

IMES DISCUSSION PAPER SERIES

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

ごとう げん
後藤 元

Discussion Paper No. 2010-J-6

IMES

INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES

BANK OF JAPAN

日本銀行金融研究所

〒103-8660 東京都中央区日本橋本石町 2-1-1

日本銀行金融研究所が刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。

<http://www.imes.boj.or.jp>

無断での転載・複製はご遠慮下さい。

備考：日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズは、金融研究所スタッフおよび外部研究者による研究成果をとりまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図している。ただし、ディスカッション・ペーパーの内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

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

ごとう げん*
後藤 元*

要 旨

株主有限責任制度の下では、株主＝取締役は、債権者の犠牲においてハイリスク・ハイリターン¹の事業を選択するインセンティブや会社の倒産処理を迅速に開始しないインセンティブを持つことが指摘されている。近時は、この問題への対処として、会社の経営状態が悪化した場合（典型的には債務超過に陥った場合）には、取締役は株主ではなく（もしくは株主に加えて）債権者の利益を図る義務を負うべきであり、取締役の対第三者責任（会社法429条）をそのように解釈すべきであるとの主張が少なくない。もともと、これらの主張は、しばしばデラウェア州の判例法をその根拠の1つとして援用しているが、デラウェア州の判例法とそれをめぐるアメリカの学説の議論がこれまで十分に紹介されてきたとは言いがたい。

デラウェア州の判例においては「倒産状態にある会社の取締役は債権者に対しても信認義務を負う」との判示が繰り返されているが、その事案を分析すると、この判示の機能は、債権者の利害を考慮した取締役の行為に対する株主による責任追及を否定することと、会社財産が取締役・支配株主・グループ会社等に流出した場合の救済を債権者に与えることにあり、取締役によるリスクの高い事業の選択を抑止するものとしては作用していなかったといえることができる。本稿は、このような判例の分析と、近時のアメリカの学説の議論を検討することによって、わが国の議論への示唆を得ようとするものである。

キーワード：取締役の責任、取締役の義務、債権者、債務超過、倒産、
経営判断の原則、デラウェア州

JEL classification: G3、K22

* 学習院大学法学部准教授（E-mail: gen.goto@gakushuin.ac.jp）

本稿は、日本銀行金融研究所からの委託研究論文である。本稿を作成するに当たっては、白井正和氏および日本銀行金融研究所におけるセミナーの参加者から有益なコメントを頂いた。記して御礼申し上げます。ただし、本稿に示されている意見は、筆者個人に属し、日本銀行の公式見解を示すものではない。また、ありうべき誤りは、すべて筆者個人に属する。

目次

1. はじめに	1
(1) 取締役の債権者に対する義務と責任をめぐる議論の状況	1
(2) アメリカ法の参照	3
2. アメリカ（デラウェア州）の判例法の展開	4
(1) 前史	4
(2) Credit Lyonnais 判決と Allen 裁判官	6
イ. Credit Lyonnais 判決	6
ロ. Geyer 判決	10
ハ. Equity-linked Investors 判決	12
(3) Lamb 裁判官による継承	15
イ. 株主からの請求	15
ロ. 会社債権者からの請求	20
(4) デラウェア州判例の最近の展開	23
イ. Production Resources Group 判決	23
ロ. Trenwick 判決	26
ハ. North American Catholic 判決	28
(5) LBO における取締役の信認義務と Healthco 判決	31
(6) 小括	36
3. アメリカの学説の議論	37
(1) 取締役の義務の転化の弊害と経営判断原則の適用	37
(2) 株主価値の最大化と債権者による自衛	39
(3) 株主による分散投資と会社法と倒産手続とのすみ分け	42
(4) 信認義務の拡張論	44
(5) 小括	46
4. むすびにかえて——アメリカ法からの示唆	47
(1) 取締役の債権者に対する責任と経営判断原則	47
(2) 債権者の利益の考慮と株主の利益の侵害	52

1. はじめに

(1) 取締役の債権者に対する義務と責任をめぐる議論の状況

会社法（平成 17 年法律第 86 号）の下では、最低資本金制度の廃止に伴い、会社債権者の保護は法人格否認の法理や取締役の第三者に対する責任（会社法 429 条）等による事後的な救済に委ねられる、と指摘されることがしばしばある¹。しかし、これらについては、数多くの判例および学説の蓄積はあるものの、いかなる場合に責任が発生するのか、またその正当化根拠は何か、という点が明確になっているとは言いがたい。本稿では、取締役の事業上の意思決定により会社財産が減少することとなり、その結果として債権者への完全な弁済ができなくなるという、いわゆる間接損害についての取締役の債権者に対する責任のあり方を検討する²。

この問題について、黒沼悦郎は、2000 年に次のような整理・提案を行った。すなわち、会社が資産超過の状態にある場合には残余請求権者である株主に会社の価値を最大化するインセンティブがあるが、会社が債務超過となった場合には債権者に会社の価値を最大化するインセンティブがあることになる。他方、会社がまだ債務超過には陥っていないものの経営が悪化している場合には、株主はリスクの高い事業を選好する一方で債権者はリスクの低い事業を選好するため、取締役が株主と債権者の双方に対して信認義務を負うとすると、取締役は選択に窮することになる。そこで、債務超過の時点をもって、取締役の信認義務が株主に対するものから債権者に対するものへと転化すると考えるべきであり、債務超過後に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について、悪意・重過失による任務懈怠ということができれば、取締役は債権者に対し損害賠償責任を負うと考えるべきであるというのである³。

これに対しては、藤田友敬が、黒沼の議論を株主有限責任制度の下では株主＝取締役が債権者の犠牲においてハイリスク・ハイリターン⁴の事業を選択するインセンティブを持つという問題⁴に取締役の債権者に対する責任によって対処しようとするものと捉えた上で、次のような批判を加えている⁵。まず、株主と

¹ 吉原 [2005] 19 頁、郡谷・岩崎 [2005] 49 頁等。

² 株主の責任、および、いわゆる直接損害についての取締役の責任については、本稿では取り扱わない。なお、法人格否認の法理についての明確化の試みとして、江頭 [1980]、後藤 [2007, 2008] を参照。

³ 黒沼 [2000] 2919-2920、2923-2926 頁、2929 頁注 68。

⁴ 株主有限責任制度に由来する株主と債権者の間の利害対立の諸相については、藤田 [2002a] 84-87 頁、森 [2009] 9-14 頁を参照。

⁵ このほか、伊藤 [2003] 118-119 頁は、倒産処理手続が開始されない限り、債権者は会社

債権者のインセンティブへの影響を厳密に考えると、会社が債務超過状態に陥る前の段階であっても、企業価値を下げるようなプロジェクトの採用によって、債権者から株主への利益移転がなされる危険がある一方で、会社が債務超過状態であっても、債権者の利益の最大化と企業価値の最大化が一致しないこともあるため、債務超過時点を境に取締役の行為規範が株主利益最大化から債権者利益最大化に切り替わるというだけでは十分ではない⁶。また、債権者は会社との契約において経営悪化時のモラル・ハザードに対し利率の調整等によって事前に対処している可能性もあり、さらにこの事前のリスク配分の有無・程度は債権者ごとに異なるため、取締役に債権者一般に対する信認義務を課すと、一部の債権者に無用のウィンドフォールを与えることになるため、個々の債権者が事前に行ったであろう明示・黙示のリスク配分を尊重する形で、かなり極端な形でモラル・ハザードが顕在化した事例に限って介入すべきであるとする⁷。

この藤田の批判に対しては、1点目については黒沼の見解を「おおまかにみて債務超過の時期以降は、業務執行者の義務内容は企業価値（＝持分価値＋債権価値）の最大化」となると修正した上で、2点目については、債権者との事前の契約による「担保・特約による債務者の行動の制約は、有限責任制度から生じる債務者企業の機会主義的行動への対処とは」ならず、「対第三者責任の規定...を企業価値最大化のインセンティブを債務者に与えるものと解釈・運用しても、各債権者はそれを前提にリスク計算を行い与信行動を調整することになるが、そのようなルールのない状態で締結される契約のほうがそのようなルールを前提に締結される契約よりも低コストである、とは断定できない」との反論が大杉謙一によって展開されている⁸。このほか、黒沼や大杉の主張に賛同する見解が複数示されている⁹。

に対する契約上の権利の強制履行を求めることができるため、その権利の実現を取締役に依存する関係にはないとして、倒産手続開始前の取締役の債権者に対する信認義務を否定する。

⁶ 藤田 [2002b] 132-133 頁。

⁷ 藤田 [2002b] 133-134 頁。なお、藤田は、仮に取締役の債権者に対する信認義務が認められるとしても、下級審判例の傾向からは債権者との関係でも経営判断原則が適用されることになると考えられると指摘している（同 133 頁）。

⁸ 大杉 [2003] 38 頁注 98。本文に引用した記述が、担保・特約による制約が債務者企業の機会主義的行動への対処には一切ならないという趣旨であるとすれば、やや言い過ぎであると思われる。事後的にリスクの高い事業が選択される可能性に対する債権者の契約による自衛手段とその効果について、後藤 [2007] 504-521 頁および Bratton [2008] pp.49-56 を参照。

⁹ 取締役には会社が債務超過に陥る以前から企業価値を最大化する義務があるとする見解として、武田 [2005] 184-185 頁、189 頁注 79 および田中（秀樹） [2006] 89 頁、債務超過時点から債権者に対する義務を負うとする見解として桜沢 [2007b] 92 頁、債務超過に近い段階から債権者に対する義務を認める見解として神谷 [2009] 18 頁以下がある。このほか、

(2) アメリカ法の参照

以上の論争においては、取締役の債権者に対する義務もしくは企業価値を最大化する義務を肯定する論者によって、アメリカの判例、特にデラウェア州衡平法裁判所による *Credit Lyonnais* 判決¹⁰と *Geyer* 判決¹¹がしばしば参照されている¹²。もつとも、そこでは判決の一般論が紹介されるにとどまることが多く、どのような事案について、どのような救済が与えられたのかということは重視されていないように見受けられる¹³。今後の議論のためには、アメリカの判例法理が、わが国の学説において論じられている株主＝取締役が債権者の犠牲においてハイリスク・ハイリターンな事業を選択するという問題（および、これと類似の問題と位置づけられる、再建・清算した方が価値の高い事業を継続するという問題¹⁴）に対処しようとしたものであるのか、またどのような形で対処しているのかということ、上記の 2 判決以外にも視野を広げて、確認しておくべきであろう。また、これらの判例が、アメリカの学説によってどのような評価を受けているかという点も検討する必要がある¹⁵。

本稿は、このような観点から、アメリカの判例法（下記 2.）とそれをめぐる学説の議論（下記 3.）の近時の展開を整理・分析し、上記のわが国の議論に対し、検討資料を提供しようとするものである¹⁶。

黒沼 [2000] 以前の段階で、事業リスクの取り方に関する株主と債権者の選好の違いから、間接損害についての取締役の債権者に対する責任を会社の損害賠償請求権の債権者による代位行使として説明することは困難であり、取締役の債権者に対する信認義務を観念する必要があるとするものとして、梅本 [1997] 69 頁がある。

¹⁰ *Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Communications Corp.*, 1991 Del. Ch. LEXIS 215 (Dec. 30, 1991).

¹¹ *Geyer v. Ingersoll Publications Co.*, 621 A.2d 784 (Del. Ch. 1992).

¹² 梅本 [1997] 73 頁注 18、黒沼 [2000] 2929 頁注 69、神谷 [2009] 4 頁。これらの研究においては、日本法の下では平成 17 年改正前商法 266 条ノ 3 および会社法 429 条に基づいて取締役が債権者に対して責任を負うということ为前提として、そのことを説明しうる理論構成として、アメリカの判例や学説の議論が参照されているように思われる。黒沼 [2000] 2930 頁も参照。

¹³ この点は、アメリカの判例をより広く紹介している武田 [2005] 176-179 頁、桜沢 [2007a] 102-117 頁、同 [2007b] 76-81 頁、同 [2007c] についても当てはまる。

¹⁴ 藤田 [2002a] 86-87 頁参照。

¹⁵ その一部は武田 [2005] 179-184 頁において紹介されているが（ほぼ同一の紹介をするものとして、桜沢 [2007b] 76-81 頁も参照）、後で見るように、アメリカでは 2007 年のデラウェア州最高裁判所の判決を契機とする議論が展開されており、そのフォローも必要であろう。

¹⁶ 筆者は、株主有限責任制度の下では株主に債権者との契約後に会社の事業リスクを変更する（資産代替）インセンティブが生じるという問題について、株主の責任という観点から検討を行ったことがある（後藤 [2007] 493 頁以下を参照）。そこでは、株主が、債権者に再交渉の機会を与えることなく、契約後に会社の事業リスクを債権者の不利に積極的に

2. アメリカ（デラウェア州）の判例法の展開

（1）前史

まず、アメリカ、特にデラウェア州の判例法の展開を検討しよう。

アメリカの判例においては、一般原則として、会社の取締役は会社債権者に対して、会社の倒産（insolvency）¹⁷、詐欺、法律違反等の特別の事情がない限り、契約上の義務以外の義務を負うことはないとされている¹⁸。特に、（転換）社債権者に対して不利益を与える会社・取締役の行為について（転換）社債権者が損害賠償や差止を求めた事案において、裁判所は、繰り返しこのような趣旨の判示を行っている¹⁹。

他方で、上記の一般原則の中に既に示されているように、会社が倒産状態（insolvent）にある場合には、取締役は会社債権者に対して義務を負うとする判決も存在している。これらは、会社の倒産時には株主が会社に払い込んだ資本金は債権者のための信託基金となり、取締役はその受託者となるという、いわゆる信託基金理論²⁰にその淵源を有するものと考えられる²¹。もっとも、Story 裁判官が信託基金理論を展開した Wood v. Dummer 判決²²の事案で問題とされたのは、段階的な清算のためのみに存続を認められた銀行が株主に対して多額の配当を行い、それにより銀行が深刻な倒産状態に陥ったということであった。こ

変更した場合に、会社債務についての責任を株主に課すことを提案したが（同 545 頁）、このような観点から株主に責任を課した判例を発見できなかったことにより、暫定的なものにとどまっていた（同 333-334 頁、336 頁注 786、499-500 頁。資産代替が現実に問題とすることが少ないことの説明として、同 106 頁、114 頁注 258、115 頁注 259-260、591-592 頁も参照）。本稿は、前著において積み残した課題の一部を果たし、あわせて前著の結論を再検証しようとするものでもある。

¹⁷ アメリカ法上、“insolvency”には債務超過（insolvency in bankruptcy sense）と支払不能（insolvency in equitable sense）の 2 種類がある（田中（英夫）[1991] 455 頁参照）。本稿では、判例・文献における“insolvency”がいずれを指しているのかを文脈等から識別できる場合には債務超過もしくは支払不能と訳し、それが明らかにされていない場合には、原語のまま表記するか、「倒産」と訳すことにする。

¹⁸ 3A FLETCHER CYCLOPEDIA OF THE LAW OF PRIVATE CORPORATIONS §1035.60, accompanying text to note 1 (2002 revised volume).

¹⁹ See for e.g., Harff v. Kerkorian, 324 A. 2d 215, at 221-222 (Del. Ch. 1974), reversed on other grounds, 347 A. 2d 133 (Del. 1975), Katz v. Oak Industries, Inc., 508 A. 2d 873, at 879 (Del. Ch. 1986), Simons v. Cogan, 549 A. 2d 300, at 303-304 (Del. 1988), Metropolitan Life Insurance Co. v. RJR Nabisco Inc., 716 F. Supp. 1504, at 1524 (S.D.N.Y. 1989). その他の判例を含め、詳しくは、森 [2009] 46 頁以下および松井 [2005] 487 頁以下を参照。

²⁰ 信託基金理論については、柴田 [1996, 1997, 2003] を参照。

²¹ Hu & Westbrook [2007] pp.1331-1332. なお、信託基金理論自体が取締役に直接義務を課すものではなかったことについて、Beveridge [1994] も参照。

²² Wood v. Dummer, 30 F. Cas. 435, at 436-437 (C.C.A. Me. 1824).

れば、取締役は銀行を債権者の利益のために経営する義務を課すものではなく、連邦破産法が存在しない状況において、会社の破産・清算時における請求権間の優先順位を確保しようとするものであったといえることができよう²³。その後の判例についても、倒産状態にある会社の取締役は債権者に対して信託義務を負うとの理論により債権者に救済を与えた 1944 年から 1992 年の判例は、1 件を除いて²⁴、内部者もしくは特定の債権者が会社財産により利得をしたという事情が存在した事案に関するものであると分析されている²⁵。

²³ Hu & Westbrook [2007] pp.1332-1333.

²⁴ *New York Credit Men's Adjustment Bureau, Inc. v. Weiss*, 305 N.Y. 1, 110 N.E. 2d 397 (1953). この判決は、帳簿上は資産超過であるが支払不能に陥った会社の 100%株主兼取締役が会社を清算するために債権者に個別の通知をすることなく会社財産を競売にかけたところ、落札価格が帳簿価格の約 3 分の 1 にとどまったことに関する破産管財人からの損害賠償請求について、被告の詐欺や利得は認められないとしつつも、信託財産の保護が受託者の第一の任務であること、および、債権者には競売の通知がなされていなかったため自らの利益を守る機会がなかったことから、競売により会社財産の価値が完全に実現されたことの立証責任は被告側にあると判示した（この判決の紹介として、前嶋 [1980] 101-103 頁を参照）。なお、桜沢 [2007a] 112-113 頁は、当初は「会社の清算段階における株主と債権者の優先・劣後関係を表現したに過ぎないものであった」信託基金理論が、同判決とそれに先行する *Mackenzie Oil Co. v. Omar Oil & Gas Co.*, 14 Del.Ch. 36, 120 A. 852 (1923)により、「債権者が取締役に対する責任追及を行うための根拠としての役割に変貌を遂げた」と評している（伊勢田 [1995] 28 頁も参照）。しかし、*Mackenzie Oil* 判決における主たる争点は、確定判決を取得していない債権者が、会社が“insolvent”である場合に債権者または株主の申立てによる管財人の選任を認めるデラウェア州法の規定を援用できるかというものであり、債権者による取締役の責任追及が問題となったものではない。また、桜沢自身がこれらの判決後の取締役の会社債権者（もしくは会社全体）に対する信託義務に関する判例として引用している判決（桜沢 [2007a] 119 頁注 21-23 参照）のうち、下記 2. (2) で検討する *Credit Lyonnais* 判決と *Geyer* 判決を除くほとんど (*Clarkson Company Limited v. Shaheen*, 660 F.2d 506 (2nd Cir. 1981), *FDIC v. Sea Pines Co.*, 692 F.2d 973 (4th Cir. 1982), *Gans v. MDR Liquidating Corp.*, 1990 Del.Ch. LEXIS 3 (Jan. 10, 1990), *First Options of Chicago, Inc. v. Polonitza*, 1990 U.S. Dist. LEXIS 9449 (Jul. 31, 1990), *In re Hoffman Associates, Inc.*, 194 B.R. 943 (Bankr. S.C. 1995), *Ed Peters Jewelry Co., Inc. v. C&J Jewelry Co., Inc.*, 124 F.3d 252 (1st Cir. 1997)) は、株主・取締役・特定債権者への会社財産の流出が問題となった事案に関するものである。ここからは、むしろ *New York Credit Men's* 判決が例外的なものであったと評価することが自然であろう（なお、この判決自身も、債権者による取締役への責任追及を一般的に認めたものというよりは、会社の清算に関する制定法の不備に対処したものであると思われる）。

²⁵ Lin [1993] pp.1513-1514 note 91-99 and accompanying text, Hu & Westbrook [2007] p.1336 note 49. なお、前嶋 [1980] 101-109 頁では 1944 年以前の判例が紹介されているが、これらもそのほとんどが株主・取締役への会社財産の流出が問題となった事案に関するものである (*Hill v. Pioneer Lumber Co.*, 113 N.C. 173, 18 S.E. 107 (1893), *Marshall v. F. & M. Savings Bank of Alexandria*, 85 Va. 676, 8 S.E. 586 (1889), *Cole v. Brandle*, 127 N.J.Eq. 31, 11 A.2d 255 (1940), *Rabinowitz v. Oughton*, 92 F.2d 297 (3rd Cir. 1937), *Forcum v. Symmes*, 106 Fla. 510, 143 So. 630 (1932))。

(2) Credit Lyonnais 判決と Allen 裁判官

このような状況の下で、その判示内容が取締役の債権者に対する義務の発生時期および問題とされる行為の内容に関して従来判例とは異なっていることから、公式判例集には搭載されていないものであるにもかかわらず非常に著名な Credit Lyonnais 判決が、デラウェア州衡平法裁判所の Allen 裁判官によって下された。本節では、まず同判決の事案と判旨を確認し、その事案の特徴を分析した上で、同判決の直後に出された Geyer 判決、そして Allen 裁判官が再びこの問題を取り扱った Equity-linked Investors 判決を検討する。

イ. Credit Lyonnais 判決²⁶

【事案】

Parretti (P) が支配する Pathe Communications Corp. (P 社) はデラウェア州法上の会社である MGM (M 社) を買収して、その発行株式の 98.5% を有する支配株主となったが、その買収資金の調達に M 社の資産を用いた結果として買収後の M 社の資金繰りは悪化し、取引債権者によって M 社についての連邦破産法第 7 章の手続の開始が申し立てられるに至った。この申立てが 1991 年 5 月 28 日までに却下されない場合には、3 億ドルの社債の償還義務が発生することになってきたため、M 社の買収資金を P 社と M 社に融資していた Credit Lyonnais Bank Nederland (C 銀行) は、これを回避すべく追加的な融資を行うこととしたが、その際に、以下のような合意を P との間で取り交わしている。まず、会社運営に関する合意 (Corporate Governance Agreement) として、P が M 社の取締役会議長兼 CEO から辞任し、C 銀行の指名する Ladd (L) をその地位に就けること、L と L が指名する COO からなる執行委員会に経営権限を広範に委任すること、取締役 5 名のうちの 3 名は P が指名するが、負債返済目的以外での新株発行や取締役会議長・CEO の選解任等については 4 名の賛成が必要であると定款・附属定款に定めること、P は知っている限りの M 社の契約・債務関係をすべて開示・保証すること、この会社運営に関する合意は M 社に対する倒産手続が 1991 年 5 月 28 日までに却下されない場合もしくは M 社と P 社の C 銀行に対する負債の合計額が 1 億 2,500 万ドルを下回った場合には失効すること等が定められている²⁷。また、この会社運営に関する合意が尊重されることの確保を目的として、P が保有する P 社および M 社の支配株式を信託して議決権の行使を C 銀行に委

²⁶ Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Communications Corp., 1991 Del. Ch. LEXIS 215 (Dec. 30, 1991). この判決の邦文による紹介として、伊勢田 [1995]、武田 [2005] 176-177 頁、桜沢 [2007a] 105-107 頁がある。

²⁷ 1991 Del. Ch. LEXIS 215 at *36 note 22.

ねる議決権信託契約と、C銀行がこれらの株式を担保として取得することを認める議決権に関する合意も取り交わされている²⁸。

以上の合意に基づいてLがM社の経営を開始した後、M社の買収資金調達のために行われた契約により、M社に巨額の債務負担が発生する可能性があることが発覚した。また、PおよびP社は、上記の各合意の締結後すぐにM社の経営陣・従業員に対して影響力を行使すべく各種の働きかけを続け、会社運営に関する合意の失効期限とされていた1991年5月28日が経過した後には干渉をさらに強めていた。このようなPの行動を受けて、C銀行はPが会社運営に関する合意に違反したものと判断し、議決権信託契約を発効させて株主の名義を自己に書き換え、PとPが指名した取締役を解任して新たに3名を取締役に選任した。その上で、C銀行が、自ら選任した新取締役の地位の適法性の確認を求めて提訴したのが本件である。デラウェア州衡平法裁判所のAllen裁判官は、以下のように述べて、この請求を認容した。

【判旨】

Allen裁判官は、まず会社運営に関する合意の締結直後からのPの行為と債務の発生可能性に関する情報の不開示は同合意の重大な違反に当たるとして、C銀行が議決権に関する合意および議決権信託契約に基づく権利を行使したことは適法であると判示した²⁹。

その上で、LがPによる海外子会社売却の提案を適時に検討しなかったことは、M社の負債の削減によりPが支配権を回復することを危惧したことによる不誠実な行為であり、LとC銀行の側に会社運営に関する合意の違反があるため、Lを解任しようとするPの行為は正当なものであるとのPの主張を、以下のように斥けている。

まず、上記の主張の前提として、Pは、海外子会社についての支配権は負債削減を目的としたその売却等を可能とするために会社運営に関する合意によってもPに残されていると主張したが、そのような合意は成立していないと認定した³⁰。そして、Lはこれらの提案についてM社の観点から慎重に検討しており、「Lとその部下は、会社が5月28日まで破産手続の中にあり、その後もその見込みがある中で取締役らが活動しているという状況においては、会社の利害とその98%を所有する株主の利害とが異なりうることをよく認識していた。少な

²⁸ *Id.* at *37-38, *39 note 25.

²⁹ *Id.* at *71-74.

³⁰ *Id.* at *105.

くとも会社が倒産に近接した状態にある場合 (in the vicinity of insolvency) には、取締役会は残余請求権者の代理人に過ぎないのではなく、会社全体 (corporate enterprise) に対して義務を負う」と述べ³¹、「L には、P が安値での海外子会社売却を受け入れようとする可能性がある」と疑う合理的な理由がある。M 社の取締役会や執行委員会は、会社の長期的な価値創造能力を最大化するために情報を得た上で誠実に判断をする義務を、会社を支えている利害関係者の共同体に対して負っている」として、L が支配株主にとって財務的に最も利益となる取引を即時に実行しなかったとしても、忠実でなかったとはいえないと判断した³²。そして、著名な「会社が倒産に近接した状態にある場合には取締役会は...会社自体に対して義務を負う」との一文には脚注が付されており、そこでは、1,200 万ドルの社債債務を負っている会社が債務者に対して 5,100 万ドルの支払いを命ずる判決を唯一の財産として有しているが、当該判決については控訴がなされており、控訴審で原判決が維持される可能性が 25%、400 万ドルの支払いに修正される可能性が 70%、請求が完全に棄却される可能性が 5%あるという場合において (当該判決の期待価値は 1,555 万ドルとなる)、1,750 万ドルの和解提案が相手方から示されたという設例³³について、取締役はどのような判断をすべきかという問題が検討されている。そして、この場合の株主は、和解提案を受け入れて 1,750 万 - 1,200 万 = 550 万ドルを取得するよりも、和解提案を拒絶して 25%の確率で原判決が維持される可能性に賭けた場合の期待価値 (5,100 万 - 1,200 万) × 0.25 = 975 万ドルの方が大きいため、和解提案が会社の残余価値を現状の 1,555 万 - 1,200 万 = 355 万ドルから 550 万ドルへと増加させるものであるにもかかわらず、これを拒絶するというリスクの高い選択肢を選好すると考えられるが、これは会社全体にとっては最適ではないということが述べられている³⁴。

³¹ *Id.* at *108.

³² *Id.* at *109.

³³ この設例は全くの仮想によるものではなく、*In re Central Ice Cream Co.*, 836 F.2d 1068 (7th Cir. 1987)の事案を下敷きにしたものであるとの指摘がなされている (Baird & Henderson [2008] pp.1324-1325)。この事件は、既に営業を停止して破産手続が開始されている会社の破産管財人による和解案の受諾を承認する破産裁判所の決定に対して株主が不服申立てを行ったことについての手続法上の制裁 (浅香 [2008] 70 頁参照) やそれに関する費用の負担が問題となったものである。Easterbrook 裁判官は、和解交渉に際して株主の利益を考慮していなかったとの管財人側の主張を受けて、破産管財人の義務は特定の請求権のクラスの利益ではなく破産財団の価値を最大化することであり、本件では会社が債権者に対して弁済するのに十分な資力を有しているため、株主は残余請求権者に当たると述べている (836 F.2d at 1072)。

³⁴ 1991 Del. Ch. LEXIS 215 at *108 note 55. この脚注のことを以下「脚注 55」という。

この *Credit Lyonnais* 判決は、以下の点において従来の判例と異なっている。まず、従来の信託基金理論に由来する判例は、会社が倒産状態（*insolvency*）に至ったときには、取締役は債権者のための受託者となるものであったが、*Credit Lyonnais* 判決は、会社が（倒産状態ではなく）倒産に近接した状態（*the vicinity of insolvency*）に至ったときに、取締役の信託義務が株主のみに対するものではなくるとしており、信託基金理論を前倒しして適用するものであると受け止められた³⁵。また、従来の判例では会社の清算段階における会社財産の分配の優先順位が問題とされていたのに対して³⁶、*Credit Lyonnais* 判決は、将来の収益を得るために会社財産をいかに用いるべきかという会社の投資判断のあり方を問題としていた³⁷。さらに、おそらくこの問題とする行為の違いの結果として、従来の判例は、取締役の義務は株主に対するものから債権者に対するものに変化するとしていたのに対し、*Credit Lyonnais* 判決は、債権者ではなく会社全体に対して義務を負うと述べているという違いもある³⁸。

そして、判決の脚注 55 における数値例の検討からは、直接の引用はないものの、これらの特徴の背景には、株主有限責任制度の結果として株主は債権者の犠牲の下にハイリスク・ハイリターンな事業を実施するインセンティブを有するというファイナンス理論における負債のエージェンシー・コストについての問題意識の存在を窺うことができる。このような問題意識自体は学説によっても広く受け入れられ、その後は、この問題への対処方法として、会社が倒産に近接した状態に至った時点での取締役の信託義務の転化という考え方が適切かという点に関する議論が展開されるに至っている³⁹。

ここでは、学説における議論の紹介は後に譲り、*Credit Lyonnais* 判決の事案との関係で、いくつかの確認をしておこう。まず、わが国では、会社法 429 条による取締役の第三者に対する損害賠償責任の理論的基礎として *Credit Lyonnais* 判決が引用されることがしばしばあるが⁴⁰、同判決自体は、取締役に会社債権者に対する損害賠償責任を課したのではなく、むしろ取締役が株主からの責任追及を逃れることを認めたものであることに注意が必要である⁴¹。また、学説に

³⁵ Jelisavcic [1992] p.147.

³⁶ 前掲注 25 とそれに対応する本文を参照。

³⁷ Hu & Westbrook [2007] p.1336.

³⁸ 武田 [2005] 177 頁。

³⁹ Hu & Westbrook [2007] pp.1340-1342.

⁴⁰ 梅本 [1997] 69 頁、73 頁注 18、黒沼 [2000] 2926-2927 頁、2929 頁注 69、神谷 [2009] 4、17 頁等を参照。

⁴¹ Hu & Westbrook [2007] p.1338 note 56, Baird & Henderson [2008] p.1326. この点について、敵対的買収に対する防衛措置の導入に際して株主以外の関係者の利害を考慮することを認める *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1989) の影響を指摘する論者も存在する（伊勢田 [1995] 29 頁等）。

においては債権者の保護は取締役の信認義務の移転によってではなく債権者の契約による自衛に委ねるべきであるとの主張が見られるが、Credit Lyonnais 判決の事案においては、まさに債権者である C 銀行が支配株主との間の詳細な契約に基づいて会社経営に対するコントロールを確保しており、契約内容を超える保護を債権者に対して与えたものではないということも重要な特徴である⁴²。さらに、支配株主である P にとって利益となる行為として問題とされたのは会社財産の売却による会社債務の返済であり⁴³、これは一般に投資のリスクを減少させる行為であると考えられるため、判決の脚注 55 で検討されたようなハイリスク・ハイリターンな事業方針の選択という株主有限責任制度に由来する株主・債権者間の利害対立の問題とは様相を異にするものであったということも指摘できよう。

ロ. Geyer 判決

Credit Lyonnais 判決の約半年後に、同判決の脚注 55 を引用した判断を下したのが、Geyer 判決⁴⁴である。

【事案】

コネティカット州の住人である Ingersoll (I) は、デラウェア州の会社である Ingersoll Publications Co. (I 社) の支配株主であり、その社長兼取締役会議長であった。また、I は、この他にも投資会社である Warburg & Pincus Co. (W 社) と提携して、1980 年代末に国際的な出版帝国を築き上げていた。しかし、1990 年に I と W 社との間で争いが生じ、事業を分割して、I が国際的な新聞事業を、W 社が地方新聞事業を保有することとされた。

他方、Geyer (G) は、I 社の従業員であり、I 社の株式を 40 株保有していたが、I と W 社の争いに先立つ 1988 年秋に、I 社は G の保有株式を買い戻し、その対

⁴² Lin [1993] p.1521, Tung [2008] p.861, Baird & Henderson [2008] p.1326. なお、前掲注 31 に対応する本文で引用した判決文からは、会社運営に関する合意の失効期限までに MGM に対する破産手続の開始申立ては却下されていなかったようであり、同合意は失効した可能性があるが、P 側はこの点を争っていない。その理由は不明であるが、議決権信託契約には同様の失効期限が盛り込まれておらず、失効前の会社運営に関する合意に対する違反を理由とする信託による議決権の行使は妨げられなかったのかもしれない。

⁴³ この行為が会社全体の価値に反するとされたのは、P の意向に従うと、売却を急ぐあまり、会社にとって価値のある投資を安値で投売りすることになってしまう可能性があるからである。

⁴⁴ Geyer v. Ingersoll Publications Co., 621 A.2d 784 (Del. Ch. 1992).この判決の邦文による紹介としては、近藤 [1995]、武田 [2005] 177-178 頁、桜沢 [2007a] 107-109 頁がある。

価として額面 200 万ドルの手形を交付した。当該手形においては、I 社は毎月元本および利息を支払い、1991 年 10 月に最後の支払いとして 100 万ドルを支払うこととされていたが、G の主張によると、I 社は 1991 年 6 月以降、支払いを怠っている。

G は、I が I 社に 5,000 万ドルの価値がある地方新聞の経営契約を解除させて、その対価を I と W で受領したこと、および I が W と事業を分割する際に、I 社が有する地方新聞の経営契約を解除させ、その代わりに I が国際的な新聞事業の所有権を譲り受けたことによって、I 社は G への手形債務を支払えなくなったとして、取締役としての信認義務違反、詐害行為、および手形上の権利に基づいて I 社と I に対し未払額の支払いを求めて提訴した。これに対して、I は、自らに対する①管轄権の不存在および②救済が与えられるべきことを示す請求が述べられていないことを理由として、却下の申立てをした。デラウェア州衡平法裁判所の Chandler 裁判官は、以下のように述べて、この申立てを斥けた。

【判旨】

まず、①については、人的管轄を認めるには適法な送達が必要であることが必要であり、デラウェア州法には、デラウェア州の非居住者であっても、同州法人の取締役に就任した場合には、その者に対する取締役としての義務の違反を理由とする訴訟については当該会社において送達を受けることに同意したものとみなす旨の規定があるところ、本件の G は I 社の株主ではなく債権者であるため、取締役が債権者に対して義務を負うことがあるのかということが問題となった。この点について、I は、取締役は詐欺、会社の insolvency、または法令違反がない限り、債権者に対して契約に基づくもの以外の義務を負わないと一般に解されており、ここでいう“insolvency”とは、会社に対して破産等の法的手続が開始された場合を言うことと主張した。しかし、Chandler 裁判官は、デラウェア州の先例が「債権者のための信託基金は“insolvency”という事実が形成されたときに成立する」と述べていること⁴⁵、“insolvency”という言葉の一般的な意味によると、「会社は、通常の事業過程で履行期が到来する負債を支払うことができない場合、すなわち会社財産の合理的な市場評価額を負債が上回る場合に“insolvent”であるとされている」こと⁴⁶、そして、Credit Lyonnais 判決の脚注 55

⁴⁵ 支配株主による会社財産の領得が問題とされた *Bovay v. H.M. Byllesby & Co.*, 27 Del. Ch. 381, 38 A.2d 808, 813 (1944) が引用されている (621 A. 2d at 787-788)。さらに、この判決が引用する *McDonald v. Williams*, 174 U.S. 397, 43 L.Ed. 1022, 19 S.Ct. 743 (1899) が“insolvency”を債務超過であることと定義していることも挙げられている。

⁴⁶ 621 A.2d at 789.

を引用して、「insolvency による取締役の義務の変質は、法的手続の開始を待たずに、insolvency の事実が発生した時点で生じると解することが効率的かつ公平である」こと⁴⁷を挙げて、I の取締役としての地位に基づく管轄権を認めている。

また、②については、取締役としての信託義務違反に基づく請求、詐害行為に基づく請求、手形上の権利に基づく請求のいずれについても、G が主張する事実は却下の申立てを斥けるには十分なものであるとされている。

Geyer 判決も、会社法 429 条による取締役の第三者に対する損害賠償責任の理論的基礎として、Credit Lyonnais 判決と並んでしばしば引用されている⁴⁸。Geyer 判決は、あくまで却下の申立てを斥けたものに過ぎず、取締役の最終的な責任を認めたものではないが、Credit Lyonnais 判決とは異なり、取締役の債権者に対する損害賠償責任を認める方向性での議論がなされており、その意味では注目に値する。しかし、この事件で問題とされたのは支配株主兼取締役による会社財産の処分対価の領得であり、結局、信託基金理論以来の判例の主要な対象であった会社財産に対する優先順位⁴⁹が問題となった事案であり、Allen 裁判官が Credit Lyonnais 判決の脚注 55 において論じたような会社の投資判断のあり方が問題となったものではなかったのである⁵⁰。また、判旨の一般論についても、問題となったのは取締役の義務が債権者に対するものへと変質するためには法的倒産手続の開始が必要か否かということであり、Credit Lyonnais 判決で問題とされた the vicinity of insolvency の意義については言及されていないということが指摘できる。

ハ. Equity-linked Investors 判決⁵¹

Allen 裁判官の Credit Lyonnais 判決における判示が、債権者による取締役の責任の追及を容易にするためのものではなかったということが窺われるのが、同裁判官による Equity-linked Investors 判決の傍論部分である。

【事案】

バイオ医薬事業を営む Genta, Inc. (G 社) は、複数の知的財産権を保有して開

⁴⁷ *Id.*

⁴⁸ 梅本 [1997] 69 頁、73 頁注 18、黒沼 [2000] 2926-2927 頁、2929 頁注 69 等を参照。

⁴⁹ 前掲注 25 とそれに対応する本文を参照。

⁵⁰ Ribstein & Alces [2007] p.543 も参照。

⁵¹ Equity-linked Investors, L.P. v. Adams, 705 A.2d 1040 (Del. Ch. 1997).

発を続けていたが、商品化に結びついたことはなく、創業以来黒字になったことがなかったが、商品化に成功すれば非常に有用で価値が高いものになることが見込まれていた。G社のCEO兼取締役会議長は、創業者であるAdams(A)である。G社は、普通株式4,000万株弱のほかに、A種優先株式52万株強を発行しており、Equity-linked Investors, L.P.(E社)等の機関投資家がこれを保有していた。A種優先株式に対しては、最初の2年間は配当として普通株式を受け取り、毎年1株あたり5ドルの優先配当が累積するものとされ、残余財産の分配につき1株当たり50ドル(総額3,000万ドル)の優先権が存在していた。また、議決権の60%以上の移動やナスダックへの上場廃止等の重大な変化があった場合には、A種優先株式の株主は1株につき50ドルに累積未払配当金額を加えた額で償還を請求するオプションを取得するものとされ、さらにG社は、1996年9月23日にA種優先株式を現金もしくは普通株式で償還しなければならないものとされていた。

資金繰りが苦しくなったG社は、1996年8月から資金調達のために複数の相手と交渉を行っていたが、数ヶ月に渡り、結論を下さずにいた。また、A種優先株式に対しては同年9月に普通株式への転換権が付与されたが、株価が低迷していたため、ほとんど転換はなされなかった。この間、E社らA種優先株主は開発部門の売却による再建を提案したが、G社取締役会はこれを拒絶している。他方で、G社はナスダックから上場廃止に関する聴聞を受けていた。

1997年1月末には、G社の破産が回避しがたくなり、この段階で、G社取締役会はAries Fund(Aファンド)からの資金提供を受け入れることを決定した。この資金提供の合意では、Aファンドがまず300万ドルの現金をGに融資し、その対価として転換権付担保付手形や新株予約権を取得することとされ、Aファンドが転換権と新株予約権を全て行使した場合には普通株式4,000万株を取得してG社を支配できることとなっていた。E社は、この資金提供合意により会社支配権の移転(change of corporate control)が生じるため、G社取締役会にはいわゆるRevlon義務が課せられることになるが、G社取締役会は優先株主に対するオファーをしていないため、この義務に違反しているとして、普通株主および全てのエクイティ性権利の保有者のために資金提供合意の差止めを求めて提訴した⁵²。

⁵² 優先株主としては、この資金提供の差止めによりG社を上場廃止に追い込むことによって未払配当金を含む償還請求権を取得し、G社を清算しようとしたものと考えられる。

【判旨】

Allen 裁判官は、この事件を E 社の主張に従って Revlon 義務の適用の問題として扱った上で E 社の請求を棄却しているが⁵³、判決の冒頭部分において、傍論として、次のように述べている。

「G 社は倒産に近接した状態にあり (on the lip of insolvency)、清算した場合の価値は優先株主に対する優先分配額である 3,000 万ドルに大幅に満たないことが予想される」が、保有技術には有望なものも含まれているところ、この開発に成功した場合の「アップサイドの利益の大部分は普通株主に帰属することになる」一方で、開発を継続することとした場合には、現在の純資産がリスクに晒されることになり、「生じうる損失は全て普通株主ではなく優先株主に帰属することになる」⁵⁴。

しかし、「このような事情は、取締役の義務違反を構成しない。この状況下において取締役会は異なる経営判断をすることは可能であったが、そうしなかったことは優先株主に対する義務の違反とはならない。優先株主に対する特別の保護は、契約によるものである。...直前で示唆した倒産に関する点を除けば、一般的に、普通株式の利益を優先株式の利益よりも優先することが取締役会の義務である」⁵⁵。そして、「異なる経営判断をすることは可能であった」との叙述に際して、Credit Lyonnais 判決を引用している⁵⁶。

この Equity-linked Investors 判決は、債権者的な地位にある優先株主と普通株主とのリスク選好の対立が、まさにファイナンス理論が想定する形で顕在化した

⁵³ この点に関する判示は、本稿の主題との関係上、省略する。

⁵⁴ 705 A.2d at 1041.

⁵⁵ *Id.* at 1042.

⁵⁶ *Id.* at 1042 note 2.ここでは、Credit Lyonnais 判決のほかに、同じく Allen 裁判官の手による *Orban v. Field*, 1997 Del. Ch. LEXIS 48 (Apr. 1, 1997)も引用されている。この *Orban* 判決は、経営状態が悪化しており、清算した場合には優先株式への優先分配により普通株式への分配はなされない状況にある会社において、合併対価も優先株式に優先分配される結果として普通株式に対する合併対価の交付は一切なされないような合併を実行するために、普通株主の議決権比率を低下させる措置を取締役会が採ったことについて、普通株主が取締役らを提訴したという事案に関するものである（この会社の議決権の大半は優先株主が保有していたが、当事者が望んでいた持分プーリング法の適用に必要な議決権の90%以上の賛成には届いていない状況にあった）。Allen 裁判官は、経営判断原則の適用を否定して、取締役側が行為の誠実性と合理性を証明する責任を負うとしつつ（1997 Del. Ch. LEXIS 48 at *28-29）、結論として、取締役に忠実義務違反は認められないと判示した（*Id.* at *31-32）。この事案も、普通株主より優先的地位にある権利者が事前の取決めによって会社経営に対する支配権を取得していたという点で、Credit Lyonnais 判決の事案と類似する状況にあったということができよう（*Baird & Henderson* [2008] p.1330）。

事案に関するものであった⁵⁷。にもかかわらず債権者からの請求が棄却されたのは、Credit Lyonnais 判決は債権者の利益の最大化ではなく会社全体の利益の最大化を基準としていたことの影響が大きいと思われる。すなわち、本件では、資金提供を受けての事業継続が優先株主の利益に反することは明らかであるとしても、継続した場合の事業の成功の確率や成功時の利益の大きさは数値例のように明確ではないため、事業継続が会社全体の利益に反するのか否かは明らかではなく、結局、裁判所としては取締役会の判断を尊重せざるを得なかったのではないだろうか。このようなスタンスに対しては、G 社取締役会を主導していたと思われる A は自らが創業した事業の売却を防ぐことに個人的な利益を有している可能性が高いことを考えると、疑問もあるところであるが、いずれにせよ、Allen 裁判官による Credit Lyonnais 判決の判示の意図は、取締役に対する責任を積極的に負わせようとするものではなかったということは、確認しておくべきであろう⁵⁸。

(3) Lamb 裁判官による継承

このような Allen 裁判官の判断構造は、その後任である Lamb 裁判官⁵⁹によっても受け継がれている。株主からの請求に関する事案と債権者からの請求に関する事案に分けて、検討しよう。

イ. 株主からの請求

まず、取締役の行為に対する株主からの請求が問題となった事案として、以下の3つの判決が挙げられる。

⁵⁷ なお、なぜ優先株主が普通株主として Revlon 義務の違反に基づく差止めの主張を選択したのかは、定かではない。

⁵⁸ Ribstein & Alces [2007] pp.540-541 も参照。これに対し、Equity-linked Investors 判決の判示にもかかわらず、Credit Lyonnais 判決は債権者による取締役の責任の追及を基礎付けうるものであると評価する見解として、Barondes [1998] pp.65-71 がある。

⁵⁹ デラウェア州衡平法裁判所の裁判官の在任歴については、http://courts.delaware.gov/courts/court%20of%20chancery/?jud_off.htm, last visited 2009/12/08 を参照。

(イ) Odyssey Partners 判決⁶⁰

【事案】

Fleming Co. (F 社) は、日用品の小売業を営む ABCO Market (AM 社) の主要な仕入先であり、二度に渡る AM 社の再建交渉を経て、AM 社の完全親会社である ABCO Holdings (AH 社) の 5 割弱の株式を有する筆頭株主となり、また AH 社に対して 1,145 万ドルの追加融資を行って、その全資産について銀行に次ぐ第 2 順位の担保権を取得していた。Odyssey Partners (O 社) は、AM 社の株式を元来保有していたものであり、現在は AH 社の少数株主となっている。

F 社は、AH 社が銀行および自らに対してデフォルトを起こしたにもかかわらず O 社等の AH 社の株主が再建策を拒絶したことを受け、銀行から全債権を譲り受けた上で、AM 社の全株式を含む AH 社の全資産に対する担保権を執行し、これを競落した。なお、F 社は、銀行からの債権譲渡について AH 社取締役会の承認を受けるに際して、AH 社の無担保債権者に対する支払義務を引き受けており、これを履行している。F 社による担保権実行の結果として実質的保有資産がなくなった AH 社の普通株式は無価値となったため、O 社ら AH 社の少数株主は、これは支配権の不当行使による不正な取引であり、信認義務違反に該当するとして、F 社と AH 社の取締役を提訴した。

【判旨】

Lamb 裁判官は、問題となった取引時点での時価評価による AH 社の純資産価値はゼロもしくはそれ以下であったため、F 社の担保権実行によって支配株主が少数株主の犠牲の下に利得したことはないとの判断を前提に⁶¹、取締役の信認義務違反については、Geyer 判決および Credit Lyonnais 判決を引用して、当時 AH 社は支払不能状態にあったため、取締役は特定の利害集団ではなく会社全体の利益となる行動を選択しうると判示した⁶²。そして、F 社による無担保債務の引受けにより AH 社の一般債権者の利益が保護されるとともに、商品の供給による事業継続が可能となったこと、取締役らは経験から日用品小売事業においては連邦破産法第 11 章による再建が困難であると認識していたことなどから、取締役らに株主に対する忠実義務・誠実義務の違反はないと結論付けている。

⁶⁰ Odyssey Partners, L.P. v. Fleming Companies, Inc., 735 A.2d 386 (Del. Ch. 1999).

⁶¹ *Id.* at 407.

⁶² *Id.* at 417.

(口) NCS Healthcare 判決⁶³

【事案】

長期ケア施設に対する医薬品の供給業者である NCS Healthcare, Inc. (N 社) は、政府からの償還金の額・時期の変更等の影響を受け、銀行借入および劣後社債のデフォルトに陥っていた。そこで、N 社は投資銀行に買収者・出資者候補の探索を依頼し、同業者であり最大の競争相手である Omnicare, Inc. (O 社) を含む複数の候補者と交渉したが、N 社の株主に対して適切な対価を給付できるような提案を受けることができずに終わっていた。その後、N 社の業績は回復し始め、N 社の取締役は株主も対価を得られるような買収が可能ではないかと考えるようになっていた。

この状況で、N 社は、別の同業者である Genesis Health Ventures, Inc. (G 社) と交渉を開始した。G 社は、N 社に対して、その負債を全額弁済した上で株主にも合計 2,000 万ドルの対価を交付する内容の買収を提案し、その後、株主への対価を 400 万ドル増額するとともに、排他的交渉条項の設定を要求した。N 社が設置した独立委員会は、G 社の提案内容は直近のオファーである O 社のそれに比して、社債権者に全額弁済がなされる点、株主に対して 1 株につき約 1 ドルの対価が交付される点、合併方式を採用することにより取引債権者等も保護される点などを考慮して、期間を G 社の要求の半分に短縮した上で、排他的交渉条項の設定を承認した。

その後、N 社と G 社の交渉を察知し、両社の統合が競争上の脅威となることを恐れた O 社は、N 社に対して、デューディリジェンスの実施を条件として、全債務の弁済と株主に対し 1 株につき 3 ドルの対価を交付する旨の買収提案を行った。しかし、G 社による提案の撤回とそれを受けた O 社による条件引下げもしくは提案撤回を恐れた N 社の独立委員会および取締役会は、これに応じず、G 社との合併契約の締結を承認した。この合併契約には、取引保護条項として N 社取締役会の G 社との合併契約を株主総会に上程する義務が含まれており、また N 社の発行済株式の過半数を保有する N 社の CEO と取締役会議長は、N 社取締役会の承認の下に、G 社との間で G 社との合併契約の承認に賛成する旨の議決権拘束契約を締結した。

O 社は、これに対して、N 社株式 1 株当たり 3.50 ドルの現金を対価とする公開買付けを開始するとともに、上記の株主総会上程義務条項および議決権拘束契約の承認が N 社取締役の信託義務違反に当たるとして、G 社との合併の差止めを求めて提訴した。

⁶³ *In re NCS Healthcare, Inc., Shareholders Litigation*, 825 A.2d 240 (Del. Ch. 2002).

【判旨】

Lamb 裁判官は、負債のデフォルトにより支払不能状態にある N 社の取締役は、債権者に対しても信認義務を負っており、株主にとってよりよい条件を模索することにより債権者にとって非常に望ましい取引を逃してしまう可能性があることを考慮しなければならないと指摘した上で⁶⁴、経営判断原則によっても⁶⁵、いわゆる Unocal 基準によっても⁶⁶、取締役に義務違反があるとは判断できないと判示した。

(ハ) Blackmore Partners 判決⁶⁷

【事案】

連邦破産法第 11 章の適用を受けた EOTT Energy Partners, L.P. (E 社) の承継会社として Link Energy LLC (L 社) が設立され、E 社の手形債権者に対しては 1 億 400 万ドルの無担保手形と L 社の持分の 95% が、E 社の旧持分権者には L 社の持分の 3% が割り当てられた。E 社の手形に関する契約においては、L 社の実質的全資産が譲渡される場合には、譲受人が手形債務を引き受けるものと定められていたが、L 社の定款においては、L 社の取締役は持分権者の決議によらずに L 社の実質的全資産の譲渡を行うことができるとされていた。

L 社は当初から負債比率が高く、L 社の取締役会は各種の資金調達を試みたが、事業環境の悪化を補うには不十分なものであった。そこで、L 社の取締役会は L 社の全資産を Plains All American Pipeline, L.P. (P 社) に譲渡することとしたが、P 社は手形債務を引き受けないことを譲受けの条件としたため、手形債権者の同意を得るため、手形債権者に対しては元本・利息に加えて総額 2,500 万ドルを譲渡対価から支払うこととされた。この結果として、L 社の持分権者には何の対価も交付されないこととなったため、L 社の持分のみを保有する Blackmore Partners, L.P. (B 社) が、L 社の取締役が持分権者を犠牲にして手形債権者を優遇したことは信認義務違反に該当するとして、L 社とその取締役に対しクラスアクションを提起した⁶⁸。

⁶⁴ *Id.* at 256-257.

⁶⁵ *Id.* at 258, 259.

⁶⁶ *Id.* at 262.

⁶⁷ Blackmore Partners L.P. v. Link Energy LLC, 2005 Del. Ch. LEXIS 155 (Oct. 14, 2005).

⁶⁸ なお、救済が与えられるべきことを示す請求を原告が訴状に記載していないことを理由とする被告側の却下の申立ては、Blackmore Partners L.P. v. Link Energy LLC, 864 A.2d 80 (Del. Ch. 2004)により斥けられている。

【判旨】

Lamb 裁判官は、L 社の資産を継続事業価値として評価した上での債務超過基準、支払不能基準、将来の資金繰りの可能性の基準のいずれにおいても L 社は insolvent であるとの被告側の専門家の判断は原告によって争われていないため、L 社は insolvent であり、そのため L 社の取締役は株主のみならず債権者に対しても信認義務を負うとした上で⁶⁹、経営判断原則に基づき⁷⁰、L 社の取締役に信認義務違反は認められないとして、被告側のサマリージャッジメントの申立てを認容した。

以上の 3 つの判決においては、会社の倒産状態により取締役の義務が債権者を受益者に含むものに転化するとの理論が、経営状態の悪化した企業における事業再編や M&A に対する株主の請求を斥けるに際して用いられており、これらは Credit Lyonnais 判決や Orban 判決と同じ傾向を有するものといえよう。

もっとも、NCS Healthcare 判決は、その上告審であるデラウェア州最高裁判所の Omnicare 判決において、この事案で採られた取引保護条項は排他的・強制的なものであるため Unocal 基準を充足しないとして、覆されている⁷¹。その際、同裁判所は、「会社が支払不能状態にあったとしても、NCS の取締役会には、合併契約締結後も存続している信認義務の履行の妨げとなるような内容の合併契約を締結する権限はない」と判示しており⁷²、会社の倒産状態による取締役の義務の転化を否定するものであるようにも見受けられると指摘されていること⁷³に注意を要する⁷⁴。また、Lamb 裁判官も、Adlerstein 判決⁷⁵において、倒産に近

⁶⁹ 2005 Del. Ch. LEXIS 155 at *22-23.

⁷⁰ 本件では、L の定款上、L の全資産譲渡について持分権者の決議が要求されておらず、取締役の行為は法律によって認められた権利を奪うものではないため、優先株主への分配を優先して普通株主に対する対価の交付が一切なされない合併について経営判断原則を適用しないとした Orban v. Field, 1997 Del. Ch. LEXIS 48 (前掲注 56 参照)とは事案が異なるとされている (2005 Del. Ch. LEXIS 115 at *19-21)。なお、仮に Orban 判決の基準によったとしても、L の状況を考慮すると、L の取締役に義務違反は認められないとも判示されている (*Id.* at *21)。

⁷¹ Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc., 818 A.2d 914, 935-936 (Del. 2003)。なお、同判決には 5 名中 2 名の裁判官による反対意見が付されている。同判決の紹介として、棚橋 [2007] を参照。

⁷² 818 A.2d at 938.

⁷³ Hu & Westbrook [2007] p.1343 note 69. See also Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc., 863 A.2d 772, 788 note 51 (Del. Ch. 2004), Lipson [2007] pp.257-261.

⁷⁴ なお、Omnicare 判決の反対意見が取引保護条項の効力を維持すべき理由としてあげているのは、取締役が債権者の利益を考慮する義務を負っていることではなく、当該時点において取引保護条項を付して合併を進めることが株主にとって最善であったということであるため (818 A. 2d at 941-942)、本文記載の点は、Omnicare 判決の結論にとって決定的なも

接した状態にある（on the brink of insolvency）ベンチャー企業の取締役が、議題を通知せず取締役会を開催し、第三者に対する新株の発行と再建に非協力的な創業者である支配株主兼 CEO 兼取締役会議長の解任を決議したことについて、「倒産状態にある会社の取締役が株主に対してだけでなく債権者に対しても信認義務を負うとしても、取締役が株主に対する義務に違反する形でそのような会社を経営することが許され、また要求されるわけではない」として、決議の効力を否定している⁷⁶。

これらの判決が Credit Lyonnais 判決等の考え方を一切否定するものではないと仮定すると⁷⁷、デラウェア州の裁判所は、取締役の義務が会社の倒産状態によって変質するとしても、問題となる事柄によって株主の利益を尊重しなければならない度合いは異なると考えており、取締役の行為が特定の債権者が契約により確保していた自衛手段に応じるものであるか否かということや（Credit Lyonnais 判決、Odyssey Partners 判決、Blackmore Partners 判決の事案においては債権者による契約上の権利の行使が問題となったのに対して、Omnicare 判決および Adlerstein 判決の事案ではそのような状況は見られない）、取締役の行為により株主の株主総会における決定権限を奪うことになるか否かということに、その基準を求めているように見受けられる⁷⁸。

ロ．会社債権者からの請求

また、会社債権者が取締役の信認義務違反に基づいた請求を行った事案としては、以下の2つの判決がある。

（イ）Angelo, Gordon & Co. 判決⁷⁹

【事案】

Angelo, Gordon & Co., L.P. (AG 社)ら原告は、Allied Riser Communications Corp.

のではなかったというべきであろう。

⁷⁵ Adlerstein v Wertheimer, 2002 Del. Ch. LEXIS 13 (Jan. 25, 2002).

⁷⁶ *Id.* at *35.

⁷⁷ Omnicare 判決の法廷意見を執筆した Holland 裁判官は、その後、会社が倒産状態にある場合の取締役の義務の転化を一般論としては肯定した North American Catholic 判決の法廷意見をも執筆している（後掲注 114-119 に対応する本文および後掲注 122-124 とそれに対応する本文を参照）。なお、Omnicare 判決に対しては批判も少なくない（棚橋 [2007] 262 頁、263 頁参照）。

⁷⁸ このほか、Blackmore Partners 判決による Orban 判決との関係の説明（前掲注 70 参照）も参照。

⁷⁹ Angelo, Gordon & Co., L.P. v. Allied Rise Communications Corp., 805 A.2d 221 (Del. Ch. 2002).

(AR 社) が発行する普通株式への転換権が付いた AR 社の劣後手形を 7,270 万ドル保有していた。この手形の信託証書には、コベナント違反がある場合の期限の利益喪失条項や、AR 社の「支配権移転」があった場合の額面価格での償還請求条項が含まれていたが、AR 社の株主に対して上場普通株式が対価として交付される合併で、AR 社の手形がそのような普通株式のみに転換できるとされた場合には、「支配権移転」には当たらない旨が明示されていた。

貸借対照表上の債務超過状態にあり、その普通株式が 1 ドル以下の価格で取引されていた AR 社は、国内の小売事業を停止し、事業用資産のほとんどを売却していた。しかし、この段階で Cogent Communications (C 社) から提携を持ちかけられたため、AR 社の取締役会は、専門家の助言を受けつつ、債権者との債務整理や破産・清算の選択肢を含めて検討を行った結果、C 社との合併を決定した。合併契約においては、AR 社が C 社の完全子会社と合併して C 社の完全子会社となり、AR 社の株式 1 株に対して C 社の普通株式 0.0321679 株が交付され、C 社が AR 社の手形債務を重疊的に引き受ける一方で C 社の債権者が AR 社の全資産に対し担保権を取得することとされた。AG 社らは、信託義務の違反、コベナント上の誠実義務違反、詐害譲渡、擬制信託の成立を主張して、この合併の暫定的差止命令を求めて提訴した。

【判旨】

Lamb 裁判官は、「会社が債務超過である場合には取締役の義務には債権者の利益が含まれるとしても、経営判断原則を適用する余地はある」として、これを覆すためには原告において取締役が合理的な調査後に誠実に行動したのではないことを示す事情を立証する必要があるとの立場を仮のものとして採用するが (tentatively conclude)、取締役が利益相反関係にあったとの立証が尽くされておらず⁸⁰、また、経営判断原則よりも厳しい審査基準を採用するとしても、手形債務が不履行に陥ったわけではなく、財務制限条項や追加債務負担・合併を禁止する条項も置かれていないため⁸¹、原告の請求が本案において認容される合理的な可能性の存在という暫定的差止命令の要件を欠くと判示している。

また、差止めを認めない場合の回復不能な損害の発生という要件に関しても、合併により手形債権は実質的に C 社に対する劣後債権ということになるが、手形に関する信託証書は高順位の債務負担や合併を制限してはいないということ⁸²、事業用資産を売却して現金化していた状態に比べると C 社との合併により事

⁸⁰ *Id.* at 229.

⁸¹ *Id.* at 229 note 26.

⁸² *Id.* at 230.

業リスクが高まり手形債務の履行にも影響が及ぶ可能性があるが、AR社は現状の維持や手形債権者に対する返済を信託証書によって義務付けられているわけではなく、また手形が販売された時点に比べてリスクが高くなったともいえないこと⁸³等から、問題はないとされている。

(ロ) U.S. Bank National Association 判決⁸⁴

【事案】

木材の販売業を営む U.S. Timberlands Klamath Falls, L.L.C. (K社) は、2億2,500万ドルの無担保手形を信託証書とともに発行し、U.S. Bank National Association (U銀行) がその受託者となった。その後、K社の取締役会議長兼 CEO である Rudey (R) は、U.S. Timberlands Yakima L.L.C. (Y社) を設立した。U銀行は、K社が Y社に対して森林地を出資したが、その対価として取得した優先持分権に対する配当は行われたことがなく、Y社は直ちにこの森林地を担保として借入を行っていること、K社は Y社に森林地を利益の出ない価格で売却したこと等を問題として、K社による信託証書違反の確認⁸⁵、K社による森林地の出資を承認した R から K社取締役の信託義務違反、K社から Y社への財産移転の取消と擬制信託の設定等を求めて提訴した。

【判旨】

Lamb 裁判官は、Y社による借入・担保提供や K社から Y社への森林地の売却が信託証書違反であることを確認した上で、デラウェア州においては倒産もしくはそれに近接した状態にある会社の取締役は債権者に対しても信託義務を負うことになるが、K社のような成熟した会社において帳簿上の資産額と負債額が大幅に乖離していることは会社が上記の状態にあるとの疑いを生じさせる事情であり、被告側の却下の申立てを斥けるには十分であると判示した⁸⁶。

この2つの判決については、Angelo, Gordon & Co.判決においては債権者の請

⁸³ *Id.* at 230-231, note 29.

⁸⁴ U.S. Bank National Association v. U.S. Timberlands Klamath Falls, L.L.C., 864 A.2d 930 (Del. Ch. 2004).

⁸⁵ K社の信託証書違反の点については、被告側の却下の申立てを斥けるにとどまらず、原告側のサマリージャッジメントの申立てが認容されているが (*id.* at 953-955)、後者の点はデラウェア州最高裁判所により破棄され、トライアルの実施が命じられている (U.S. Timberlands Klamath Falls, L.L.C. v. U.S. Bank National Association, 875 A.2d 632 (Del. 2005))。

⁸⁶ 864 A.2d at 947-948.

求が棄却され、U.S. Bank National Association 判決においては債権者の請求が認容されているという違いがある。この原因は、前者においては Equity-linked Investors 判決と同様に会社の事業リスクを高める取締役の判断が問題となったのに対して、後者においては Geyer 判決と同様に会社財産の流出行為が問題とされたという事案の違いに求めることができよう。

(4) デラウェア州判例の最近の展開

さて、最近のデラウェア州の判例は、債権者からの取締役に対する信認義務違反を理由とする請求権が、個々の債権者に帰属するものであるのか、それとも会社に属する請求権を債権者が行使しているに過ぎないのかという点をめぐって展開している⁸⁷。以下では、デラウェア州衡平法裁判所による Production Resources Group 判決と Trenwick 判決、そして、この問題についての初めてのデラウェア州最高裁判所の判断である North American Catholic 判決を検討する。

イ. Production Resources Group 判決⁸⁸

【事案】

デラウェア州法人であり、コネティカット州に主要な事業所のある NCT Group, Inc. (N 社) は、債務超過・支払不能状態にあった。N 社の最大の債権者である Salkind (S) は、N 社の過去の取締役の妻であり、N 社に対し、子会社株式を含む N 社の動産のほとんどを担保とする 2,800 万ドルの債権を保有していることとなっていたが、この額を自ら提供する資力については疑問が呈されている。また、S には株式への転換権が付与されており、すべて行使された場合には発行可能株式総数を大幅に上回る数の株式を取得できるとされていた。このほか、S の夫・子が経営する会社に N 社からコンサルタント料が支払われており、また S からの資金提供は N 社の債権者による取立てを避けるために N 社の子会社に対してなされていた。なお、N 社の定款には、デラウェア州一般会社法（以下、「DGCL」という。）102 条 b 項 7 号に基づき、取締役の注意義務違反を理由とする個人責任を免除する旨の規定が置かれている。

⁸⁷ この点は、個別の債権者が取締役の責任を直接追及できることは法的倒産手続による集団的処理と矛盾するとの批判（佐藤 [1991] 19-27、218-223 頁）のあるわが国の制度にとっても興味深い問題であるが、本稿の問題意識は、取締役の債権者に対する責任は（いかなる場合に）認められるべきかという点にあるため、上記の観点からの検討は省略する。

⁸⁸ Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc., 863 A.2d 772 (Del. Ch. 2004). この判決の邦文による紹介として、桜沢 [2007c] 163-166 頁がある。

N社の取引債権者である Production Resources Group, L.L.C. (P社) は、N社に対するコネティカット州裁判所の判決を得ていたが、その取立てが成功しなかったため、DGCL291条に基づく管財人の選任と、信認義務違反に基づくN社の取締役らによる損害賠償を求めて提訴した。

【判旨】

デラウェア州衡平法裁判所の Strine 裁判官は、N社は債務超過・支払不能の両方の意味において *insolvent* であると認められるとして⁸⁹管財人の選任に関するN社側の却下の申立てを斥けた上で、信認義務違反に基づく責任追及に関する却下の申立てについては、以下のように述べている。

まず、傍論として、Credit Lyonnais 判決は、会社が倒産に近接した状態にあるとき (*in the zone of insolvency*) に債権者が取締役に対して信認義務に基づく請求をすることを認めたものであるかのように読まれることもあるが、同判決は、リスクの高い事業戦略を選択した場合には債権者その他の利害関係者に対する法的義務が履行できなくなることを考慮して、よりリスクの低い戦略を誠実に選択した取締役を経営判断原則により保護したものであると整理し、他方で、債権者はコベナントや担保取得等の契約上の自衛措置、黙示の誠実・公正取扱義務、詐害譲渡法により十分に保護されることから、債権者に対する法的義務を遵守している限り、取締役が株主の利益のためにリスクを取ることは通常自由であると指摘する⁹⁰。そして、会社が倒産もしくはそれに近接した状態にある場合には、株主と債権者の利害が鋭く対立するとしても、そのような時期に誠実になされた取締役の行為を裁判所が事後的に評価しようとすることは、現実の世界の取締役は（極端なギャンブルではなく）許容できるがリスクのある事業戦略と株主には一切の分配がなされない事業戦略との間での困難な判断に直面していることや、債権者は単一ではなくリスク選好も異なりうることを考慮すれば、賢明ではないとしている⁹¹。

⁸⁹ 863 A.2d at 782.

⁹⁰ *Id.* at 788-790.

⁹¹ *Id.* at 790 note 57.このほか、取締役は常に会社の法的義務を考慮し、これらの義務を果たしえなくなる状態に会社を意図的に置くことを避ける義務を負っており (DGCL102条b項7号(ii)が、故意の法令違反行為による責任は免責されないとしていることを根拠としてあげている)、会社の負債が増加している場合には、そのことを経営判断に当たって考慮すべきであるが、それを超えると株主のためのリスクテイクの一部もしくは全部を中止しなければならなくなるような基準が存在するとは思われず、結局、経営判断原則が苦境にある会社のために取るべきリスクについて取締役に裁量を与えることになるとも述べている (*id.* at 788 note 52)。

その上で、事案との関係では、次のように判示している。デラウェア法の下では、会社が倒産状態（the point of insolvency）に達した場合には、取締役は会社債権者に対して信認義務を負うということは確立された原則である⁹²。取締役は会社の経済的価値を最大化する義務を負うということ是不変だが、株主に代わって残余リスクの負担者となる債権者のためにその義務を果たすことになる⁹³。もっとも、債権者が残余リスクの負担者となるからといって、取締役の信認義務違反による損害は会社自体に発生するものであり、それに対する債権者の請求が派生的（derivative）なものであることに変化はない⁹⁴。そのため、DGCL102条b項7号に基づく注意義務違反による会社に対する損害賠償責任を免除する旨の定款規定は、会社の請求権を派生的に主張する者が株主ではなく債権者であっても適用される⁹⁵。事業の失敗により会社が倒産した場合には後知恵によって注意義務を尽くしていなかったと判断されてしまう恐れが高いため、上記の定款規定による保護はこの場面で最も効力を発揮することになる⁹⁶。このように解したとしても、この定款規定は、契約違反・不法行為・詐害譲渡等を理由とする債権者固有の請求権には適用されないほか、取締役の意図的な不正行為もしくは不当な自己取引を理由とする信認義務違反の請求にも適用されない（DGCL107条b項7号(i)-(iv)）ため、債権者への影響は大きくはない⁹⁷。このため、N社の取締役の重過失による監督義務違反を理由とする請求は、定款規定による免責の対象となり、救済が与えられるべき請求を主張していないものとして却下されるべきであるが⁹⁸、Sへの担保提供やSの親族企業との取引、CEOらへの多額の報酬の支払い等を問題とする請求については、Sらの自己取引を問題とするものとして定款規定の適用がないため、却下を免れることになる⁹⁹。

本判決は、債権者が取締役の信認義務違反について取締役の責任を追及する余地を認めつつ、これを会社の有する権利の派生的行使（derivative claim）であると位置づけることによって¹⁰⁰、取締役の注意義務違反に基づく責任を定款の規定によって免除することを認めたDGCL102条b項7号の対象に含めたもので

⁹² *Id.* at 790-791.

⁹³ *Id.* at 791.

⁹⁴ *Id.* at 792.

⁹⁵ *Id.* at 793.

⁹⁶ *Id.* at 794.

⁹⁷ *Id.* at 794-795.

⁹⁸ *Id.* at 798.

⁹⁹ *Id.* at 799-800.

¹⁰⁰ この点については、Lamb 裁判官も *Big Lots Stores, Inc. v. Bain Capital Fund VII, LLC*, 922 A.2d 1169 (Del. Ch. 2006)において同様の判示を行っている。

ある¹⁰¹。これと、倒産に近接した状態にあっても株主の利益の観点からのリスクテイクを排除していない傍論部分の判示とをあわせると、この Strine 裁判官の意見は、「倒産状態にある会社の取締役は債権者に対しても信認義務を負う」という理論を、主に債権者の利害を考慮した取締役の行為に対する株主による責任追及を否定するために用いる一方で、会社財産の取締役・支配株主・グループ会社等に流出させられたという Credit Lyonnais 判決以前の判例においても問題とされてきた状況に関する債権者の請求は認めつつ、Allen 裁判官が Credit Lyonnais 判決の脚注 55 において取り上げたリスクの高い事業の選択を問題とする債権者の請求を認めたことはないという Credit Lyonnais 判決以降のデラウェア州衡平法裁判所の判例を的確に要約したものであるということができよう¹⁰²。このような判示は、次で紹介する Trenwick 判決においても繰り返されている。

ロ. Trenwick 判決¹⁰³

【事案】

ニューヨーク証券取引所上場会社である Trenwick Group, Inc. (TG 社) は、孫会社を通じてアメリカ国内の再保険事業を営んでいたが、国内外の会社を相次いで買収し、事業を拡大した。TG 社には支配株主が存在していないが、これらの買収は TG 社の株主の多数によって承認されている。また、この買収に際して、TG 社は租税負担を軽減する目的からバミューダ法人となり、また複数の子会社の事業が国別に再編成され、TG 社の完全子会社である Trenwick America Corp. (TA 社) がアメリカにおける事業についての中間持株会社となった。また、TA 社は、その資産を TG 社や同社のその他の子会社の融資枠のために担保として提供し、また TG 社の債務に関する手形を引き受けている。その後、TG 社の子会社に対する保険金支払請求額が想定を上回り、TG 社の支払能力を超過したため、TG 社と TA 社は破産を申請した。なお、この間を通して、TG 社の取締役は、CEO である 1 名を除く全員が独立取締役である。

TA 社の再建計画において TA 社が有するすべての請求権を移転して形成された訴訟信託である原告は、TG 社の買収による成長戦略は非合理的なものであるとの前提の下に、TG 社の取締役と TA 社の取締役は、この成長戦略により発生する債務をカバーするために TA 社の資産を担保として提供させることによつ

¹⁰¹ DGCL102 条 b 項 7 号に債権者への言及がないこと、および、定款は株主によって定められるものであることから、この点に反対する見解として、Lipson [2007] pp.282-283 がある。

¹⁰² Veasey & Di Guglielmo [2005] p.1430 も参照。

¹⁰³ Trenwick America Litigation Trust v. Ernst & Young, L.L.P., 906 A.2d 168 (Del. Ch. 2006), *affirmed*, 2007 Del. LEXIS 357 (Aug. 14, 2007).

て TA 社に損害を与えたとして、TG 社取締役の TG 社および TA 社の債権者に対する信認義務違反、TA 社取締役の TA 社の債権者に対する信認義務違反、TA 社取締役の TA 社の「倒産状態を深めたこと (deepening insolvency)」による不法行為¹⁰⁴等に基づき、損害賠償を請求した。

【判旨】

デラウェア州衡平法裁判所の Strine 裁判官は、原告が有するのは TA 社自体に属する請求権のみであり、原告が個々の債権者に属する権利を主張することはできないということを確認した上で¹⁰⁵、以下のように述べて請求をすべて却下している。まず、TG 社の取締役に対する信認義務違反の主張は、TG 社の取締役には経営判断原則の適用を否定するような重大な過失や利得行為はなく、TG 社に対する信認義務の違反があるとは言えないこと¹⁰⁶、問題の買収取引時点において TG 社および TA 社が債務超過であったことを支える事実は述べられていないこと¹⁰⁷、親会社の子会社を搾取した場合には子会社の債権者は詐害譲渡法による救済を受けることができ、またそもそも契約により事前に自衛できること¹⁰⁸から、斥けられている。また、TA 社の取締役に対する信認義務違反の主張も、TA 社の取締役は同社が法律上の義務に違反しない限り完全親会社である TG 社の経営方針に従って行動することができること¹⁰⁹、および、問題の買収取引時点において TA 社が債務超過であったこと、もしくは問題の取引により TA 社が債務超過となったことを支える事実は述べられていないこと¹¹⁰から、斥けられている。そして、TA 社の取締役は、TA 社には増加した債務を履行する能力

¹⁰⁴ “Deepening insolvency”とは、第 3 巡回区連邦控訴裁判所が *Official Committee of Unsecured Creditors v. R. F. Lafferty & Co., Inc.*, 267 F.3d 340 (3rd Cir. 2001)においてペンシルベニア州法の下で認めた、詐欺的な債務負担の拡張と会社の延命により会社財産に損害を生じさせた者（取締役に限られない）に対する独立の損害賠償請求権を基礎付ける理論構成であり、取締役の債権者に対する直接の責任を基礎付けうるものとして注目されているが (*see e.g.*, Armour, Hertig & Kanda [2009] p.135 note 110-111 and accompanying text)、近時は不法行為や信認義務違反に基づく請求と重複するため独立の請求原因とはなり得ないと判断されることが多い（テキサス州法についての判断として、*Official Committee of Unsecured Creditors of VarTec Telecom, Inc. v. Rural Telephone Finance Cooperative (In re VarTec Telecom, Inc.)*, 335 B.R. 631 (Bankr. N.D. Tex. 2005)、デラウェア州法についての判断として、*Official Committee of Unsecured Creditors of Verestar, Inc. v. American Tower Corporation (In re Verestar, Inc.)*, 343 B.R. 444 (Bankr. S.D.N.Y. 2006)を参照)。この理論とそれに対する批判については、Apel [2008]を参照。

¹⁰⁵ 906 A.2d at 191.

¹⁰⁶ *Id.* at 192-194.

¹⁰⁷ *Id.* at 195.

¹⁰⁸ *Id.* at 198-199.

¹⁰⁹ *Id.* at 201.

¹¹⁰ *Id.* at 202.

がないことを知りながら、債務の履行が可能であるように詐欺的に表示することによって TA 社を延命させ、その倒産状態を深めたとの主張に対しても、デラウェア法は支払不能状態にある会社の取締役が事業を停止して会社を清算する義務を課してはおらず、倒産状態にある会社の取締役会が、債務負担を伴うが企業価値を増加させると信じる戦略を十分な注意をもって誠実に選択するのであれば、取締役は経営判断原則による保護を受けるとして、“deepening insolvency”を信認義務違反とは独立の請求原因として認めることを拒絶した¹¹¹。

以上のように、本件の TA 社は、TA 社が問題となった取引当時も当該取引の後にも債務超過であったとはいえないとされているため、取締役の債権者に対する信認義務が直接問題となったわけではないが、会社が債務超過・支払不能に陥った場合には取締役が債権者の利益を考慮する義務を負うことは理論上認められている¹¹²。もっとも、本判決は、その場合の信認義務違反の判断基準は債務超過・支払不能に陥る前から変化せず、経営判断原則が適用されるということを強調しており¹¹³、Production Resources Group 判決と合わせると、デラウェア州衡平法裁判所の、取締役の事業リスクの選択についての債権者による責任追及を否定しようとする傾向が明らかであるといえよう。

ハ. North American Catholic 判決¹¹⁴

このような状況の下で、デラウェア州最高裁判所が、取締役の債権者に対する信認義務に関して、Credit Lyonnais 判決以降、初めて判示を行った。

【事案】

ロードアイランド州法人である North American Catholic Educational Programming Foundation (N 財団) は、教育番組の放送のためのラジオ用周波数免許を保有していたが、ラジオ用周波数を無線インターネット接続事業に利用することを意図した無線通信事業者である Sprint (S 社) や WorldCom (W 社) にこの免許をリースしていた。2001 年 3 月、N 財団は、デラウェア州の会社である Clearwire Holdings, Inc. (C 社) との間で、この S 社や W 社との契約期間が

¹¹¹ *Id.* at 204-207.

¹¹² *Id.* at 205 note 104 and accompanying text.

¹¹³ *See also id.* at 195 note 75.

¹¹⁴ North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla, 930 A.2d 92 (Del. 2007).この判決の邦文による紹介として、志谷 [2008] がある。

終了し、S社やW社が先買権を行使しなかった場合にはC社がN財団の周波数免許を取得し、その対価としてC社は2,340万ドルを支払う旨の契約を締結した。この契約の締結に際して、N財団は、C社の取締役であると同時にC社に対する主要な資金提供者であるGoldman Sachs & Co. (GS社)の従業員でもあったGheewalla (G)らから、C社が全国的なインターネットへの無線接続事業を構築する予定であり、GS社が資金面・経営面で支援するとの説明を受けていた。しかし、N財団の主張によると、この際のGらの真意はC社自身による無線接続事業の構築ではなく、C社が取得した権利を利用してS社・W社等の無線通信事業者から利益を引き出すことにあったが、これは失敗に終わったとされている。また、N財団によると、C社は、契約上N財団らが現在の免許リース契約の期間を延長したり、免許を第三者に譲渡したりすることができないこととされているかのように主張し、またC社には免許を取得・利用するための資金が欠けており、GS社もそれを提供しないことを知りつつ、N財団に対してその権利を主張し続けた。2002年6月のW社の不正会計問題の発覚により、無線周波数の市場は崩壊した後、C社はN財団に対する支払義務について和解を試みたが、不調に終わり、2003年10月に実質的に廃業した。

これを受けて、N財団は、①Gらは、N財団がC社と契約を締結し、これを維持するように詐欺的に仕向けたこと、②C社は関係する期間中常に倒産状態 (insolvent) もしくは倒産に近接した状態にある (in the zone of insolvency) ため、GらはC社の債権者であるN財団に対して信認義務を負っているところ、C社が継続企業体として存続できず清算せざるを得ないことが明らかとなった時点でC社自身と債権者の利益のためにC社の財産を保全しなかったこと、および、C社が利用する可能性がなくなったにもかかわらずGS社の投資を継続させることのみを目的としてN財団からの免許に関する権利を保持し続けたことによって、この信認義務に違反したこと、③Gらは、C社がN財団から免許を取得する権利があると虚偽の主張をすることによって、第三者に免許を譲渡するN財団の機会を喪失させたことが不法行為に当たることを根拠として、Gらを提訴した。②の信認義務違反に基づく請求は、C社の有する権利を派生的に主張するものではなく、N財団がGらに対する直接の請求権を行使するものと構成されている。これに対し、Gらは、人的管轄の不存在と、救済を与えられるべき請求を述べていないことを理由として、却下の申立てをした。デラウェア州衡平法裁判所のNoble裁判官は、この却下の申立てを認めたため¹¹⁵、N財団が上訴した。

¹¹⁵ North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla, 2006 Del. Ch. LEXIS 164 (Sep. 1, 2006).

【判旨】

デラウェア州最高裁判所の **Holland** 裁判官は、以下のように述べて、N 財団の信認義務違反に基づく請求を救済が与えられるべきことを示していないとして却下し、その結果、被告らに対するデラウェア州の人的管轄権を基礎付けることができないとして、その他の請求についても却下した¹¹⁶。

倒産に近接した状態にあるが (*in the zone of insolvency*)、まだ倒産状態にはない (*solvent*) 会社の債権者は、信認義務違反について直接請求権を行使することはできない。会社が倒産に近接した状態にあっても、取締役は会社と株主の利益のために経営判断をすることによって会社と株主に対する信認義務を果たすという取締役の目的は変化しない¹¹⁷。他方、会社が倒産状態 (*insolvent*) に陥った場合には、債権者が残余利益帰属者となり、会社のために取締役の信認義務について代表訴訟を提起することができる¹¹⁸。しかし、この場合であっても、倒産状態にある会社の取締役には会社の利益のために個々の債権者と精力的かつ誠実に交渉する自由が必要であり、すべての利害関係者のために倒産状態にある会社の価値を最大化するという義務との衝突が生じるため、個別の債権者が取締役に対して信認義務に基づく直接の請求権を持つ余地はないと考えるべきである¹¹⁹。

この判決は、取締役が債権者に対しても信認義務を負うようになる基準時を、会社が倒産に近接した状態 (*the vicinity / zone of insolvency*) になった時点ではなく、実際に倒産状態 (*insolvent*) になった時点に求めた点、および、その効果としては、**Production Resources Group** 判決と同じく、債権者の取締役に対する直接請求権を否定しつつ、債権者が会社の有する権利を派生的に行使することを認めた点において、注目を集めている¹²⁰。もっとも、いかなる行為があれば信認義務違反として債権者による派生的請求が認められるのかという点は、本判決では明らかにされていないが¹²¹、従来のデラウェア州衡平法裁判所の傾向に従

¹¹⁶ なお、デラウェア州法の原則としては、ある請求が信認義務違反に基づくものとして人的管轄を認められる場合、その他の請求も信認義務違反に基づく請求と十分に関連するものであれば、これらについても人的管轄が認められるというものであるため、信認義務違反に基づく請求が却下を免れることまでを条件とする N 財団側の主張は厳格すぎるが、当事者の主張であるので、衡平法裁判所はそれに従うものと判示している (*id.* at *31-32)。

¹¹⁷ 930 A.2d at 101.

¹¹⁸ *Id.* at 101.

¹¹⁹ *Id.* at 103.

¹²⁰ Hu & Westbrook [2007] pp.1324, 1343-1344, 志谷 [2008] 45-46 頁。

¹²¹ この事案の主要な問題は、G らの N 財団に対する契約締結交渉のあり方 (N 財団の主張 ①) にあるようにも思われるが、信認義務違反の主張としては、この点ではなく、C 社によ

えば、取締役・支配株主・グループ会社への会社財産の流出行為は信認義務違反に該当するが、リスクの高い事業の選択はこれに該当しないということになると思われる。

また、Credit Lyonnais 判決等においては、会社が倒産に近接した状態にある時点においてなされた債権者の利益を考慮した取締役の行為について、株主からの信認義務違反の主張を斥けられてきたところ、取締役が債権者に対して信認義務を負うのは会社が実際に倒産状態になってからであるとの North American Catholic 判決の論理を推し進めると、会社が実際に倒産状態になった後に債権者の利益を考慮することが否定されるわけではないと考えられるが¹²²、会社が倒産に近接した状態にあるに過ぎない場合には、債権者による直接請求・派生的請求のみならず¹²³、このような効果までもが否定される可能性もあるようにも思われる。もっとも、同判決はあくまで債権者からの取締役に対する責任追及が問題となった事案に関するものであり、この点はデラウェア州判例の今後の展開に委ねられていると考えるべきであろう¹²⁴。

(5) LBO における取締役の信認義務と Healthco 判決¹²⁵

以上のように、North American Catholic 判決によって若干の不明確性は生じて

る事業の成功の見込みがなくなった段階で適時に C 社の財産を保全しなかったことが問題とされており (N 財団の主張②)、リスクの高い事業の選択 (不清算) が問題となっていたということもできる。なお、①の主張については、人的管轄が存在しないため本判決では判断されていないが、会社が倒産状態にある場合であっても会社やすべての利害関係者のために取締役が個々の債権者と自由に交渉できることの必要性を強調する本判決の②の主張に関する判示は、①の主張の可否の判断についても影響するように思われる。

¹²² この点で、取締役は会社が支払不能状態にある場合であっても株主の判断権を過度に制約するような取引保護条項を含む契約を締結することはできないとする Omnicare 判決 (前掲注 71-73、77 とそれに対応する本文を参照) より、従来のデラウェア州衡平法裁判所の立場に歩み寄っているといえることができる。

¹²³ North American Catholic 判決の文言上は、債権者による直接請求が否定されているのみであるが、会社が実際に倒産状態になる前は取締役の信認義務は会社と株主に対するものであるとの判示からは、債権者による派生的請求も否定されることになると思われる。

¹²⁴ LEXIS/NEXIS データベースによって検索した Credit Lyonnais 判決、Production Resources Group 判決、North American Catholic 判決のいずれかを引用している判決 (2009 年 12 月 14 日現在) の中には、本文記載の点を論じたものは見当たらなかった。なお、支配株主でもある取締役による連邦破産法第 11 章の申立てと報酬の支払いについて、担保債権者が代表訴訟により取締役の信認義務違反に基づく責任を追及したが、DGCL102 条 b 項 7 号に基づく定款規定による免責の対象となることを理由として請求が却下された事案として、Nelson v. Emerson, 2008 Del. Ch. LEXIS 56 (May 6, 2008) がある。

¹²⁵ Brandt v. Hicks, Muse & Co., Inc. (*In re Healthco International, Inc.*), 208 B.R. 288 (Bankr. Mass. 1997). この判決の邦文による紹介として、武田 [2005] 178-179 頁、桜沢 [2007a] 109-111 頁がある。

いるが、デラウェア州においては、「倒産状態にある会社の取締役は債権者に対しても信認義務を負う」との判示は、株主からの請求を否定すること、および支配株主等による会社財産の流出行為に対処することのために用いられており、リスクの高い事業の選択への対処とはされていなかったといえることができる。

このうち、本稿の問題意識との関係で特に重要なのは最後の点であるが、このような傾向は、他の法域においても見て取ることができるであろうか。アメリカの全法域に関する網羅的な検討を行うことはできないため、ここでは、債権者の取締役に対する責任追及を認める方向性を持つものとして、レバレッジド・バイアウト（LBO）が失敗した会社についての連邦破産法上の手続に関するマサチューセッツ州連邦地区裁判所の **Healthco** 判決を取り上げることとする。

LBO が行われた場合、一般的に、株式買収資金等に用いられた借入債務が合併等を介して LBO の対象会社の負担に担保付債権として帰属することとなり、対象会社の負債比率は非常に高くなるため、LBO 後の事業運営に関する見通しを誤った場合には、対象会社は LBO 後まもなくして倒産することがしばしばある。そして、この対象会社の再建・清算に関する連邦破産法上の手続においては、LBO 以前から存在する対象会社の無担保債権者から、このような LBO を承認・実施したことについて、取締役の債権者に対する信認義務違反に基づく損害賠償請求がなされることが少なくない。これらのうち、債権者に対する信認義務の発生時点に関する特徴的な判示によってしばしば引用されるのが、**Healthco** 判決である。

【事案】

デラウェア州法人であり、マサチューセッツ州に主たる事業所を置く **Healthco International, Inc.**（HI 社）は、歯科医療用の設備・備品等の卸売り事業を営んでいたが、1989 年に製品流通システムのリストラに関連して約 2200 万ドルの特別損失を計上していた。**Gemini Partners, L.P.**（G 組合）は、1990 年に HI 社株式の取得を開始し、10%弱の株式を取得した後で、同年 5 月に HI 社の取締役を入れ替えるための委任状勧誘を行った。HI 社の経営陣は、これに反対する一方で、同年 6 月に投資銀行の **Lazard, Freres & Co.**（L 社）を財務アドバイザーとして雇い、会社を売却すべきとの提案を受けて、これに合意した。1990 年 9 月に、HI 社は、投資銀行である **Hicks & Muse & Co., Inc.**（HM 社）との間で LBO を行うことに合意し、HM 社の完全孫会社である **HMD Acquisition Corp.**（HA 社）が HI 社の株式について公開買付けを行った後、現金を対価として HI 社と合併することとされた。この時点において、HI 社の取締役会は、この取引の資金は主と

して負債により調達され、それが HI 社によって引き受けられることになることを認識していた。なお、この直後に、HI 社と G 組合との間で、H 社の 7 名の取締役のうち 3 名を G 組合が指名し、HM 社との合併計画が中止され、5 営業日以内に新たな売却先との合意が成立しない場合には、取締役を 9 名に増員して G 組合が新たに 2 名を指名し、過半数を取得する旨の合意が交わされている。その後、HI 社の収益が当初の想定よりも低いことが判明したため、HI 社株式 1 株当たりの買収額は当初の合意時点から引き下げられたが、これが HI 社の株主にとって公正な価格である旨の L 社からの意見を受けて、HI 社の取締役会は 5 対 2 で HA 社との合併を承認した。この承認に際して、HI 社の取締役会が、LBO 後の HI 社が債務超過・支払不能に陥る可能性についての専門家の意見を事前に聴取することはなかった。HI 社取締役会の承認を受けて HA 社が HI 社株式について公開買付を行ったところ、合併に賛成した取締役とその家族や、LBO の推進を指示していた G 組合はこれに応じて持株を売却している。HI 社は、LBO の 1 ヶ月後には深刻な資金不足に陥り、1 年後までに複数の銀行借入債務のコベナントに違反し、そのさらに 1 年後に銀行団による与信停止を受けて連邦破産法第 11 章の適用を申請した。HI 社は、新規の借入への既存債務に優先する担保権の付与の申請が却下された後で事業を停止し、手続は同法第 7 章へと切り替えられている。

HI 社の管財人は、HI 社は LBO により多額の債務を負担したことによって倒産状態かつ過少資本の状態 (*insolvent and with unreasonably small capital*) に陥ったが、これは HI 社にとって不公正かつ有害である一方で、株式を売却した HI 社の取締役を含む HI 社の株主に有利な取引であり、詐害譲渡法の問題を超えて、取締役の忠実義務・注意義務違反に該当するとして、HI 社の取締役等を提訴した。

【判旨】

マサチューセッツ州連邦破産裁判所の Queenan 裁判官は、まず、「通常は、株主にとってよいことは会社にとってもよいことである。しかし、それは HI 社が LBO によって倒産状態もしくは過少資本状態に陥るということが示された場合には当てはまらない。ある取引が会社を倒産状態 (*insolvent*)¹²⁶、もしくはそれに近接した状態に陥らせる場合には、債権者の権利が至上のものとなる。この場合には、株主の同意があっても、会社を代表する者は取締役に損害賠償を請求することができる。」として、デラウェア州の判例もこの原則を認めていると

¹²⁶ なお、「*insolvency*」の定義としては、債務超過と支払不能の両方が挙げられている (208 B.R. at 301-302)。

述べている¹²⁷。また、本件の HI 社の取締役はいわゆる Revlon 義務¹²⁸によって株主の利益を最大化しなければならなかったとの被告側の反論については、Revlon 義務は複数の買収オファーが競合しているときに取締役に利益を与える一方で買収価格の低いオファーを優遇することを禁止するものであるところ、本件では HM 社による買収と競合するオファーは存在していないこと、デラウェア州の裁判所は Revlon 義務が取締役に債権者を犠牲にしてまで株主の利益を図ることを要求するものであると述べたことはないこと、会社を insolvent にする株主への分配は会社の存在を危険に晒すものであり、債権者・従業員だけでなく株式を継続的に保有し続ける株主を含むすべての利害関係者にとって損害を及ぼす恐れがあることを指摘して、これを斥けている¹²⁹。

そして、具体的な信認義務違反としては、まず取締役は自らの金銭的利益を会社の利益に優先させてはならないという忠実義務に関して、HI 社の株主でもある取締役は持株の売却により利益を得る一方で、その買収資金に用いられた債務を HI 社が引き受けており、これについて利害関係のない取締役の過半数による承認も得られていないため、LBO によって利益を受けた取締役は経営判断原則による保護を受けることはできず、LBO によって HI 社が債務超過・支払不能・過少資本に陥らなかったことを証明できない限り、HI 社およびその株主に派生的に生じた損害について責任を負うと判示し、取締役側のサマリージャッジメントの申立てを棄却した¹³⁰。また、LBO によって利益を受けていない取締役の注意義務に関しては、取引の承認前に HI 社のキャッシュフロー予測に関する情報を十分に収集していなかったことから経営判断原則は適用されず、またこれらの取締役の過失を窺わせる事情も存在するとしつつ¹³¹、DGCL102 条 b 項 7 号に基づく定款規定によって取締役は注意義務違反による責任を免除されているとして、注意義務違反に基づく請求を却下した¹³²。

この判決は、会社が取引時点において倒産もしくはそれに近接した状態にな
い場合でも、当該取引によってこれらの状態に陥る場合には取締役の債権者
に対する義務が発生するとした点で、取締役の債権者に対する信認義務を Credit
Lyonnais 判決よりもさらに拡張するものと受け止められている¹³³。確かに、取締

¹²⁷ *Id.* at 300-301. デラウェア州の判例としては、Geyer 判決と *Bovay v. H. M. Byllesby & Co.*, 27 Del. 381, 38 A.2d 808 (1944) が引用されている (208 B.R. at 301 note 19-20)。

¹²⁸ Revlon 義務については、ミルハウプト [2009] 201 頁以下を参照。

¹²⁹ 208 B.R. at 301.

¹³⁰ *Id.* at 302, 304-305.

¹³¹ *Id.* at 306-307.

¹³² *Id.* at 308.

¹³³ Barnett [2000]等を参照。

役が債権者に対して義務を負うことになる時期にのみ着目すると、そのような受け止め方がされるのももっともではあるが、そこで問題とされた具体的な行為に着目すると、その他の判例と大幅に異なるものではないとも考えられる。すなわち、Healthco 判決において結論において却下を免れた請求は、LBO により会社が負担することとなった多額の債務により調達された資金によって HI 社の株主でもあった取締役が利得したことを問題とするものであるが、LBO のこのような側面に対しては従来から詐害行為規制による対応がなされている¹³⁴。そして、詐害行為規制においては、当該行為によって債務者が倒産状態もしくは過少資本状態に陥るような債務者からの財産の流出行為が禁止されていること¹³⁵を考えると、Healthco 判決やその他の LBO に関して取締役の債権者に対する信認義務違反を問題とする判決は、会社財産の取締役・支配株主等への流出行為を問題とする Geyer 判決や U.S. National Bank Association 判決と実質的に大きく異なるものではないといえることができる。

もっとも、Healthco 判決においては、LBO により利益を受けていない取締役について、LBO 後の債務の履行可能性に関連する情報が十分に収集されていなかったことにより経営判断原則の適用が否定され、注意義務違反による責任が発生する余地が認められており（この点に関する請求は、結論としては、Production Resources Group 判決と同じくデラウェア州法に基づく定款上の免責規定の存在により却下されている）、Equity-linked Investors 判決、Angelo, Gordon & Co. 判決、Production Resources Group 判決、Trenwick 判決等の傾向とは異なっている。Healthco 判決はこれらの判決が出される以前に下されたものであり¹³⁶、また、この点について Healthco 判決に追随する判決は見られないこと¹³⁷を考慮

¹³⁴ たとえば、The Official Committee of Unsecured Creditors of Buckhead America Corp. v. Reliance Capital Group, Inc. (*In re* Buckhead America Corp.), 178 B.R. 956 (D. Del. 1994)においては、詐害行為を理由とする請求と取締役の信認義務違反を理由とする請求のいずれについても、被告側の却下の申立てが斥けられている。また、Official Committee of Unsecured Creditors of Hechinger Investment Company of Delaware, Inc. v. Fleet Retail Finance Group, 274 B.R. 71 (D. Del. 2002)においては、詐害行為を理由とする請求が却下される一方で、取締役の信認義務違反を理由とする請求は却下を免れているが、前者については詐害行為による否認を制限する連邦破産法 546 条 e 項に関する特定の（必ずしも一般的ではない）解釈を第 3 巡回区連邦控訴裁判所が採用していることによるものであり、LBO が詐害行為に該当すること自体については争いはないとされている。LBO に対する詐害行為規制の適用をめぐる議論については、前嶋 [1991]、斉藤 [2001]、水野 [2009] を参照。

¹³⁵ See, 11 U.S.C. 548(a)(1)(B)(i)(I)(II). Healthco 判決における原告の「LBO により会社が insolvent and with unreasonably small capital に陥った」という表現も、この規定に由来するものであると思われる。

¹³⁶ Healthco 判決は 1997 年 4 月 9 日に、Equity-linked Investors 判決は 1997 年 4 月 25 日に下されたものである。

¹³⁷ Bridgeport Holdings Inc. Liquidating Trust v. Boyer (*In re* Bridgeport Holdings, Inc.), 388 B.R. 548, 569 (Bankr. Del. 2008)は、この点に関する Healthco 判決の判示を引用しているが、この

すると、アメリカの判例法上、Healthco 判決のこの部分の判示に重きを置くことは難しいと思われる。

(6) 小括

以上のように、デラウェア州の判例においては、Credit Lyonnais 判決以降、「倒産状態にある会社の取締役は債権者に対しても信認義務を負う」との判示が繰り返されているが、その機能は、債権者の利害を考慮した取締役の行為に対する株主による責任追及を否定することと¹³⁸、会社財産が取締役・支配株主・グループ会社等に流出した場合の救済を債権者に与えることにあり、取締役によるリスクの高い事業の選択を抑止するものとしては作用していなかったといえることができる。この最後の点は、会社が倒産状態に陥った後も取締役が信認義務を負う相手方はあくまで会社自体であり、そのため債権者による取締役に対する損害賠償請求はあくまで代表訴訟としてのみ可能であり、信認義務違反の判断基準としては経営判断原則が適用されるという、最近の判例によって示された理論構成によって補強されている。本稿では、デラウェア州以外の法域について網羅的検討を行っていないが、アメリカの判例法理を以上のようなものと捉えることに大きな問題はないように思われる¹³⁹。

事案では取締役らが倒産直前に会社の最も価値のある財産を不十分な調査によって安価で売却したことについての責任が問題となっており、株主の観点からも問題とされうる行為であった点で、Healthco 判決の事案とは異なっている。

¹³⁸ なお、Credit Lyonnais 判決や Orban 判決においては債権者が自らの利益を守るために契約により自衛していたことを念頭に、本文のような効果を認めるために取締役の信認義務が転化するという議論を持ち出す必要はなく、債権者が締結した契約の効力は（それが事後的にみて企業価値の最大化を妨げるようなものであっても）株主に対する信認義務によって否定されないと解すべきであり、そのためには株主に対する信認義務の概念を放棄すべきである（株主の保護は、定款や附属定款による自衛に委ねられる）とする見解として、Baird & Henderson [2008] p.1314-1316, 1326, 1332-1333 を参照。

¹³⁹ なお、銀行という特定の業種については、銀行危機の度に経営判断原則の適用を制限することによりリスクの高い貸付を行った取締役の責任を認める判例が下されてきたことが報告されている（McCoy [1996] pp.22-55）。McCoy は、負債比率が高い場合に経営陣が株主の利益への考慮から事業・資産のリスクを高いものに変更しようとするのがあり、それに対して債権者が適切に自衛することができないという事情は銀行以外の業種においても当てはまるとの理解を前提に（*id.* pp.68-71）、倒産に近接した会社の取締役は債権者の利益を考慮する義務を負うとするデラウェア州の判例も、この資産代替の問題に対処しようとしたものであると整理している（*id.* pp.77-78）。McCoy は、銀行の取締役の責任が他の会社の取締役の責任に比べて肯定されやすいことの理由として、預金者および預金保険を通じた納税者の利益を保護すべきであるとの主張は社債への投資家の利益を保護すべきであるとの主張に比べて政治的に支持されやすいことを挙げているが（*id.* pp.4, 72-74）、より直接的には、銀行に対する各種の規制により銀行の取締役の裁量権の範囲が限定されていることによるものである（森田 [2009a] 9-10 頁）というべきであると思われる（そのような規

3. アメリカの学説の議論

一方、アメリカの学説においては、デラウェア州の判例を契機として（ただし、多くの場合、上記2. で検討したような個々の判決の事案の特徴を捨象して）、倒産もしくはそれに近接した状態にある会社の取締役が債権者もしくは会社全体の利益を考慮する義務を負うか否かという問題が論じられている。判例に続いて、これらの学説を整理しよう¹⁴⁰。

（1）取締役の義務の転化の弊害と経営判断原則の適用

まず、Credit Lyonnais 判決が、会社が「倒産に近接した状態にある場合（in the vicinity of insolvency）」にまで取締役の義務の転化を認めたことに対しては、その具体的意義が不明瞭であり、取締役の経営判断に萎縮効果を生じさせるものであるとの批判が強い¹⁴¹。この点に対処すべく、学説においては、in the vicinity of insolvency の概念の明確化¹⁴²や信認義務が転化する時期の insolvency への限定¹⁴³などが提案されているが、後者のような限定をしたとしても、自らに対する訴訟の可能性の増加により取締役が過度に慎重になることは避けがたく¹⁴⁴、またすべての債権者に対して個別に義務を負うことになるとすると再交渉も容易ではない¹⁴⁵。さらに、取締役は株主と債権者の両方の利益を考慮する義務を負うとすると、株主と債権者の利益が対立するような事項についての明確な判断基準がないため、取締役は事前に自らの行動が適法であるかを判断することができなくなるという問題や、逆に取締役が自らの利益を追求していることをカモフラージュできてしまうという問題があるとの批判も存在する¹⁴⁶。

そのため、多くの見解は、債権者との関係でも経営判断原則の適用を認める

制が導入されている背景には、経済合理性に加えて、McCoy が指摘するような政治的側面もある。

¹⁴⁰ 以下で紹介するものの他、製造物責任等により多数の不法行為債権者が潜在的に存在すると考えられる状況で会社が事業譲渡・解散を行う場合の問題点を、取締役の債権者に対する義務という観点から論ずるものとして、Stilson [1995]がある。

¹⁴¹ Jelisavcic [1992] pp.159, 163, Schwarcz [1996] p.656, Ribstein & Alces [2007] p.538.ニュアンスは異なるが、Rao, Sokolow & White[1996] pp.66-67, 75 も参照。

¹⁴² たとえば Jelisavcic [1992] pp.170-172 は、倒産予測モデルを用いて“vicinity”についてのセーフ・ハーバーを定めることを提案している。類似の見解として、McLaughlin [2008] pp.173-196 も参照。

¹⁴³ McDonnell [1994] p.178, Schwarcz [1996] pp.671-672, Shaffer [2000] p.535.

¹⁴⁴ Tung [2008] pp.850, 864, Anderson [2009] pp.1043-1044.

¹⁴⁵ Tung [2008] p. 851.

¹⁴⁶ Bainbridge [2007]pp.354-355. 森田 [2004] 37-38 頁も参照。

ことによって、上記の問題に対処することを考えているようである¹⁴⁷。この立場からは、債権者による自衛の可能性を指摘した上で、経営判断原則や DGCL102 条 b 項 7 号を適用して債権者による請求の余地を限定する現在のデラウェア州の判例の方向性は、望ましいものと評価されることになろう¹⁴⁸。

なお、経営判断原則を適用する根拠について明示的に述べられることは多くはない。この点、Bainbridge¹⁴⁹は、まず経営判断原則を適用する根拠として、経営判断に関して裁判官は情報劣位にあること、残余請求権者はリスクがあってもリターンの大きいプロジェクトを選好することを挙げている¹⁵⁰。また、事業失敗時に責任を課せられることによる取締役の萎縮のおそれといった問題は、そもそも取締役が誰に対して義務を負っているかという点に左右されないということを描する。そのうえで、取締役について債権者に対する信認義務が認められたとしても、株主の利益と債権者の利益がトレード・オフの関係に立つ状況における取締役の経営判断についても同原則を適用することにより、債権者から責任を追及されることはほとんどなくなると述べている¹⁵¹。おそらく多くの論者は Bainbridge と同様に考えているものと推測されるが、中には、取締役が株主でもある場合には債権者との間で利害が対立することになるため、経営判断原則の適用は否定され、取締役が取引の完全な公正さを証明する責任を負担することになるとする見解も存在する¹⁵²。

¹⁴⁷ Varallo & Finkelstein [1992] p.243, McDonnell [1994] pp.206-207, 209, Nicholson [1994] p.591, Schwarcz [1996] pp.672, 686-687, Kandestin [2007] pp.1263-1271, Bainbridge [2007] pp.365-366, Barondes [2007] pp.401-402, Ribstein & Alces [2007] pp.531, 544, Conaway [2008] p.13. なお、経営判断原則が適用されない可能性の存在を前提として、取締役は責任の発生を回避するために保守的な対応を採るべきことを提言する実務的見解として、Cieri & Riela [2004]がある。

¹⁴⁸ これに対し、デラウェア州最高裁判所により North American Catholic 判決が下される前の時点において、経営判断原則の適用があるとしても、債権者が取締役を提訴できる余地がある以上、問題は完全には解決しないという見解として、Dionne [2007] pp.209-223 を参照。

¹⁴⁹ なお、Bainbridge は、債権者は契約により自衛することができ、また上場企業においては取締役が自らの利益を考慮して株主が望むようなリスクの高い事業を選択しない可能性があることなどから、取締役の信認義務を転化させること自体に批判的である (Bainbridge [2007] pp.338, 357-359)。

¹⁵⁰ Bainbridge [2007] p.368.

¹⁵¹ Bainbridge [2007] p.338. McDonnell [1994] p.189 も参照。

¹⁵² Shaffer [2000] pp.547-548. このような解釈が採られる可能性が存在することは、取締役の信認義務の転化に批判的な論者によっても (取締役の萎縮という弊害を助長する問題として) 指摘されている (Hu & Westbrook [2007] p.1380, Tung [2008]p.848)。また、McCoy [1996] pp.61-62 も参照。なお、Shaffer [2000]においては、取締役の萎縮という問題への言及はそもそも見られない。

(2) 株主価値の最大化と債権者による自衛

以上は、取締役の義務が債権者もしくは会社全体に対するものに転化することを前提とした議論であるということが出来る。これに対しては、Lin の次のような批判がある¹⁵³。すなわち、会社の経営悪化時にはダウンサイドのリスクを負担しない株主には企業価値を最大化するインセンティブが存在しない一方で、債権者もアップサイドの利益を享受できないため同じく企業価値を最大化するインセンティブを持たないことから、経営者が株主または債権者の一方の利益ではなく企業価値の最大化のために行動することが望ましいが¹⁵⁴、経営者に直接企業価値を最大化する義務を課したとしても、これをエンフォースする主体が存在せず、経営者にもこれを遵守するインセンティブがないため、現実的ではない¹⁵⁵。そのため、企業価値の最大化を実現する手段としては、経営者に株主価値を最大化する義務を課した上で、債権者に契約による自衛を要求する方が優れている¹⁵⁶。このように解すると、債権者に契約のコストを負担させることになるが、銀行等の商業債権者のモニタリング能力・インセンティブは散在している株主のそれよりも高く、借換えの際にモニタリングをする機会も存在すること、発生しうるすべての状況を契約で規定することは困難であるとしても、このリスクにも利率を引き上げることによって対処できることなどから、問題はないというのである¹⁵⁷。

また、Lin と同様に債権者の自衛可能性を強調する Tung は、純資産額や流動比率に関する銀行貸付契約上の財務制限条項の違反が生じた場合には、その後債務者会社における資本支出が抑制される傾向にあることや¹⁵⁸、上場企業に対する銀行貸付において、銀行は、債務者会社の信用格付けの引下げや財務制限条項違反が生じた場合には、資本支出を抑制する条項を貸付契約に盛り込む傾

¹⁵³ この批判は、わが国でも既に紹介されている。武田 [2005] 181-182 頁、桜沢 [2007b] 77-79 頁。

¹⁵⁴ Lin [1993] pp.1489-1493, 1497.

¹⁵⁵ *Id.* p.1509.

¹⁵⁶ *Id.* p.1510.

¹⁵⁷ *Id.* pp.1502-1506. Bainbridge [2007] pp.357-358, 361-363, Ribstein & Alces [2007] p.536 も参照。このほか、Sepe は、担保・コベナンツ・利率引上げといった債権者の自衛手段には債権者と取締役の間の情報の非対称の結果として非効率性が伴うため (Sepe [2007] pp.566-573)、債権者との契約において取り決められた事業リスクを一方的に引き上げた取締役は債権者に対して損害賠償責任を負うべきであるとしているが (*id.* pp.586-591)、同時に、契約において明示的に除外・制限されなかったリスクについては債権者が引き受けたものとみなすべきであるともしており (*id.* pp.591-596)、債権者の保護を基本的に契約による自衛に委ねる見解に分類することができる (*id.* p.586)。

¹⁵⁸ Chava & Roberts [2008]. この研究の対象となった貸付契約の債務者の属性は明らかではないが、データの 6 割は SEC に対するファイリングから収集されたとのことであり (*id.* p.2090)、かなりの部分が上場企業に対する貸付であった可能性があるといえよう。

向があり、この条項が盛り込まれた場合には、その後、債務者会社の株価や ROA が改善する傾向にあること¹⁵⁹を報告する実証研究の成果を、その根拠として援用している¹⁶⁰。これは、銀行等は、経営状態が悪化した会社による資本支出を伴うような形での積極的なリスクテイクに対しては、それなりの自衛措置を講じることができており¹⁶¹、取締役の信認義務・損害賠償責任という形での保護をそれほど必要としてはいないという可能性を示すものといえよう^{162, 163}。

以上の議論に対しては、銀行や社債権者は契約により自衛することができるとしても、不法行為債権者、解雇された下位従業員、租税債権者、一部の取引債権者等は、関係成立の任意性、債務者に関する情報、退出可能性の面で劣位にあり、自衛をすることは困難であるため、これらの債権者に対する取締役の義務は肯定すべきであるとの指摘が Lipson によりなされているが¹⁶⁴、これに対しては、Tung が以下のような反論を展開している。

¹⁵⁹ Nini, Smith & Sufi [2009]. この研究は、Tung [2008] p.838 において紹介されている。

¹⁶⁰ このほか、Barondes [1998] pp.60-62 は、1980 年代に連邦破産法第 11 章の適用を受けた企業 41 社のうち、手続開始前 5 年間に他社の買収や新規事業の開始を行っていたのは 19 社 (46%) のみである (Daigle & Maloney [1994] p.183)、同じく 1980 年代に連邦破産法第 11 章の適用を受けた企業 135 社のうち、Wall Street Journal において倒産の原因として意欲的な拡張策が採られたことや経営上の失敗があったことが挙げられているものはそれぞれ約 8% に過ぎない (Datta & Iskandar-Datta [1995] pp.17-18)、同じく 1980 年代に連邦破産法第 11 章の適用を受けた上場企業 128 社のうち、手続開始前 3 年間に買収や事業拡張を行ったものは (同法の適用を受けなかった同種・同規模の対象企業のそれが 118 社中 34 社 (29%) であるのに対し) 19 社 (15%) のみである (Khanna & Poulsen [1995] p.928) といった実証研究を紹介している。もっとも、これらの研究において観察された事象と銀行等の債権者による自衛行為との関連性は明らかではない (他社の買収や事業の拡張には資金が必要であると思われることを考えると、会社の経営状態が悪化している場合にそれが稀であること自体は、不思議ではない)。

¹⁶¹ このほか、近時のアメリカの社債・銀行貸付における各種のコバナンツの利用の実態について、Bratton [2008] pp.61-73 を参照。

¹⁶² もちろん、これらの実証研究はアメリカの状況に関するものであり、日本においても同様の結果が得られるかということは別途検証される必要がある。

¹⁶³ 本文で紹介した実証研究においては、債務者が上場企業であるか閉鎖会社であるかを区別した分析は行われていない (Tung [2008] p.852 note 181, p.854 は、上場企業において銀行からの借入が広く行われており、また上場企業の取締役は株主よりもリスク回避的となるということから、上場企業において取締役による過剰投資が現実の問題となるとは考えがたいとしている)。そのため、経営状態が悪化した閉鎖会社においては、上場会社よりも取締役によるリスクテイクが頻繁に行われているか否か (閉鎖会社においては、取締役が支配株主でもある場合が多いとすると、両者のリスク選好は同一となる一方で、分散投資が困難となることから、取締役=株主がリスク回避的になる可能性もある)、また銀行が閉鎖会社に対する貸付についても上場企業に対する場合と同水準の契約による自衛を行っているか否か (閉鎖会社に対する貸付は上場企業に対するものと比べてロットが小さいとすると、モニタリング等のコストを考慮して、自衛措置を簡略化する可能性もある) は不明である。

¹⁶⁴ Lipson [2003] pp.1245-1249. Kandestin [2007] pp.1262-1263 も参照。

すなわち、銀行は他の債権者に比べて債務者に対するモニタリングに秀でており¹⁶⁵、銀行以外の債権者は、自ら銀行が行うモニタリングにフリーライドをする（銀行にモニタリングを委託する¹⁶⁶）ことができる¹⁶⁷。もちろん、銀行のモニタリング活動は銀行の利益の最大化を目的として行われるため、特に銀行と他の債権者の利害が対立することとなる債務者企業の経営悪化時においては、銀行のモニタリング活動が他の債権者にとって直接の利益とはならない可能性も存在するが¹⁶⁸、このような場合であっても、情報優位にある銀行の再交渉・回収行動は、会社の経営悪化を示すシグナルとなり、他の債権者が自ら採りうる自衛手段¹⁶⁹を検討する契機となるという点で、なお有益であるというのである¹⁷⁰。また、この議論を補強する証拠として、銀行貸付けが存在していない場合よりも銀行貸付けが存在している場合の方が、公募社債の発行時点における財務省証券とのスプレッドが有意に低いことを示す実証研究¹⁷¹も紹介されている¹⁷²。

¹⁶⁵ 本文で紹介した考え方とは異なり、日常的に債務者と接しており、また商品供給の停止を交渉材料としうる取引債権者のモニタリング能力の方が銀行のそれよりも高いとする考え方も近時は有力である。森田 [2009b] 146-151 頁を参照。

¹⁶⁶ 銀行が *delegated monitoring* を行うという議論は、Diamond [1984] に影響を受けたものであると思われるが、Diamond [1984] で扱われているのは、銀行がその預金者から委託を受けて、金融仲介機関として企業に融資をするという状況であり、Tung が問題としている状況とは異なっている。

¹⁶⁷ Tung [2008] pp.836-837.

¹⁶⁸ たとえば、銀行が会社の事業リスクの内容をコントロールするのであれば、他の債権者もそのメリットを享受することができるが、しかし、銀行が融資回収や担保取得という手法を選択した場合、これらの行為によって積極的なリスクテイクを行うための資金が制約されるという効果は存在するが、残された資金によるリスクテイクの可能性は排除されない。後藤 [2007] 521 頁注 1287 参照。

¹⁶⁹ たとえば、取引債権者であれば、売掛債権の早期回収に着手するとともに、新規の取引を抑制するということが考えられよう。他方で、取引債権者のうち当該債務者のみと取引をしている下請業者、不法行為債権者、租税債権者、労働者等は、銀行の行動により会社の経営悪化を認識できたとしても、取りうる行動は限られているため（この問題を緩和するために、わが国においては下請代金支払遅延等防止法、国税徴収法、労働基準法等が定められている）、本文の議論がそのまま当てはまるわけではない。その意味で、Tung の議論が Lipson の指摘に対する的確な反論となっているかという点には、疑問がある。

¹⁷⁰ Tung [2008] p.839. 銀行には回収のタイミングを操作して他の債権者にとってのシグナルの価値を減らすことにより自らの利益を最大化するインセンティブが存在するという問題については、否認権、*automatic stay*、衡平法的劣後等といった倒産法上の対処がなされているとも指摘されている (*id.* pp.839-840)。以上の議論は、Triantis & Daniels [1995] に依拠するものである。

¹⁷¹ Datta, Iskandar-Datta & Patel [1999].

¹⁷² Tung [2008] p.838.

(3) 株主による分散投資と会社法と倒産手続とのすみ分け

また、Hu & Westbrook は、会社法による規律が妥当する場面と倒産法による規律が妥当する場面のすみ分けという観点から、取締役の信認義務の転化を認めるべきではないとの主張を以下のように展開している。

すなわち、合理的な株主であれば分散投資によって個別企業についてのリスク（非システムティックリスク）の影響からは解放されていると考えられるため、取締役は、投資プロジェクトの評価に当たって、非システムティックリスクについての個々の株主のリスクおよび時間に関する選好を考慮・調整する必要はなく、資本市場全体が要求するリスクプレミアムを考慮して株主総体の利益のために投資判断を行えばよい¹⁷³。そして、このことを前提としている会社法のガバナンスシステムには異なる選好を有する利害関係者間の利害調整のための仕組みが備わっていないため¹⁷⁴、取締役に債権者の利益をも考慮する義務を課したとしても、適切な調整は行われえない¹⁷⁵。これに対し、債権者の利害は会社との契約内容によって互いに異なるものであるため¹⁷⁶、倒産法は、優先順位に関する規律、automatic stay、DIP（debtor in possession）による再建計画の提出と債権者による承認、裁判所の後見的介入等、異なる利害を調整し、交渉を促進するためのメカニズムを備えている¹⁷⁷。このため、取締役が株主の利益のためにハイリスク・ハイリターンな事業を選択するという問題への対処としては、取締役の信認義務よりも倒産手続の方が優れており、取締役が債権者に対して義務を負うのは、法的倒産手続が開始された場合に限定すべきであると主張しているのである¹⁷⁸。この他にも、取締役の債権者に対する信認義務を否定すべき根拠として、取締役は分散投資を行うことができないため、そもそもリスク回避的であると考えられるが、取締役に債権者に対する義務を課すと、株主の観点から見て最適な水準のリスクを取らないという傾向が助長されてしまうこと¹⁷⁹、取締役が債権者に対して義務を負うべきとする議論は、会社が債

¹⁷³ Hu & Westbrook [2007] pp.1352, 1361-1363. なお、この議論は、株式を1種類しか発行していない上場会社を想定しており、閉鎖会社や種類株式発行会社に完全に当てはまるものではないとされている（*id.* p.1327 note 12, pp.1364, 1401）。

¹⁷⁴ *Id.* pp.1352, 1364.

¹⁷⁵ *Id.* pp.1365-1369. これは、取締役に債権者の利益をも考慮する義務を負わせると取締役の行動指針が不明確となるとのBainbridgeの指摘（前掲注146とそれに対応する本文を参照）と基本的に同一の問題意識であるといえよう。

¹⁷⁶ *Id.* pp.1352-1354.

¹⁷⁷ *Id.* pp.1369-1371, 1373-1375.

¹⁷⁸ *Id.* pp.1324-1325, 1328. 基準の明確性という点を強調しつつ、同様の結論を取る見解として、Campbell & Frost [2007] pp.512, 519-523 がある。

¹⁷⁹ *Id.* pp.1351, 1357, 1378-1380. この点を指摘するものとして、ほかにBarondes [1998] pp.59, Bainbridge [2007] pp.358-359 やAnderson [2009] pp.1047-1049 等を参照。

務超過状態にある場合であっても、株式にはコール・オプションとしての性格があるため、その価値はゼロではないということを見落としていること¹⁸⁰などが挙げられている¹⁸¹。

もつとも、以上の議論に対しては、Hu & Westbrook 自身が、対処手段として会社法上の信認義務よりも倒産手続の方が優れているとしても、適切な時期に倒産手続が開始されることをどのように確保するかという問題があると指摘している¹⁸²。そして、申立ての大半が債務者企業によってなされるアメリカ連邦破産法第 11 章の手続においては、DIP 制度によって取締役が早期に倒産手続の開始を申し立てるインセンティブを与えることが企図されてきたが、倒産手続の開始に前後して経営陣を交代させ、倒産手続において債権者が強力なコントロールを行使するという実務上の扱いが定着してきたことによって¹⁸³、取締役には倒産手続の開始を回避し、(株主を含む利害関係者に深刻な被害を与えかねない) 私的整理を試みるインセンティブが生じている可能性がある¹⁸⁴。そのため、大陸法諸国における取締役の倒産申立義務制度が DIP 制度より成功しているようには見えないものの、この線に沿った検討も有益であるとする¹⁸⁵。他方で、債務超過の会社であっても倒産手続を経ることなく再建されることも少なくないことを考慮すると、一定の財務状況を基準として倒産申立義務を課すことは妥当ではないとしている¹⁸⁶。そのうえで、経営状態が悪化した会社の取締役はよりリスク回避的になるのかリスク選好的になるのか、アメリカの航空会

¹⁸⁰ Hu & Westbrook [2007] pp.1329-1330, 1382-1383.

¹⁸¹ このほか、経営状態の悪化した会社の一人株主でもある取締役の個人破産手続において、当該取締役が、会社の運営資金として会社財産を担保に自らを債務者として借り入れた金銭を賭博に消費していたにもかかわらず、免責が認められた *Marshall v. McCaffrey (In re McCaffrey)*, 216 B.R. 196 (Bankr. E. D. Mich. 1997)を手がかりとして、自然人の責任も破産免責制度や自由財産制度によって実質的に有限責任となっているが、自然人については、財務状況が悪化したとしても債権者に対して契約に基づく義務以外の義務を負うことはないとされていることも挙げられている (Hu & Westbrook [2007] pp.1390-1393, 1393 note 269)。上記の事案において債権者側が免責不許可事由として主張したのは、取締役の会社に対する信認義務違反・横領(11 U.S.C. 523(a)(4)(6))、借入契約時の虚偽表示(11 U.S.C. 523(a)(2)(A))、そして賭博に関する記録の不備(11 U.S.C. 727(a)(3)(5))であり、それぞれ、会社に対する信認義務違反を主張できるのは会社のみであること、借入契約時に資金を賭博に消費する意図があったとは断定できないこと、債権者側は債務者が個人的に消費した金額を把握できていることを理由として斥けられている。しかし、日本法のもとでは賭博行為自体が免責不許可事由とされているように(破産法 252 条 1 項 4 号)、この判決の解決が論理必然のものであるとは思われない。そのため、この点は、取締役の債権者に対する義務を否定する根拠として一般性を持つものではないといえよう。

¹⁸² Hu & Westbrook [2007] pp.1377, 1399.

¹⁸³ 後者の点について、Skeel [2003]pp.923-926 を参照。

¹⁸⁴ Hu & Westbrook [2007] pp.1377, 1399. See also, Adler, Capkun & Weiss [2006].

¹⁸⁵ Hu & Westbrook [2007] p.1325 note 6, pp.1399-1400.

¹⁸⁶ Hu & Westbrook [2007] p.1400.

社の倒産手続はより早期に開始されていた方が株主にとって利益となったのか、債務超過を基準として債権者が経営に対する介入権を取得するコベンツがどの程度、どのような形で導入されているのか、といった点についての研究が必要であるとしているのである¹⁸⁷。

（４）信認義務の拡張論

以上のように、学説は概して取締役が債権者の利益をも考慮する義務を課すことに否定的であるが、取締役の信認義務の拡張に肯定的な論者も存在しないわけではない。

まず Smith は、会社法の規定の内容は会社に関わる利害関係者が交渉をしたと仮定すれば多くの場合に締結されるであろう契約の内容と一致すべきであるとの契約的会社法観を前提として¹⁸⁸、合理的な投資家は、市場ポートフォリオに投資する結果、各企業が発行する株式・債券その他の金融商品とその発行比率にしたがって保有するはずであるため、利害関係者間の仮定的交渉においては、取締役の信認義務の基準を、株主価値の最大化ではなく、その有するポートフォリオの価値、すなわち会社が発行している金融商品の総和としての企業価値の最大化とする旨の合意がなされるはずであると指摘する¹⁸⁹。そして、会社の財務状況がどのような場合であっても、株主の利益にはなるが企業価値を損なうようなハイリスク・ハイリターンな事業は存在しうることから、企業価値を最大化する義務は、会社が倒産に近接した状態にある場合にのみではなく、常に課せられるべきであるとする¹⁹⁰。

また、Chaver & Fried は、この Smith の定式では会社に対し金銭債権以外の履行請求権を有している債権者の利益が考慮されていないため、倒産状態にある会社の取締役には、金銭債務以外の債務を履行するために必要な投資を過少にし、またその履行を拒絶するインセンティブが生じ、これにより株主および金銭債権者の利益を上回る損失が非金銭債権者に生じる場合には、社会的に非効率な結果となると指摘する¹⁹¹。そして、この問題に契約によって完全に対処す

¹⁸⁷ *Id.* pp.1400-1401. なお、*id.* pp.1328-1329 においては、「債権者の利益が最も重要となった時点において、会社は倒産手続の開始を申し立てるべきである」と述べられている。また、取締役に倒産申立義務を課すのではなく、債権者による倒産申立てを容易にするという対処方法については、これが過度に容易であると深刻なコストが発生することになると指摘されている (*id.* p.1366 note 162, p.1400)。

¹⁸⁸ Smith [1999] pp.216-217.

¹⁸⁹ *Id.* pp.239-241, 242-246.

¹⁹⁰ *Id.* pp.223-224. この点については、後藤 [2007] 565-566 頁も参照。

¹⁹¹ Chaver & Fried [2002] pp.1830-1835. なお、会社が insolvent でない場合には、債務不履行に

ることは困難であるとして¹⁹²、倒産状態にある会社の取締役は非金銭債権を含む会社に対するすべての権利の価値の総和を最大化すべきであると主張している¹⁹³。

これらの議論については、まず Smith の前提に対して、完全な分散投資を想定することは非現実的であり、各権利者間の利害対立を捨象すべきではないとの批判がなされている¹⁹⁴。また、企業価値の最大化を直接取締役の義務とすることについては、既に見たように、エンフォースメント上の問題が指摘されている¹⁹⁵。この点、Smith がいかなるエンフォースメントを考えているのかは定かではないが¹⁹⁶、Chaver & Fried は、拡張された信認義務のエンフォースメントは困難であるということを認めつつ、このような義務の存在を認めることによって、社会規範的作用により取締役の行動に影響を与えることは可能であると主張している¹⁹⁷。

基づく損害賠償債務の存在によって、非効率な過少投資・履行拒絶のコストは内部化されるため、問題は生じないとされている (*id.* pp.1838-1830)。

¹⁹² *Id.* pp.1836-1841. 具体的な対策としては非金銭債権者への担保提供と事後的な再交渉が検討されており、問題点としては、前者については、すべての非金銭債権者に担保提供するだけの資産があるとは考えがたく、また担保提供により効率的な資産の利用が阻害されること、後者については、再交渉には機会主義的行動のおそれが伴うことと、過少投資をしないというコミットメントは困難であることが挙げられている。これに対し、非金銭債権者は、履行保証やスタンドバイ信用状、複数の取引先の利用等によって自衛することが可能であるとの批判もなされている (Tung [2008] p.847)。

¹⁹³ Chaver & Fried [2002] p.1842. なお、Chaver & Fried は、投資家は非金銭債権にも分散投資をすると想定しているわけではなく、取締役に非金銭債権者の利益をも考慮する義務を課すことによって非金銭債権者との契約条件が株主等にとって望ましいものとなるということから (*id.* p.1843)、本文の信認義務の拡張を仮定的交渉理論との関係でも正当化しているものと思われる。

¹⁹⁴ Tung [2008] pp.844-846. このような批判に対しては、契約的公司法観から導かれる仮定的交渉という検討手法は、理想的な当事者による交渉結果を想定するものであるとの反論がなされている (Smith [1999] p.241)。また、分散投資が行われていなくても、取引コストが十分に低ければ株主と債権者の間で企業価値を最大化するような合意が成立するはずであるとの観点から、Smith の見解を支持する論者も存在するが (Crespi [2002] pp.144-145)、取締役の義務の内容に関する交渉と、その義務を前提として行われる具体的な事業内容についての交渉とが混同されているように思われる。Tung [2008] p.824 note 66 も参照。

¹⁹⁵ 前掲注 146 および 155 とこれらに対応する本文を参照。

¹⁹⁶ なお、Smith [1999] p.252 は、LBO による社債の市場価格の急落について取締役の責任を否定した *Metropolitan Life Insurance Co. v. RJR Nabisco Inc.*, 716 F. Supp. 1504 (S.D.N.Y. 1989) 等の判例は、LBO が社債価値の下落分以上に株式価値を向上させたのであれば、是認できるとしている。ここからすると、全体として企業価値を下落させるような取引であった場合には、損失が発生した権利の保有者による責任の追及を認めるものであるのかもしれない (その場合には、責任額を企業価値の下落分に限定するのか、当該権利に生じた損失全額の賠償を認めるのかが問題となろう)。

¹⁹⁷ Chaver & Fried [2002] p.1815 note 7 and accompanying text. ただし、ここで想定されている

(5) 小括

以上が、Credit Lyonnais 判決以降のアメリカの学説の概要である¹⁹⁸。ここで、簡単にその要点をまとめておこう。

まず、アメリカの学説において議論の対象となっているのは、倒産状態にある会社の取締役が株主の利益に加えて債権者の利益をも考慮する義務を課すべきか否かという点であり、会社が仮に債務超過・支払不能状態にあるとしても、清算・破産手続が開始されていない場合には、取締役が債権者に対してのみ信託義務を負うとすることは妥当ではないという点については、見解の概ねの一致があるようである。これは、デラウェア州の判例が取締役の義務は「会社」に対するものであることを強調していることに対応するものでもあるが、理論的な根拠としては、債権者はアップサイドの利益を享受できないため債権者の利益の最大化が企業価値の最大化につながるものではないこと (Lin) や、債務超過・支払不能状態であっても株式の価値はゼロにはならないが、取締役に債権者の利益のみを考慮する義務を課すと、その価値を実質的に奪うことになってしまうこと (Hu & Westbrook) などが挙げられている。

では、取締役に株主の利益に加えて債権者の利益をも考慮する義務 (= 企業価値を最大化する義務) を課すことについては、どうか。合理的な投資家であれば株式にも債券にも分散投資をするとの前提から、このような義務を課すことに賛成する見解も存在するが (Smith)、学説の大勢は、このような義務には批判的であるといえよう。問題とされているのは、会社法には異なる選好を有する利害関係者の間の利害調整を行うためのメカニズムが存在しないため (Hu & Westbrook)、取締役の行動指針が不明確となり、取締役の判断に萎縮効果が及ぶ

社会規範としての作用は、多くの学説が問題視している取締役の判断に対する萎縮効果である可能性もある。

なお、Lipson [2007] pp.263-265, 274-276 は、Chaver & Fried の指摘からも示唆を受けて (Lipson [2007] p.228 note 14)、デラウェア州の判例が結論として債権者に対する損害賠償責任を肯定することがないにもかかわらず、取締役の債権者に対する義務に度々言及してきたのは何故かという問題に対し、これらの判例は、そのような義務があると表現すること自体によって裁判所の問題意識・価値判断を警告・解説するという表現的・教育的な機能 (expressive / educational function) を意図したものではないかとの見方を示している。もっとも、Lipson は、デラウェア州の判例法理が、経営が悪化した状態にある会社の取締役に事前の段階で広範な裁量権が与えられるが、債権者が受け得る救済は契約上の権利とその他の法律上の権利に限られると「表現」したものと (適切に) 捉えており (id. pp.266-269, 271)、おそらく「取締役は債権者の利益をも考慮する義務を負う」との判示を問題にすると思われる Chaver & Fried とは異なっているように思われる。

¹⁹⁸ 上記で紹介したものの他、取締役は一般に株主以外のステークホルダーの利益を考慮すべきとの立場から Credit Lyonnais 判決を評価するものとして、Hartman [1993]、Nicholson [1994] p.587 がある。

恐れがあるということ（Bainbridge ほか多数）や、株主にも債権者にも企業価値を最大化するインセンティブは存在しないため、エンフォースメントが不十分となること（Lin）などである。後者の問題については、債権者による責任追及を次善の策として認めることが考えられるが、この場合には取締役の判断に対する萎縮という前者の問題がさらに強まることになる。そのため、学説の多くは、デラウェア州の判例と同じく経営判断原則の適用により取締役の責任が認められる場合を限定すべきとするか、そもそも取締役に債権者の利益を考慮する義務を課すべきではないと主張している。

この多数派の議論を受け入れると、いずれの場合であっても、債権者は取締役の信認義務違反に基づく責任の追及により救済を受けることは困難となり、債権者の保護は、債権者の契約による自衛と詐害譲渡法や連邦破産法の適用に委ねられることになる。まず契約による自衛という手法については、債権者の中には十分に自衛をすることができない者も存在するという指摘がなされているが（Lipson）、これに対しては、銀行には十分な自衛能力があり、その他の債権者は銀行によるモニタリングに依拠できるとの反論がなされている（Tung）。また、法的倒産手続においては、裁判所の監督のもとで、再建により企業価値を最大化し、債権者にもその利益を享受させることが目指されることになるが、近時の実務の下では DIP 制度によっても取締役に早期の手続開始のインセンティブを十分に与えられていない可能性があるとの指摘がなされている（Hu & Westbrook）。

4. むすびにかえて——アメリカ法からの示唆

最後に、以上のアメリカの判例・学説の検討から得られる示唆を、まとめておこう。

（1）取締役の債権者に対する責任と経営判断原則

まず、デラウェア州の判例は、「倒産状態にある会社の取締役は債権者の利益をも考慮する義務を負う」と繰り返し判示しているにもかかわらず、取締役や支配株主が会社財産を搾取したような事案を除いて、債権者による取締役の責任追及を経営判断原則や DGCL102 条 b 項 7 号に基づく定款規定の適用によって斥けており、取締役によるリスクの高い事業の選択・継続を規律するものとし

ては機能していなかった。わが国においては、会社法 429 条により取締役が債権者に対して損害賠償責任を負うこと自体は認められているため、デラウェア州の判例の一般論が、取締役が債権者に対して責任を負うべき場合を整理・限定するためのロジックとして用いられる傾向があったように思われるが¹⁹⁹、デラウェア州の判例がリスクの高い事業の選択について取締役に損害賠償責任を負わせることを積極的に支持するものではないということは認識しておくべきであろう²⁰⁰。

もっとも、このようなアメリカの状況は、わが国の状況と大きく異なっているわけではない²⁰¹。まず、わが国の下級審判例には、債権者による取締役の損害賠償責任の追及に対し、経営判断原則と同様の考慮に基づいて、悪意または重過失による任務懈怠の存在を否定するものが存在している²⁰²。また学説においても、従来から、取締役の重過失の判断に際して「経営の特殊性を考慮する」

¹⁹⁹ これは、従来の判例があまりにも広く責任を認めすぎてきたとの判断のもとに、時期もしくは行為の内容によって一定の場合に限定した方がよいという考えに基づくものであろう。もちろん、政策論として、そもそも取締役が債権者に対して責任を負う必要はないとの考え方もありうることは認識されていた（黒沼 [2000] 2930 頁）。

²⁰⁰ もちろん、アメリカの判例が本文に述べたようなものであるとしても、それは取締役の債権者に対する責任の是非に関するわが国の政策判断にとっての参考資料の 1 つに過ぎず、アメリカの判例と同様のスタンスを取らなければならないということが当然に導かれるわけではない。その他の考慮要素としては、取締役に債権者に対する責任を課すことに批判的な議論は対象として上場会社の取締役を想定していることが少なくないが（前掲注 149、173 等を参照）、会社法 429 条および平成 17 年改正前商法 266 条ノ 3 が適用されてきた従来の事案は主に閉鎖的な中小企業に関するものであったこと、イギリスのように倒産手続に入る前の行為について取締役に民事責任を課す制度（イギリス倒産法 214 条：wrongful trading）を有する国も存在しており、またそれがヨーロッパにおける有力な立法提案となっていること（Eidenmüller [2008] p.53 note 34-35 and accompanying text）などが挙げられよう（イギリスの wrongful trading については、Keay [2007] および Davies [2008] を参照）。1 つ目の点を考慮する場合、閉鎖会社におけるリスクテイクへの対処として取締役＝株主に対して責任を課すとしても、上場会社の取締役に對し不要な萎縮効果が及ぶことがないように責任の基準等を工夫する必要がある。

²⁰¹ 藤田 [2002b] 133 頁参照。なお、本文の記載は、支払見込みのない手形の振出等のいわゆる直接損害に関する事案において、わが国の判例が取締役の責任を広く認めてきたことを否定する趣旨ではもちろんない。近時の判例の概要については、前嶋 [2009] を参照。

²⁰² たとえば、大阪高判昭和 61 年 11 月 25 日判時 1229 号 144 頁においては、苦境にある下請業者を支援するための手形振出しについて、千葉地判平成 5 年 3 月 22 日判例地方自治 121 号 51 頁においては、産業構造の変化を受けた事業転換とそのため資金の借入について、通常の企業経営者として明らかに不合理なものとは認められず、取締役に重過失はないと判断されている。これに対し、福岡高裁宮崎支判平成 11 年 5 月 14 日判タ 1026 号 254 頁は、経営判断原則の適用を否定しているが、経営悪化時に支払いの見込みがないにもかかわらず商品を仕入れたことについての責任が当該取引相手から追及された事案であり、取締役によるリスクテイクという問題とは状況を異にするものであるといえよう（近藤 [1983] 588-589 頁も参照）。

ことを認める見解²⁰³や、経営が悪化した会社の取締役は会社に対して経営状況を確実に把握するとともに経営改善等の必要な措置を講ずる義務を負うところ、「どんな措置を講ずるかは取締役の裁量に委ねられており、その措置がある程度の合理的根拠に基づいておれば結果として失敗に帰したとしても重過失ありとはいえない」とする見解²⁰⁴などが主張されており、また債務超過により取締役の信認義務が債権者に対するものに転化することを主張する論者も、損害賠償責任の発生については悪意・重過失による任務懈怠が必要であることを強調しているのである²⁰⁵。

なお、アメリカの学説には、取締役の債権者に対する信認義務について、取締役が株主でもある場合には、取締役と債権者の利害が対立するため経営判断原則の適用が否定されるべきであるとする見解が存在していた²⁰⁶。これは、取締役が経営判断の対象に利害関係を有していないことが経営判断原則の適用の要件であると一般に考えられていること²⁰⁷を受けた主張であると思われる。しかし、定額の請求権しか有し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らないことを考えると、取締役が債権者の利益のみを考慮する義務を負うと解することは妥当ではないと思われる²⁰⁸。アメリカの判例・学説の大勢に従って、取締役は株主・債権者双方の利益を含む会社に対して信認義務を負うとすると、取締役が株主の利益を考慮したことをもって経営判断原則の適用を否定することは難しいというべきであろう²⁰⁹。

²⁰³ 近藤 [1983] 592、593 頁。同 583-585 頁も参照。

²⁰⁴ 吉原 [1985] 1513-1514、1516 頁。

²⁰⁵ 黒沼 [2000] 2929 頁注 68。

²⁰⁶ 前掲注 152 とそれに対応する本文を参照。わが国の学説にも、会社が「倒産ないしはそれに近い状態に入ってから会社債権者に対する関係における注意義務が加重されるので、より厳格な『経営判断』の基準が適用されるべきではなかろうか」とするものが存在する（谷口 [1981] 259 頁）。

²⁰⁷ THE AMERICAN LAW INSTITUTE, PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE : ANALYSIS AND RECOMMENDATIONS, §4.01 (c)(1).

²⁰⁸ なお、Bainbridge は、債権者との関係でも経営判断原則が適用される根拠の一つを、残余請求権者はリスクがあってもリターンが大きいプロジェクトを選好するということは、取締役が誰に対して義務を負っているかという点に左右されないということに求めている（前掲注 150 に対応する本文を参照）。この背後には、連邦破産法第 11 章の再建手続においては、既存株式が事実上消却され、債権者に新しく株式が発行されることが通常であるため、会社の insolvency によって債権者は事実上の残余請求権者となるとの理解（Bainbridge [2002] p.431）が存在しているようであるが、やや正確さを欠いているように思われる。

²⁰⁹ もっとも、取締役が株主の利益のみを考慮して債権者の利益を一切顧みなかった場合に、本文のように考えることができるかは難しい問題である。この場合に、そのような行動を要求した株主も債権者に対して責任を負うと考えるとすれば（後藤 [2007] 542-546、568-569 頁参照）、取締役の行動指針も明確となるが、株主にそのような責任を課すべきかという点について争いがありうるところである。

では、会社法 429 条の存在を前提とした上で、以上のように経営判断原則の適用を認めた場合、経営状態の悪化した会社²¹⁰の取締役のいかなる行動があれば、それが合理的根拠を欠くものであり、重過失による任務懈怠に該当すると認められるであろうか。残念ながら、デラウェア州の判例およびアメリカの学説の議論からは、この点に関し直接参考となる具体的な基準を導くことは困難であると思われる²¹¹。アメリカの議論の大勢に従って検討を試みるとすれば、契約による自衛可能性がある以上、債権者に対して、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いて取締役の責任という形での保護を与える必要性は低く²¹²、企業価値をも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²¹³にのみ、取締役の重過失による任務懈怠が認められると解することになろう²¹⁴。また、経営状態の悪化した会社が（積極的なリスクテイクを行うのではなく）事業を継続することによって企業価値が劣化し続けるという問題についても、銀行や取引債権者は自衛することが可能であると思われるが²¹⁵、「単なる希望的観測を抱いただけで漫然と従来どおりの経営を続行する」²¹⁶場合には、経営判断原則により取締役を保護する必要性も存在しない

²¹⁰ 取締役が債権者の利益をも考慮する義務を負う時点は、デラウェア州の判例に従うとすれば、会社が *insolvency*、すなわち債務超過もしくは支払不能に陥った時点（通常は前者の方が先に到来しよう）と解することになる。その前の時点で経営判断原則の適用によっても保護されないような極端なリスクテイク（後掲注 212-214 およびそれに対応する本文を参照）が行われた場合、取締役は会社に対して損害賠償責任を負担し、債権者がそれを代位行使することは可能であろう（これを否定すべきとする見解として、Dionne [2007] pp.218-223 がある）。もっとも、そのような行為が株主の同意の下で行われた場合には難しい問題が残ることは前注で述べたとおりである。

²¹¹ なお、Healthco 判決においては、LBO 後の会社の債務返済能力に関する情報を十分に収集していなかったことを理由として経営判断原則の適用が否定されたが、この判示が一般的なものではないことについて、前掲注 136、137 およびそれに対応する本文を参照。

²¹² この点に関する筆者の考え方については、後藤 [2007] 506-513 頁を参照。

²¹³ アメリカにおける実例として、経営状態の悪化した会社の株主兼取締役が、会社債務の返済資金を得るために会社資金によりラスベガスに赴いて賭博を行った *Dwyer v. Jones (In re Tri-State Paving, Inc.)*, 32 B.R. 2 (Bankr. W. D. Pa. 1982)（株主兼取締役の破産免責を許可せず、費消された会社資金の返還請求を認容）がある。Production Resources Group 判決の傍論部分（前掲注 91 に対応する本文）も参照。また、経営状態の悪化による事業内容の変更があったと認定されているわけではないが、食品衛生法違反の牛乳の再利用の発覚により廃業を余儀なくされた乳製品の製造・販売会社の元従業員の同社代表取締役に対する平成 17 年改正前商法 266 条ノ 3 に基づく損害賠償請求が認められた名古屋高裁金沢支判平成 127 年 5 月 18 日判時 1898 号 130 頁も、低コストでの操業により利益を得られる反面、発覚時に多額の損失を出すリスクのある態様の事業を行ったことについての責任が問題となったものとみることができよう。

²¹⁴ 藤田 [2002b] 133-134 頁も参照。

²¹⁵ 後藤 [2007] 544 頁。

²¹⁶ 吉原 [1985] 1514 頁。

との考え方もありうるであろう²¹⁷。他方で、事業を再建するための手続としては様々なものがあり、いずれを選択するかは各手続のメリットとデメリットを考慮した上でなされる経営判断であると考えられるため、法的倒産手続の開始を申し立てないこと自体は、その背後に株主の利益の考慮があったとしても、重過失による任務懈怠には当たらないと解することになるであろう²¹⁸。

なお、アメリカ連邦破産法は取締役に対して法的倒産手続を早期に開始するインセンティブを倒産申立義務ではなく DIP を認めることによって与えており、わが国においても申立時の経営陣を管財人に選任する DIP 型会社更生手続の運用が開始された背景にも同様の考慮が存在しているところであるが²¹⁹、アメリカにおいては、実務上の慣行の結果として制度が意図した通りの効果を生まなくなっている可能性があることが指摘されていたことも、興味深い点である。現在のわが国の実務の状況を調査するとともに²²⁰、同様の状況が生じた場合の対策を検討しておく必要があるであろう²²¹。

²¹⁷ ただし、経営状態の悪化が外発的要因に基づく一時的なものなのか、それとも事業構造の抜本的改革を要する本質的なものなのかという点に関する判断も一種の経営判断であり、また、経営改善策の内容も諸種の費用等を考慮した上で決定されるものであることを考えると、本文のように評価されるのは、取締役の無策振りがかなり極端なものである場合に限られると思われる。

²¹⁸ 吉原 [1985] 1512、1514 頁参照。なお、大杉 [2003] 35 頁、39 頁注 103 は、「所有と経営の乖離した大規模企業においては、早期に倒産処理を開始する義務を…取締役の対債権者責任に読み込む」ことを主張しつつ、「所有と経営の一致した小規模企業においては、期待可能性を考慮して重過失なしと解する場合が多いことになる」としている。後者のような企業であっても事業再建を試みることに期待可能性がないとは考えにくいから、ここで問題とされているのは株主の利益が否定されるような手法での倒産処理であると思われるが、本文のように考えた場合には、前者のような企業の場合と大きな違いはないことになる。

²¹⁹ 難波・渡部・鈴木・徳岡 [2008] 14 頁。大杉 [2003] 35 頁も参照。

²²⁰ 会社更生手続に関しては、従来 DIP 型を認めない運用がなされてきたため、そもそもこのような問題は生じていないと考えられるが、DIP 型を原則とする民事再生手続の実態についての調査が必要であろう。

²²¹ 本文の問題を指摘する論者は、大陸法型の財務状況を基準とする倒産申立義務は適切な対策とはなりがたいと述べているが、行動経済学の知見を参照し、取締役には自らによる事業再建の可能性を過信する傾向があることから、適時に倒産手続の開始を申し立てる義務を課すべきであるとする主張も存在している (Dickerson [2003])。なお、木川 [2007] 183-188 頁は、ドイツ法の倒産申立義務を参考として、会社法 429 条の解釈として、債務超過に陥った会社の取締役には債権者の共同担保である責任財産を減少させない義務があると解すべきであるとするが、継続企業価値が清算価値を上回っている場合にどのような行動が要求されるのか (この場合には継続企業価値を前提として債務超過を判断するものと思われるが (木川 [2007] 172 頁参照))、明確ではないように思われる。

(2) 債権者の利益の考慮と株主の利益の侵害

また、今後の動向にやや不明確なところはあるものの、わが国においても著名な Credit Lyonnais 判決をはじめとするデラウェア州衡平法裁判所の判例は、倒産もしくはそれに近接した状態にある企業の取締役は債権者の利益をも考慮する義務を負うとの理論を、債権者の利益を考慮してなされた行為についての株主からの責任追及を斥けるために用いていた。これに対して、一種のコール・オプションである株式には法的倒産手続が開始されていない限り価値があるにもかかわらず、取締役が（特に契約によって確保されているわけでもないような）債権者の利益を考慮することによって、株主の有する価値を否定するような帰結となることに疑問を示す見解も存在していた。

この議論は、私的整理や M&A を通じた事業再建において、株主の権利との関係で取締役にどのような手法・裁量を認めるべきかという点を検討する必要性を示唆していると思われる²²²。

以 上

²²² わが国における全部取得条項付種類株式を用いた 100%減資について、類似の問題意識を示す見解として、田中（亘）[2005] 24-26 頁を参照。

〔参考文献〕

- 浅香吉幹、『アメリカ民事訴訟法（第2版）』、弘文堂、2008年
- 伊勢田道仁、「支払不能に瀕した会社の取締役の信認義務」、『商事法務』1410号、1995年、27～29頁
- 伊藤 眞、「再生債務者の地位と責務—再建型手続の基礎理論（中）」、『金融法務事情』1686号、2003年、113～121頁
- 梅本剛正、「経営悪化時の取引と取締役の責任」、『甲南法学』38巻1・2号、1997年、59～73頁
- 江頭憲治郎、『会社法人格否認の法理』、東京大学出版会、1980年
- 大杉謙一、「新しい事業組織形態（日本版LLC）の構想—国際競争力を持つ企業法制的模索として〔IV・完〕」、『商事法務』1652号、2003年、26～41頁
- 神谷高保、「会社債権者に対する取締役の信認義務の理論的構造—会社が倒産の危機に瀕した場合の取締役の義務と『取締役の第三者に対する責任』との関係についての序論的研究」、『法学志林』106巻3号、2009年、1～22頁
- 木川裕一郎、「倒産手続開始申立義務の再生」、『法学新報』113巻9・10号、2007年、157～195頁
- 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、2000年、2901～2931頁
- 郡谷大輔・岩崎友彦、「会社法における債権者保護（上）」、『商事法務』1746号、2005年、42～55頁
- 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—自己資本の水準から株主のインセンティブへ』、商事法務、2007年
- 、「法人格否認の法理」、江頭憲治郎編『会社法コンメンタール1—総則・設立（1）』、商事法務、2008年、90頁
- 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法則」、『民商法雑誌』88巻5号、1983年、577～601頁
- 、「債権者に対する取締役の信認義務」、『商事法務』1403号、1995年、44～47頁
- 斉藤善人、「LBOと詐欺的譲渡についての第三巡回区連邦控訴裁判所の判断」、奥島孝康・田山輝明・加藤哲夫・近藤隆司編『倒産法学の軌跡と展望 櫻井孝一先生古稀祝賀』、成文堂、2001年、285～302頁
- 桜沢隆哉、「取締役の第三者に対する責任に関する一考察—倒産の局面における取締役の信認義務に対する株主と会社債権者の利害対立（1）」、『早稲田大学大学院法研論集』121号、2007年a、95～120頁

- 、「取締役の第三者に対する責任に関する一考察—倒産の局面における取締役の信認義務に対する株主と会社債権者の利害対立（2・完）」、『早稲田大学大学院法研論集』122号、2007年b、75～102頁
- 、「取締役の債権者に対する責任の展開—米国の近時の判例を素材として」、『早稲田大学大学院法研論集』123号、2007年c、153～177頁
- 佐藤鉄男、『取締役倒産責任論』、信山社、1991年
- 志谷匡史、「取締役の信認義務違反と会社債権者の責任追及」、『商事法務』1844号、2008年、43～46頁
- 柴田和史、「信託財産の法理—アメリカ会社法における債権者保護の理論（1）」、『法学志林』93巻4号、1996年、3～25頁
- 、「信託財産の法理—アメリカ会社法における債権者保護の理論（2）」、『法学志林』95巻1号、1997年、69～103頁
- 、「19世紀から20世紀初頭にかけてのアメリカにおける会社債権者保護の法理としての Trust Fund Doctrine」、『信託法研究』28号、2003年、35～58頁
- 武田典浩、「取締役の債権者に対する信認義務—企業価値最大化義務の検討」、『中央大学大学院研究年報』34号、2005年、175～189頁
- 田中英夫、『英米法辞典』、東京大学出版会、1991年
- 田中秀樹、「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」、『東京大学法科大学院ローレビュー』1号、2006年、86～100頁
- 田中 亘、「事業再生から見た会社法の現代化（2・完）」、『NBL』823号、2005年、22～29頁
- 棚橋 元、「オムニケア判決—取引保護条項の有効性」、野村修也・中東正文編『M&A判例の分析と展開』、経済法令研究会、2007年、259～263頁
- 谷口安平、「倒産企業の経営者の責任」、鈴木忠一・三ヶ月章監修『新・実務民事訴訟講座13倒産手続』、日本評論社、1981年、241～263頁
- 難波孝一・渡部勇次・鈴木謙也・徳岡 治、「会社更生事件の最近の実情と今後の新たな展開—債務者会社が会社更生手続を利用しやすくするための方策：DIP型会社更生手続の運用の導入を中心に」、『NBL』895号、2008年、10～31頁
- 藤田友敬、「株主の有限責任と債権者保護（1）」、『法学教室』262号、2002年a、81～90頁
- 、「株主の有限責任と債権者保護（2）」、『法学教室』263号、2002年b、122～136頁
- 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—取締役のいわゆる受託者的地位をめぐって—」、『阪大法学』115号、1980年、91～128頁

- 、「米国における LBO と詐害行為取消による債権者保護」、『下関市立大論集』34 卷 3 号、1991 年、37～54 頁
- 、「取締役の対第三者責任—平成期の判決等の傾向」、『甲南法学』49 卷 1・2 号、2009 年、1～62 頁
- 松井智予、「会社法による債権者保護の構造 (5)」、『法学協会雑誌』122 卷 4 号、2005 年、442～533 頁
- 水野吉章、「詐害行為取消権の理論的再検討 (5)」、『北大法学論集』60 卷 2 号、2009 年、790～741 頁
- ミルハウプト カーティス J. 編、『米国会社法』、有斐閣、2009 年
- 森 まどか、「社債の『イベント・リスク』に関する法的研究」、『社債権者保護の法理』、中央経済社、2009 年、5～106 頁 (初出は 1999 年)
- 森田 果、「受託者の公平義務 [上]」、『NBL』780 号、2004 年、35～40 頁
- 、「わが国に経営判断原則は存在していたのか」、『商事法務』1858 号、2009 年 a、4～13 頁
- 、『金融取引における情報と法』、商事法務、2009 年 b
- 吉原和志、「会社の責任財産の維持と債権者の利益保護 (3・完)」、『法学協会雑誌』102 卷 8 号、1985 年、1431～1531 頁
- 、「株式会社の設立」、『ジュリスト』1295 号、2005 年、17～26 頁
- Adler, Barry E., Vedran Capkun, and Lawrence A. Weiss, “Destruction of Value in the New Era of Chapter 11,” NYU Working Paper No. CLB-06-032, 2006 (available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1291620>).
- Anderson, Bryan, “Comment, Gheewalla and Insolvency: Creating Greater Certainty for Directors of Distressed Companies,” *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, 11, 2009, pp.1031-1050.
- Apel, Sara E., “Comment, In too Deep: Why the Federal Courts should not Recognize Deepening Insolvency as a Cause of Action,” *Emory Bankruptcy Developments Journal*, 24, 2008, pp.85-127.
- Armour, John, Gerard Hertig, and Hideki Kanda, “Transactions with Creditors,” in Reinier Kraakman, John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry B. Hansmann, Gerard Hertig, Klaus J. Hopt, Hideki Kanda, and Edward B. Rock, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 2nd ed., Oxford University Press, 2009, pp.115-151.
- Bainbridge, Stephen M., *Corporation Law and Economics*, Foundation Press, 2002.
- , “Much Ado about Little? Director's Fiduciary Duties in the Vicinity of Insolvency,” *Journal of Business & Technology Law*, 1, 2007, pp.335-369.
- Baird, Douglas G., and M. Todd Henderson, “Other People's Money,” *Stanford Law*

- Review*, 60, 2008, pp.1309 -1343.
- Barnett, Christopher L., "Healthco and the "Insolvency Exception": An Unnecessary Expansion of the Doctrine?," *Bankruptcy Developments Journal*, 16, 2000, pp.441-465.
- Barondes, Royce de R., "Fiduciary Duties of Officers and Directors of Distressed Corporations," *George Mason Law Review*, 7, 1998, pp.45-104.
- , "Fiduciary Duties in Distressed Corporations: Second-Generation Issues," *Journal of Business & Technology Law*, 1, 2007, pp.371-413.
- Beveridge, Norwood P., Jr., "Does a Corporation's Board of Director's Owe a Fiduciary Duty to its Creditors?," *St. Mary's Law Journal*, 25, 1994, pp.589-622.
- Bratton, William W., "Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process," in Horst Eidenmüller and Wolfgang Schön, eds. *The Law and Economics of Creditor Protection: A Transatlantic Perspective*, T.M.C Asser Press, 2008, pp.37-85 (first appeared in 2006).
- Campbell, Rutheford B., Jr., and Christopher W. Frost, "Manager's Fiduciary Duties in Financially Distressed Corporations: Chaos in Delaware (and Elsewhere)," *The Journal of Corporation Law*, 32, 2007, pp.491-525.
- Chava, Sudheer, and Michael R. Roberts, "How does Financing Impact Investment? The Role of Debt Covenants," *The Journal of Finance*, 63, 2008, pp.2085-2121.
- Chaver, Alon, and Jesse M. Fried, "Manager's Fiduciary Duty upon the Firm's Insolvency: Accounting for Performance Creditors," *Vanderbilt Law Review*, 55, 2002, pp.1813-1844.
- Cieri, Richard M., and Michael J. Riela, "Protecting Directors and Officers of Corporations That Are Insolvent or in the Zone of Vicinity of Insolvency: Important Considerations, Practical Solutions," *DePaul Business & Commercial Law Journal*, 2, 2004, pp.295-340.
- Conaway, Ann E., "Trenwalla: A Call for Rationalizing Fiduciary Duties to Creditors in Delaware," Widener Law School Legal Studies Research Paper Series no.08-09, 2008 (available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=991224>).
- Crespi, Gregory Scott, "Rethinking Corporate Fiduciary Duties: The Inefficiency of the Shareholder Primacy Norm," *SMU Law Review*, 55, 2002, pp.141-156.
- Daigle, Katherine H., and Michael T. Maloney, "Residual Claims in Bankruptcy: An Agency Theory Explanation," *The Journal of Law & Economics*, 37, 1994, pp.157-193.
- Datta, Sudip, and Mai E. Iskandar-Datta, "Reorganization and Financial Distress: An Empirical Investigation," *Journal of Financial Research*, 18, 1995, pp.15-32.

- _____, _____, and Ajay Patel, "Bank Monitoring and the Pricing of Corporate Public Debt," *Journal of Financial Economics*, 51, 1999, pp.435-449.
- Davies, Paul, "Director's Creditor-Regarding Duties in Respect of Trading Decisions Taken in the Vicinity of Insolvency," in Horst Eidenmüller and Wolfgang Schön, eds. *The Law and Economics of Creditor Protection: A Transatlantic Perspective*, T.M.C. Asser Press, 2008, pp.303-339 (first appeared in 2006).
- Diamond, Douglas W., "Financial Intermediation and Delegated Monitoring," *Review of Economic Studies*, 51, 1984, pp.393-414.
- Dickerson, A. Mechele, "A Behavioral Approach to Analyzing Corporate Failures," *Wake Forest Law Review*, 38, 2003, pp.1-54.
- Dionne, Anna Manasco, "Living on the Edge: Fiduciary Duties, Business Judgment and Expensive Uncertainty in the Zone of Insolvency," *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, 13, 2007, pp.188-224.
- Eidenmüller, Horst, "Trading in Times of Crisis: Formal Insolvency Proceedings, Workouts and the Incentives for Shareholders/Managers," Horst Eidenmüller and Wolfgang Schön, eds. *The Law and Economics of Creditor Protection: A Transatlantic Perspective*, T. M. C. Asser Press, 2008, pp.241-260 (first appeared in 2006).
- Hartman, Rima Fawal, "Situation-Specific Fiduciary Duties for Corporate Directors: Enforceable Obligations or Toothless Ideals?" *Washington and Lee Law Review*, 50, 1993, pp.1761-1789.
- Hu, Henry T. C., and Jay Lawrence Westbrook, "Abolition of the Corporate Duty to Creditors," *Columbia Law Review*, 107, 2007, pp.1321-1403.
- Jelisavcic, Vladimir, "A Safe Harbor Proposal to Define the Limits of Directors' Fiduciary Duty to Creditors in the "Vicinity of Insolvency:" *Credit Lyonnais v. Pathe*," *Journal of Corporation Law*, 18, 1992, pp.145-172.
- Kandestin, Cory Dean, "Note, The Duty to Creditors in Near-Insolvent Firms: Eliminating the "Near-Insolvency" Distinction," *Vanderbilt Law Review*, 60, 2007, pp.1235-1272.
- Keay, Andrew, *Company Directors' Responsibilities to Creditors*, Routledge Cavendish, 2007.
- Khanna, Naveen, and Annette B. Poulsen, "Managers of Financially Distressed Firms: Villains or Scapegoats?" *The Journal of Finance*, 50, 1995, pp.919-940.
- Lin, Laura, "Shift of Fiduciary Duty Upon Corporate Insolvency: Proper Scope of Directors' Duty to Creditors," *Vanderbilt Law Review*, 46, 1993, pp.1485-1524.
- Lipson, Jonathan C., "Director's Duties to Creditors: Power Imbalance and the

- Financially Distressed Corporation,” *UCLA Law Review*, 50, 2003, pp.1189-1258.
- , “The Expressive Function of Directors’ Duties to Creditors,” *Stanford Journal Law, Business and Finance*, 12, 2007, pp.224-288.
- McCoy, Patricia A., “A Political Economy of the Business Judgment Rule in Banking: Implications for Corporate Law,” *Case Western Reserve Law Review*, 47, 1996, pp.1-80.
- McDonnell, Stephen R., “Geyer v. Ingersoll Publications Co.: Insolvency Shifts Directors’ Burden from Shareholders to Creditors,” *Delaware Journal of Corporate Law*, 19, 1994, pp.177-210.
- McLaughlin, Jon Dwain, “The Uncertain Timing of Directors’ Shifting Fiduciary Duties in the Zone of Insolvency: Using Altman’s Z-Score to Synchronize the Watches of Courts, Directors, Creditors, and Shareholders,” *Hamline Law Review*, 31, 2008, pp.145-196.
- Nicholson, Brent, “Recent Delaware Case Law Regarding Director’s Duties to Bondholders,” *Delaware Journal of Corporate Law*, 19, 1994, pp.573-592.
- Nini, Greg, David C. Smith, and Amir Sufi, “Creditor Control Rights and Firm Investment Policy,” *Journal of Financial Economics*, 92, 2009, pp.400-420.
- Rao, Ramesh K. S., David Simon Sokolow, and Derek White, “Fiduciary Duty a la Lyonnais: An Economic Perspective on Corporate Governance in a Financially-Distressed Firm,” *Journal of Corporation Law*, 22, 1996, pp.53-78.
- Ribstein, Larry E., and Kelli A. Alces, “Director’s Duties in Failing Farms,” *Journal of Business & Technology Law*, 1, 2007, pp.529-551.
- Schwarcz, Steven L., “Rethinking a Corporation’s Obligations to Creditors,” *Cardozo Law Review*, 17, 1996, pp.647-690.
- Sepe, Simone M., “Director’s Duty to Creditors and the Debt Contract,” *Journal of Business & Technology Law*, 1, 2007, pp.553-606.
- Shaffer, Andrew D., “Corporate Fiduciary - Insolvent: The Fiduciary Relationship Your Corporate Law Professor (should have) Warned You About,” *American Bankruptcy Institute Law Review*, 8, 2000, pp.479-557.
- Skeel, David A., “Creditor’s Ball: The “New” New Corporate Governance in Chapter 11,” *University of Pennsylvania Law Review*, 152, 2003, pp.917-951.
- Smith, Thomas A., “The Efficient Norm for Corporate Law: A Neotraditional Interpretation of Fiduciary Duty,” *Michigan Law Review*, 98, 1999, pp.214-268.
- Stilson, Ann E. Conaway, “Reexamining the Fiduciary Paradigm at Corporate Insolvency and Dissolution: Defining Director’s Duties to Creditors,” *Delaware Journal of Corporate Law*, 20, 1995, pp.1-122.

- Triantis, George G., and Ronald J. Daniels, "The Role of Debt in Interactive Corporate Governance," *California Law Review*, 83, 1995, pp.1073-1113.
- Tung, Frederick, "The New Death of Contract: Creeping Corporate Fiduciary Duties for Creditors," *Emory Law Journal*, 57, 2008, pp.809-869.
- Varallo, Gregory V., and Jesse A. Finkelstein, "Fiduciary Obligations of Directors of the Financially Troubled Company," *Business Lawyer (ABA)*, 48, 1992, pp.239-255.
- Veasey, E. Norman, and Christine T. Di Guglielmo, "What Happened in Delaware Corporation Law and Governance from 1992 - 2004? A Retrospective on some Key Developments," *University of Pennsylvania Law Review*, 153, 2005, pp.1399-1512.