アメリカ法判例研究会第10回: VFB LLC v.Campbell Soup Co., 482 F.3d 624(3d Cir.2007) : Leveraged Spin-off について擬制的詐害譲渡の適用を否定した事例

メタデータ	言語: jpn
	出版者:
	公開日: 2017-10-03
	キーワード (Ja):
	キーワード (En):
	作成者: 村上, 裕
	メールアドレス:
	所属:
URL	http://hdl.handle.net/2297/41143

アメリカ法判例研究会第10回

VFB LLC v. Campbell Soup Co., 482 F.3d 624 (3d Cir. 2007)
—Leveraged Spin-off について擬制的詐害譲渡の適用を否定した事例—

村　上　　裕

【事実の概要】

1998 年、Campbell 社は株価対策とコア事業への集中を目的として、特製食品部門（Specialty Foods division. 以下、「部門」という。）を 100%子会社である VFI 社を新設した上でこれに譲渡し、かつ VFI 社株式を spin-off により Campbell 社株主に分配することを決定した。またこの spin-off がなされる前において、VFI 社が 5 億ドルを銀行から借り受け、この 5 億ドルが「部門」の譲渡対価として Campbell 社に渡るようにした[1]。この spin-off は 1998 年 3 月 30 日に完了した。

ところが、spin-off がなされる数年前から、Campbell 社の「部門」マネージャーが営業目標の達成とそれに伴うボーナスを得るため、部門の短期的な売り上げと収益を調整していた[2]。このことは VFI 社を、spin-off 時点における売上及び利益の緊急減少補正（imminent corrective decrease）に直面させた。

1998 年 6 月に、VFI 社は 1998 会計年度の業績予測を 1 億 4300 万ドルから 7000

1 これにより、Campbell 社は採算ベースに合わない事業を外すのみならずキャッシュを得ることができる（しかも VFI 社から得たキャッシュについて税金がかからず、5 億ドルの負債の負担は VFI 社が負う）。このような手法は、Leveraged Spin-off と呼ばれる。*See* Michael Kliegman, *Corporate Restructuring & spin-offs*, 1 Fordham Fin.Sec.&Tax L.F. 35, 44 (1996).

2 例えば本事件では、“product loading” と呼ばれる手法を用いていた。即ち、小売業者に在庫を増加させるよう奨励する大量のディスカウントを行い、これによりその期では短期的に売上が上昇する。しかし、後の期では小売業者が在庫を通常のレベルに減らすため、それに対応して売上が減少することになる。*See* VFB LLC v. Campbell Soup Co., 482 F.3d 624, 687 (3d Cir. 2007).

万ドルに下方修正した。VFI 社は銀行と貸付契約について再交渉し、銀行の債務に対して劣後する新たな社債を VFI 社が発行することで合意した。

これらの問題にもかかわらず、VFI 社はすぐには破たんせず、ニューヨーク証券取引所（New York Stock Exchange, NYSE）での株価は基本的に落ち着いていた。また売上の減少等の VFI 社の財務状況がよくない旨が公表されていたにもかかわらず、1999 年 6 月、VFI 社は機関投資家への 2 億ドルの無担保社債の発行を完了した。VFI 社の時価総額は、1999 年 1 月までは、11 億ドルを下回ることはなかった。

しかし VFI 社の業績は、食品業界全体の売上の低下等の問題で徐々に下り坂となり、さらに 2000 年 1 月に新たな会計上の不正が発覚した。これは VFI 社の 2000 年度の収益を引き下げ、VFI 社の無担保社債の価格を額面以下にした。1 年後、VFI 社は破産申立をした。

VFI 社は、Campbell 社に対する法的主張の全てを、本件原告である VFB 社に譲渡した[3]。VFB 社は Campbell 社に対して、本件 spin-off は擬制的詐害譲渡として無効であること、また Campbell 社が、spin-off 前の VFI 社取締役の VFI 社に対する忠実義務違反を幇助（aid and abet）したと主張して、さらに VFI 社の spin-off 前の取締役が VFI の将来債権者（foreseeable creditors）に対する信任義務に違反したとして訴訟を提起した。

原審（VFB LLC v. Campbell Soup Co., et al., 2005 WL 2234606 (D.Del.)）は、非陪審審理（bench trial）において、詐害的譲渡はなく、また VFI 社は spin-off 時には支払可能（solvent）であったため信任義務違反もない旨結論付け、原告の請求を棄却した。

とくに詐害的譲渡を否定するその理由として、おおむね以下のように述べた。即ち、「公開市場の取引において確立された価値は（株価操作などがない限り）合理的に均等な対価を決定する目的において公正な市場価値である」。Campbell

3 同社は、VFI 社の一部債権者がメンバーとなっているデラウェア州を設立州とする LLC（Limited Liability Company）である。なお銀行は LLC のメンバーとはなっていない。

社株も VFI 社株も spin-off の時点では NYSE に上場されており、NYSE は「世界で最も効率的な資本市場の 1 つ[4]」であることから、「企業の公正な市場価値を決定する際の唯一の現実的な関心事は、投資をする大衆が VFI 社の事業を適切に評価するのに必要な情報を有していたかどうかである。従って、VFI 社の事業の公正な市場価値が 5 億ドルを上回っていたかどうかを決定する主要なファクターとして、VFI 社の株価を用いる」[5]。

そして、VFI 社の spin-off 時の時価総額が 11 億ドルあり、この額は VFI 社の財務上の問題が公表された後でも安定していたことを裁判所は指摘し、VFB 側の、VFI 社の株価が公正な価値を反映していないとする主張を 1 つ 1 つ崩したうえ、VFB 側の DCF（Discounted Cash Flow）法を用いた「部門」の事業価値についての専門家証言を全て退け、「たとえ VFI 社の株価形成の際に市場が“根拠なき熱狂（irrational exuberance）”に苦しんでいたとしても、そのことは公開市場における情報に基づいた取引において公正に確立された価値について後知恵で批判する（second-guess）根拠にはならない」[6] として、結論において VFI 社の事業の公正な市場価値は 5 億ドルを上回っており、詐害的譲渡法にいう“合理的に均等な対価（reasonably equivalent value）”を受領しており、詐害的譲渡には当たらないとした。

これに対して、原告が控訴。

【判旨】原判決維持

Cudahy 巡回裁判所判事による意見

1. 擬制的詐害譲渡について

まず本件では、ニュージャージー州の詐害的譲渡法の適用が問題となることを確認する[7]。同法においては、債務者が、資産の移転や債務負担と引き換えに

4 *In re* PHP Healthcare Corp., 128 Fed. Appx. 839, 848 (3d Cir. 2005).
5 2005 WL 2234606, at *23.
6 *Id.* at *26.
7 Campbell 社及び VFI 社がニュージャージー州を設立州とするためであり、当事者もこ

“合理的に均等な対価”よりも少ない対価しか受領しておらず、その時債務者が債務超過にあるか、資産移転ないし債務負担の結果債務超過となった場合には、当該資産移転ないし債務負担は否認の対象となる旨定めている[8]。このため本件事案では、「VFB 社は少なくとも、「部門」が Campbell 社に提供された 5 億ドルの“合理的に均等な対価”ではなかったということを証明しなければならない。」

「「部門」と VFI 社の現金は、ともに価値ある資産であることは明らかだが、「部門」は、VFI 社が支払ったおよそ 5 億ドルの価値を有していたのだろうか。地裁は、spin-off から 9 カ月後における VFI 社の時価総額（market capitalization）が 11 億ドルあったという点において「部門」は確かに 5 億ドル以上の価値があった」ことを、spin-off が詐害的譲渡に当たらないとする主たる理由として結論づけた。「地裁は VFI 社の時価総額に焦点を合わせたので、VFB 社は現在、このアプローチへの攻撃に集中している。」

「VFB 社は、株価は将来の収益に対する予測（projection）に基づいており、それは不正確なものになるであろうから、裁判所は時価総額によって事業価値を測定すべきではないと主張しているように思われる。その主張は明らかに間違っている。株式市場は、予測が不正確であろうというリスクを市場関係者が自発的に引き受ける、または彼ら自身の間で移転することを許している。詐害的譲渡法は、その機能を害するためには行使されえない。実際、収益予測は会社の実際のパフォーマンスに根差した客観的な基準によって分析されなければならないが、そのような分析は予測時点で利用可能な、会社のパフォーマンスについての情報を用いるのである。」

「従って我々は、Campbell 社が spin-off 前に「部門」の売上と収益を操作したため、VFI 社の時価総額はその資産の価値を測定するものであるとする点で

の点は争わなかった。

8 N.J.Stat.Ann. § 25:2-27(a), 2-25(b). 統一詐害的譲渡法（Uniform Fraudulent Transfer Law, UFTA）4 条(1)や、連邦倒産法 548 条(a)(1)(B)と同じ趣旨である。

原審が誤っているという、VFB 社の主要な主張に移る。」

「裁判所が依拠した時価総額の数字に、誇張はあったのだろうか。VFB 社は、投資家がその時 Campbell 社の操作によりミスリードされたという事実認定（finding）もかかわらず裁判所は“Spin-off 時点の VFI 社の時価総額”に依拠したと述べ、地裁のこの点における理由づけの性質を混乱させようと試みる。裁判所はそのようなことはしていない。裁判所は、Spin-off 時における VFI 社の時価総額に依存しないことを正しくも選び、そして代わりに、数か月後 VFI 社の真実の状況が明らかになったときの時価総額を観察した。VFI 社が 1998 年 3 月末の時点より 1998 年 9 月のほうがより価値があったとは誰も主張していない。従って、Campbell 社の spin-off 前の操作による影響を全く受けていないにもかかわらず、VFI 社の 1998 年 9 月の時価総額が少なくとも 5 億ドルの「部門」価値を反映した場合、「部門」は spin-off 時点で 5 億ドル以上の価値があったに違いない。」

「VFB 社は、市場の数字（market figures）を支持して専門家の評価を棄却するのは明らかに誤りであったとするが、我々は、株式市場・社債市場からの客観的証拠に依拠することを選択する際に地裁が間違えたとは思わない。専門家は、例えば DCF 法によるような spin-off 前の実際のパフォーマンスを測定するという限度において、誤った物を測定している。不確実な将来のパフォーマンスの観点から会社の妥当な評価を再構成するという限度において、専門家は不適当なツールを用いている。それを疑う何らかの理由がない限り、株価は、“1 または 2 の専門家の主観的な見積りよりも株式の価値についてより信頼できる評価基準（measure）である[9]”」。

「VFI 社が spin-off 時に合理的に均等な対価を受領したとの地裁の結論に誤りはなく、詐害的譲渡にかかる VFB 社の主張に対する判断は支持されるべきである。」

---

9 *In re* Prince, 85 F.3d 314, 320 (7th Cir. 1996).

2. VFI 社取締役の信任義務違反について

「取締役は、株主の利益のためで行動すべきであり、株主の犠牲において私腹を肥やすべきではない。法は、特定の行動に対して通常と異なる審査（unusual scrutiny）を受けさせることにより、この忠実義務を果たしている（enforce）。さらに取締役は会社の利益を無視するインセンティブの下で行動するところ、取締役は“最大限の誠実さと、取引について最も実直な固有の公正さ[10]”を示さなければならない。」

「spin-off 前における VFI 社の取締役は同時に Campbell 社の役員であったため、spin-off の文脈において VFI 社の最善の利益を無視するインセンティブをもちまた明らかに無視したと、VFB 社は主張する。通常、2 つの取引する会社に同時に仕えることは、高められた審査（heightened security）を行う原因となる。しかしながら、2 つの会社が親会社とその完全子会社（またその完全子会社が支払可能な状態（solvent））である場合、審査は不要である。取締役は株主の最大の利益において行動しなければならないが、完全子会社には 1 人の株主、即ち親会社しかいない。保護されるべき実質的な利益は 1 つのみしかなく、従って、子会社取締役には二股に分かれた忠実義務はなく（no divided loyalty）、彼らの行動について特別な審査を要しない。それが実質的に彼らの義務であったので、VFI 社の取締役は Campbell 社の利益のためだけに注意を払った。彼らが、VFI 社のためか、または Campbell 社の利益のために行動したと考えていたかどうかは重要なことではないように思われる。」

【解説】

本件は、Campbell 社が事業部門を分割して spin-off を行ったことが擬制的詐害譲渡（constructively fraudulent transfer）に該当するかどうかが問題となっている。

---

10 *In re* PSE & G Shareholder Litigation, 173 N.J. 258, 801 A.2d 295, 307-308 (2002).

ニュージャージー州は統一詐害的譲渡法（UFTA）を採択しており、州の詐害的譲渡法では擬制的詐害譲渡について、債務者が合理的に均等な対価よりも少ない対価しか受領しておらず、かつ受領時点での債務超過または譲渡の結果債務超過に至った等の場合において、譲渡を否認できる旨の規定を設けている。本件では、Campbell 社と VFI 社の取引が「合理的に均等な対価ではない譲渡」に該当するか、即ち Campbell 社が VFI 社に譲渡した「部門」が 5 億ドルの対価に見合うものであったかが争点となる。

このような場合、「部門」の事業価値評価・企業評価（valuation）が問題となる。なぜなら、「合理的に均等な対価」について法は何ら定義を設けておらず、諸状況を総合的に見て判断する必要があるからである[11]。実際、原告側は 3 名の専門家に依頼し、類似企業比較分析や DCF 法[12] を用いた分析を裁判所に提出している。

原審も含めた本件の特色は、裁判所がこういった専門家証言を全て排除し、VFI 社の株価（および VFI 社の社債価格）を、ある取引における対価が詐害的譲渡にいう“合理的に相当な対価”に該当するか判断する際に用いていることである。従来から DCF 法には問題があるとして、これを用いないとする判例は存在していた[13]。また、専門家の証言よりも株価を重んじる判例も、本判決が初めてというわけではない[14]。しかし本判決では、専門家による評価を「枝葉の問題（side-show）」と、かなり強い表現で否定し[15]、かつ詐害的譲渡の判断という局面において市場の株価に依拠していることが特徴的である。

本判決のすぐ後に下された In re Iridium Operating LLC 事件[16] を除いて、同様

11 *In re* R.M.L., 92 F.3d 139, 148-49 (3d Cir. 1996).
12 DCF 法とは、企業が将来事業から生み出すキャッシュフローを現在価値に割り引くことにより企業価値を算出する方法を指す（伊藤邦雄『新・企業価値評価』（日本経済新聞社・2014 年）443 頁）。
13 Kool, Mann, Coffee &Co. v. Coffey, 300 F.3d 340, 362 (3d Cir. 2002).
14 Prince, 85 F.3d 314.
15 *See* VFB, 482 F.3d at 629. ただし、原審には、このような表現はない。
16 373 B.R. 283, 293 (Bankr. S.D.N.Y. 2007).

の立場をとる判例はまだ出現していない[17]。しかし学界においては、本判決を契機として、詐害的譲渡について企業価値評価が問題となる訴訟においては、従来通りのDCF法等によるべきか、市場価格による証拠（market evidence）を用いるべきかの論争が生じている。その嚆矢は、Simkovic & Kaminetzkyの2011年の論文[18]である。

Simkovic & Kaminetzkyによると、債務者が債務超過状態にあるかどうかなど、裁判所における事業評価・企業評価の際にはしばしばDCF法等の財務分析が用いられるところ、これにはいくつか問題がある。まず財務分析においては、専門家による主観的判断に依拠するところが大きい。例えばDCF法では将来キャッシュフローの予測や割引率について、専門家による操作が可能である。しかも訴訟当事者によって雇われた専門家は、その意向に沿うよう動機づけられているため、しばしば奇妙かつ利己的な結論を導きやすい。このような問題はDCF法に限らない。類似企業比較法を用いた評価の場合も、2つと完全に比較可能な会社はないため、どの会社を比較対象とするかという点において専門家の裁量が入ることになる[19]。

これらは財務分析自体の欠点だが、Simkovic & Kaminetzkyはさらに、財務分析を用いた専門家の証言について判断する裁判官自身の問題にも焦点を当てる。即ち裁判官は極端な判断を避け、最もありえる結論は中央部分にあると信じる傾向にあるので、専門家はこれを利用して、範囲の端（endpoint of range）を操作することによって中央部分を移動させ、自らを雇用した訴訟当事者にとって好ましい方向に誘導できるという[20]。

さらにより問題となるのが、裁判官は判断の際に「後知恵バイアス（hindsight

17 わずかに次の2つの判決が本判決に言及するものの、事案が異なる等の理由で簡単に退けている。*In re* American Classic Voyages, Co., 384 B.R. 62, 65 (D.Del., 2008); *In re* NewStarcom Holdings, Inc., 514 B.R. 394, 402 (Bankr.D.Del.2014).

18 Michael Simkovic and Benjamin S. Kaminetzky, *Leveraged Buyout Bankruptcies, the Problem of Hindsight Bias, and the Credit Default Swap Solution*, 2011 Colum.Bus.L.Rev. 118.

19 *Id.* at 141-47.

bias)」の影響を回避しえないという点である。後知恵バイアスとは心理学用語で、事件や事故が起こった後で振り返る際に、その事件や事故が実際には予見困難であったとしても、予見しえたはずであると考えやすい傾向を指す[21]。さらに後知恵バイアスは、現在の評価者が過去の意思決定者の判断を審査する際に、過去の意思決定者に怠慢か不注意があったため決定を誤ったと考えさせやすい[22]。もちろん裁判官は後知恵で判断してはならないのであるが、Simkovic & Kaminetzky は裁判官を用いた複数の実証研究を紹介し、人間一般に見られる後知恵バイアスからは裁判官も逃れられないという[23]。

このような Simkovic & Kaminetzky の見解からは、専門家証言よりも株価・債券の価格を判断の中心に据える本判決には当然、好意的であり、本判決（及び Iridium 事件）が、裁判所が詐害的譲渡に対して裁判所がどのようにアプローチするかという点について大きく前進させたと評価している[24]。

次に Schwartz & Bryan は、本判決及び Iridium 事件がともに専門家証言よりも市場価格に依拠して判断したことを画期的（landmark）であると評し[25]、また後知恵バイアス以外の実務的な観点に焦点を当てる。即ち、訴訟において事業価値評価・企業評価をめぐる争い（valuation contest）が生じるとき、当事者は専門家を雇うことになるが[26]、専門家への報酬コストが当然発生する。また専門家証言のため、裁判の時間もかかる。例えば本件原審においては、トライアル

---

20 *Id.* at 149-50.

21 星薫・森津太子『心理学概論』（放送大学教育振興会・2012 年）122 頁、藤永保・仲真紀子監修『心理学辞典 普及版』（丸善・2005 年）9 頁参照。

22 Simkovic & Kaminetzky, *supra* note 18, at 152.

23 *Id.* at 153-56.

24 *Id.* at 163.

25 Michael W. Schwartz & David C. Bryan, *Campbell, Iridium, and the Future of Valuation Litigation*, 67 Bus.Law. 939 (2012). なお、Schwartz も Bryan も本判決の Campbell 社側代理人を務めた人物である。

26 Robert J. Stern, *Proving Solvency: Defending Preference and Fraudulent Transfer Litigation*, 62 Bus.Law 359, 363-64 (2007) は、詐害的譲渡を争う当事者が専門家を採用することは当然であり、“一人でやっていく”ことを選択した当事者は、訴訟でうまくいかないだろうと指摘する。

の日のうち 3 分の 1 が専門家証言の時間に使われたという[27]。従って、これらのコストの観点からも、専門家による事後的な評価より市場による証拠を用いるのが適切であるとして、Schwartz & Bryan は、評価をめぐる争いにおける専門家の証言は、事実の審理者にとって証拠の理解又は争いの対象となっている事実の確定の助けにならないとして、連邦証拠規則 702 条(a) [28] により除外されるべきであると主張する[29]。

ただしこれに対しては、次のような反論がなされている。Stark らは、まず、専門家にバイアスがかかっていたとしても、そのことは連邦証拠規則 702 条(a) による専門家証言を排除する根拠とはなりえないとし、また、本判決の位置づけについても、特殊な事案に基づく決定であり先例とはなりえず、“画期的”とみるのは誇張であるとする[30]。さらに彼らは裁判官の後知恵バイアスの問題についても、当該バイアスが評価をめぐる争いが生じたケースにおいて問題となっている実例を示す必要があるのにもかかわらず、Schwartz & Bryan はそれを示していないと指摘し、さらに根本的に、市場による証拠は、本質的価値ないし公正な価値を反映しないことがあるので[31]、これによることは適切ではないとして、Schwartz & Bryan の主張に反対する。

---

27 Schwartz & Bryan, *supra* note 25, at 950.

28 連邦証拠規則 702 条及び同条(a)は以下のように定める（訳文は田邉真敏「(翻訳・資料)アメリカ連邦証拠規則(2)」修道法学 33 巻 2 号 390 頁以下(2011 年)を参照した)。「知識・技能・経験・訓練または教育により専門家としての資質を有する証人は、以下の場合に、意見またはその他の形式により証言することができる。

(a) 専門家の科学的・技術的またはその他の専門的知識が、事実の審理者にとって、証拠の理解又は争いの対象となっている事実の確定を助ける。」

29 Schwartz & Bryan, *supra* note 25, at 952.

30 Robert J. Stark, et al., *Market Evidence, Expert Opinion, and the Adjudicative Value of Distressed Businesses*, 68 Bus.Law. 1039, 1047, 1051 (2013).

31 *Id.* at 1056, 1059. また、*In re* Emerging Communications, Inc. Shareholders Litigation., 2004 Del. Ch. LEXIS 70 (2004) における「株式の市場価格は常に公正な価値を示しているわけではない…。市場はときおり誤りをおかし、とくに短期では効率的市場における取引でさえ株式に誤った価格が付けられることがありえる…。重要な情報がそれから公表されない場合、市場は非効率的であるかもしれない。」(at *83-84) との Jacobs デラウェア州最高裁判事の説示を同論文では引用する（*Id.* at 1053.)。

またHorowizも、やはりSchwartz & Bryanの主張に対する反論として、証券の市場価格から会社の企業価値および支払能力に関する結論へは直接は結び付かず、必然的に専門家の分析を必要とするという[32]。

この論争をどのように評価するかは難題である。後知恵バイアスが裁判官の判断に影響を及ぼすことは、LBOにおける詐害的譲渡法適用の場面においてもつとに言及されており、実際にバイアスが影響した判例も存在するとの指摘もある[33]。その意味で、この点に係るStarkらの反論はやや弱いと思われる。

しかしより大きな問題は、市場による証拠に依拠してよいか否かは、いわゆる効率的資本市場仮説に対するスタンスと大きく関わることである。Simkovic & Kaminetzkyは、効率的市場を前提とする「市場に対する詐欺」理論を提唱したBasic事件[34]が本判決に影響を与えている可能性を指摘する[35]。実際、とくに原審は株価が投資家が入手できる情報を織り込んでいることを前提としている。一方、Starkらは当該仮説には否定的なスタンスのようであるが[36]、当該仮説そのものについての検討・検証はより詳細かつ経済学の知見も交えて行う必要があり、本判例評釈のレベルを超えている。他日を期したい[37]。

2. 親子会社関係における子会社取締役の義務

本件では、Campbell社の事業部門譲渡先がCampbell社の子会社であり、一部の取締役が両社の役員を兼ねていた。このため、親子会社関係における兼任取締役の義務のあり方という会社法の伝統的な論点も問題となる。

---

32 Gregory A. Horowitz, *A Further Comment on the Complexities of Market Evidence in Valuation Litigation*, 68 Bus.Law. 1071, 1073, 1079 (2013).

33 *See* Laura Femino, Note, *Ex Ante Review of Leveraged Buyouts*, 123 Yale L.J. 1830, 1848 (2014).

34 Basic v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988). この判決については、黒沼悦郎『アメリカ証券取引法（第2版）』（弘文堂・2009年）126頁以下を参照。

35 Simkovic & Kaminetzky, *supra* note 18, at 158.

36 Stark, et al., *supra* note 30, at 1062-67.

37 最近下されたHalliburton Co. v. Erica P. John Fund Inc., 134 S.Ct. 2398 (2014) においても、効率的資本市場仮説についての検討がなされている。この判決については、池谷誠「Halliburton事件最高裁判決の検討」商事法務2042号（2014年）41頁以下参照。

Anadarko 事件においてデラウェア州最高裁は、「親会社と 100%子会社の文脈においては、子会社の取締役は親会社とその株主の最善の利益において子会社の経営を行う義務のみを有する」と判示した[38]。アメリカ法律協会（ALI）の『コーポレートガバナンスの原則：分析と勧告』においても当該判旨がそのまま言及されており[39]、100%子会社の取締役は親会社及びその株主に対してのみ信任義務を負うという法理は一般に受け入れられていると言ってよい。

本判決はこれを確認したものであるが、一方で、「取締役は通常会社債権者には義務を負わないが、会社が支払不能にある場合、取締役は株主に対するのと同様に債権者の利益において会社を運営すべきである。そのような状況においては、VFI 社取締役の忠誠は、spin-off 取引の一部として VFI 社に資金を貸した銀行と Campbell 社の間に分裂」する旨述べている[40]。本件では VFI 社は spin-off 段階では支払可能な状態にあったと判断されたので、この判旨は傍論にすぎないが、以下付言する。

取締役の信任義務は通常の場面では株主に対してであるところ、会社が債務超過ないし支払不能の状態、または倒産に近接した状態（in the vicinity of insolvency）にある場合は、取締役の信任義務の名宛人は債権者へ移ることが、Credit Lyonnais 事件[41] 以来、とくにデラウェア州の判例法理として形成されている。本判決も、それに沿ったものと言える。もっとも、この判例法理は取締役の経営判断を委縮させるものであるとの批判があり、近年の学説では経営判断原則で処理をすべきとの見解が有力である[42]。

そしてこの経営判断原則による処理は完全親子会社関係の場面にも当てはま

38 Anadarko Petroleum Corp. v. Panhandle Eastern Corp., 545 A.2d 1171, 1174 (Del. 1988).
39 THE AMERICAN LAW INSTITUTE, PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE: ANALYSIS AND RECOMMENDATIONS, Vol.1, 204 (1994).
40 *See* VFB, 482 F.3d at 635-36.
41 Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Communications Corp., 1991 Del.Ch.LEXIS 215 (1991).
42 この点については、後藤元「取締役の債権者に対する義務と責任をめぐるアメリカ法の展開」金融研究 29 巻 3 号（2010 年）123 頁以下参照。

るとの見解も最近唱えられている。即ち、財務的に困窮した状態にある完全子会社の取締役が債権者に対して義務を負うとした場合に、完全子会社取締役が、債権者にとって好ましいが株主(即ち親会社)にはそうではない行動をとると、親会社は子会社取締役を信任義務違反で訴えるか、子会社取締役を解任するであろう。一方逆の場合、子会社取締役は債権者からの信任義務違反の訴訟リスクにさらされることになる。このような相対立した状況に子会社取締役を置くことは好ましくなく、経営判断原則による保護を与えるべきというのである[43]。

このように、近年では本判決の傍論部分で述べているような、取締役の信任義務の名宛人は誰か（誰になりうるか）という議論よりも、経営判断原則の適用の問題に焦点が移っている。

43 *See* J. Haskell Murray, *"Latchkey Corporations": Fiduciary Duties in Wholly Owned, Financially Troubled Subsidiaries*, 36 Del.J.Corp.L. 577 (2011).