

論説

# 経営危機時における 取締役の債権者に対する責任について

2004年4月入学

田中 秀樹

## I. 本稿の目的

通説的見解によれば、株式会社は営利目的の  
社団法人であることから、対外的企業活動にお  
ける利潤最大化を通じた「株主利益の最大化」  
が、会社を取り巻く利害調整の原則であるとさ  
れる<sup>1)</sup>。なぜなら、営利とは対外的企業活動で  
得た利益を構成員一株式会社においては株主に  
に分配することであるが<sup>2)</sup>、株主は残余請求権  
者であって、会社債権者が会社に対し株主より  
先順位の一定額の請求権を有するため、結局  
の所、「株主利益の最大化」は、関係者全員の  
総価値最大化と同値になる<sup>3)</sup>からである。た  
だし、そうした原則は例外を伴う緩い原則に止  
まるとされる。例外の一つとして、会社の資力  
喪失時は、取締役は一定の場合に債権者に対  
して責任を負うことになる点が挙げられる<sup>4)</sup>。と  
いうのも、資本制度は、株主の有限責任の原則

に対する会社債権者保護のための手当てとされ  
るが<sup>5)</sup>、資本が毀損した状態は、こうした手当  
てがワークしない状態だからである。更に、破  
産、会社更生、民事再生の手続が開始し、管財  
人が選任されると、破産財団または会社財産の  
管理・処分権は、管財人に専属し（破産法 78  
条 1 項、会社更生法 72 条 1 項、民事再生法 66  
条）、既に提起された株主代表訴訟は中断する  
のであって、株主のコントロールは失われる<sup>6)</sup>。  
このように、例外として債権者に対して負う責  
任は、取締役の善管注意義務（会社法 330 条  
→民法 644 条）の要素を構成することになる<sup>7)</sup>。  
判例（後述）においても、会社の経営危機時に  
おいて取締役が債権者に対して責任を負うこと  
があるという点は認められている（旧商法 266  
条の 3 第 1 項、会社法 429 条 1 項）し、比較  
法的にも、そのような責任を認める<sup>8)</sup>。

しかし、取締役が債権者に対して責任を負う

1) 落合誠一「企業法の目的—株主利益最大化原則の検討」岩村正彦編『岩波講座・現代の法（7）・企業と法』（岩波書店、1998）23 頁、江頭憲治郎『株式会社・有限会社法（第 4 版）』（有斐閣、2005）16 頁。

2) 落合・前掲注 1)23 頁、江頭・前掲注 1)16 頁。

3) 落合・前掲注 1)23 頁、江頭・前掲注 1)16 頁。

4) 落合・前掲注 1)25 頁、江頭・前掲注 1)18 頁。

5) 江頭・前掲注 1)28 頁、前田庸『会社法入門（第 10 版）』（有斐閣、2005）13 頁。

6) 東京地判平成 7 年 11 月 30 日判タ 914 号 249 頁、東京高判昭和 43 年 6 月 19 日東高民時報 19 卷 6 号 132 頁、大阪高判平成元年 10 月 26 日判タ 711 号 253 頁。

7) 落合・前掲注 1)23 頁。

8) 米国では、16 の州で取締役が債権者の受託者とされ、信託義務として基金たる会社の財産を維持する義務を負うとされる。逆に、支払不能の場合は、2 つの州を除き、取締役は債権者の受託者とみなされるとされる（以上、WEST GROUP PUBLISHER'S EDITORIAL STAFF, FLETCHER CYCLOPEDIA OF THE LAW OF PRIVATE CORPORATIONS VOLUME 3 (2004), pp. 219-223）。ドイツでは、会社の支払不能または債務超過後に支払をなした場合には、取締役が連帯して会社に対する損害賠償責任を負い（AktengesellschaftGesetz93 条 2 項 3 項）、債権者が満足を得られない場合には会社の請求権を行使できる（同条 5

のは具体的にどのような場合であるかについては、種々の議論があり、必ずしも一致を見ていないように思われる。

わが国会社法においては、会社法 429 条 1 項（旧商法 266 条の 3 第 1 項）が、株式会社の経営危機時における取締役の債権者に対する責任を規律づけてきた。同条項については、昭和 25 年改正<sup>9)</sup>により導入されて以来、理論的根拠、対象範囲、要件等につき様々な議論があったが、昭和 44 年大法廷判決<sup>10)</sup>により一応の決着を見、通説化している。即ち、「株式会社が経済社会において重要な地位を占めていること、しかも株式会社の活動はその機関である取締役の職務執行に依存するものであることを考慮して」、第三者保護の立場から定めた法定責任であるとした。対象範囲は、間接損害であると直接損害であるとを問わないとし、要件は、取締役の会社に対する任務懈怠、第三者の損害、両者の間の相当因果関係、及び任務懈怠についての故意または重過失であり、損害についての主観的要件は不要とした。

本判例によって、取締役の債権者に対する責任に関する議論の立脚点は共有されたのであるが、依然として明確化されたとはいえない。

この点に関する学説の通説的見解として、次のようなものがある。即ち、取締役は、会社の経営危機に際し、経営状況を把握するとともに、

将来の予測、資金繰りの計画、経営改善のための立案・実行または再建の断念など必要な措置を講ずる義務を会社に対して負い、この義務につき故意または重過失ある懈怠があるときは間接損害として取締役の責任を追及でき、また、会社の経営状態の悪化を秘匿して取引をなしたことを開示義務違反として取締役の責任を追及しうる場合がある、というものである<sup>11)</sup>。この考え方は、多数の裁判例に基づいて一般化された基準であり、妥当なものであると評価できるものの、経営危機に瀕した取締役の行為規範としては、なお詳細化する余地はあるものと考えられる。殊に、会社の経営危機に際しては、株主と債権者の利害が相反する場面があるとされており<sup>12)</sup>、取締役はどのような行動をすれば義務を果たしたことになるのか、さらに検討する意味はあると考える。なぜなら、取締役は会社の機関として、リスクを取ってリターンを得る会社の対外的活動についての判断主体であり、どのような行動であれば責任を問われないのか、責任の分解点をできるだけ明確化することによって、思い切った判断を行うことができ、もって会社の活発な経済活動を推進するものと考えられるからである。本稿では、この点につき理論面を分析した上で、理論の妥当性を判例、裁判例により検証することが目的である。

項)。善管注意義務の立証責任は取締役が負う（同条 2 項）。イギリスでは、コモンロー上の取締役の注意義務は原則株主に対してのみ負うものとされてきたが、法の制定により補完されつつある。支払不能後の財産毀損については取締役が個人的に責任を負う（Insolvency Act 1986 214 条）（以上、L.S. SEALY, CASES AND MATERIALS IN COMPANY LAW (2001), pp.259-261, MARTHA BRUCE, RIGHTS AND DUTIES OF DIRECTORS (2003), p.56）。

9) 昭和 25 年改正以前の第三者責任に関する規定は、「取締役が法令又は定款に違反する行為をなしたるとき」とされていた（旧商法 177 条）。

10) 最大判昭和 44 年 11 月 26 日民集 23 卷 11 号 2150 頁。

11) 吉原和志「会社の責任財産の維持と債権者の利益保護」法学協会雑誌 102 卷 8 号 83 頁～85 頁（1985）。江頭・前掲注 1) 429 頁、藤田友敬「株主の有限責任と債権者保護 (2)」法学教室 263 号 134 頁（2002）注 (22) 賛成。

12) 例えば資産（現金のみ）8,000、負債額面 10,000 の企業において、

プロジェクト X : 100% の可能性で資産は 9,000
プロジェクト Y : 40% の可能性で資産 11,000, 60% の可能性で 5,000

の全資産を投下して行う排他的な 2 つのプロジェクトが存在する場合に、資産及び債権回収可能額の期待値は、

プロジェクト X : 企業資産期待値、債権回収期待値共に 9000、株主価値期待値 0
プロジェクト Y : 企業資産期待値 : 7,400、債権回収期待値 : 7,000、株主価値期待値 400

となり、株主価値最大化を期すると Y が、債権回収期待値の最大化を期すると X が選択されることになる。特に経営危機時には、一般に、株主はよりリスクの高い事業を、債権者はより堅実な事業を選好することになる。

## II. 理論面の検討

### 1 個別債権者毎に利益調整を行う説

第一の考え方として、取締役の債権者に対する責任は、債権者が事前に行ったであろうリスク配分を尊重する形で考え、極端な形でモラルハザードが顕在化した場合に法が介入するに留める、との見解がある<sup>13)</sup>。確かに、金融機関の貸付けや社債取引においては、事前に債権者が債務会社と交渉することにより、債権者のリスク・リターンについて、合意を形成することができる<sup>14)</sup>。流通市場において当該リスクに見合ったリターンがどの程度であるか相場形成することも可能である。そのような場面に法が介入することで、却って健全な経済活動を妨げることになる可能性があり、これを前提とすれば合理的考え方である<sup>15)</sup>。

ただ、常にそうした合意形成ができるとは限らない。不法行為責任に基づく債務や、継続的事業に伴う売掛金や手形取引について、そのような合意の形成を一般的に要求するのは難しいであろう。また、通常は売掛金に利子を要求しないので、リスクに見合ったリターンを設定することができない。実際、裁判例において旧商

法 266 条の 3 第 1 項（会社法 429 条 1 項）が問題とされている債権の多数が売掛金に係るものである<sup>16)</sup>。そのような場面では結局何らかの一般的なルールにより責任分解点を判断する必要が生じる<sup>17)</sup>。

### 2 債務超過時に信認義務を負うとする説

第二の考え方として、取締役は、債務超過前は会社＝株主に、債務超過後は会社＝債権者に対して信認義務を負い、債務超過後には会社財産を減少させ、会社を倒産状態に至らしめたあらゆる行為から債権者に対する責任が生じうる、という見解がある<sup>18)</sup>。会社の価値を最大化するべく行動することが取締役の義務であり、その義務違反について責任を負う相手方が株主→債権者と変わる、との考え方に基づくものである<sup>19)</sup>。確かに、債権者と株主の利害対立について、截然と場面分けすることによって取締役の行為規範が明確化されている点で評価できる考え方である。

しかし、論者自身も指摘するように、本来株主と債権者の利害状況は、自己資本比率あるいは資本の毀損の程度によって、徐々に移行する

13) 藤田・前掲注 11)133 頁～134 頁。

14) 但し、落合誠一「社債による社債権者と株主の利害調整」竹内昭夫先生還暦記念『現代企業法の展開』（有斐閣、1990）240 頁は、契約による社債権者と株主の利害調整の限界を指摘し、社債法あるいは会社管理システム全体による補足が要求されるとする。「極端な形でモラルハザードが顕在化した場合に法が介入する」と同旨であろうか。

15) 社債発行会社の支払能力がある場合に、LBO によって負債比率を極端に増加させたりスピノフによって負債を分割会社に極端に片寄せする等、株主に利益となるが社債権者に損害を生じさせる、いわゆるイベントリスクについて、森まどか「社債の「イベントリスク」に関する法的研究（三）」名古屋大学法政論集 178 号 399 頁～401 頁（1998）は、旧商法 266 条の 3 第 1 項（会社法 429 条 1 項）によるイベントリスク抑止機能の可能性を示唆するが、経営判断原則あるいは取締役の個人の資力等に鑑み、同条による事後的対処は困難とし、社債権者と株主の利益のバランスを考慮しつつ公正性及び市場の効率性に照らして事案毎に判断する手法が妥当とする。

16) 銀行取引について旧商法 266 条の 3 第 1 項（会社法 429 条 1 項）による責任追及の裁判例が無いことの原因としては、通常の消費貸借契約において代表取締役の人的・物的保証を取得していること、また、個々の取引において同条項を根拠に訴訟提起して債権回収することがコスト対比非効率であること等が考えうる。

17) 但し、結論を先取りすると、会社法 429 条 1 項は取締役の故意または重過失を要求するので、「極端な形でモラルハザードが顕在化した場合に法が介入するに留める」との結論とほぼ同じになるとも考えられる。

18) 黒沼悦郎「取締役の債権者に対する責任」法曹時報 52 卷 10 号 25 頁～27 頁（2000）。取締役に経営上の判断について結果責任を負わせるべきではなく、倒産申立責任を負わせることを意味するのではないし、旧商法 266 条の 3 第 1 項（会社法 429 条 1 項）は悪意重過失を要求することから、過酷な結果責任を負わせることにはならない、と注釈する。同注（68）。

19) 黒沼・前掲注 18)27 頁。（図 1）の点線を前提にした考え方である。



ものである。即ち、この見解において前提とされる債権及び株式の価値は、(図1)の点線の通り直線的に推移するものであるが、本来は、リスク勘案後の価値をプロットすると、実線のようになるはずである。なぜならば、会社が存続する以上は常に僅かなりとも債務超過が解消される可能性はあるので、株主の有限責任性から、株式の価値が0になることはない。また、債権のリターンの上限は通常は債権額であるから、債権の価値はその名目額よりも常にデフォルトリスクの分だけ小さいはずである(利息は無視)。そうすると、債務超過後であっても倒産に至るまでは<sup>20)</sup>株式の価値を毀損する可能性は常に存在するし、債務超過前であっても、債権者の価値を毀損することはありうる。従って、債務超過を境に責任の相手方をいずれかに限定してしまうのは不当である。

### 3 私見：企業価値最大化による説

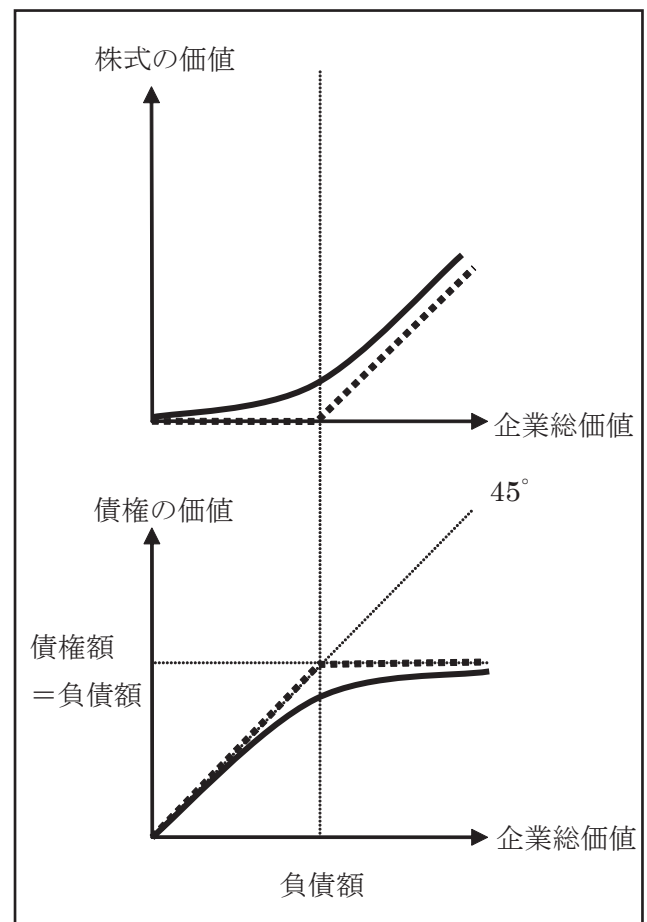
ここで、各論者の見解を振り返って考えてみると、企業価値最大化が取締役の行動の目標となることについては、各論者共通した認識であるようである<sup>21)</sup>。ただ、これを実現するための規範ないしインセンティブ付けとして、どのようなルールが望ましいかについて種々の見解があるに過ぎないのである。

そうしてみれば、企業価値最大化という目標そのものを行為規範として掲げることも検討されてよいのではないだろうか<sup>22)</sup>。即ち、経営危機時に取締役が会社に対して負う善管注意義

務(会社法330条→民法644条)の内容の一つとして、企業価値最大化という規範を設定し、これを基準に利害関係者の調整を図る、ということである。

企業価値の測定方法は目的に応じて多種多様であるが、大きく分ければ、株主価値によるものと、企業総価値によるものがある<sup>23)</sup>。前者は、残余価値請求権者たる株主に帰属する利益を基礎に会社の経済的価値を評価するものである。例えば、配当額の将来にわたる割引現在価値の総計により算定する方法がある<sup>24)</sup>。い

図1



20) 法人の破産原因たる債務超過(破産法16条)の定義は、清算価値説、企業継続価値説あるいはそれらを両立させる説など諸説あるが、本稿においてはいずれにおいても成立する。少なくともわが国倒産法制上は倒産申立義務が無いので、債務超過即ち破産ではない。なお、(図1)中の負債額は名目額、株式の価値、債権の価値、企業総価値は時価である。

21) 藤田・前掲注11)84頁、黒沼・前掲注18)20頁。

22) 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20巻3号36頁(2001)は、このような基準の可能性を示唆する。

23) 柳川範之「企業価値・買収防衛策についての経済学的考察」MARR130号17頁(2005)、ロバートC.ヒギンズ(グロービス・マネジメント・インスティテュート訳)『(新版)ファイナンシャル・マネジメント』(ダイヤモンド社、2002)348頁、R.A.ブリーリー=S.C.マイヤーズ(藤井眞理子=国枝繁樹訳)『コーポレートファイナンス(上)(第6版)』(日経BP社、2002)597頁。

24) この方式により譲渡制限株式を評価した例として、大阪高判平成元年3月28日判時1324号140頁。

わば、理論的な株価総額を算定する方法であり、上場企業の場合には、上場株式の株価を用いて算定する方法も考えられる。これに対して、後者は、債権者や株主により投下された資本によって会社にもたらされた総資産を用いて、会社がどのような価値を生産するかにより会社の価値を評価するものである。例えば、その会社が事業を行なうことにより生み出されるキャッシュフローの割引現在価値の総計を算出する方法<sup>25)</sup>がある。この方法は、会社の資産全体を一つのプロジェクトのように見て、その時価総額を算出するものである。あるいは、事業によるキャッシュフローから、投下資本に対して支払われるべき対価（利息及び資本コスト）を控除した額をその会社により生産された付加価値と考えると、その将来にわたる割引現在価値の総

額に基づき算定する考え方もある<sup>26)</sup>。

前者の方法によれば、他のステークホルダーから株主に利益が移転されることによって価値を最大化するようなケースを排除しないことになるが、後者では、あるステークホルダーから株主に対して利益移転はあるが会社により生産される価値が向上しないような場合は排除されることになる<sup>27)</sup>。従って、株主と債権者の利害対立の調整というここでの目的に照らせば、株主価値の最大化は基準として不相当であるので、後者による方法が採用されるべきである。

このような企業総価値最大化の基準については、敵対的買収防衛策の導入可否の基準として用いる考え方が最近提示されている<sup>28)</sup>。ここでは、既存取締役と買収者（即ち新株主及び新取締役）との利害調整の基準として企業総価値

25) 会社が自由に処分できるキャッシュフローをフリーキャッシュフローと呼び、これが債権者や株主等資本投下主体に配分されると考え、その将来にわたるフローの現在価値の総和を Free cash flow to the firm (FCFF) と呼ぶことがある。これに対して、株主に配分されるフリーキャッシュフローの総和を Free cash flow to equity (FCFE) と呼ぶ。ここでの問題は、FCFF と FCFE の選択の問題である。典型的な FCFF の算出方法は、

$$FCFF = NI + NCC + [Int \times (1 - tax\ rate)] - FCInv - WCInv$$

但し、NI：当期利益、NCC：減価償却等の非現金費用、FCInv：固定資産増加、WCInv：運転資本増加（＝棚卸資産＋売掛金－買掛金）

FCFF をベースにした企業総価値の算出方法は、

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1+k)^t} + nonOA + cash$$

但し、FCFF<sub>t</sub>：t期のフリーキャッシュフロー、nonOA：非事業資産の価値、cash：現金または同等物の価値

k=WACC（加重平均資本コスト：企業が調達した全ての資金のコストの加重平均）

以上、Stowe, Robinson, Pinto, and McLeavey, Analysis of Equity Investments: Valuation (2002), p.133, 伊藤邦雄ほか『キャッシュ・フロー会計と企業評価』（中央経済社、2004）155頁～162頁。

26) 例えば、

企業の生産する単年度の経済的付加価値 Economic Value Added (EVA<sup>®</sup>) = EBIT × (1 - tax rate) - WACC

$$\therefore V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA^{\circledR}_t}{(1+k)^t} + 投下資本$$

但し、EBIT：税・支払利息前利益。

前掲注 25) 掲載論文参照。EVA<sup>®</sup>は、スターン・スチュアート社の登録商標。

27) 会社に大きな利益をもたらすようなイノベーションやアイデアを引き出すインセンティブとしての成功報酬部分、すなわち、外部機会をまかなうだけの一定水準の給与額を越えた、従業員や役員の賞与や退職金の一部、研究開発の際の報奨金もステークホルダーに帰属する付加価値と考えられる。柳川・前掲注 23) 18頁。但し、前掲注 26) による企業価値の考え方は、投下資本に帰属する付加価値をベースにしたものなので、役職員に帰属する付加価値を考慮に入れる場合には、企業価値の算出にも工夫が必要である。なお、代表取締役の任務懈怠に起因する会社解散によって解雇された従業員に対する旧商法 266 条の 3 第 1 項（会社法 429 条 1 項）の責任を認めた裁判例として、名古屋高判金沢支部平成 17 年 5 月 18 日判時 1898 号 130 頁。（本件では違法な行為による任務懈怠であり、株主から従業員への利益移転は問題にされていないと考えられる。）

28) 経済産業省企業価値研究会『企業価値報告書』31頁～37頁（<http://www.meti.go.jp/press/20050527005/3-houkokusho-hontai-set.pdf>, 2005）。

が用いられている。経営危機時の債権者と株主の間の利益相反状況と同様に、株主利益最大化では規律が不十分な場合に、その背後にある原理である企業総価値最大化に立ち戻って考える、という点で類似しており、かつ整合的であると考える。

企業総価値最大化だけでは十分な基準とは言えない。例えば、大きく債務超過に陥った企業が、リターンの期待値が正となる為替のポジションや石油の新規掘削への出資を、企業総価値に匹敵する額面まで保有することによって起死回生を図ることが許されるか。投資会社が為替のポジションを張り、石油開発企業が石油を掘削するのは当たり前のことであるが、和服製造業者の債権者からすれば不意打ちである<sup>29)</sup>。このような取引を排除するには、企業の業容や事業の性格に照らして極めて過大なリスクを取ったような場合に取締役の責任が追求できる、という実質基準を併せて考える必要がある<sup>30)</sup>。リスクは、リターンと並んでファイナンスの二大要素であることがその所以である。企業総価値が基準であるから、問題になる事業のリスク評価に当たっては、企業内の分散投資によるリスクの減殺効果も考慮に入れることができるかと考える。アメリカの統一信託法典第9編に引用されるプルードント・インベスター法 (Uniform Prudent Investor Act)<sup>31)</sup> は、信託の投資運用に関する受託者の責任について定めているが、その section 2.(b) で、個々の資産に係る投資判断は、全体のポートフォリオの文脈の中で、また、その信託に相応しいリスク・リターンの目標を含めた総体的投資戦略の中で、評価されなければならないとされる。取締役は、債権者及び株主により投下された資本を用いて

事業を行い、彼らに対してリターンを分配する役割を担うと考えれば、投資運用の受託者と位置づけは類似してくるので、参照に値すると考える。

そして、具体的基準を定める企業総価値及びリスクの評価手法並びに許容されるリスクの範囲については、判断時点を基準時として<sup>32)</sup> 合理的範囲内で取締役の裁量と考えることが、取締役の行為規範としては相応しいものと考えられる。なぜならば、経営の高度専門性・技術性及びリスクの存在という特殊性から、取締役が置かれた具体的状況に応じて要求される義務にあれば十分であり<sup>33)</sup>、一般に経営評価の手法については合理的範囲内で取締役の裁量と考えるのが妥当であるからである。そして、主観的要件として会社法 429 条 1 項は故意または重過失を要求しているので、その主観面の判断においても裁量の逸脱を考慮すると解される。従って、取締役の事業執行につき企業総価値を高める、または過大なリスクを負っていない、という判断がなされていなかった、あるいは判断時を基準に判断の根拠に誤りがあったり合理性を欠いたりすることについて、故意または重過失が認められた場合に限り、取締役の債権者に対する責任が認められることになる。

もとより、企業総価値やリスクの評価については、画一的な手法を想定することはできないし、何らかの算式を想定したとしても、将来にわたる指標をどのように仮定するかにより大きく結論は変わってくるものである。また、企業における判断の過程というのは企業により様々であるべきであるし、経営者の直感的判断に委ねられるべきものでもある。しかし、そもそも経営者には一定の裁量が認められているという

29) もっとも、為替の大きなポジションを持つことや石油掘削に出資することは、和服製造業者にとって、現有の有形・無形あるいは人的・物的な経営資源と全く関連が無いのであり、純現在価値が正になることは無いとも言えるかもしれない。

30) リスクを、現に行っている事業により判断するか、定款により判断するか、両説考えられる。

31) 大塚正民＝樋口範雄『現代アメリカ信託法』(有信堂高文社、2002) 140 頁。

32) 藤田・前掲注 11)134 頁。

33) 近藤光男「取締役の経営上の過失と会社に対する責任」金融法務事情 1372 号 9 頁 (1993)、近藤光男「商法二六六条ノ三第一項に基づく取締役の責任と経営判断の原則」民商法雑誌 88 巻 5 号 3 頁 (1983)。



ことを前提にしつつ、評価手法は一定の裁量に委ねるとして、少なくとも企業総価値を最大化させ過大なリスクを負わないかどうかについて適切に判断がなされたかどうかということが問われるべきであると考え。その意味では、前述の評価手法は、いずれも理念型に過ぎないし、事業規模に応じた事業計画があれば、簡易なものであっても任務懈怠とはならないと考える。

なお、経営判断の原則との関係であるが、同原則の背景には、株主が自ら選んだ取締役の単なる判断違いを自ら甘受すべきである、という考え方が存在することから、取締役の第三者に対する責任においては、直接には妥当しないものとする<sup>34)</sup>。しかし、結論においてはいずれでもさほど変わらないであろう。

判例・裁判例上、経営危機時における取締役の債権者に対する責任が問題になるケースの内、かなりのものが、直接業務を担当した取締役以外の取締役の責任も併せて問題になっている。

問題となる取引が取締役決議事項である場合には、賛成取締役であって取引を担当していない者の責任も問題になりうるが、そのような者については、重大な過失の有無の認定により、責任を負う者と負わない者が区別されることになる。

監視義務が問われる場合には、本稿で定立する行為規範が監視義務の内容を構成することになる。ある程度以上の規模の会社においては、業務執行の一環として、内部統制システムを整備する義務も存在する<sup>35)</sup>。更に、大会社については同様の内容が法定される（会社法 362 条 5 項→同 4 項 6 号、同施行規則 100 条、特に 1 項 2 号 3 号）。そこでは、本稿の行為規範を実現するために、投資規模に応じた決裁権限の制定、決裁における事業評価、即ち当該事業

の純現在価値の算定ロジックの整備、事業評価を行う専門部署等の社内規定・組織等が求められることになる。また、会社の経営状況を常時把握し、状況に応じた規定・組織を構築する必要もある。こうした監視義務や内部統制システム整備義務により、取締役の相互牽制が働き、経営危機に追い込まれた取締役を冷静な判断に導くことで、行為規範の実効性を確保できるものと思料される。

#### 4 私見への批判と反論

ところで、企業総価値最大化を取締役の行為規範とする考え方に対しては、これまで多くの批判がなされてきた。

第一の批判は、その行為規範に対する責任追及がなされにくくなる、というものである<sup>36)</sup>。しかし、取締役は会社に対して善管注意義務を負い（会社法 330 条→民法 644 条）、取締役の職務に対する任務懈怠があれば、その任務懈怠と相当因果関係のある損害を被った第三者は、取締役に対して責任追及ができるのであるから（会社法 429 条 1 項）、むしろ取締役に対する責任追及は、会社に対する任務懈怠を起点にして考えるべきであると言える。

第二の批判は、会社法は会社関係者の私的利益の調整を目的とするのであって、会社独自の利益を考えるのは不当であるとするものである<sup>37)</sup>。しかし、ここで論じる取締役の行為規範は、債権者と株主の利益が相反する場合の利害調整の基準に過ぎず、会社の利益をひとり歩きさせるものではない。むしろ、企業総価値最大化による基準は、取締役の任務懈怠により債権者及び株主の双方共損害を被っている場合に、両方が責任追及する道を閉ざす必要が無い点で私的利益の調整を図る基準として適してい

34) 近藤・前掲注 33)「商法二六六条ノ三」3頁。

35) 大阪地判平成 12 年 9 月 20 日判時 1721 号 3 頁。

36) 藤田・前掲注 11)84 頁。

37) 落合誠一「会社法の目的」法学教室 194 号 8 頁 (1996)、龍田節『会社法 (第 9 版)』(有斐閣、2003) 33 頁は、関係者間の利益を調整する際、「会社の利益」として構成員各自の利益とは別に団体固有の利益を考えるのが有用な場合は確かにあるが、会社の利益を絶対化し、ひとり歩きさせるのは危険である、とする。

る面がある。

第三の批判は、会社のステークホルダーの利益は鋭く対立するのが普通であり、経営決定をするにはいずれかのステークホルダーの利益を優先させるという決断をしないと決定そのものできない、決定できたとしてもその客観的検証が困難となり経営者の恣意的判断が覆い隠される、というものである<sup>38)</sup>。しかし、行為基準を企業総価値最大化に置いた場合には、個々のステークホルダーのいずれを優先させるかということとは別に経営判断ができるのである。また、近年のファイナンス理論の進展を考えれば、むしろ経営の巧拙に対する客観的評価基準を与えることすら可能かもしれない。

第四の批判は、企業総価値を損ねずに債権者から株主へ利益移転が行われることがあり<sup>39)</sup>、企業総価値最大化の基準ではその問題は解決しない、というものである<sup>40)</sup>。一例として挙げられるのは、株主に過度に利益をもたらす配当政策によるというものであるが、この点は既存の会社法上の配当規制により規律されている。

もう一つは、いわゆる資産代替と言われる場合である。例えば資産（現金のみ）8,000、負債額面 10,000 の企業において、

プロジェクト X : 100%の可能性で資産は 8,500
プロジェクト Y : 40%の可能性で資産 15,000, 60%の可能性で 6,000

の全資産を投下して行う排他的な 2 つのプロジェクトが存在する場合に、資産及び債権回収可能額の期待値は、

プロジェクト X : 企業資産期待値、債権回収期待値共に 8,500, 株主価値期待値 0
プロジェクト Y : 企業資産期待値 : 9,600, 債権回収期待値 : 7,600, 株主価値期待値 2,000

となる。即ち、高リスクのプロジェクト Y を選択することで、債権者から株主へ価値を移転させ、債権者価値を毀損しながら企業総価値を高めることができる。

しかし、経営危機時以外であっても、資産規模・企業総価値が一定の状態の一部の資産を高リスクの事業に変更すれば、このような状況は発生しうる<sup>41)</sup>のであるが、それは（重要な）財産の処分・譲受を行うことによって、企業経営において常に生じうる状況である。従って、資産代替として問題にされている状況は、会社法上は、通常の業務執行事項として、取締役会のコントロール下に置かれていると理解される（会社法 362 条 4 項 1 号）。であるならば、株主への利益移転があれば直ちに問題とするのは妥当ではなく、極端に資産代替が生じた場合に初めて問題視されうると考える。また、過大なリスクを伴う事業執行を排除すべしという行為規範を取り込めば、高リスクのプロジェクトを選択することはもとより排除されるのだから、極端な資産代替のケースは排除されうる。むしろ、本稿で問題にするのは、経営危機時に株主価値最大化を規範とすることで企業総価値を毀損することである。そうした問題は、株主価値最大化を基準にした場合により強く作用するのであって、ここにはむしろ株主価値最大化を基準として採用すべきでない根拠が存する。

### III. 判例、裁判例の検討

#### 1 序

判例、裁判例は、経営危機時における債権者に対する責任についてどう考えているだろうか。

旧商法 266 条の 3 第 1 項に係る裁判例は、

38) 落合誠一「M&A 時代の法的問題」証券アナリストジャーナル 43 巻 11 号 31 頁 (2005)。

39) 倉沢資成「証券：企業金融理論とエイジェンシー・アプローチ」伊藤元重＝西村和雄編『応用マイクロ経済学』（東京大学出版会、1989）97 頁～104 頁。

40) 藤田・前掲注 11) 87 頁。

41) 前掲注 14)・前掲注 15)。



会社財産の横領、他人の財産・身体に対する加害、各種の詐欺的行為等、取締役の違法性が明らかに認められるケースも多いが<sup>42)</sup>、ここでは、株主にとっては利益になる可能性があるが債権者にとって不利益となる行為について検証する<sup>43)</sup>。従って、いわゆる直接損害の内で、支払の見込みが全く無いとされるケースのように、既に会社が破綻状態にあって新たな債務負担が株主を益することすら殆ど想定できない(株主価値は殆ど0の状態)ケース<sup>44)</sup>や、問題となった取締役の行為が通常の事業行為ではあるものの債権者にも株主にも利益とならないケースは対象から外れることになる<sup>45)</sup>。

## 2 最高裁判例の検討

この点で参考になる最高裁判例は(1)最判昭和41年4月15日判時449号63頁と、(2)最判昭和51年6月3日金融法務801号29頁である。

(1) 運送・梱包業者(従業員6,7名,資本金200万円。以下当社という。)の代表取締役が中古自動車販売業者である原告に対して振り出した約束手形の不渡りについて責任が認められたケースである。当社資産は三輪自動車4台と什器備品類、負債は短期借入約400万円と小体であった所、商事部門への業務拡大を企図して昭和34年4月から5月にかけて、原告との間で、(イ)中古自動車2台購入のための手形振出62万円、(ロ)短期借入を長期借換のための手形振出255万円、(ハ)

融通手形交換45万円を行った。6月頃商事部門の新事業の営業を譲り受ける対価として、譲渡会社に対して現金250万円支払い、手形800万円振出したが、7月末にその譲渡会社が倒産し、代金は無に帰したため、当社は機能停止状態になり8月末に倒産した。裁判所は、自動車購入に係る(イ)の手形については、自動車運送事業は順調だったことから不渡りにつき予想し得なかったとして責任を認めなかったが、(ロ)(ハ)については、見通しや方針無き事業拡張により手形金の支払が可能であると軽率に考え、自己の会社の資産、能力を顧慮せず調査不十分の事業に多額の投資をしたため破綻を招いており、取締役として著しく放漫であるとして、職務を行うにつき重大な過失を認めた。

(2) 製缶及びプレス業者である当社は、昭和42年2月相手方の信用調査をせずに石油用風呂釜製造業者の下請けを開始した所、その風呂釜製造業者は同年5月から6月に業績不振となり当社に融通手形を要請した。当社は石油用風呂釜の需要好調から漫然と調査せずにこれに応じたが、結局風呂釜製造業者は同年9月初旬に倒産した。当社の原告に対する約束手形の決済は、主に同倒産会社に対する納入に係る受取手形の割引に依存していたことから、当社も同月末連鎖的に不渡りを出した。当該不渡手形の内、風呂釜製造業者から融通手形の要請があったことによって、その資金難を知った後に当社が同社に対して振り出した手形については、当社が漫然と取引を継続

42) 最近には特に顧客等の身体・財産に対する加害の裁判例が多いようである。製品の瑕疵による身体への加害(東京高判平成17年1月18日金商1209号10頁,東京地判平成15年10月21日訟務月報50巻8号2241頁,大阪地判平成15年4月4日判時1835号138頁,他)や、市場リスク商品による損害(東京地判平成15年3月19日判時1844号117頁,東京地判平成15年2月27日判時1832号155頁,東京地判平成13年6月28日判タ1104号221頁,他)等が特徴的である。

43) 取締役の行為態様による分類は、上柳克郎ほか編『新版注釈会社法(6)』[龍田節](有斐閣,1988)303頁~315頁による。

44) 具体的な事案が直接損害に関するケースなのか間接損害のケースなのかについては、本来判断が微妙ではあると考えるが、支払の見込みが全く無かったと認定されているケース(既に倒産した会社を手形を振出して連鎖倒産した最判昭和51年10月26日金法813号40頁等)を検討の対象外とした。

45) 最近の裁判例では、東京地判平成14年12月25日判タ1135号257頁(売掛金債権者である広告用チラシの印刷業者が提訴したケース。広告用チラシ作成による債務者の収支はゼロまたはマイナスと認定されている。)等が対象外となる。

したことについて取締役の職務に係る重大な過失があったとして、責任が認められた。なお、資金難を知る前の手形については、控訴審において責任が否定されている。

(1) について、原告宛に振り出した手形の金額は、業容に照らして過大とまではいい難い。手形（イ）は責任を問われていないことから、手形振出し時点での当社の一般的な決済能力は問題とされていない。一方、新事業の譲受は事業規模を倍以上にするにも拘らず譲渡会社は翌月倒産に至っており、当社倒産の決定打はむしろこの譲渡会社の倒産であった。譲渡会社の業況調査の有無は、下級審での主張にも現れていないが、判示が「自己の会社の資産、能力を顧慮せず調査不十分の事業に多額の投資をした」とするのは、当社業容に比して多額の投資を行う場合に、合理的根拠についての説明を被告側に要求する趣旨とも考えられる。

(2) についても、風呂釜製造業者の倒産に伴う連鎖倒産について、融通手形の要請によって同社の業況悪化を知った後に漫然と取引を継続したことで受領することとなった手形が不渡りになったことが原因となって、当社に出した不渡手形についても責任を問われたが、ここでも取引先の調査不足をもって任務懈怠を問われている。

事業を行うに当たっては、現金商売を行わない限り、何らかのリスクを負う仕入れ取引や債務の負担が必要となるのであって、事後的に見てそうしたリスクが顕在化して債務を焦げ付かせるに至ったからといってその責任を取締役が直ちに負うことになることとすると、有限責任による株式会社制度の意義を無にするものである。しかし、経営方針に取締役の裁量を認めるとしても、少なくとも無計画に大きなリスクを負えば、責任を否定できないということであろう。

従って、現状の判例法理からは、取締役が事業を展開するに当たって、自社の業容に照らして大きいリスクを負担する場合には、判断時を基準として、その事業を行うことの合理的根拠すら示すことができなかつた場合には責任を免れない、ということができる。換言すれば、何

ら分析が加えられない状態で大きなリスクを負担すれば、それは自社にとって極めて過大なリスクを負っていることになるから、それが問題にされている両判例は、本稿で定立する基準と整合的である。また、原告による責任追及に対して、被告である取締役は、「判断時を基準として、極めて過大なリスクとまではいえず、かつ企業総価値最大化に資するものであった」という反証に失敗した、とも理解できる。

### 3 下級審裁判例の検討

更に、最近の裁判例を基に分析を加える。

まず、最高裁判例同様、過大な債務を負担した結果経営破綻した場合に、事業計画の有無が問われたケースである。

(1) 東京地判平成7年4月25日判時1561号132頁は、ゴルフ場会社の代表取締役が、会員権販売子会社の代表取締役の言（「50億円の会員権収入が可能」）を信用してゴルフ場再建・再開を企図するも、事業開始には60億円以上の支出が必要だった上、会員権収入も計画の約半分に過ぎず、結局再開できないまま経営破たんしたケースである。資金確保の十分な見通し無く新規に会員募集を行ったことにつき、取締役としての職務上の義務の懈怠につき重大な過失があるとして、「会員」に対する責任が認められた。

(2) 名古屋地判平成15年7月7日判例集未掲載は、ゴルフ場運営会社の取締役が、預託金返還の不履行により損害を被った会員から責任を追及されたケースである。平成6年開業当時、創業赤字（債務超過2億円、営業損失3億5千万円）であった所、当該会員権の募集当時は、バブル経済崩壊の影響によりゴルフ会員権の市場価格が値下がり傾向を示しつつあったものの、いまだ預託金額よりも高い状況にあり、当時におけるゴルフ会員権市場の価格動向やゴルフ場経営会社、会員権購入者等の認識に照らすと、預託金返還が不可能であることについて悪意・重過失は認められない、とされた。

(3) 東京地判平成7年1月31日判タ885号252頁は、健康食品等の通信販売業者（以下当社という。）の代表取締役が輸入卸売業者に対する責任を肯定されたケースである。健康食品の広告規制に伴う経営悪化の起死回生策として輸入一般雑貨の通信販売への事業拡大を企図したが、海外商品については大量のロットでないと仕入れができないこと等から、テスト販売を経ないで大量の仕入れ・本格的販売に踏み切った（直近期売上高13億9000万円・経常利益5万5千円に対して月約1億円の仕入れ）結果、需要見込みの外れ、競合他社の出現、返品等が重なり、在庫商品が増大（最終月には在庫3億円）し、結局倒産したものであるから、代表取締役には当社の業務執行について重大な過失があるとされた。

(4) 東京地判平成4年6月29日判タ815号211頁は、衣料問屋（以下当社という。）の代表取締役が輸入卸売業者に対する責任を否定されたケースである。折から近隣諸国の製品が売れていたことから安価な韓国製衣料の取り扱いを企画し、原告会社との取引を開始したが、昭和62年10月期営業損失1800万円、累積損失3500万円である中、取引先の倒産により昭和63年7月には4000万円、10月には240万円焦げ付き、12月31日には遂に不渡りを出して昭和63年8月～10月の取引に係る原告売掛金1億6000万円が焦げ付いた。しかし、10月には当社取締役間で経営善処の協議を行い、11月12月の資金繰りは確認されていたことから、同人に任務違反は認められないとされた。

(1) のケースでは新規事業立上げに際して、一応の見通しは持っていたものの、確たる事業計画が無かったこと自体を根拠に取締役の責任が認められた。(2) のケースでは、経営環境の認識が判旨の直接の理由付けとなっている。しかし、経営環境だけ見ればむしろ(1)の方が好況期であった（平成2年～3年に会員権募集）とも言える。むしろ、本件では明確な事業計画の存在も認定されており、そこが(1)の

ケースとの判断を分けている点であると理解すべきであろう。

(3) のケースでは既存事業の規模に匹敵する新規事業の仕入れに際して、一応の事業上の説明はなされていたものの（「大量のロットでないと仕入れができないこと等」）、事業計画が無かったこと自体を根拠に取締役の責任が認められた。大きなリスクに見合う説明に失敗した、との理解が可能である。

(4) のケースでは、事後的に見れば7月の4000万円焦げ付きが致命的であったと見られ、問題となった8月～10月の仕入れ取引はその後であったが、その時点で、事業計画を立案した上でこれを前提として、経営破たんした12月までの資金繰りの見通しが立っていたことから責任が否定されたものと考えられる。

以上の通り、これらの裁判例も、上述の最高裁判例の法理と同様に、「自社の業容に照らして大きいリスクを負担する場合には、判断時を基準として、その事業を行うことの合理的根拠すら示すことができなかつた場合には責任を免れない」との理解が可能である。更に、単なる見通しや説明では不十分とされ、リスクの程度に見合った十分に合理的な説明が求められている、と理解できる。また、責任が否定された(2)(4)のケースでは、いずれも単純に債務履行の見込みの有無だけが問題にされるのではなく、事業計画の有無が問題とされていることからすれば、取締役の任務としては、単に債務を履行することあるいは会社を破綻させないこと、というのでは十分でなく、更に進んで、事業に真摯に取り組むべき任務が要求されている、と理解できる。このことは、取締役の任務として、行為規範としての企業総価値最大化が求められていることの一つの証左となると考える。

次に、経営破たん寸前の最後の事業努力が却って債権者の損害を拡大させたケースでは、以下の通り取締役の責任を認めている。

(5) 東京地判平成9年12月18日判タ970号235頁は、住宅建設の請負業者（以下当社という。）が、請負代金の前受金について



責任を肯定されたケースである。平成5年の当社設立後平成7年8月の倒産まで僅か8件の受注しかなく、第1期第2期と大きな累積損失(8200万円, 1億1600万円)を重ねた。原告の住宅(請負代金4532万円)を受注した平成7年5月時点では、その受注時の前受金1042万円があってやっと倒産を回避できる状態であり、その3ヵ月後、一部払い金1000万円を受領した直後に倒産した。倒産時点の契約見込み客が7名存在していたことは辛うじて認定されたが、契約成立が確実であったものは何も無かったと認定され、原告からの入金住宅建築のために使用できる状態では全くなかったとされた。従ってその職務を行うにつき重大な過失があったと認められた。

(6) 名古屋地判平成3年4月12日判時1408号119頁は、食料品小売業者(以下当社という。)の取締役が、食料品の納入業者に対する当社倒産時の売掛金5139万円につき責任を肯定されたケースである。当社の経営悪化を懸念した原告は昭和57年4月時点で当社の取引を中止の上、その時点での売掛金3034万円(同時点の原告宛債務は合計5549万円)の支払いを求めたが、結局交渉の末取引を継続することとなった。その後、当社の隣にあった市場が別の地域に移設された結果、客足が当該地域に奪われ、月商8600万円から5000万円前後まで落ち込んだ。以後、原告宛買掛金の支払いは滞りがちとなって翌年9月に倒産した。倒産時点では上記原告宛債務は計2350万円まで弁済が進んだが、その後の買掛金と併せて5139万円が焦げ付いた。裁判所は、取引継続を決めた段階において多額の赤字を抱えていた当社としては、経営の改善を図るためには売上の向上を目指すしかなかったが、その適切な方策がなかったばかりか、かえって市場の移転という売上低下の要因を生じ、当社の経営改善の見通しはほとんど持てず、原告との取引を継続しても、その買掛金の円滑な支払は困難であるかもしれないことを認識しており、

もはや右取引を中止すべきであったのに、漫然とこれを継続した。即ち、職務を行うにつき重大な過失により原告に損害を被らせたとして、損害賠償を認めた。

(7) 東京地判平成3年2月27日判タ767号231頁は、家庭教師派遣業者(昭和61年10月設立、本社札幌市。以下当社という。)の取締役が、契約者であった生徒の父母から受領した未履行の契約金について責任を肯定されたケースである。当社収入は、前金チケット制(1回2時間で45回、65回または90回)であり、支出は、賃料、家庭教師・電話アルバイト・従業員の給与、契約勧誘の電話代、役員報酬の給与等、費用科目ばかりであった。東京進出のために子会社を昭和63年5月設立し、設立時2500万円、その後毎月100万円の資金援助をしたが、当社6月末決算で多額の赤字を計上した。平成元年以降受注件数が減少し、解約が増加(残チケットは返金)して1ヶ月700万円にも達し、同年5月に倒産した時点では資産は何も無く全契約者の損害は合計で1億5000万円にも達した。裁判所は、平成元年1月上旬ころには、当社の経営規模、経営状態、資産状態、倒産時期等から、近い将来倒産に至り、契約を履行できないことが十分予想しえたとした。従って、重過失により代表取締役としての任務を懈怠したものであり、原告が被った損害との間に相当因果関係があるから、損害賠償すべき義務がある、とされた。

これらのケースでは、会社の経営危機時において、問題になる契約当時に契約履行が相応の確率で見込まれたかどうか、経営改善の可能性と共に問題にされ、いずれもそれを否定した結果、任務懈怠に係る重過失を認めている。経営危機時においては、倒産を免れる確率が少しでもある限りは、とにかく存命して復活のチャンスを探れば窺うほどに株主にとって利益である可能性が高い。なぜならば、債務超過または債務超過寸前の状態では、株主は、有限責任原則から、既に失うものは僅かなので、リスクがいかに高い事業であろうとも、債務超過解消の

可能性が存在するならばメリットを享受できることが多いからである。しかし、債権者にとっては会社資産を毀損させず回収可能資産を残存させればさせるほど利益であるから、事業リスクを勘案した上で期待収益がプラスとなる場合にのみメリットを享受できる。このような場面では、取引による期待収益がプラスであれば、企業総価値を高めるべき取引であるが、期待収益がマイナスであると、企業総価値を下げるべき取引となる。

(5)のように受注請負の場合は、追加的な借入利息や下請け代金等諸費用勘案後の粗利益がプラスであれば、倒産しない限り、受注した瞬間は企業総価値が増加する。しかし、受注後3ヶ月の経過によって、追加的な金利負担や事務所費用等の流出が生じ、トータルで見れば資産は減少し、結果として追加的債務負担を増加させることとなる。従って、倒産の確率が高い状態で企業総価値を下げる取引を行った取締役は、会社に対する任務懈怠につき重過失が認められ、これと因果関係のある原告の損害2042万円の賠償請求が認められることになる。

ただ、このケースでは、見込み客7名があったとの被告主張に対して、裁判所は、これに副う証拠はあるものの原告証拠によれば契約成立が確実なものは無かったとして、被告主張は理由無し、としている。これらの見込み客は確実ではなかったものの、倒産前に1件でも達成できたとすれば、会社の資金繰りは大きく改善したであろうし、更にその後の受注を増やす機会も得ることができたであろう。そうすると、原告の住宅建築が無事履行される確率は一気に高まり、よって同取引が企業総価値を向上させるものであったと考えることができる可能性も一気に高まる。しかしながら、本件では会社設立後2年半の間に受注が僅か8件に止まる上、受注生産の業態にもかかわらず既に前期末時点で1億円強にも及ぶ累積損失を抱えていたことから、7名の見込み客についても、成約の確率は極めて低かったものと推測される。結局、見込み客7名の存在を前提にすれば、株主価値最大化基準からは、原告からの受注を正当化するこ

とは可能であったものの、裁判所は、当該見込み客の成約確率が極めて低いために、受注当時における事業継続による債務超過拡大の見込みも高かったため、受注は企業総価値を毀損させるものであった、と評価したものであると理解できる。

(6)については、昭和57年4月以降の原告との取引継続について被告の任務懈怠を認めているが、(5)のケースとは異なり、基準となる時点では弁済不能であったとは言えない。しかも、その時点と比して倒産時点の原告宛債務はむしろ減少している。そうすると、問題は経営改善の見込みがいかほどであったかによるものと思われる。裁判所の認定によれば、当社の主力商品であったドライ食品(瓶、缶詰食品・インスタント食品等)は利益率が相対的に低くかつ多額(常時4000万円程度)の在庫を抱えていたことが事業性を圧迫していたため、改善の方策は利益率の高い他の食品の売り上げを増加させると共にドライ食品の在庫率を削減するほか無かったが、店舗販売が主体という業態から多くは期待できなかった、とされている。確かに、経営改善の見込みが低かったということと言えるのであろうが、認定事実からは、資金繰りの悪化を決定的にしたのは、むしろ原告との取引継続決定後に発生した市場移設による売上高の激減(月商8600万円→5000万円は、41.86%減)であったと考えられる。仮に昭和57年4月の市場移設なかりせば、厳しいながら延命し、バブル経済の到来によって一気に会社は回復していたかもしれない。また、そもそもの当社経営悪化の要因はオイルショックによるものであった。そう考えると、当社破綻は外部要因に左右されていたに過ぎず、昭和57年4月時点の評価としては、市場移設もなく景況回復があれば、取引継続によって僅かながらでも再生の見込みがなかったとはいえない事案であった。ただ、本件では、取引継続の時点で多額の負債を抱えた当社は経営改善策を打ち出さない限り債務は増加し企業総価値は毀損する一方であった所、経営改善に係る具体策は主張されていない点が重視され、当時の評価として

企業総価値を向上させる見込みは低かったと判断されたのだ、と理解できる。

やはりこのケースも、取引継続時点の評価としては、取引継続により株主価値が向上する可能性はあったが、企業総価値は毀損される事例であると考えられる。

(7)については、任務懈怠が認められた平成元年1月時点の会社の状況が、裁判所の認定事実からは明らかではない上に、やや抽象的に、当社の経営規模、経営状態、資産状態、倒産時期等から、近い将来倒産に至り、契約を履行できないことが十分予想しえたとするに過ぎない。ただ、この事案では、一契約当たりの取引は数十万円に過ぎないにも拘らず、僅か設立後2年半で1億5000万円もの負債と資産0を計上したことからすると、設立当初こそ契約金が前払いであることから資金が回転したものの、時が経過するにつれ解約返戻金やその他費用等の負担が上回るようになり、原告主張の平成元年1月以降、雪だるま式に債務超過が増加した、という状況は想像に難くない。よって、その時点で既に倒産間近の状態であったことは少なくとも認められる、という趣旨だったのであろう。これを前提にすれば、平成元年1月時点での取引は、ますます資産を毀損させるものであったことが想定される。そうすると、同取引は、既に債務超過にあることから株主の価値を向上させこそすれ、債権者の価値は毀損する一方であったと考えられる。このような場面で企業総価値最大化を基準に考えると、解約返戻金及び諸経費控除後の新規契約金の収益期待値がプラスであったかが問題となる。この点、上述の経営状況からすれば、少なくとも平成元年以降の契約に関しては、月次の収支ですら黒字となる確率は僅少であったであろうことから、期待値がプラスであったとは到底言えない状況であったものと思われる。

以上の通り、下級審の裁判例によれば、経営破たん寸前の最後の事業努力は、株主価値最大化を基準にすると正当化されうるのであるが、企業総価値最大化の基準からは、そうした事業努力の期待収益がプラスでない限り正当化され

えない、と評価されていると見るのが可能である。

#### IV. 総括と展望

本稿においては、債権者の内、債務会社との合意形成によって自らの債権のリスク・リターンをコントロールできる社債権者や金融機関等のような者を除いた売掛債権者等を対象に分析を行い、経営危機時において株主と債権者の利害調整を要する場面での取締役の行為規範を論じた。論考の対象範囲は、「株主価値最大化」という会社法における利害調整の原則に対する例外として位置づけられるものであり、狭いものではある。ただ、ここでの検討は、株主価値最大化の基準だけでは不十分な場合に、その背後にある一般的な原則と考えられている企業総価値最大化が、取締役の行為を規律付けることとなる局面の一端を示したものであると考える。前述の通り、敵対的買収防衛策の導入可否基準においても企業総価値最大化に基づく考え方が示されている。このような考え方を発展させていけば、前掲注 14)・15)で論じられたイベントリスク問題において、契約法理の限界を補完する利害調整の枠組みを与えるかもしれない。つまり、本稿の基準は、債権者及び債務者が取引に当たって期待するであろう取締役の行為規範を解釈したものであるとすることができるのであれば、こうした考え方をより一般化して、社債権者や金融機関のような債権者にとっても事前の合意によってカバーしきれないようなイベントにおける調整基準に発展させることができるかも知れない。更に進んで、このように、株主と債権者の利害調整の場面で企業価値に基点を置く発想は、米国の判例法理において形成されている信託基金理論(Trust Fund Doctrine)とも通ずるものがあるとも考えられる。即ち、会社の財産は一定の状況、一定の条件下にある場合に株主に対すると同じく会社債権者に対してもその利益のための信託基金とみなされる、というものである<sup>46)</sup>。本稿の基準が信託義務の内容として一般化できると考える



と、債権者と債務会社との間で別途の合意形成がなされない場合には本基準によって利害調整が図られる、という考え方もありうるかも知れない<sup>47)</sup>。しかし、株主と債権者の利害調整において信認義務を拡張する考え方については否定的見解も強く<sup>48)</sup>、本稿での議論をこの段階で一般化することはできない。むしろ、本稿は取締役の信認義務を債権者にも及ぼしていく方向の議論の一端を担うものと位置づけ、更なる議論については今後の研究に期することとした。

(たなか・ひでき)

---

46) 前嶋京子「米国における取締役の会社債権者に対する責任」阪大法学 115 巻 101 頁 (1984)。米国の判例の状況は、前掲注 8)。

47) 前嶋・前掲注 46) 101 頁及び米国の 16 州はこのような立場に立つものと言える。

48) 森・前掲注 15) 376 頁、藤田・前掲注 11) 134 頁～135 頁。前嶋・前掲注 46) 128 頁は、支払能力を欠く場合だけでなく、会社に支払能力がある場合にも潜在的に取締役の債権者に対する受任的責任があるとしており、信認義務の一般化を肯定する方向の議論であると考えられる。なお、米国の状況について前掲注 8) 参照。