

Alon Chaver & Jesse M. Fried, *Managers' Fiduciary  
Duty Upon the Firm's Insolvency:  
Accounting for Performance Creditors,*  
55 Vanderbilt Law Review 1813-1844 (2002).

藤 本 利 一

【はじめに】

日本では、倒産法研究は民事訴訟法研究者を主体としてこれまで行われてきた。優れた研究業績が、これらの研究者により蓄積されてきたことは疑いのないところである。もっとも、その視線を海外に向けると、民事訴訟法研究者が倒産法研究を兼ねるということは自明ではない。たとえば、アメリカ合衆国において、とくに企業倒産法の研究分野で業績を生産する人々のなかで、日本のように、民事訴訟法研究者を兼ねる人はまれであるように思われる。本稿で紹介する論文の著者である Jesse M. Fried 準教授もその研究関心は、倒産法とともに会社法にも向けられている。

本論文は、会社が支払不能<sup>1)</sup>に陥り倒産手続が開始される前の段階 ( pre - bankruptcy ) における、取締役の信認義務 ( fiduciary duty ) をめぐる議論を批判的に検討したものである。この問題については、法と経済学の方法を用いるアメリカ会社法研究者を中心に議論が戦わされてきた。その結果、それらの研究者の間ではすでに支配的な見解が形成されているようである。Fried 準教授は、この支配的な見解に対して、倒産法研究の視点をも踏まえ、法と経済学の方法を基礎に、根本的な批判を行い、自説を提示している。そこでは、支払不能に陥り、倒産手続を申し立てる直前の状況において、取締役のよるべき行為規範についての考察が行われている。

倒産手続に入る直前の混乱した状況を理論的に分析すること自体容易ではないであろうし、「倒産法研究」という視点からはその必要性はないとも言える。それはたんに「会社法研究」にすぎないかも知れないからである。しかし、なおこのような分析にも意味はあると考える。合衆国連邦倒産法の1978年改正の重要なポイント

の1つは、旧法とは異なり、債務者会社の取締役は倒産手続のもとでも事業を継続的にコントロールする道が開かれるとともに、更生計画案を提案する権利も付与され、債務者主導型の手続となったことである<sup>2)</sup>。このような手続のもとでは、継続される事業のもとでの債務者会社のガバナンスが問題となり得る。そして、この問題は、倒産手続直前の会社のガバナンスの問題と無関係とは言えない。それゆえ、倒産法理論の視点から倒産手続開始直前の状況に目を配ることに意義はあると思われる。他方、日本の新しい会社更生法においても、倒産した会社の取締役が手続を主宰する道が開かれている。当該法人の消滅を前提として手続が進行する清算型手続とは異なり、再建型手続の場合には、日本においてもその手続の前後に目を配る契機が存在するのではなからうか。その1つの手がかりを提供するものとして、本論文を紹介する次第である。

本稿では、紹介する論文の要旨をまとめた後、それに対するコメントを述べる。

## 【論文要旨】

### はじめに

会社の取締役は、会社およびその株主に対して、一般に信託義務 (fiduciary duty) を負う。この義務は、取締役に株主の価値を最大化することを要求するものと解釈されている。会社の経営状態が良好な場合には、取締役は、全体の価値を最大化するような方法、つまり効率的な方法で会社の資産を運用するインセンティブを有する。しかし、会社が支払不能に陥った場合、会社の取締役が株主の利益と債権者の利益のバランスをどのように図るべきかという困難な問題が存する。この問題について明確に判断した裁判例ははまだ存在しない。他方、会社法研究者らは、支払不能にある会社の取締役は、株主および債権者の有するその会社に対する金銭債権 (financial claims) の総価値を最大化する義務を負うべきである、と主張してきた。換言すれば、取締役はその会社の財務的価値を最大化する義務を負うべきであるという見解である。これは、財務的価値最大化説 ('financial value maximization', FVM) と呼ばれ、会社法研究者の間では一般的な見解となった。

本稿は、この考え方に瑕疵があることを提示する。たしかに、会社が支払不能にある場合、株主の持つ1ドルの価値は、債権者の持つ1ドルの価値と同じように扱われるべきである。しかし、この場合に、金銭債権を会社に対して有する「債権者」だけでなく、会社に対して履行請求権を有する「債権者」<sup>3)</sup>が存在することは見過ごされてきた。この考え方では、後者に対する取締役の判断の影響は無視され

るが、そのような取扱いに正当性はない。また、会社が支払不能にある場合、この考え方には、会社による契約履行の可能性が低減し、会社に利益をもたらすような契約でも解除されてしまう、というゆがみが存在する。

本稿で示唆する考え方は、支払不能に陥った会社の取締役が、会社に対する金銭債権および履行請求権といったすべての権利の総価値を最大化することを目的とすべきである、ということである。こうした考えは、たとえば株主に対して、契約の履行を判断する時点では不利益をもたらすであろうが、実際はそれ以上の利益を契約締結時にもたらしているはずである。<sup>4)</sup>

### 財務的価値最大化説の登場

本章の目的は、会社が支払不能にある場合における、取締役の信認義務に関する主要な考え方、すなわち、FVMアプローチについて説明すること、そして、この考え方により、取締役は効率的に行動するインセンティブを有すると、会社法研究者が考えたことの理由を簡単に説明することである。

#### A. 株主価値最大化説

##### 1 健全な会社における株主価値最大化説

健全な会社の取締役が会社およびその株主に対して信認義務を負うことは、会社法の基本原則である。この義務のもとで、取締役は、自己の利益および会社債権者等の利益に対して、株主の利益を優先させなければならない。債権者は、会社との契約により適切に保護されると考えられてきたため、信認義務の保護を債権者に拡大する必要はない、と広く信じられてきた。

現代の会社法研究者は、信認義務を、株主の剰余利益の価値を最大化することを取締役に義務付けるものとして解釈してきた。会社が永遠に倒産することがないとすると、株主は、つねに、会社の剰余資産に対する唯一の権利者であり、したがって、株主は会社の価値が1ドル増えるごとに1ドルの利益を得、会社の価値が1ドル減るごとに1ドルの損失を被る。この場合、取締役による株主価値の最大化は、全体価値の最大化に一致する(株主価値最大化説('shareholder value maximization', SVM))。

もちろん、現実の世界では、どのような会社であっても、負債を返済できない地位に陥る可能性がある。会社が支払不能に陥れば、株主は会社の剰余資産に対する唯一の権利者ではなくなる。すなわち、債権者もまたそのリスクの一部を負担することになる。

## 2 支払不能の会社における株主価値最大化説：リスクの過剰負担の問題

株主価値最大化説 (SVM) は、会社が健全な状態において、取締役の好ましい行動を促進する傾向にあるが、会社が支払不能に陥った場合には、この見解により好ましくない行動が導かれる可能性がある。この問題はつぎの例により示される。

例 1：ある会社が年末に100ドルの負債を支払う義務を負っている。もしこの会社が現在の「安全な」事業 (S) を継続すると、会社は年末の時点で全額80ドルの資産を持つとする。結果として、会社は当該債務につきデフォルトに陥る。もう一つの方法として、会社は「リスクの高い」事業 (R0) を選択することができる。もし会社が R0 を選択すると、年末までに全額120ドルの資産を有する可能性が50%、年末までに資産が0になる可能性が50%ある。R0 の期待値は60ドルであり、かつ S の期待値は80ドルであるため、効率性の観点からは、取締役は S を選択するべきである。しかし、事業 S を継続すれば、剰余価値の期待値は0ドルとなり、会社が R0 に事業を変更すれば、剰余価値の期待値は  $20\text{ドル} \times 50\% = 10\text{ドル}$  となる。

この例で、SVM を採用すれば、取締役は、S よりも R0 を選択することになるであろうが、これは効率的ではない。債権者が R0 失敗のリスクと費用を負担するのに対し、株主は失うものがほとんどないか、まったくないにもかかわらず、利益を得る可能性がある。

## B．支払不能の会社における債権者価値最大化説

### 1 債権者価値の最大化と過剰なリスク負担の排除

会社が支払不能に陥れば、債権者は剰余価値に対する権利者となり、また、SVM がリスクの過剰負担を招来し得るため、それとは異なる見解である債権者価値最大化説 ('creditor value maximization', CVM) を概観する。この考え方のもとで、支払不能にある会社の取締役は、債権者の価値を最大化する義務を負う。これは純粋な仮説ではなく、これを支持する多数の裁判例がある。

例 2：例 1 と同様の事案を用いつつ、例 1 とは異なり、取締役は債権者の持つ価値を最大化しなければならないとする。事業 S での債権者の権利の期待値は80ドル。事業 R0 のもとでのその期待値は  $100\text{ドル} \times 50\% = 50\text{ドル}$  である。この場合、取締役は、価値最大化の判断として、事業 S を選択しなければならないであろう。

この考え方のもとでは、取締役は債権者が利用可能な価値を最大化しようとし、株主への自己の判断の影響を考慮しない。それゆえ、取締役は、債権者の権利の価値を減少させるような危険な戦略を選択しないであろう。

## 2 債権者価値最大化説とリスクの過小負担の問題

他方で、債権者価値を最大化する考え方は、リスクの過小負担の問題を生ぜしめる。

例3：例1のように、会社が年末に期限の到来する100ドルの負債を負担しているとする。もし会社が「安全な」事業Sを継続すると、当該年末に全額で80ドルの資産をもつことになる。その結果、会社は債務を履行できなくなる。会社が「リスクの高い」事業R1に変更すると、事業Sよりも高い期待値が得られる。すなわち、この事業R1では、年末に200ドルの資産を得るのが50%、資産が0になるのが50%の確率である。それゆえ、事業R1の期待値は100ドルであり、事業Sよりも20ドル高い。効率性の観点から、取締役は、事業R1を選択するべきである。しかし、会社が事業Sを継続すれば、債権の期待値は80ドルであり、また事業R1に変更すれば、債権の期待値は50ドルである。この場合、CVMによれば、取締役は効率的でない結果である事業Sを選択する。

この例からわかることは、会社が事業に失敗すれば、債権者が損失のほとんどを負担するが、会社が事業に成功しても、債権者はその利益のほとんどを享受できない、ということである。それゆえ、たとえ債権者と株主双方にとって利用可能な全体価値が減少しても、CVMによれば、取締役は保守的に行動することになる。

## C. 会社が支払不能である場合の金銭価値最大化説

SVMとCVMは、会社が支払不能であるときに、効率的でない行動をするインセンティブを取締役に与え得る。各々の考え方には瑕疵がある。なぜなら、それらによれば、一方の権利者の利益のみを考慮し、他方の権利者への効果を考慮せず、取締役は決断をなすことが義務付けられるからである。

ほとんどの裁判所は、支払不能の会社の取締役は株主と債権者双方に信託義務を負う、と判示してきた。しかし、株主の利益が債権者の利益とどのように調和されるのか明言した裁判所はない。この問題を論じてきた学説のなかで、支配的な見解は、支払不能の会社の取締役は、会社に対する金銭債権の価値の総体を最大化すべ

きである、というものである。この見解は、財務的価値最大化説（FVM）と呼ばれるものであり、その目的は、取締役が債権者の価値を犠牲にして、株主の価値を増大することがないようにすることである。この見解により、一方の投資家にのみ優先権を付与することにより生じる前述の2つのリスク負担の問題は排除される。

### 財務的価値最大化説の問題

本章の目的は、FVM について認識されていない問題を指摘することである。FVM の問題は、債権者には2種類あるということを認識できていないことにある。一方は、金銭債権者であり、他方は、履行請求権を有する債権者である。FVM によれば、取締役は、後者に対して自己が下した判断の効果を考慮することは求められない。そのため、SVM と CVM で生じたゆがみが、同様に、FVM においても、履行請求権を有する債権者への取締役の判断の効果を無視することで生じ得る。

#### A．会社が解除による損害を全額弁済する場合における財務的価値最大化説

一般に、契約法において、契約を解除した契約当事者は、相手方が解除により損害を被った場合、その損害を賠償しなければならない。期待利益の損害賠償ルールに基づく損害賠償の基準は、当該契約が履行されていればそうになっていたの同一の経済的地位に、損害を被った当事者を置くために必要とされる総額である。このルールによれば、解除により損害を被った相手方への金銭による全額の賠償が予定される。

しかし、損害を被った当事者が実際に期待利益の損害賠償を全額得ることができるか否かは、契約を解除した会社が健全な状態にあるか否かに左右される。たとえば、会社が、契約の相手方当事者に対して、100ドルの支払と交換でソフトウェアを供給し、10ドルの支払と交換でその更新版を提供する契約を締結したとする。相手方から100ドルを受け取り、ソフトウェアを引き渡した後、会社は、ソフトウェアの更新版を製造する能力にどの程度の投資をなすべきかについて検討する。ソフトウェアの更新により、相手方は50ドルの利益を得るとする。その純利益は50ドル - 10ドル = 40ドルとなる。会社が健全な状態にある場合、会社が契約を解除しても、相手方は40ドルの損害全額を回収し得る。会社は解除により相手方に生じる費用を全額負担することになる。したがって、取締役が会社の財務的価値を最大化しようとする限りにおいて、解除による会社への利益が40ドルを超えなければ、つまり、解除が非効率的であれば、取締役は契約を履行するインセンティブを有する。

B. 支払不能の会社にとっての解除の費用：「按分比例による損害賠償  
(ratable damages)」

ここでは2つの事案を考える。最初の事案は、取締役が契約履行の判断等をしなければならぬ時点で、会社が「倒産する」<sup>5)</sup>であろうことを確実に知っている、というもので、もう1つは、その判断の時点で、会社が「倒産する」可能性のあることを取締役が知っている、というものである。

1. 倒産が確実な場合において期待される解除の費用

Aの例を用いる。会社は、相手方にソフトウェアを供給し、100ドルを受け取ったが、それを更新する義務を履行する前に、支払不能に陥ったとする。その後、会社は、ソフトウェアの更新を拒否して相手方に対し契約を解除し、倒産手を申し立てた。この場合、会社の取締役は、解除をなす判断の時点で、会社が確実に倒産手を申し立てるであろうことを知っているとする。

会社が倒産手を申し立てれば、相手方当事者の損害賠償請求権は一般債権とされ、これは、担保権者および優先債権者が満足を受けた後、残った価値を按分比例で受け取る権利にすぎない<sup>6)</sup>。先の例で、相手方が、契約により10ドル支払うことで得られる更新版の価値を50ドルと評価しているとする。更新版が供給されなければ、相手方には40ドルの損害が生じる。一般債権に対する配当率が25%であるとすると、相手方が40ドルの損害賠償請求権を主張したとして、 $40\text{ドル} \times 25\% = 10\text{ドル}$ の弁済を受けることになる。したがって、解除ないし履行の選択を考える際に、取締役は、解除したとしても、わずか10ドルの弁済ですむというように考える。

2. 倒産が不確実な場合における契約解除の予測される費用

ここで、支払不能の会社が倒産手を申し立てる前に、業績を回復し、健全な状態を取り戻す可能性があるとする。会社は契約の解除を検討している。具体的には、解除による相手方への損害を40ドル、倒産手続での一般債権者に対する配当率が25%、そして会社が健全な状態に復帰し、40ドルの損害全額を賠償できる可能性が20%、換言すれば、会社が倒産手を申し立てる可能性が80%存在すると仮定する。この事例において、解除により会社の負担する期待費用は、 $40\text{ドル} \times 20\% + 10\text{ドル} \times 80\% = 16\text{ドル}$ となるであろう。この費用は、倒産が確実になった場合(=10ドル)を6ドル上回るが、相手方の現実の損害(=40ドル)より24ドル下回っている。この場合、取締役は解除して損害を全額賠償することはしないであろう。

C. 会社が案分比例で損害を賠償する場合に、財務的価値最大化説により生じるゆがみ

会社は解除による損害をすべて負担する必要がないから、FVMによれば、取締役が、契約を履行する能力に投資する選択をしないであろうし、あるいは、会社が履行できたはずの契約も解除するであろう。それぞれのゆがみについて考えてみる。

1. 契約を履行する能力に投資を十分に行わないこと

まず最初に、支払不能の会社が、取締役投資判断にもとづく契約解除により生じた費用を十分に内部化できないことの効果を考える。

Aの例をここでも用いる。この例で、ソフトウェアを設計し、その更新版を作るのに最善のコンピューター技術者をレイオフするか否かを会社が考えているとする。技術者集団を維持する費用は15ドルとする。しかし、会社がこの集団を解雇すれば、会社が更新版を作り出すことのできる可能性は30%しかない。反対に、この集団を維持すれば、その可能性は80%ある。技術者集団は、ソフトウェアの新製品を作り出す可能性を増大させるだけで、会社にとってそれ以外の価値を生み出さないものとし、会社は、ソフトウェアの更新版を作るさいに、この集団を維持するために必要な15ドルを負担するだけで、それ以外何ら費用を負担しないとする。

効率性の観点からは、会社は技術者集団を維持するのが望ましい。会社がその集団をレイオフすると、ソフトの更新による期待値は15ドルである（相手方の利益が50ドル、その商品の成功の可能性が30%である）。しかし、会社がその集団を維持するならば15ドルの費用を負担することになるが、ソフトの更新による期待値は40ドルである（相手方の利益が50ドル、成功の確率が80%）。全体の期待値は、その集団を維持する場合、 $25\text{ドル} = 40\text{ドル} - 15\text{ドル}$ となり、解雇する場合より10ドル上回ることになる。

ここで会社の経済的インセンティブを考えてみる。会社が健全で、解除による損害を40ドル全額賠償できるとする（=相手方の利益50ドル - 会社への支払10ドル）。会社が技術者集団を維持する場合、ソフトを更新できない20%の可能性と、更新し10ドルを受け取る80%の可能性がある。よって、技術者集団を維持する期待値は、 $10\text{ドル} \times 80\% - 40\text{ドル} \times 20\% - 15\text{ドル} = -15\text{ドル}$ となる。他方、会社が技術者集団を解雇すると人件費を負担しなくてすむが、契約を解除して40ドルの賠償を支払う可能性は70%あるのに、履行して10ドルを得る可能性は30%しかない。したがって、会社が技術者集団を解雇することの期待値は、 $10\text{ドル} \times 30\% - 40\text{ドル} \times 70\% = -25\text{ドル}$ である。会社が解除による損害を全額賠償できる場合、FVMによれば、取締

役は技術者集団を維持するという社会的に望ましいインセンティブを有することとなる。

つぎに、会社が支払不能に陥り、倒産手続の申立てが予想される場合を考えてみる。会社が倒産手続を申し立て、その配当率が25%であることを取締役が知っているとする。この場合、技術者集団を維持する期待値は、-9ドルである。これは、期待される収益8ドル=10ドル×80%（履行の可能性）から、予測される損害賠償額2ドル=40ドル×25%（配当率）×20%（解除の可能性）を引き、さらに、この集団を維持する費用15ドルを引くことで導かれる。会社が技術者集団を解雇する期待値は、-4ドルである。これは、更新版の供給により得られる利益3ドル=10ドル×30%（履行の可能性）から、解除による損害賠償額7ドル=40ドル×25%（配当率）×70%（解除の可能性）を引くことで導かれる。こうして、取締役が案分比例で25%の損害賠償の支払を予測し、FVMを義務付けられると、技術者集団を解雇するインセンティブを有することになり、全体の価値は低減する。

## 2. 解除ないし履行に関する判断のゆがみ

ここでも Aの事例を用いる。ソフトウェアの更新により相手方に生じる純利益が40ドル=50ドル（相手方に生じる利益）-10ドル（会社への支払）とする。しかし、ここで、ソフトを供給する会社の費用を30ドルにかえる。純費用は20ドル=30ドル-10ドル（相手方からの支払）である。C1の例とは異なり、この30ドルは、ソフト更新のために、会社が負担しなければならない費用であるとする。この場合、契約を履行することが効率的である。なぜなら、相手方の純利益40ドルが会社の純費用20ドルを超えるからである。

会社が健全な状態にあるとする。契約を解除するならば、会社は相手方に40ドルを支払わねばならない。会社がソフトの更新を履行すれば、純費用20ドル=30ドル（製造にかかる費用）-10ドル（相手方の支払）を負担することになる。このような場合、FVMの義務を負う取締役は、解除はしないであろう。なぜなら、解除にかかる費用40ドルが履行のための純費用20ドルを超えるからである。

しかし、倒産手続の利用可能性が100%であり、この手続における一般債権の配当率が25%になるとする。取締役が解除を選択すれば、会社は40ドルの損害賠償請求権に対して10ドルの弁済をしなければならない。会社は、解除により、20ドルの純費用を負担しなくて済むという利益を得るから、10ドル=20ドル-10ドルの純利益を得ることになる。こうして、契約を履行すれば価値が増大するような場合でさえ、取締役は、FVMによれば、解除を義務付けられる。予想される配当率が低く

なるにつれて、このゆがみが強くなっていく<sup>7)</sup>。

#### D. これらのゆがみを小さくするために考えられる方法

契約当事者が、Cでのゆがみとその結果としての損失を現実には生じないように行動することができるか、という問題が残る。本節では、これらのゆがみの頻度を少なくし、かつその重大性を緩和する2つのメカニズムを考える。これらは、(1) 契約当事者のいずれかが倒産したときに、相手方当事者に解除の優先権を付与するため、契約締結時に事前に担保権を利用すること、および<sup>(2)</sup> 事後的に再交渉をすること、である。

#### 1. 担保権

会社が支払不能に陥り、契約の履行をするための投資を十分に行わないか、解除を選択することが予想されれば、相手方は、契約締結時において、事前に補償されることを主張するであろう。そのため、これらの問題を避けるため、自己の資産に担保権を設定することが考えられる。すなわち、会社に対する債権が完全に担保されているのであれば、その会社が倒産しても、解除による損害には全額の賠償が期待できる。しかし、一般に、会社と契約の相手方当事者が適切な担保権を互いに設定することはない。第1に、会社も相手方も、毎年締結する多数の契約を完全に担保するような資産を十分に持たない。第2に、契約締結時に十分な資産があるとしても、担保権の利用は費用がかさむ。こうして、たとえ担保目的物が利用できるとしても、当事者が互いの債務を担保することに価値のないことがしばしばある。それゆえ、融資契約以外で、その履行を確保するため担保権を設定することがほとんどないことは、驚くべきことではない。

#### 2. 再交渉

契約当事者が将来の履行を確保するために担保権を用いないとしても、事後的に契約条件を再交渉することはできる。それにより、契約当事者双方が利益を得るのであれば、再交渉をなすインセンティブは存在するであろう。

##### a. 再交渉と非効率な解除

一般に、そのままでは解除されてしまうような契約の両当事者は、その契約が価値をもたらすものであれば、再交渉し、契約の履行を選択する。しかし、両当事者が健全な状態にあるときさえ、取引費用と当事者による戦略的行動は、再交渉を成功させることをきわめて困難にする。一方の当事者が支払不能にあるとき、再交

渉がその場合より容易になることはないであろう。實際上、何千ものワークアウトが失敗している。

倒産が債権者との交渉を困難にする理由の1つは、支払不能の会社は、資金を保存し、損失を食い止める必要性から、短期間のうちに、相互に関連する多数の契約を処理することが求められることにある。たとえば、Aの例で、会社がソフトウェアを10人の使用権者に売却し、それぞれが10ドルの支払と引き換えにソフトを更新する権利を契約上認められたとする。更新による使用権者の利益は50ドルであり、純利益は40ドルとなり、その総額は400ドルとなるとする。ソフトの更新のため、会社は300ドルの費用を負担し、更新により各使用権者から総額で100ドル受け取ることをとする。契約が解除された場合、総額100ドルの25%で損害を賠償することを求められるとする。会社は、更新版の製品を提供するかわりに、各使用権者に25ドルの追加支払の要求を考えており、全額で各々35ドルの支払となる。そのような調整によって、会社が解除する場合よりも、誰もが利益を受ける。すなわち、損害賠償として100ドル = 400ドル × 25%を支払うかわりに、会社は50ドル = 350ドル(使用権者らの支払) - 300ドル(更新費用)の利益を受ける。100ドルの賠償金のかわりに、使用権者は、全体として、純利益150ドル = 500ドル(ソフトの価値) - 350ドル(会社への支払)を享受する。

しかし、25ドルの追加支払を10人の使用権者と交渉することは、1人の相手方との交渉よりも多くの時間を要するであろうし、支払不能の会社はより大きな時間の圧力を受ける。このことは、交渉が成立する可能性を低くするであろう。

#### b. 再交渉と適切な投資を行わないこと

支払不能にある当事者が、相手方当事者に、最適な投資を約束するかわりに不利な条件を受け入れさせることは、より困難であろう。まず第1に、会社は、相手方から譲歩を引き出した後でさえ、十分な投資を継続しないかも知れない。さらに、一定の投資を行うとしても、会社が支払不能にあるため、実行は難しい。契約条件を再交渉する場合、交渉がまとまらなければ、解除ないし投資をしないことを相手方に確信させなければならない。たしかに、契約条件が変更されない場合、会社が相手方に対して、契約の解除を通知することには意味がある。なぜなら、この通知により、相手方は契約解除による損害につき相手方を訴える権利を取得し、それにより会社に高い費用が課せられるからである。これに対して、十分な投資を行わないということを通知しても、何ら信用性はない。このような通知に関して、会社にはいかなる費用も課せられないからである。これらの理由から、投資を行うことを前提にして再交渉することは、履行をなすことを前提にして再交渉するよりもおそ

らく困難であろう。したがって、再交渉によっては、FVM のもとで生じる投資についてのゆがみが排除されることはないであろう。

### 望ましいアプローチ：会社に対するあらゆる請求権の価値の最大化

本章の目的は、会社が支払不能にある場合に、その取締役が負う信託義務に関して正しい考え方を述べることである。すなわち、その考えとは、取締役に会社に対するすべての権利、履行請求権および金銭債権双方の価値の最大化を要求すること、である。

#### A. 本稿の提示する見解

本稿での分析によれば、効率的な観点からの正しい考え方とは、取締役に会社に対するすべての権利、履行請求権および金銭債権双方の価値を最大化させること、である。すなわち、取締役は、これらの全体価値を最大化すべきである。

単純な例を用いて、この見解と FVM との違いを示す。倒産状態にある会社の取締役のなすべき判断が、ある契約を解除するか否か、ということのみであるとすると。まず最初に、契約の履行により会社の財務的価値が増大するような事案では、私見と FVM のいずれにおいても、会社の取締役は契約を履行するべきである。つぎに、契約の履行により、相手方にもたらされる価値以上に、会社の財務的価値が減少するような事案を考えてみる。ここでふたたび、私見と FVM は、同じ帰結となるであろう。すなわち、たとえ、契約の解除により、履行請求権を持つ債権者が、全額の賠償を得られず損害を被るとしても、取締役は当該契約を履行するべきではない。最後に、契約の履行により、会社の財務的価値は減少するが、契約履行によるより大きな価値が契約相手方にもたらされる事案を考える。この場合、FVM と私見の帰結は異なるものとなる。すなわち、FVM のもとでは、取締役は当該契約を解除する義務を負うであろう。私見によれば、取締役は、会社の財務的価値が減少するとしても、契約を履行する義務を負う。換言すれば、会社が支払不能にある場合、取締役は、その信託義務により、解除することが非効率であるかぎり、契約を履行することが求められるであろう。

私見が適用されるのは、信託義務の対象が会社債権者まで拡大した後、しかし、その会社が倒産手続を申し立てる前である。会社についていったん倒産手続が開始されれば、倒産前の契約の処理を含む会社の判断の多くは、連邦倒産法により規律されることとなる。なお、連邦倒産法と会社法が競合する場合は、つねに、連邦倒産法が会社法に優越する。

## B. 株主への効果

私見によれば、FVM をとるよりも、事後的にその会社の株主に不利益をもたらす可能性がある。fiduciary の保護の程度がさらに「弱くなる」ため、株主は不利益を被る。すなわち、取締役は、会社に対して金銭債権を有する債権者だけでなく、会社に対して履行請求権を有する債権者をも株主と同等に扱うよう義務付けられるからである。

私見のもとで、会社の利益が契約の相手方当事者の損失を上回らない限り、取締役は、相手方から株主および金銭債権者へ価値を移転する行為を禁じられるであろう。さらに、履行請求権を有する債権者への利益が株主と金銭債権者への損失を上回る場合はつねに、取締役は、株主から履行請求権を有する債権者へ価値を移転することを求められる。

それゆえ、株主の利益を優先する考えと矛盾するというを根拠にして、支払不能にある会社の契約相手方当事者に fiduciary の保護を及ぼすことには異論があるかも知れない。しかし、このような場合、取締役が金銭債権者に対して信認義務を負うという考えはすでに確立したものとなっている。この義務を履行請求権を有する債権者に及ぼすことは、金銭債権者に対して信認義務がすでに及んでいることと同じく、株主の利益を優先する考えと矛盾するものではない。

さらに、より重要なことであるが、会社が支払不能に陥った場合に、取締役が履行請求権を有する債権者のことを考慮するならば、株主は契約締結時に利益を得るであろう。たしかに、取締役は、履行請求権を有する債権者から株主と金銭債権者へ非効率的に価値を契約締結後に移転することを禁じられる。しかし、このゆがみが排除されることで、履行請求権を有する債権者の利益が増大する限りにおいて、その者は、会社と契約を締結する際、会社にとって好ましい条件を提示するであろう。この好ましい契約条件は、会社の剰余資産に権利を有する者、つまり株主に利益を与えるであろう。株主がこうして契約締結時に得る利益は、支払不能の会社の株主が FVM のもとで契約締結後に得る利益（期待利益の基準による）を超えるはずである。

## む す び

会社法の研究者のなかで、倒産状態にある会社の取締役は、株主の持つ価値ではなく、会社に対するすべての金銭債権の価値を最大化する義務を負うと解することが一般的である。本稿は、この考えには、2種類の債権者が存在することを認識しておらず、その一方のみに対する効果しか考慮していない、という瑕疵があること

を示した。この考えにかわり、本稿は、取締役が、その信認義務として、これら双方の債権者の持つ価値の総体を最大化すべきことを主張した。また、こうした考えによって、株主も利益を受けることを示した。

### 【若干の整理とコメント】

1 アメリカ会社法の領域において、支払不能にある会社の取締役の負う信認義務 (fiduciary duty) が何を意味するかについては、争いがあった。現在の支配的な見解 (FVM アプローチ) によれば、取締役によるこの fiduciary の保護を株主だけでなく、債権者にも及ぼすことについて争いはないようである。すなわち、会社の取締役は、株主および債権者の有するその会社に対する金銭債権 (financial claims) の総価値を最大化する義務を有するべきである、と解されている。換言すれば、倒産の危機に直面した会社の取締役はその会社の財務的価値を最大化する義務を負うことになる。しかし、このような理解では、履行請求権を有する債権者、たとえば、当該会社の日常の業務を支える取引先の立場が看過されてしまうおそれがある。全体価値 (total value) の最大化という効率性の観点から基礎付けられた FVM アプローチも、この債権者を加味して分析すると、効率性を欠いてしまう状況があり得るとするのが、著者の1人である Jesse M. Fried 準教授の批判の中心である。本稿では、この債権者をも含めて、全体価値を最大化するという考えが提示された。そして、この考えを採用することは、株主の利益にもつながらずというものがその主張であった。

ここで、Fried 準教授の見解を説明するため、現実的なものではないが、ごく簡単な事案を考えてみる。甲会社に対して乙銀行は無担保で1000ドルの融資を行った。甲の継続的な取引先である丙は、甲が50ドルを投資して甲丙間の契約を履行すれば、75ドルの利益を得る。今、甲の財務的価値が500ドルであるとする。ここで甲が支払不能に陥り、甲丙間の契約の解除ないし履行の判断に直面した場合を考えてみる。契約を解除すれば、投資費用が無駄にならず500ドルの価値は保存されるが、甲が倒産した場合には、その債権者らはこの500ドルの価値から倒産法のルールに基づく按分比例による配当を得るだけである。全体価値は500ドルを超えない。これに対して、契約履行を選択すれば、甲の価値は450ドルとなるが、かりに甲が倒産した場合でも、乙は450ドルの価値全額を回収でき、また丙は75ドルの利益を得ることになり、全体価値が解除を選択した場合よりも大きくなる。会社法の支配的な見解では、このような事例は看過されてしまう。

2 本稿では、会社法の業績にまで立ち入ったコメントはできないが、金銭債権の

みを特別に優遇することに対する理論的懐疑には注目すべきである。換言すれば、全体価値 (total value) という言葉の理解が問われることになる。従来、会社法における法と経済学の支配的見解では、その「価値」とは財務的価値であった。Fried 準教授はこの点を批判されている。この批判を倒産法理論に置き換えれば、日本でも周知の Thomas Jackson の倒産法理論モデルに対する批判ともなり得る。このことから看取し得るのは、合衆国の倒産法理論、とくに法と経済学の領域においても、理論の多様性が存在するということである。そうした理論に対する古典的、保守的なイメージを変える必要があるかも知れない。たとえば、本論文では、倒産前の取締役の信認義務を効率性の観点から分析し、契約の解除ないし履行の選択について一定の規範的枠組みが提示されているが、Fried 準教授によれば、この枠組みは、連邦倒産法365条による管財人による解除ないし履行の選択を規律する場合にも同様に妥当するとされる。そうであれば、相手方債権者の利益をも踏まえた全体の価値の最大化が倒産法理論内で正当化されることになる。これが従来の法と経済学を用いた倒産法理論とどのような関係に立つのかはなお検討を要しよう。

他方で、本論文では直接的には論じられていないが、たとえば、会社に対する不法行為債権の処理をどのようにすべきかという疑問が生じる。この債権については、倒産手続においてもそのプライオリティを高める可能性があり得るからである。Fried 準教授自身も、この債権を含める場合にはなお理論的修正の余地があり得ることを認められている (本論文1817頁註9 参照)。

本論文は、取締役の信認義務という枠組みで論じられているが、かりに取締役がこの義務に違反した場合にはどのような効果が生じるのか。本論文では明確な言及はないが、おそらく具体的な制裁措置等を考えるのではなく、むしろ社会規範として取締役の行動に影響を与えることが意図されているようである (本論文1815頁註7 参照)。この点、合衆国の取締役等の多くは、報酬や制裁がなくても、信認義務に基づいた行動をとるとの指摘もある<sup>8)</sup>。そうであれば、少なくともかの地のコンテキストでは、信認義務の内容を論じる意味はあろう。

3 つぎに、エンロンやワールドコム等といった合衆国史上も稀有な巨大倒産事件が生じている社会経済情勢から、少なからぬ影響を受けている倒産法理論の中で、本論文の価値を位置付けてみたい。

エンロン事件等を契機に、合衆国では、コーポレート・ガバナンスの危機が叫ばれている。これに対して、現在、倒産手続は破綻企業、とくに巨大企業の救済のためきわめて有効に活用されていると言われる。ほんの10年ほど前の倒産手続に対する辛辣な評価、すなわち、いつ果てるともない交渉と精神が麻痺するような官僚的

手続と揶揄された評価とは対照的である<sup>9)</sup>。この劇的な転換を生んだものは、1つには DIP ファイナンスである。すなわち、特定の債権者はこうした融資契約を利用し、資産の売却や既存の事業部の処遇等といった倒産手続における会社のガバナンスに影響を与えようとする。いま1つは倒産会社の経営陣に対する巨額の成功報酬の約束である。たとえば、当該会社の再建を迅速に成功させた場合には巨額の成功報酬を約束し、かつ、事件処理により時間がかかる場合には、その報酬が減額されること、である。こうして、1978年連邦倒産法改正により導かれた「新しい」倒産手続のガバナンスとは異なり、「さらに新しい」第11章手続のガバナンスが「契約」という枠組みによりもたらされた。換言すれば、債務者主導型の手続を採用したはずの1978年連邦倒産法は、今日、事実上債権者主導型の手続を具体化するものとして機能しているのである<sup>10)</sup>。

こうした状況は本論文の見解とどのような関連性を有するであろうか。DIP ファイナンスを規定する連邦倒産法364条は、他国の倒産手続に対して、合衆国連邦倒産法が有する最大の特徴であるとも言われる<sup>11)</sup>。Fried 準教授の見解を倒産法理論にフィードバックさせれば、DIP ファイナンスという形式で締結された融資契約に基づく金銭債権にも、「全体価値の最大化」の視点から、一定の制約が及ぶ可能性はないであろうか。このことからつぎのような問題が想起される。すなわち、「全体価値の最大化」ないし社会的な価値への配慮が、再建型の倒産手続に対してどのような意味を有するのかということである。DIP ファイナンスに関与する債権者ないしその意向を受けた経営陣は当該会社の財務的価値を最大化しようとするであろう。ある個別の企業を存続させることのみが再建型手続の目的であるのか。企業倒産手続におけるガバナンスの問題とあわせて考えてみたい。

4 さて、本論文は、倒産手続そのものだけではなく、pre-bankruptcy の領域にも「倒産法研究」の余地があることを示唆している。いわゆる DIP システムを採用している合衆国の連邦倒産法においては、DIP である会社の取締役を介して、倒産手続の開始前後に一定の連続性があるようにも見える。また、アメリカ会社法においても、会社が支払不能に陥った場合には、取締役の信認義務に変容が生じること自体は認められているようである。とすれば、会社が堅調に事業を行っている状況と倒産手続が開始したあと厳格な規律が適用される状況、それらを架橋する領域に目を向けることがあってよい。これをとくに倒産法研究の観点から理論的に分析することにも意義があるように思われる。

日本の会社更生法でも、倒産した会社の取締役が引き続きその会社をコントロールする可能性が認められた。重要なことは、こうした手続による事件処理を「成

功」させ<sup>12)</sup>、再建型の手続を日本の社会に定着させることである。そのためには、倒産手続開始前の重要な局面で、取締役に対する行為規範を提示することにもそれなりの意味はあるであろう。

最後に、本論文で取り上げられ、検討の対象となった諸業績については、いずれも法と経済学の方法を用いる研究者の学説が中心として取り上げられている。こうした方法は、今日の合衆国倒産法アカデミズムにとって、有力なものになっており、また多様な展開を示していると言われる。日本においても、Thomas Jackson 教授の学説が紹介されて久しいが、今日において、法と経済学が倒産法において有する理論的意義とその到達点をあらためて確認することも、本論文の紹介を超える点であるが、必要であると思われる。

- 1) 本稿および本論文で用いる「支払不能」は、会社が履行期にあるその金銭債務を完全には弁済することのできない状態、いわゆる *equity insolvency* の意味で用いられる。
- 2) 第11章手続のもとでの新たなガバナンスの制度については、DAVID A. SKEEL, JR., *DEBT'S DOMINION: A HISTORY OF BANKRUPTCY LAW IN AMERICA* 160-83, 212-37 (2001). 参照。
- 3) 本論文では、いわゆる双務未履行契約の当事者で、会社に対して履行義務を負い、会社による弁済を受けていない者は考慮されない。これは説明の容易化のためであり、この点は、本論文の分析および結論に影響を有しないとされる。
- 4) 会社の取締役が債権者に対する自己の判断の効果を考慮すべき時点はいつなのか、という重要な問題が存在するが、本論文ではこれを扱わない。本論文にとって、取締役の信託義務がいつ債権者に及ぶのかは問題ではない。取締役が債権者に対して信託義務を負うのがいつの時点であれ、取締役は、金銭債権者に対してだけでなく、履行請求権を有する債権者に対しても同様に信託義務を負担するべきである、ということが本論文の主張だからである。
- 5) 「倒産する」とは、会社がそのすべての債務を弁済することができず、かつ、その結果として、会社債権者らが、自己の有する債権額について完全には満足を得られないであろうことを意味する。このような状態に陥った場合、会社は種々の方法を探り得るが、ここでは連邦倒産法第11章手続を申し立てると仮定する。
- 6) 筆者の1人である Fried 準教授は、契約違反による損害賠償請求権について、倒産手続における按分比例による回収を「按分比例による損害賠償 (*ratable damages*)」ルールと名付けた。この点については、Jesse M. Fried, *Executory Contracts and Performance Decisions In Bankruptcy*, 46 *Duke L. J.* 517, 519 (1996). また、金子宏直「論文紹介」*アメリカ法*1999 - 号107頁以下 (1999年), 同「破産法五九条一項による解除権の制限と基準」*竹下古稀*545頁 (2002年), とくに558頁以下が有益である。ちなみに、倒産した企業が第11章手続のもとで再建される場合、一般債権者は、通常、債権額1ド

ルあたり、20ないし30セントしか回収できないといわれる(より詳細には、Lynn M. Lopucki, *A General Theory of the Dynamics of the State Remedies/Bankruptcy System*, 1982 Wis. L. Rev. 311 (1982). 参照)。

- 7) Fried 準教授は、本節のような非効率的な解除の問題を、倒産手続における管財人による解除権行使の問題(連邦倒産法365条)と同視する。後者の問題については、Fried, *supra* note 6 論文参照。
- 8) Lynn A. Stout, *On the Export of U.S.-Style Corporate Fiduciary Duties to Other Cultures: Can a Transplant Take?*, UCLA Research Series, Working Paper 02-11, 2002 参照。同教授の注目すべき最新論稿として、Lynn A. Stout, *'Bad and Not-so-Bad Arguments for Shareholder Primacy'*, 75 S. Cal. L. Rev. 1189 (2002).
- 9) 当時の第11章手続の持つ瑕疵およびそれに対する代替手段を批判的に論じたものとして、たとえば、David A. Skeel, Jr., *Markets, Courts, and the Brave New World of Bankruptcy Theory*, 1993 WISC. L. REV. 465. 参照。
- 10) こうした点を俯瞰する有益な論文として、David A. Skeel, Jr., *Creditors' Ball: The "New" New Corporate Governance In Chapter 11* (unpublished manuscript, Jan. 13<sup>th</sup>, 2003). に接した。公表が待たれる。
- 11) 合衆国の DIP ファイナンスの沿革に関して、Skeel, *supra* note 2, at 48-70, 109-127. 参照。
- 12) 再建型手続の場合、何を以て「成功」と言うべきか。この点について、近時、Lynn M. LoPucki 教授や David A. Skeel, Jr. 教授等といった有力な倒産法研究者を中心とした興味深い論争が存在する。Fried 準教授の主宰する Law and Economics Workshop において、LoPucki 教授のご報告を拝聴する機会を得た。報告の要旨および関連する諸論文については [http://www.law.berkeley.edu/institutes/law\\_econ/workingpapers/PDF\\_papers/LoPucki-f02.pdf](http://www.law.berkeley.edu/institutes/law_econ/workingpapers/PDF_papers/LoPucki-f02.pdf) 参照。

[付記] 本論文は、Vanderbilt University Law School で開催されたシンポジウム「Convergence on Delaware: Corporate Bankruptcy and Corporate Governance?」およびボストンで開催された American Law and Economics Association の2002年大会での報告をもとにしたものである。

本論文の筆者の1人である Jesse M. Fried 準教授は、カリフォルニア大学バークレー校 (Boalt Hall) のファカルティであり、法と経済学の視角から主として倒産法、会社法の領域にわたり優れた業績を精力的に生産する新進気鋭の研究者である。Fried 準教授の業績その他個人的情報に関しては、彼のホームページ (<http://www.law.berkeley.edu/faculty/friedj/homepage.htm>) をご参照いただきたい。

筆者は、2002年8月より、Boalt Hall にて在外研究を行っており、Fried 準教授は筆者の Supervisor であり、筆者の研究テーマについて、定期的に直接お会いする時間をとっていただいている。そのなかでFried 準教授は草稿段階の本論文を提示していただき、その内容等について、討議の場を持っていただいた。筆者の拙い英語に辛抱強くお付き合いくださっ

たことと合わせて、感謝申し上げます。もちろん、本論文の理解について不十分な点、誤った点等があれば、それはすべて筆者の責に帰せられるべきものである。