
判例評釈

経営危機（distressed landscape）下における 取締役の義務と株主利益

東京高判令和3年11月18日金判1643号6頁

吉 行 幾 真

I 事案の概要

本件会社（国際興業株式会社、以下「A社」という）は、昭和12年にDが自動車部品業を行う会社として設立し、戦後、一般乗合旅客自動車等による運送事業、不動産の売買、仲介、賃貸、管理及び住宅地の造成、旅行業、ホテル業等の50社を超える子会社からなる企業グループを形成するに至った会社であった。

昭和57年にA社の代表取締役を引き継いだ（Dの弟である）Eによる専断的経営（【株主総会や取締役会は形式的には開催されていたが、株主総会では全株主から白紙委任状を受領し、取締役会は持ち回り会議が多く、株主総会も取締役会も実質的には機能停止状態が相当程度進んでいたEのワンマン経営】）による過剰投資が、いわゆるバブル期やその後の時期に繰り返された結果、A社には金融機関からの多額の借入残高が生じた。

Eは平成11年に病気のため経営の一線から退き、Eが死亡した平成13年にY1（被告・被控訴人：D・Eの甥）がA社の代表取締役に就任した。Y1は平成10年に取締役副社長に就任し、Eの経営手腕を懸念したメインバンク（UFJ銀行、以下「F銀行」という）から行員の出向派遣を受けた平成11年以降、大規模なリストラ等を実行することで、A社グループ全体の経営再建を主導した。しかしながら、平成16年にA社は1000億円を超える債務超過となった。

その数年前の平成 14 年、金融庁は「金融再生プログラム」を公表し、平成 17 年 3 月までに主要行の不良債権比率を半分程度に低下させ、不良債権問題を解決して、正常化を求めた。これにより、F 銀行も含めた金融機関は、平成 17 年 3 月までに、私的整理ガイドライン等を活用しながら、不良債権を処理することを迫られた。私的整理ガイドラインとは、平成 13 年 4 月に開催された政府の経済対策閣僚会議の求めに応じて、同年 9 月に私的整理に関するガイドライン研究会が策定したガイドラインであり、経営困難な企業の再建及びそれに伴う債権放棄について関係者間の調整プロセスを公正・円滑化するためのガイドラインであった。具体的には、会社法や民事再生法などの法的手続によらずに、債権者と債務者の合意に基づき、債務を猶予・減免することで、経営困難な状況にある企業を再建するためのガイドラインであり、債務者と多数の金融機関が関わって進める再建型の私的整理手続のガイドラインである。

こうした状況の下、F 銀行は大口融資先の不良債権処理の一環として、A 社の不良債権処理を急ぐ必要があると考え、平成 16 年 6 月、A 社に対し、グループ再編案（F 銀行案）を提示し、A 社の事業のうち、ホテル事業や運輸事業を新たに設立する別会社に分離し、その別会社の株式の一部を A 社が保有するという内容であった。しかしながら、A 社は、F 銀行による案が、会社再建よりも即時債権回収に重きを置いた内容であり、収益力のある優良資産や優良事業を切り売りし、A 社本体に脆弱な事業や子会社群のみを残すものであり、従業員を大量に解雇することに直結するどころか、実質的には、A 社グループの解体や破たんさせるおそれがあるものと判断した。

そこで、同年 7 月、A 社は準メインバンク（りそな銀行、以下「G 銀行」という）に F 銀行案（第 1 提案）を説明したところ、同案は、短期間に処理していく印象であり、コア事業、ノンコア事業の考えがないままの組立てであり、含み損を実現させるためのスキームであるなどの感触を得たため、同再編案を拒絶し、自主再建案（第 2 提案）を独自に策定することに方針転換した。そして、同月頃に、そのスポンサー候補として米国ニュー

ニューヨークに拠点を置く投資ファンド（サーベラス・アジア・キャピタル・マネジメント LLC、以下「B 社」という）を選択した。

B 社は同年 10 月、A 社に対して、① A 社の主要債権者である主要 3 行（F 銀行、G 銀行、H 銀行（UFJ 信託銀行））から A 社に対する債権を買い取ること、② A 社の 100% 無償減資と同時に Y1 が 35%、B 社が 65% の持分割合となる第三者割当増資を実施すること、等を内容とする再建案を示した。同年 12 月、X1 ら（原告・控訴人）は、①無償減資に同意すること、②（A 社グループ全体で倒産の現実的危険の高い債務超過に陥った原因である）E の専断的経営の責任が追及された場合に A 社と Y1 の責任と負担において解決すること、等を内容とする合意書を A 社と Y1 との間で締結した。X1 らは E の共同相続人（妻・子・孫等の親族）であった。

その後、翌平成 17 年 2 月の A 社の臨時株主総会において、議決権を有する株主全員の同意を得て、A 社発行済株式の全部の無償消却をすること（本件無償減資）、及び、第三者割当による普通株式の発行として、1 株 1 万円で B 社が投資のために組成した C 社に 6500 株、Y1 が発行済株式の 100% を保有し代表取締役を務める Y2 社（国際興業 HD）に割り当てること（本件増資）の決議を行い、翌 3 月に実行された。

平成 19 年 11 月までに、Y2 社は B 社から A 社の株式を 1 株 1 万円で 1000 株譲り受けた後、平成 26 年 2 月、Y2 社は B 社が保有する残りの A 社株式 5500 株の全てを 1400 億円で譲り受け、A 社の唯一の株主となった。

X1 らは、Y1 が A 社の保有株式全てを失う無償減資ではなく、X1 ら既存株主の株式を維持できるように B 社や主要債権者の金融機関 3 行と交渉すべきであったとし、X1 らが本件無償減資により A 社株式を失ったことにつき、Y1 に対して、平成 17 年改正前商法 266 条の 3 第 1 項（会社 429 条 1 項に相当）または民法 709 条等に基づき損害賠償請求をした。Y2 に対しては、平成 18 年改正前民法 44 条 1 項等に基づき損害賠償請求を行った。

原審請求棄却。X1 ら控訴。

II 判決要旨

控訴棄却 (上告・上告受理申立て)

「平成 16 年当時、経営が悪化していた A 社は……多額の債務超過の状況にあり、かつ、その程度は、金融機関の了解を得られる自主再建案を早期に策定しない限り、早期に倒産する現実的危険性の高いものであったというべきである……A 社グループ全体で倒産の現実的危険性の高い債務超過に陥ったのは、E が代表取締役の地位にあった当時の A 社において、その取締役会や株主総会が形骸化してほとんど機能しておらず、E の専断的経営を阻止することができない状況が長期間にわたって続いていたためであったから、このような会社が自主再建を行うに当たっては、代表取締役一人の経営責任を問うだけでは足りず、その余の役員が経営責任を、株主自身も株主責任をそれぞれ問われることは当然のことであった。」

「B 社が当初提案した……第 1 提案は、現役員については（銀行の了解を前提にするものではあるが）基本的に留任することを許容し、既存株主についても第三者割当増資によりその持株比率を希釈化する限度で銀行に対する株主責任を果たすことを内容とするものであったのに、(F 銀行・H 銀行) がこの第 1 提案に強く反対することはなかった……しかしながら、F 銀行による当初提案は実質的には A 社グループの解体案であった上、当時の金融機関における不良債権処理としては、一般的に私的整理ガイドラインに従った処理であることが金融機関として要請されていた。とりわけ、メインバンクであった F 銀行は、平成 17 年 3 月の不良債権の処理期限までに不良債権比率を低下させるための処理をせざるを得なくなっており、準メインバンクであった G 銀行は、約 1 兆 9600 億円もの公的資金を注入されて事実上国有化されていたこともあって、私的整理ガイドライン等に示された考え方を踏まえて経営責任の明確化等について慎重に検討することを表明していたものである。そして、同ガイドラインによれば、具体的には、現経営者に経営責任がある場合は原則として退任すべきであり、支配株主としての権利も原則として消滅させることが必要であったの

である。金融機関の債権売却に伴う株主責任の在り方については、これを不問とする考え方もあり得たが、F 銀行がそうした考え方を支持した事実はなく、G 銀行は A 社グループに対する金融支援として債権売却を位置付け、金融機関としての社会的責任を果たすために 100% 減資をすることを積極的に求めたのである。こうした状況の下では、(F 銀行・H 銀行)としても、現経営者を基本的に留任させたり、支配株主の権利を残したりすることを正当化し得るほどの合理的な理由があると考えていたとは思われない。メインバンクではなかったが、準メインバンクであった大口債権者である G 銀行において、自主再建が成功する限りにおいてはあがあるが、故人(E)の遺族に対する経営責任までは追及しない旨の譲歩を示しつつ、経営責任や株主責任の明確化など私的整理ガイドラインに準じた処理を強く要請し、A 社や B 社がこれに応じて、結局、既存株主の保有株式について 100% 無償減資を実施する第 2 提案をしたのであるから、(F 銀行・H 銀行)も G 銀行の示す基本方針に同調したことで主要 3 行の協調支援が決定したのであり、A 社グループ全体に対する債権額約 5000 億円のうち主要 3 行の有する債権額が約 4200 億円であったことに鑑みると、本件自主再建案は主要 3 行の協調支援なしに成立し得なかったというべきである。」

「B 社においても、スケジュール的に (F 銀行・H 銀行) と G 銀行に足並みをそろえてもらうべく、A 社と協議し、100% 無償減資を前提とした第 2 提案をした……本件自主再建案によると、A 社の既存株主である第 1 審原告 X1 ら及び第 1 審被告 Y1 の保有株式は 100% 無償減資を受けることになるものの、平成 16 年当時の A 社は、グループ全体で見ても、倒産の現実的危険性の高い状況にあり、自主再建ができなければ、実際に年末頃に倒産する危険性が高いものであったから、A 社の代表取締役として会社に対して善管注意義務、忠実義務を負う第 1 審被告 Y1 としては、会社の倒産を回避すべく、その再建を最優先事項として行動せざるを得ず、そうすることが要請される (取締役が株主の利益を最大化するよう要請されることがあるとしても、それはあくまでも会社の存続を前提とするものであって、会社の倒産によって株主の有する株式の価値が消滅する以上、株主

の利益最大化の要請は会社再建の要請に必然的に劣後せざるを得ない。)」

「A 社グループの具体的な自主再建案としては、B 社の当初提案である第 1 提案においては、既存株主である第 1 審原告 X1 らがその持株比率を希釈化するにせよ株式を保有し続け……大口債権者である M 銀行の私的整理ガイドラインに従った処理を求めるという強い要請があった後は、A 社及び B 社としても、A 社の自主再建を成功ならしめるためには主要 3 行全ての協調支援を受けることが最も確実かつ現実的な解決策であって、主要 3 行のうち G 銀行を債権譲渡の対象から外すなどして、(F 銀行・H 銀行) のみを債権譲渡の対象とする G 除外スキームを改めて検討する時間的余裕は残されておらず、また、G 銀行の示した処理方針が私的整理をガイドラインに沿う正当なものであった以上、G 除外スキームを改めて検討したところで、メインバンクである F 銀行やそのグループ (UFJ グループ) に属する H 銀行が G 銀行と異なる処理を受け入れることを了承したとも考え難く、G 銀行の示した処理方針に沿った主要 3 行による協調支援が実際に決定されたことに鑑みても、そのような別案を検討する実益もなかったといわざるを得ない。また、A 社としては、対外的には、唯一のスポンサーである B 社と一枚岩となって、主要 3 行を含む債権者との交渉に当たることが要請される一方、内部的には、すなわち、B 社との関係では、同社から過度の支配を受けることを恐れ、その圧倒的支配に屈することのないように、B 社に取締役の割合を自由に決定させないための方策を株主間協定に盛り込むことなどを並行して交渉していたのであって……第 1 審被告 Y1 が倒産の危機の迫る時間的余裕のない中でこれらの交渉を同時並行的に行うことを余儀なくされていた状況の下においては、第 1 審原告 X1 らの希望する再出資を前提とする別案を検討する余地などなかった……。

このような状況において、第 1 審被告 Y1 としては、A 社の自主再建案を策定するに当たって、G 銀行の示した処理方針に従って、既存株主の保有株式を 100% 無償減資とする本件無償減資を必要条件とせざるを得なかったのであって、これを B 社や主要 3 行との交渉によって回避することは不可能であったというべきである。このことは、第 1 審原告 X1 らから委

任を受けた……弁護士から第 1 審原告 X1 らの再出資の要請を受けて B 社にその旨打診しても、一蹴されて終わったことに照らしても、明らかである。」

「自主再建後の A 社に対する再出資が、第 1 審被告 Y1（が代表取締役で、その発行済株式の総数を保有する第 1 審被告 Y2 会社）のみに認められ、第 1 審原告 X1 ら側に全く認められなかったのは、B 社のみならず、主要 3 行においても、E の放漫経営後の A 社の立て直しに向けて尽力し、一定の成果を挙げていた第 1 審被告 Y1 の経営手腕を高く評価して、A 社の自主再建を中心的に担う人材として確保する必要があったためであるのに対し、第 1 審原告 X1 らについては、A 社の自主再建に貢献し得る有為な人材はおらず、むしろ、E の経営責任を故人としての責任にとどめ、その共同相続人である第 1 審原告 X1 らにまで損害賠償責任や保証責任を追及しない代わりに、既存株主としての株主責任を貫徹させるためであった（なお、既存株主としての株主責任を取ることは第 1 審被告 Y1 も同じである。）から、第 1 審被告 Y1 に自主再建後の A 社に対する再出資が認められたのは第 1 審原告 X1 らがその保有株式を 100% 無償減資とすることに応じたからではない。

そうすると、本件無償減資と本件増資とは単に別個の手続であるということにとどまらず、両者はその局面を大きく異にするのであって、第 1 審被告 Y1 に自主再建後の A 社に対する再出資が認められ、その代表取締役の地位にとどまったことと第 1 審原告 X1 らがその保有株式を 100% 無償減資としたこととの間に実質的な利益相反関係があるとはいえない。第 1 審原告らが何らの見返りなく本件無償減資に応じたのは、第 1 審被告 Y1 から、平成 16 年 12 月までに B 社の支援を受けなければ A 社が破綻することや、これを回避するためには、B 社の求めに従って第 1 審原告らを含む A 社の株主全員が早急に 100% 無償減資に応じる必要があることの説明を受け、自らの A 社の株主としての具体的な利益状況、すなわち、その保有株式が A 社の経営破綻、100% 無償減資のいずれによっても無価値となることは避けられないこと、経営責任を問われるおそれのある E の共同相

続人である第1審原告 X1 らが株主責任として 100% 無償減資に同意するよう求められるのは仕方のないことを十分理解したためであって、第1審原告 X1 らが、第1審被告 Y1 に限って再建後の A 社に対する再出資が認められ（たこと等）……に強い不満を抱いていたことがあるとしても、何ら左右されるものではない。このことは、第1審原告 X1 らが委任した……弁護士による交渉経過上、第1審原告らが、あくまでも 100% 無償減資を所与の前提とした上で、第1審原告 X1 らの被る可能性のある損害を可及的に回避すべく、経営責任、保証責任……の各負担をできる限り免れようとしていたことによっても裏付けられる。」

「したがって、A 社の代表取締役にあった第1審被告 Y1 において、倒産の現実的危険性のあった A 社を自主再建することを優先すべきであって、これに反してまで株主の利益を最大化するよう配慮し、行動すべき義務はなく……第1審原告 X1 ら主張の第1審被告 Y1 の任務懈怠行為及び不法行為……はいずれも認められないというべきである。」

「第1審被告 Y1 の任務懈怠行為及び不法行為が認められない以上……第1審被告 Y1 は旧商法 266 条ノ 3 第1項に基づく損害賠償責任や民法 709 条に基づく不法行為責任を負わないというべきであり、同様に、第1審被告 Y2 会社も旧民法 44 条に基づく損害賠償責任や民法 719 条 1 項前段に基づく損害賠償責任を負わないというべきである。」

Ⅲ 研究

1 はじめに

本件（国際興業事件）は、倒産の危機に瀕している（ディストレスト（distressed）局面：事業再生・倒産局面にある¹⁾）会社において、株主全員の同意により 100% 減資を実施した後に、株主の地位を失った旧株主（既

1) 大川友宏「ディストレスト局面におけるカープアウト M & A」濱口耕輔ほか編『詳説・カープアウト M&A』198 頁（商事法務・2023 年）参照。

存株主)が、同社の取締役の第三者責任等を追及した事案の控訴審判決である。100% 減資とは、事業再生の局面で既存株主の持ち株をいったんゼロとし、直後にスポンサー等を割当先とする新株発行がなされる行為である²⁾。

倒産に瀕している会社を再建させるためには、新規の資金調達が必要であるが、ただでさえ新しい出資者(スポンサー)を見つけることが難しい状況で、既存株主が会社に残ったままだと、スポンサー探しはさらに難しくなる³⁾。スポンサーサイドにとっても、自己の出資により会社が再建したとしても、多数の既存株主が残っていると、そうした株主と再建による企業価値の増加分を分け合えねばならず、また、スポンサーが再建目的で組織再編や経営機構改革等を進める際に、既存株主が抵抗勢力となり、再建の障害になるかもしれない⁴⁾。

くわえて、スポンサーから資金提供を受け、会社債権者による債務免除の同意を得て再建を目指す場合には、利害関係のある多数の当事者との交渉・同意を経て再建計画が作成されるのが通例⁵⁾であるため、100% 減資・既存株主の消滅と新たなスポンサーのみを株主とする(あるいは、新たなスポンサーを主たる株主とする)増資はワンセットの行為と位置づけられる⁶⁾。100% 減資をする場合、既存株主の追い出しと新株発行は一体不可分であり、前者だけで終わらせることはできない⁷⁾。株主構成の初期化ともいうべき株主構成のリセットはスポンサーが再建に乗り出す上での必要

2) 伊藤雄司「判批」法学教室 506 号 147 頁(2022 年)参照。

3) 久保田安彦「資本制度と 100% 減資(2)」法学セミナー 746 号 95 頁(2017 年)参照。

4) 久保田・前掲(注 3) 95 頁参照。

5) 債務超過の状態にある会社が事業存続のため、金融債権者に対して債権放棄等の負担を要請する場合、経営難をもたらした既存経営陣が主導する自力再建プランにつき信任が得られることは少なく、金融債権者から経営能力・資金力があるスポンサーの下での事業再生を求められるのが通常である(大川・前掲(注 1) 204 頁参照)。

6) 周田憲二「判批」私法判例リマークス 66 号 86 頁(2023 年)参照。

7) 藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」江頭憲治郎先生還暦記念『企業法の理論(上巻)』304 頁(商事法務・2007 年)参照。

条件ともいえる。

本件における 100% 減資は、平成 17 年改正前商法が定めていた資本減少に伴う株式消却（旧商法 375 条 1 項 2 号）によっていると推測されるが、会社法の下では、全部取得条項付種類株式が利用される⁸⁾。

なお、平成 26 年会社法改正により、これまで少数派株主の保護の制度が未整備であったためにキャッシュ・アウト（全少数派株主に金銭を交付し会社から退出させること）を目的とした利用が実務上避けられていた株式併合制度の諸規定が整備された結果（182 条の 2～182 条の 6）、全部取得条項付種類株式はキャッシュ・アウトの手法としての地位を株式併合制度に追われたとされるが、100% 減資も全部取得条項付種類株式をスルーして、ブラッシュアップされた株式併合制度を利用することでその目的が達成可能となった⁹⁾。全部取得条項付種類株式を利用する 100% 減資において、株式の端数の金銭処理手続は不要であるが、裁判所が株式の無償取得を認めない場合には株式の取得の効力自体が問題となる可能性があるのに対し、株式併合制度を利用した 100% 減資の場合には、そうした効力問題が生じることはないが、金銭処理手続（235 条）が必要となる¹⁰⁾。それゆえ、100% 減資の際に、株式併合制度を利用することはその有力な選択肢となりうるが、（本件のように）100% 減資を主導するサイドが取得対価はゼロ円（無償）であると確信できる状況では、全部取得条項付種類株式を利用して 100% 減資を実行する意義は（従前通り）あると整理されよう¹¹⁾。

2 株主利益の最大化

会社が債務超過またはそれに近い状態である場合、取締役が投機的経営を行うことは、残余請求権者であるとともに有限責任である株主の利益を

8) 伊藤・前掲（注 2）147 頁参照。

9) 笠原武朗「全部取得条項付種類株式制度はなお必要か」吉本健一先生古稀記念『企業金融・資本市場の法規制』32・33・45 頁（商事法務・2020 年）、田中亘『会社法』655 頁（東京大学出版会・第 4 版・2023 年）参照。

10) 笠原・前掲（注 9）46・47 頁参照。

11) 笠原・前掲（注 9）47 頁参照。

最大化させる一手法ではあるが、会社債権者の損害が拡大するリスクが高いため取締役の任務懈怠となり、第三者（会社債権者）に対する責任が問われうる¹²⁾。それゆえ、本件のように、倒産の現実的危険性の高い状況にある場合には、会社の再建をまずもって優先すべきであり、株主利益の最大化を配慮する義務（株主利益の最大化原則）を必ずしも負わないと解する余地はある。判旨は、そうした義務を負わないことを示唆あるいは仄めかすのではなく、いわば真正面から明言しており、会社の倒産危機の局面における取締役の行為規範を考える上での重要な意義がある¹³⁾。

会社と取締役との関係は、委任に関する規定に基づき（会 330 条）取締役は会社に対して注意義務（民 644 条）を負うだけであり、取締役は株主利益を最大化するように配慮し、行動すべき義務を株主に対して負うとする明文の規定はない¹⁴⁾。しかし、残余権者である株主の利益を増加させる決定は、社会全体の利益を増加させる決定と一致する傾向があり¹⁵⁾、株主利益以外の目的の追求を取締役に認めることは、結果的に、経営に対する規律を弱め効率性を損なうリスクがある以上、株主利益の最大化原則は肯定されるべきである¹⁶⁾。

これは、会社法においても法規範として、株主利益の最大化原則を肯定し、取締役はその原則を実現するために、株主利益の最大化につき取締役としての注意義務を負うべきとする立場と整合する¹⁷⁾。とはいえ、株主利

12) 江頭憲治郎『株式会社法』24 頁（有斐閣・第 8 版・2021 年）参照。

13) 黒野葉子「判批」速報判例解説 vol. 32 新・判例解説 Watch121 頁（2023 年）参照。

14) 匿名「判批」金判 1643 号 9 頁（2023 年）参照。

15) 田中・前掲（注 9）78 頁参照。

16) 田中・前掲（注 9）280 頁参照。株主利益の最大化原則（株主第一主義）についての肯定・否定双方の主張につき、田中亘「株主第一主義の合理性と限界（上）（下）」法律時報 92 巻 5 号 123 頁以下・7 号 79 頁以下（2023 年）参照。なお、田中亘「会社法学にとっての経済学の必要性」ビジネス法務 23 巻 8 号 32 頁（2023 年）は、経済学の知見なしに株主利益の最大化の意味内容は分からないとした上で、「株主に帰属する将来フリー・キャッシュフローの期待値を、株主資本コストで割引くことによって算出される現在価値（株主価値）をなるべく大きくすること」が株主利益の最大化であるとする。

益の最大化原則は個別具体的な法ルールとは異なり、取締役が経営判断を行うに際して守るべき基本的行為指針（行為規範）としての法原則であり、解釈に相当幅のある法ルールであるため、必ずしも常に一義的にその答え（経営判断）が定まるものではない¹⁷⁾。さらには、会社法がその法原則として株主利益の最大化原則を認めたからといって、法律上、その要請よりも優先する他の法律の法ルールがある場合に、その要請に従わなければならないのは当然であり、株主利益の最大化原則が全ての場面に画一的・絶対的に適用があると誤ってとらえ、株主利益のみに偏重した考えであると非難するのは、株主利益の最大化原則の意義を理解しておらず、的外れというほかない¹⁸⁾。

3 債務超過

株主利益の最大化原則が妥当しない場合として、会社が債務超過となっており、しかもその解消が見込まれない状況（倒産必至の状況）が指摘されている²⁰⁾。こうした状況では、株主利益の最大化原則の適用はなく、取締役は、株主利益よりも債権者利益を優先する経営判断が求められる²¹⁾。

本件のような会社の債務超過時において、株主と債権者の対立は激化する。債務超過時には、会社の価値と債権の価値が比例関係にあり、株主の価値はほぼゼロであるのに対し、債権の価値は会社の価値に比例するため、債権者には債務超過時の会社を最大化するインセンティブがある²²⁾。法形式上は、取締役は会社に対して注意義務を負うが、債務超過といった危機的状況では、会社の実体は株主から債権者へ交代しているため、取締役の注意義務違反の効果としての損害賠償責任を債権者に対して負うことになる²³⁾。会社＝債権者と位置づけられるため、会社に対する任務懈怠が債権者に対する責任を基礎づけると考えるべきであろう²⁴⁾。

本判決では、A社は多額の債務超過の状況にあり、金融機関の了解が得

17) 落合誠一「企業法の目的―株主利益最大化原則の検討―」岩村正彦ほか編『現代の法 7 企業と法』23頁（岩波書店・1998年）参照。

18) 落合誠一『会社法要説』51頁（有斐閣・第2版・2016年）参照。

られる自主再建案を早期に策定しない限り、早期に倒産する現実的危険が差し迫っていたとされた。それゆえ、代表取締役である Y1 の注意義務と

19) 落合・前掲(注 18) 58 頁参照。太田洋『敵対的買収とアクティビスト』232~234 頁(岩波書店・2023 年)は、米国における、株主利益の最大化原則をその柱とする株主資本主義からステークホルダーの利益を重視するステークホルダー資本主義への大きなシフトチェンジ、株主ファーストからの軌道修正を紹介する。なお、ステークホルダー資本主義であれ、株主ファーストからの軌道修正であれ、株主の利益を会社経営において、その域外におくことは想定されてはいない。それゆえ、株主の利益とステークホルダーの利益のバランスをとることになるが、これは言うは易いが、実際には困難が伴う(川村正幸「会社法とコーポレート・ガバナンス」一橋論叢 111 巻 4 号 83 頁(1994 年)参照)。会社はすべてのステークホルダーのために存在し、より多くの社会的な課題(broader societal challenges)に対して向き合うパーパス(使命感:sense of purpose(パーパス経営につき、佐藤克宏『戦略としての企業価値』52~55 頁(ダイヤモンド社・2023 年)参照))がなければ会社の最大限の可能性を達成することができない等のスタンス(See, Larry Fink, BlackRock, Inc., A Sense of Purpose, (Jan. 17, 2018), available at <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/01/17/a-sense-of-purpose/>. 本田桂子・伊藤隆敏「ESG 投資への経済学的アプローチ」本田・伊藤『ESG 投資の成り立ち、実践と未来』214~216 頁(日本経済新聞出版・2023 年)参照)と通底し、「会社は株主や債権者などの(金融)ステークホルダーばかりでなく、広く多くの存在をリスペクトしなければ、会社としての存立基盤は失われてしまう」(野崎浩成『教養としての「金融 & ファイナンス」大全』485 頁(日本実業出版社・2022 年))としても、リスペクトの程度・バランスの妙には定量的・具体的に説明できるものもあれば、定性的・抽象的な説明のみが強調される場合も想定(許容)されよう。広く多くのステークホルダーへのリスペクトを声高に叫ぶのであれば、リスペクトそれ自体の総論だけではなく、リスペクトの仕方・各論への言及も欠かせない。株主利益の位置づけのパラダイムシフトが起きている大きな潮目にもある米国で、ステークホルダーの利益を保護することで企業経営の効率性が損なわれたとしても、ステークホルダーの利益重視により効率性の低下が許容・正当化され、取締役に対する適切なモニタリングの程度も低下することは生じるのか否か、今後の流れ・うねり(・反動?)に注目したい。なお、米国における「脱・株主ファースト」が米国におけるコーポレート・ガバナンスに実質的な変化をもたらすことに疑問を呈し、「脱・株主ファースト」を安易に持ち出すことへ苦言した上で、日本がこの流れに追従することへの警鐘を鳴らす見解がある(田中亘「脱株主至上主義の行方(下)日本企業、安易な追従避けよ」日本経済新聞 2019 年 12 月 18 日朝刊 3 面参照)。他方で、「『どのステークホルダーも不可欠だ。すべてに価値を提供していく』。ステークホルダー資本主義という言葉が注目されたのは約 4 年前。米主要企業の経営者団体、ビジネス・ラウンドテーブルが『株主(ファースト)』を見直し、従業員や地域社会など様々な関係者の利益を尊重すると宣言した」(日本経済新聞 2023 年 7 月 27 日朝刊 2 面)が、「表向きはただのリップサービスだったようにみえる(ものの)……米国の資本主義はゆっくりだが、着実に変わり始めている」(日本経済新聞 2022 年 8 月 19 日夕刊 5 面)との評もある。今後の推移を見守りたい。

20) 落合・前掲(注 18) 58 頁参照。

しては、会社の倒産の回避が至上命題となり、会社再建が最優先事項とされ、株主利益の最大化の要請は会社再建の要請に「必然的に劣後」と判示した。株主の利益を離れて会社の存続を図るべきという規範がどのように導かれたのかは不明との指摘もあるが²⁵⁾、判示された規範につき、債務超過時の取締役の会社に対する任務懈怠が債権者に対する責任を基礎づけるとの論との親和性を完全に否定することは難しいように思える。債権者に対する直接的な責任を肯定した、あるいは、少なくとも否定はしていないとのスタンスになっている規範ととらえうる余地はゼロではない。

本件において、X1 らの主張の実質は、X1 らが会社再建による利益に与

21) 落合誠一「株主利益最大化原則の適用範囲を考える」論究ジュリス 23 号 1 頁 (2017 年) 参照。

22) 黒沼悦郎「取締役の債権者に対する責任」法曹時報 52 巻 10 号 25 頁 (2000 年) 参照。

23) 黒沼悦郎『会社法』150 頁 (商事法務・第 2 版・2020 年) 参照。ただ、こうした見解は一般的な支持は得られていないとの指摘がある (高橋陽一『役員の対第三者責任』田中亘ほか編『論究会社法』162 頁 (有斐閣・2020 年) 参照)。指摘は、債権者への直接的な賠償責任ではなく、株主に対する間接損害の場合と同様に、会社に対する損害賠償を認めることで足りるとも論じる。このロジックの出発点は、取締役が個々の債権者に直接的な責任を負うという構成ではなく、債権者が取締役の対会社責任を会社に代わって追及するという構成にある。

24) 黒沼・前掲 (注 23) 150 頁参照。これに対して、定額の請求権しかもたない債権者は、会社が債務超過状態にある場合であっても、完全な残余請求権者とはなりえないことを強調するすれば、取締役が債権者のみを考慮する義務を負うと考えるのは妥当ではないとの立場もありうる (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 165 頁 (2010 年) 参照)。こうした立場からは、契約による自衛可能性がある以上 (後藤元『株主有限責任制度の弊害と過少資本による株主の責任』544 頁 (商事法務・2007 年))、債権者に対して、債務超過のように経営状態の悪化した会社による積極的なリスクテイクにつき、取締役の責任という形で債権者の保護を図る必要性は低く、企業価値を損なうことが明らかであるような極端なリスクテイクが行われた場合に限り、取締役の重過失による任務懈怠が認められるべきとの論が展開される (藤田友敬「株主の有限責任と債権者保護 (2)」法学教室 263 号 133・134 頁 (2002 年) 参照)。ただ、契約によって債権者がどのように具体的に自衛を実効的に実行できるか、極端なリスクテイクか否かの判断 (線引き) 基準をどう具体的に定めうるのか等の課題は非常に難易度が高いようにも思える。それゆえ、債務超過状態において、原則、会社に対する任務懈怠が債権者に対する責任を基礎づけると解する方が、シンプルで (また、実効性を強調すれば) ベターな考え方と整理することも可能とされよう。

25) 匿名・前掲 (注 14) 9 頁参照。

れるように Y1 らがスポンサー²⁶⁾である B 社や主要債権者である主要 3 行²⁷⁾と交渉すべきであったとの点にあり、再建策の具体的な手法ではなく、策定された再建策の結果生じる企業価値の増加分を X1 ら・C 社・Y1 との間でどのように配分するかの問題、すなわち、再出資の可否がその問題とされた²⁸⁾。この点、A 社のメインバンクであった F 銀行から提案された第 1 提案は、A 社グループの財務状況が 1000 億円を超える債務超過である旨の監査法人の報告書を踏まえ、A 社グループに対する貸付債権を大口融資先の不良債権として示されたものであった上、その実質的な提案内容は、A 社グループの解体によって貸付債権の回収を図ろうとするものであって、A 社グループの自力での経営再建にもはや期待し得ないほど、その債務超過が深刻なものであったと F 銀行が認識していたことがうかがわれる。

また、A 社が独力による経営再建が困難であることを前提に、新たなスポンサーとして B 社による経済支援を得て自主再建案を策定しようとする途中、平成 16 年 12 月に賞与支給のために約 10 億円の資金ショートが発生することが見込まれ、仮に支給予定の賞与が不支給となれば、単に A 社の従業員が大量に離職するだけでなく、賞与不支給の事実が外部に知られて大きな信用不安を招くことになるなど、A 社の自主再建に資するどころか、かえって、これを困難ならしめることとなることは明らかであった。その後に採用された第 2 提案の実行前でありながら、35 億円のつなぎ融資を実際に受けざるを得なかったことや、第 2 提案の実行直後である平成 17 年 3 月に高利（年 9%）の金利を負担してでも 37 億円もの追加融資を受ける必要があったことなどに照らせば、その資金繰りは非常に厳しい

26) 債務超過状態のように倒産局面にある会社がスポンサーを選定する時間的・体力的猶予がなく、自主再建も困難な場合には、売却か精算かの判断を迫られることになる（黒田裕「債務超過会社の倒産局面における株主の地位と取締役の責任」法学教室 467 号 98 頁（2019 年）参照。

27) A 社グループ企業に対する債権額は約 5000 億円であり、主要 3 行に対する債権額は約 4200 億円であった。

28) 伊藤・前掲（注 2）147 頁参照。

ものであったことがうかがわれる。さらに、財務省が1株当たり1630円で物納²⁹⁾を受けたA社株をわずか約10か月後に1株当たり1円でA社の子会社に最終的に売却するに至ったことも、A社グループの財務状況が著しく悪化しているため、その株式価値がほとんど無価値であったと評価せざるを得なかったことを裏付ける³⁰⁾。

4 私的整理ガイドライン

当時の金融機関における不良債権処理としては、一般的に私的整理ガイドラインに従った処理であることが金融機関として要請されており、とりわけ、メインバンクのF銀行は、諸般の事情により不良債権比率を低下させるための処理をせざるを得なくなっており、準メインバンクであった銀行は、公的資金を注入されて事実上国有化されていたこともあって、私的整理ガイドライン等 に示された考え方を踏まえて経営責任の明確化等について慎重に検討することを表明していたものである。

そして、同ガイドラインによれば、具体的には、現経営者に経営責任がある場合は原則として退任すべきであり、支配株主としての権利も原則として消滅させることが必要であったのである。金融機関の債権売却に伴う株主責任の在り方については、これを不問とする考え方もあり得たが、F銀行がそうした考え方を支持した事実はなく、G銀行はA社グループに対する金融支援として債権売却を位置付け、金融機関としての社会的責任を

29) Eの死亡に伴う相続税支払いに充てるため、平成16年3月頃、(X1の子である)X2・(X1の孫である)X3及びX4が相続したA社株式の一部(10億円相当分)を財務省に物納した。

30) 債務超過会社であっても、将来に業績が回復する可能性がある場合には、株式に価値を見いだしうる(津野田一馬「判批」ジュリスト1509号113頁(2017年)参照)。なお、債務超過の会社の株式に価値があるのかどうかを論じる以前に、そうした会社の株主から持分を奪う(2005年制定の会社法により初めて発行が認められることになった)全部取得条項付種類株式制度自体のそもそもの妥当性(正当性)につき、とりわけ、(私的整理ではなく)法的整理による事業再生を推すサイドから見ると、未だ議論が尽くされていないこと(見切り発車的な制度の既成事実化)を危惧する(重く見る)見解もあった(田中亘「事業再生から見た会社法の現代化(2・完)」NBL823号25・26頁(2005年)参照)。

果たすために 100% 減資をすることを積極的に求めたのである。

こうした状況の下では、F 銀行・H 銀行としても、現経営者を基本的に留任させたり、支配株主の権利を残したりすることを正当化し得るほどの合理的な理由があると考えていたとは思われない。メインバンクではなかったが、準メインバンクであった大口債権者である G 銀行において、自主再建が成功する限りにおいてではあるが、故人 (E) の遺族に対する経営責任までは追及しない旨の譲歩を示しつつ、経営責任や株主責任の明確化など私的整理ガイドラインに準じた処理を強く要請し、A 社や B 社がこれに応じて、結局、既存株主の保有株式について 100% 減資を実施する第 2 提案をし、F 銀行・H 銀行も G 銀行の示す基本方針に同調したことで主要 3 行の協調支援が決定した。

100% 減資とそれに続く増資は、実質的には会社の (部分的) 売却と同義であり、適正な対価を既存株主が受け取ることができるよう配慮すべき義務を取締役は負うものの、結果としてその対価がゼロなる場合もあろう³¹⁾。本件では、X1 らは E の経営責任を相続人として追及される可能性を事実上排除すること (本件免責³²⁾) に成功しており、100% 減資の対価を実質的には得ている³³⁾。

A 社としては、唯一のスポンサーである B 社と主要 3 行を含む債権者との交渉に当たることが要請される一方、B 社との関係では、同社から過度の支配を受けることを恐れ、その圧倒的支配に屈することのないように、B 社に取締役の割合を自由に決定させないための交渉もしていたため、Y1 が倒産の危機が差し迫った時間的余裕のない中でこれらの交渉を同時並行的に行うことを余儀なくされていた状況の下においては、X1 らの希望す

31) 伊藤・前掲 (注 2) 147 頁参照。利益相反関係を疑う特段の事情がなく、対価の合理性に疑義を差し挟むべき特段の事情もなければ、既存株主にとり、会社の部分的精算ともいえるのであり、結果的に、100% 減資になったとしてもやむを得ない (黒田・前掲 (注 26) 101 頁参照)。

32) X1 らは E の相続人としての責任を負わないことである本件免責に相当に強い関心があったと見るべきであろう (弥永真生「批判」ジュリスト 1517 号 2 頁 (2022 年) 参照)。

33) 伊藤・前掲 (注 2) 147 頁参照。

る再出資を検討する余地はなかったと考えるべきであろう。

5 利益相反

原審において、100% 減資の後に続く増資につき、既存株主のうち Y2 のみに再出資（株式再保有）を認めた点に、Y1 と X1 らの間に利益相反があるとした。しかし、X1 らに認められず、Y2 のみに再出資が認められたのは、B 社のみならず、主要 3 行においても、E の放漫経営後の A 社の立て直しに向けて尽力し、一定の成果を挙げていた Y1 の経営手腕を高く評価して、A 社の自主再建を中心的に担う人材として確保する必要があったためであろう。さらには、E の経営責任を故人限りの責任にとどめ、共同相続人である X1 らまでに損害賠償責任等を追及しない本件免責の代わりに、既存株主としての X1 らの責任を貫徹させるためでもある³⁴⁾。

Y1 が本件増資に応じることで株主として残存することが濃厚となった段階で、X1 らを低廉な対価（・無対価）で締め出すことに利害を有しており、一見、構造的な利益相反の関係に立つようにも思える³⁵⁾。しかしながら、第 2 提案策定にあたり、Y1 は G 銀行が示した処理方針に従って、既存株主の保有株式を 100% 無償減資とする本件無償減資を必要条件とせざるを得なかったのであって、これを B 社や主要 3 行との交渉によって回避することは不可能であった。Y1 に自主再建後の A 社に対する再出資が認められたの X1 らがその保有株式を 100% 無償減資とすることに応じたからではない。それゆえ、本件無償減資と本件増資とは、形式的にはワンセットの一連の手續と整理はされるものの³⁶⁾、利益相反の関係の実質はないと考えるべきである³⁷⁾。

34) 匿名・前掲（注 14）8 頁参照。

35) 伊藤・前掲（注 2）147 頁参照。

36) 周田・前掲（注 6）86 頁参照。

37) 伊藤靖史「取締役の義務と責任」ビジネス法務 23 卷 8 号 25 頁（2023 年）は、利益相反関係には様々な程度があり、注意義務違反を厳しく審査すべきかどうかは事案次第であり、本件では、利益相反関係はあったが注意義務違反はなかったと解する。