目的ルールは、主として、①英国の企業買収規制の理解、②主要目的ルールへの示唆、③取締役の忠実義務

務への示唆、という三点から、わが国にとって参考となる研究対象の一つである。

## 2 今後の課題

わが国の主要目的ルールの「母法」と目されているのは、米国、特にデラウェア州法において 1985 年の Unocal 事件<sup>213</sup>以前に採用されていたルールである<sup>214</sup>。米国では、同事件以降、買収防衛策の審査基準についての判例法理が蓄積され、わが国にも紹介されている<sup>215</sup>。ただし、同事件以前には、米国と英国で類似の判断枠組みがとられており、後者は正当目的ルールとして現在もなお役割を果たしていることが確認できた。

今後の課題としては、以下が挙げられる。①正当目的ルールに関して本稿が言及した様々な判例の判断枠組みをより仔細に検討し、主要目的ルール等、わが国裁判所のそれと比較することで、前者の示唆をより具体化するという試みである。②2006 年会社法下では、正当目的ルールが会社法上取締役課される一般的な義務として規定されたことで法定安定性が高まった一方、ESVの影響を受ける形でその適用範囲が変化する可能性もある。正当目的条項違反が争われた事案が英国で実際に生じてきており、今後の判例法理の展開が注目される。また、③企業買収の場面における正当目的ルールについては、オーストラリアにおいてここ 30 年間で様々な判例法理が形成されている<sup>216</sup>。併せて、④同国がその上でなぜテイクオーバー・コードを制定したのかという点も、興味深い。こうした試みについては、今後の課題としたい。

以 上

---

<sup>213</sup> Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A. 2d 946 (Del. 1985).

<sup>214</sup> Cheff v. Mathes, 199A. 2d 548 (Del. 1964). 川濱昇「株式会社の支配争奪と取締役の行動の規制(一)」民商法雑誌 95 巻 2 号 1 頁以下(1986 年) 16 頁参照、田中・前掲注(4) 117 頁参照。

<sup>215</sup> 白井正和『友好的買収の場面における取締役に対する規律』(商事法務、2013 年) 369 頁以下。

<sup>216</sup> ここでは以下にのみ言及する。See, Austin and Ramsay, *supra* note 66, at 446-465.