

東京電力株主代表訴訟地裁判決と会社法の基礎理論 ——取締役の行為規範とステークホルダー・モデル

東京大学大学院法学政治学研究科教授
藤 田 友 敬

目次

I はじめに	2
1. 原子力事業者の取締役の負う義務とその根拠	2
2. 取締役の裁量的判断の制約	3
II 歴史的な問題状況	4
1. 1970 年代：いわゆる企業の社会的責任論の隆盛	4
2. 1980 年代～1990 年代：敵対的買収とステークホルダー主義	4
3. 21 世紀以降	5
4. 日本の現状と東京電力株主代表訴訟地裁判決	5
III 株主利益モデルとステークホルダー・モデル	6
1. 意義	6
2. いくつかの確認	6
3. 取締役の行為規範：現行法の解釈	7
4. 具体的な適用	8
5. 比較	9
IV 取締役の責任	9
1. 総説	9
2. 会社法 429 条の存在	10
3. 不確実性のある場合	10
4. 東京電力株主代表訴訟地裁判決の理解	10
V 取締役の裁量の広さ（経営判断原則の適用）	11
1. 総説	11
2. ステークホルダーの利益と経営判断原則の適用	11
3. 2 つのモデルとの関係	12
4. 東京電力株主代表訴訟地裁判決の理解	12
VI むすび	12

サマリー

東京電力株主代表訴訟地裁判決は、原子力事業者の取締役の善管注意義務違反を認めたが、その根拠として、原発事故が社会・公益に及ぼす甚大な被害と、会社自身が負う莫大な賠償責任という二つの観点を挙げる。前者はステークホルダー・モデル、後者は株主利益モデルと親和的である。また同判決は、取締役が専門家の評価・判断に従わない経営判断を行う裁量を大幅に制限しており、取締役の経営判断を尊重する従来の経営判断原則と際立った対照をなす。このように、東京電力株主代表訴訟地裁判決は、会社法の基礎理論に対して重要な問いを投げかける。本章は、東京電力株主代表訴訟地裁判決を素材として、会社法における取締役の行為規範と株主利益モデルとステークホルダー・モデルの関係を検討する。

近年の ESG・サステナビリティ開示やコーポレートガバナンス・コードの展開に見られるように、ステークホルダー主義があらためて重要な論点となっている。株主利益モデル（取締役が株主利益を最大化すべきとする立場）とステークホルダー・モデル（株主を含む利害関係者全体の利益を考慮すべきとする立場）の本質的な対立は、株主の長期的利益にならない行動を、取締役が株主の承認なしに行う権限を認めるか否かという点にある。現行法の解釈としては、いずれのモデルを前提とすることも可能であるが、選択するモデルによって、取締役が、①株主の利益にはならないがステークホルダーの利益になる行為をした場合、②株主の利益になるが特定のステークホルダーを害する行為をした場合の責任の有無が変わり得る。なお、ステークホルダー・モデルをとる場合、会社に対する義務違反が第三者損害と結びつく場合には、会社法 429 条により取締役が第三者に責任を負う余地があり、また不確実なリスク判断において、株主利益を最大化する選択であっても重大な外部性を生じさせる場合には、会社に対する責任が生じる可能性がある等、ステークホルダー主義をとることが取締役の責任を加重することになるかについては複雑な検討が必要になる。

最後に、深刻な負の外部性を伴う場合、市場規律や報酬制度だけでは適切な抑止が働かないため、経営判断原則の適用を制限し、裁量を制約することには理論的根拠があると考えられる。

もっとも、東京電力株主代表訴訟地裁判決は、株主利益モデルとステークホルダー・モデルのいずれをとるか、また深刻な負の外部性を伴う経営判断についての裁量を制約する根拠は何かについて、明確にしておらず、ステークホルダーひいては会社に損害を与えた場合の取締役の責任のあり方について、本判決がいかなる意味を持つか検討すべき課題が多く残されている。

I はじめに

1. 原子力事業者の取締役の負う義務の内容

東京電力株主代表訴訟地裁判決¹は、取締役の善管注意義務違反の責任を認め、巨額の損害賠償責任を命じた。この判決については、さまざまな点が問題となるが、会社法研究者の間では、責任を認めたことの是非よりも、むしろ会社法の基礎理論に与える影響という観点から大きな関心が寄せられている²。同判決は次のように述べる。

「原子力事業者である東京電力の取締役であった被告らが、最新の科学的、専門技術的知見に基づく予見対象津波により福島第一原発の安全性が損なわれ、これにより周辺環境に放射性物質が大量放出される過酷事故が発生するおそれがあることを認識し、又は認識し得た場合において、当該予見対象津波による過酷事故を防止するために必要な措置を講ずるよう指示等をしなかったと評価できると

¹ 東京地判令和4年7月13日判時2580＝2581号5頁。

² たとえば、後藤元「取締役の義務、経営判断原則、そしてステークホルダーの利益——東京電力株主代表訴訟第一審判決が提起する問題」松井秀征ほか編『商法学の再構築——岩原紳作先生・山下友信先生・神田秀樹先生古稀記念』（有斐閣、2023年）183頁参照。

きには、当該不作為が会社に向けられた具体的な法令の違反に該当するか否かを問うまでもなく、東京電力に対し、取締役としての善管注意義務に違反する任務懈怠があったものと認められる」³

判旨のこの部分は、電力会社（原子力事業者）の取締役の善管注意義務の内容を具体的に敷衍したものであるが、このような義務を導くため、判旨は、①社会的・公益的観点と、②会社が被る潜在的な損失の大きさという 2 つの観点を持ち出す。判旨は前者に関連して、「原子力発電所を設置、運転する原子力事業者には、最新の科学的、専門技術的知見に基づいて、過酷事故を万が一にも防止すべき社会的ないし公益的義務がある」⁴と、後者に関連して、「原子力発電所において…過酷事故が生じた場合には、原賠法により原子力損害に係る無過失の賠償責任を負う原子力事業者は、莫大な賠償責任等を負い、その存続の危機に陥ることになる」⁵と述べる。

このうち、②の会社が被る潜在的な損失という観点は、株式会社・株主の利益を問題にしている限りで、取締役の行為規範を株式会社・株主の利益に即して考える伝統的な会社法やコーポレート・ガバナンスの考え方と整合的である（Ⅲで後述する株主利益モデル（株主利益主義））。これに対して、社会的・公益的観点から取締役の義務を基礎づける①の観点については、伝統的な会社法の理論からは、種々の疑問が生じる（Ⅲで後述するステークホルダー・モデル（ステークホルダー主義））。しかし近年、ESG、

サステナブル経営といった標語のもと、コーポレート・ガバナンスの目的に関して、伝統的な株主利益モデル（株主利益主義）に対する問題提起がなされていることとの関係で、取締役の行為規範に①の観点を取り込むことの是非が問われることになる。東京電力株主代表訴訟地裁判決が会社法学において注目される大きな理由はここにある。

2. 取締役の裁量的判断の制約

次に東京電力株主代表訴訟地裁判決は、「2 被告らの善管注意義務違反の判断枠組み等について」という表題のもと、「原子力発電所を設置、運転する会社の取締役としては、会社内外の専門家や専門機関の評価ないし判断が著しく不合理といえるような場合でない限り、これに依拠することができ、また、そうすることが相当といふべきであり、逆に、会社内外の専門家や専門機関の評価ないし判断があるにもかかわらず、特段の事情もないのに、これと異なる評価ないし判断を行った場合には、その判断の過程、内容は著しく不合理と評価されることになるものといふべきである。」⁶と判示する。これは、一見、最判平成 22 年 7 月 15 日判時 2091 号 90 頁（アパマンショップ事件最高裁判決）によって定式化された経営判断原則（取締役の経営上の判断については、「その決定の過程、内容に著しく不合理な点がない限り、取締役としての善管注意義務に違反するものではない」とするもの）

³ 判時2580＝2581号34頁。

⁴ 本文引用箇所的前後を含めると次の通りである。「原子力発電所において、一たび炉心損傷ないし炉心溶融に至り、周辺環境に大量の放射性物質を拡散させる過酷事故が発生すると、当該原子力発電所の従業員、周辺住民等の生命及び身体に重大な危害を及ぼし、放射性物質により周辺の環境を汚染することはもとより、国土の広範な地域及び国民全体に対しても、その生命、身体及び財産上の甚大な被害を及ぼし、地域の社会的・経済的コミュニティの崩壊ないし喪失を生じさせ、ひいては我が国そのものの崩壊にもつながりかねないものであるから、原子力発電所を設置、運転する原子力事業者には、最新の科学的、専門技術的知見に基づいて、過酷事故を万が一にも防止すべき社会的ないし公益的義務があることはいふをまたない（最高裁昭和60年（行ツ）第133号平成4年10月29日第一小法廷判決・民集46巻7号1174頁参照）。」（判時2580＝2581号34頁）。

⁵ 本文で引用した箇所的前後を含めると次の通りである。「原子力発電所において炉心損傷ないし炉心溶融に至り、これにより周辺環境に対する放射性物質の大量放出という過酷事故が生じた場合には、原賠法により原子力損害に係る無過失の賠償責任を負う原子力事業者は、莫大な賠償責任等を負い、その存続の危機に陥ることになるから、原子力事業を営む会社の取締役は、最新の科学的、専門技術的知見に基づいて想定される津波（予見可能性のある津波）により過酷事故が発生するおそれがある場合には、会社にそのような賠償責任等を負わせないよう、当該想定される津波による過酷事故を防止するために必要な措置を講ずるよう指示等をすべき会社に対する善管注意義務を負う。」（判時2580＝2581号34頁）

⁶ 判時2580＝2581号105頁。

7に似た表現に見えるかもしれない。しかし、東京電力株主代表訴訟地裁判決の立場は、経営の専門家である取締役の裁量的判断を尊重する経営判断原則とはむしろ逆であり、会社内外の専門家や専門機関の評価・判断に従わないという裁量を大幅に制約するものである。問題は、いかなる観点から、取締役の裁量の制限が正当化されるのかという点にある。

本章では、東京電力株主代表訴訟地裁判決が会社法の基礎理論に対して提起するこれら2つの点について検討したい。あくまで東京電力株主代表訴訟地裁判決と基礎理論の関係を考察することが目的であり、同事件の具体的な事実関係の評価や結論の妥当性といった点は本章の対象外である。

II 歴史的な問題状況

現在、会社法及びコーポレート・ガバナンスの世界では、株主利益主義(shareholderism)対ステークホルダー主義(stakeholderism)といった標語のもと対比される立場の対立が見られる。しかし、企業の行為規範として公益的・社会的な観点が強調されたことは、歴史的にも何度も見られたことである。ここ半世紀だけ取り出しても、次のような例が目につく。以下、日本とアメリカの会社法における動きを概観することにしたい。

1. 1970年代：企業の社会的責任論の隆盛

1960年代末頃からアメリカにおいて企業の社会的責任を問う運動が広がる⁸。ダウ・ケミカル社のナパーム弾の製造禁止を求めた株主提案(1968年)やGMの欠陥車問題をめぐる株主提案(1970年代)はその象徴である。日本においても、

公害問題を機に、アメリカの動向を追う形で社会的責任論に関心を呼ぶこととなる。たとえば、法務省民事局参事官室「会社法改正に関する問題点」(1975年6月12日)においては、「株式会社法中に会社の社会的責任に関する一般規定として、取締役に対し社会的責任に対応して行動すべき義務を課す明文の規定を設けること等を検討すべきであるとする意見があるがどうか。設けるとすれば具体的にどのような規定が考えられるか。」という問題提起がなされている。このような規定の新設に積極的な意見もないわけではなかったが、学界では否定的な意見が強かった⁹。

この時代には、アメリカ・日本いずれにおいても、社会的責任を明示的に認める方向での法改正等がなされることはなかった¹⁰。

2. 1980年代～1990年代：敵対的買収とステークホルダー主義

次に、アメリカでは、敵対的買収が最高潮に達した1980年代後半から1990年代にかけて、新たな動きがあった。この時期に、各州において、いわゆるステークホルダー関連法(constituency statutes)と呼ばれる立法——取締役は株主以外の会社の利害関係人(constituency)の利益を考慮してよいとするもの——が相次ぎなされた。これらの立法は、一般に敵対的買収の防衛を正当化する反買収法だと理解されているが、ステークホルダー・モデル的な発想が部分的にアメリカの一部の州の会社法に混入し始めたという見方もできる。これに対して、企業の社会的責任論の場合とは異なり、日本においてはこれに対応する動きはなかった。日本では、ちょうどバブル期であり、M&Aも一定程度行われていたが、

⁷ 同判決は「事業再編計画の策定は、完全子会社とすることのメリットの評価を含め、将来予測にわたる経営上の専門的判断にゆだねられていると解される。そして、この場合における株式取得の方法や価格についても、取締役において、株式の評価額のほか、取得の必要性、参加人の財務上の負担、株式の取得を円滑に進める必要性の程度等をも総合考慮して決定することができ、その決定の過程、内容に著しく不合理な点がない限り、取締役としての善管注意義務に違反するものではないと解すべきである。」と述べる。

⁸ 森田章『現代企業の社会的責任』(商事法務、1978年)参照。

⁹ 消極的立場の典型として、鈴木竹雄「歴史は繰り返す」ジュリスト578号(1975年)10頁、竹内昭夫「企業の社会的責任に関する商法の一般規定の是非」商事法務722号(1976年)33頁参照。いずれも企業の社会的責任の名の下に、経営者の裁量権が広がることで、株主の利益が害されることを警戒する。

¹⁰ ただし、この問題に対する意識は、実は日本とアメリカでは違っていたのかもしれない。すなわちアメリカにおいては、企業活動、さらには株主の利益が制約されることが警戒されていたのに対して、日本においては、法制度上は株主主権であっても実体としてはそれが貫徹されておらず、社会的責任対株主主権という対立図式がそもそもあまり先鋭的ではなかった可能性がある。

同時に、いわゆる日本の経営の礼賛が最高潮に達した時代でもあり、制度としての株主主権とステークホルダーの利益が平和に共存した最後の時期であったからであろう。

3. 21世紀以降

21世紀、とりわけ2010年代以降になると、アメリカにおいては、ステークホルダー主義が、法学、経営学、ファイナンスにおいて再度台頭してくる。おそらく、リーマンショック後の金融危機等を経て、短期主義的な株主利益の追求が金融システムの安定を害するといった認識が広まると同時に、さまざまな対処が試みられたことが一因であると思われる。たとえば、2019年に公表されたビジネス・ラウンドテーブル「会社の目的に関する声明 (Business Roundtable, “Statement on the Purpose of a Corporation”)」においては、「各構成企業は独自の会社の目的を果たすことになるが、われわれはすべての利害関係人に対する根本的なコミットメントを共有するものである (While each of our individual companies serves its own corporate purpose, we share a fundamental commitment to all of our stakeholders.)」と述べ、ステークホルダー主義を宣言するような表現が見られる。ビジネス・ラウンドテーブルは過去にもさまざまな声明を出してきたが、基本的には株主・投資家の利益を重視するスタンスを崩していなかったところ、2019年の声明は明らかにトーンが異なるため注目された。

また法制度としても、アメリカ法律協会によって2022年に公表された「コーポレート・ガバナンス法のリステイトメント (American Law Institute, Restatement of the Law of Corporate Governance)」2.01条は、ステークホルダー主義に基づく法域 (リステイトメントでは“stakeholder jurisdictions”と呼ぶ) があることを正面から認め、伝統的な株主利益主義的な会社法を有する法域 (リステイトメントは“common-law jurisdictions”と呼ぶ) と対比して、異なるコーポレート・ガバナンスのルールを示す。さらに、伝統的な株主利益主義的な会社法を有する法域においても、「当該会社の株主のために、法の認める範囲内で、会社の経済的価値を高める

こと」という株主利益モデルに沿った会社の目的を示す一方で、「その際に、従業員の利益、サプライヤー・顧客等との望ましい関係、地域社会や環境への影響を考慮してよい」という表現を加える。

日本においても、21世紀に入ってから、経済の停滞が長期化し、日本企業の収益率の低迷が続く、株主の利益と従業員の利益の対立が顕在化し、株主 (投資家) の利益の確保という方向でコーポレート・ガバナンス改革等が進む中で、いわば反動として株主利益主義に対する反発が生じ、そのコンテキストで上記のアメリカの現象が「アメリカにおいてすら株主利益至上主義への反省が見られる」といった認識のもとで語られることが増えている。

4. 東京電力株主代表訴訟地裁判決の意義

このように、1. ～ 3. で見たとおり、ステークホルダー・モデル (ステークホルダー主義) が唱えられた歴史はこれまでもあり、現在は、その何度目かの波とも言える。しかし、今回は、従来以上に大きい影響が出る可能性がある。日本法の中でも、ステークホルダー・モデル (ステークホルダー主義) が、すでに現実化しつつあるかのような現象も散見されるからである。

2023年3月期から、有価証券報告書においてサステナビリティ関連の記載が導入されているが、2027年3月期から国際基準に準拠した開示を義務付ける金融商品取引法改正がなされた¹¹。また「コーポレートガバナンス・コード」(平成27年6月1日策定、令和3年6月11日最終改訂) では、【基本原則2】において、「上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべきである。」といった、ステークホルダー・モデル (ステークホルダー主義) を前提とするかのように読める規範が書き込まれている。会社法上のルール自体には、現段階ではまだ直接手はつけられていないが、金融商品取引法やソフトローにおける変化は、会社法上の取

¹¹金融商品取引法24条、企業内容等の開示に関する内閣府令19条の9参照。

締役の行為規範にも影響を与える可能性がある。

以上を前提とすると、東京電力株主代表訴訟地裁判決が社会的・公益的観点から取締役の義務を基礎づけていることについて、会社法学において強い関心が持たれたのは自然な成り行きである。

もっとも、株主利益モデル（株主利益主義）とステークホルダー・モデル（ステークホルダー主義）の対立は、きちんと概念整理をしておかないと無用の混乱を招くおそれがある。また、東京電力株主代表訴訟地裁判決との関係では、ステークホルダー・モデル（ステークホルダー主義）をとることの是非という論点に加えて、取締役の裁量（経営判断原則）の制限の論点についても、あわせて考えなければならないので、以下ではこれらを分けて立ち入った検討をしたい。

Ⅲ 株主利益モデルとステークホルダー・モデル

1. 意義

「株主利益モデル」、「ステークホルダー・モデル」は、コーポレート・ガバナンスの目的あるいは企業の行動原理を示す語として用いられることも多いが、以下では、これらの言葉を、いずれも取締役の行為規範をめぐる対立モデルを指すという用語法で用いる。すなわち、株主利益モデルとは、取締役は株主の利益を最大化するように会社を経営する義務を負うというモデルであり、ステークホルダー・モデルとは、取締役は株主を含む会社の利害関係人（ステークホルダー）全体の利益を最大化する義務を負うというモデルを指す。そして、会社法あるいはコーポレート・ガバナンスに関するルール設計のあり方として、株主利益モデルに沿った法制化をすべきであるという立場を株主利益主義、ステークホルダー・モデルに沿った法制化をすべきであるという立場をステークホルダー主義とする。

2. いくつかの確認

1. で示した 2 つのモデル及び主義について最初にいくつか確認しておこう¹²。

①まず、株主利益モデル・株主利益主義は、株主の利益だけが社会全体の中で特別に優先されるべき特権的地位にあるという主張・思想とは限らない。株主利益モデル・株主利益主義をとる論者も、たとえば会社（株主）の利益になるなら当該会社の有する工場から出される公害を放置してよいと主張することはまずない。

株主利益モデル（株主利益主義）とステークホルダー・モデル（ステークホルダー主義）の違いは、この種の問題（典型的にはいわゆる外部性の問題）を放置すべきか否かにあるのではなく、会社法（コーポレート・ガバナンス）の枠内で対処をすべきか、どの範囲ですべきかという次元での争いなのである。すなわち、株主利益モデル（株主利益主義）は、外部性の問題等による弊害に対しては規制法や課税等を通じて対処することを前提に、その外在的制約¹³のもとで株主利益最大化をすべきだというモデル（主義）であり、これに対してステークホルダー・モデルは、会社法（コーポレート・ガバナンス）の仕組みの中に外部性を意識した取締役の行為規範を取り込むべきであるというモデル（主義）なのである。

そのような意味では、ステークホルダー・モデル（ステークホルダー主義）の論者から株主利益モデルに対して向けられる「株主さえよければ社会がどうなってもよいのか」といった批判は、それ自体としては的外れである。ステークホルダー・モデル（ステークホルダー主義）から向けられるべき批判は、会社法やコーポレート・ガバナンスの枠内においてこのような問題に対処する方が、会社法の外から規制するより効果的である、あるいは弊害が少ないという内容でなくてはならないはずである。

②第 2 に、株主利益モデル（株主利益主義）

¹² 株主利益モデル（株主利益主義）とステークホルダー・モデル（ステークホルダー主義）の論理的な帰結については、Lucian Bebchuk and Roberto Tallarita, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, *Cornell Law Review*, v. 106, pp. 91-178 (2020)参照。

¹³ コーポレート・ガバナンスのリステイトメント2.01条においても、伝統的な株主利益主義的な会社法を有する法域における会社の目的を、当該会社の株主のために会社の経済的価値を高めることとしつつ、「法の認める範囲内で (within the boundaries of the law)」という制約を認めている。

の論者であっても、多くの株主が現に求めているのであれば、株主の経済的利益を犠牲にしてステークホルダーの利益を図ることが許されると考えるのが通常である¹⁴。したがって、投資家の承諾を得て環境保護の投資を行うといったことや、投資家が環境に配慮した投資をするといったことは、株主利益モデル（株主利益主義）と対立するわけではない。その意味では、株主利益モデル（株主利益主義）という表現もややミスリーディングな面がある。

③第3に、ステークホルダーの利益に対して適切に配慮することが、株主の長期的な利益に資するという観点から、ステークホルダーの利益を考慮すべきであると主張されることがある。このような立場はステークホルダーの利益を尊重するということからステークホルダー・モデル（ステークホルダー主義）と親和的なようにも思われるかもしれないが、あくまで株主の長期的な利益に資する限りにおいてステークホルダーの利益を尊重してもよいとする以上、株主利益モデル（株主利益主義）というべきである。そもそも株主の利益とステークホルダーの利益とが連動する局面を問題とする限り、株主利益モデル（株主利益主義）とステークホルダー・モデル（ステークホルダー主義）とを対比する意味はない。両者の対比に意味があるのは株主の利益とステークホルダーの利益が対立する場合であり、たとえ株主の長期的な利益を犠牲にするとしてもステークホルダーの利益を図ることが許される（場合がある）と考えるか否かが、2つのモデル・主義を分けるというべきである。

②③を踏まえると、ステークホルダー・モデルと株主利益モデルの対立は、(a)株主の長期的な利益にならない行動を、(b)株主の承認がなくとも行う権限を会社経営者に認めるか否かという対立だということになる。

3. 取締役の行為規範：現行法の解釈

ところで、会社法 355 条は、取締役の行為規範として、「取締役は、法令及び定款並びに株主総会の決議を遵守し、株式会社のため忠実に¹⁵その職務を行わなければならない。」と規定する。そこでⅢ 2. で見た 2 つのモデル・主義が現行法の解釈としてどのように反映されることになるか確認する。

(1) ステークホルダー・モデル（ステークホルダー主義）からの解釈

ステークホルダー・モデル（ステークホルダー主義）をとるとすれば、会社の利益≠株主全体の利益という立場をとり、会社法 355 条にいう「株式会社のため」という文言を、株主のみならずステークホルダーを含めたすべての利害関係者の利益のためと読み、これを最大化するのが取締役の行為規範と捉えることになる。条文上は「株式会社」という文言をさまざまな利害関係人の集合体と解釈するわけである。

(2) 株主利益モデル（株主利益主義）からの解釈

これに対して、株主利益モデル（株主利益主義）からは、会社の利益＝株主全体の利益と理解し、条文が「株式会社のため」と規定しているのは原則として株主の利益を最大化するという趣旨だと読み、取締役にはそのようにする行為規範が課せられると解することになる。条文上は「株式会社」を、原則として株主全体の利益を意味すると読むことになる。ただし、株主利益モデルの帰結である株主利益最大化には、会社法上も種々の例外が想定されている。まず株主の承諾を得て行う限り、必ずしも経済的な利益を最大化していなくてもよい（株主利益の最大化を株主の効用最大化と読み替えるのと同じことになる）。これに加えて、株主有限責任のもとたらず弊害については、会社法の枠内でも対応すべきであると理解されており、たとえば、債務超過時等には取締役は債権者の利益を考え

¹⁴ 田中亘「株主主権下のサステナブル経営」加藤晃＝野村資本市場研究所サステナブルファイナンス3.0研究会編『新キャピタリズム時代の企業と金融資本市場『変革』——「サステナビリティ」と「インパクト」への途』（金融財政事情研究会、2022年）183頁参照。

¹⁵ なお、355条の「忠実にその職務を行わなければならない」とは、民法644条に定める善管注意義務と同趣旨だというのが判例である（「商法254条ノ2（現会社法355条）の規定は、同法254条3項民法644条に定める善管義務を敷衍し、かつ一層明確にしたにとどまるのであつて、所論のように、通常の委任関係に伴う善管義務とは別個の、高度な義務を規定したものとは解することができない。」（最判昭和45年6月24日民集24巻6号625頁））。もっともこのことは以下の論旨には影響してこない。

なくてはならないし、失敗した場合に会社が債務超過に陥るようなリスクテイクには限度があるということは広く認められている。

さて従来、日本の判例・学説は上記(2)の解釈を前提としてきた。たとえば会社法の伝統的な教科書の一つは、「関係者間の利益を調整する際、『会社の利益』を持ち出すことがよくある。構成員各自の利益とは別に団体固有の利益を考えるのが有用な場合は確かにある。しかし、会社の利益を絶対化し、1人歩きさせるのは危険である。通常は社員（株主）集団の利益を指すと考えればよい」¹⁶と述べる。また近時の下級審裁判例である東京高判令和元年9月25日金判1613号40頁は、「会社の利益は実質的には当該株主の利益といえるから、委任の本旨に従った善管注意義務とは当該株主の利益の最大化を図る義務を意味すると解する……ただ、例外的に、法令及び定款に違反して株主の利益を最大化することは許されず、また、会社が債務超過にある場合には、株主は有限責任しか負わず、会社債権者の担保となるのは会社財産のみであって、一人株主といえども会社債権者を害してまで会社財産を自由に処分できると解するのは相当でない…」¹⁷と述べる。すなわち、取締役の義務の内容を株主全体の利益の最大化と捉えつつ、その際に法令・定款の規定という外在的な条件に従うと同時に、株主の有限責任から要請される会社債権者の保護の観点から会社が債務超過にある場合には一定の制約を課すという発想を明示している。

4. 具体的な適用

念のため以上述べた2つのモデル・主義からの解釈の帰結を具体的に確認しておこう。

【設例1】

株主の利益にはならない行動をとった取締役が、ステークホルダーの利益を守るために必要であったという理由から義務違反はないとされる余地があるか。

ステークホルダー・モデル（ステークホルダ

ー主義）からは、当然、義務違反はないとされる可能性がある。ただし、最終的な結論を出すためには、(i)問題のステークホルダーの利益が保護の対象になるものか、(ii)当該ステークホルダーの利益への配慮が合理的かといった点がさらに問題となる。ステークホルダー・モデルといえど、あらゆるステークホルダーの利益を無制限に尊重するわけではなく、異なるステークホルダー間の利害調整は当然問題となる。ステークホルダー・モデル（ステークホルダー主義）をとるとしても、特定のステークホルダーの利益を標榜すれば、自動的に取締役は免責されるというわけではない。

次に、株主利益モデル（株主利益主義）からは、ステークホルダーの利益を図ったからという抗弁は原則として否定される（ただし【設例2】の箇所を検討するように、株主利益最大化につながるとしても許されない行為が例外的に存在するため、そのような場合に該当するのであれば株主の利益にはならないとしても義務違反とされない可能性がある）。

【設例2】

株主の利益になる行動をとった取締役が、株主以外のステークホルダーの利益に適切に配慮しなかったという理由から義務違反とされる余地があるか。

【設例2】は【設例1】と逆のケースである。

まずステークホルダー・モデル（ステークホルダー主義）からは、義務違反が肯定される可能性がある。ただし、ここでも直ちに結論は出せず、以下の点を検討する必要がある。具体的には、次のような検討が必要となる。まずステークホルダー・モデル（ステークホルダー主義）をとる法制の中にも、取締役にステークホルダーの利益を考慮することを許容するにとどまるものと、ステークホルダーの利益を考慮することを義務付けるものがある。前者のタイプの法制であれば、義務違反の問題は生じない。次に後者のタイプであっても、(i)問題のステークホルダーの利益が当該法制の下で保護の対象になるものか、(ii)当該ステークホルダーの利益に配

¹⁶ 龍田節『会社法大要〔第3版〕』（有斐閣、2022年）39頁。

¹⁷ 判旨のこの部分は、原審判決である東京地判平成31年3月22日判タ1474号249頁の引用である（同254頁参照）。

慮しなかったことが合理的であったかといった点がさらに問題となる。

次に、株主利益モデル（株主利益主義）からは原則として義務違反は否定されるはずである。すでに説明したとおり、株主利益モデル（株主利益主義）からも、取締役が株主利益を最大化することが求められない一定の例外は認められてきた。たとえば、たとえ株主利益最大化につながるとしても、法令違反行為を行うことは許されず、また債務超過状態において債権者を害する行為が制限されるというのはその一例である（Ⅲ 3. (2)参照）。

このような例外の外延ははっきりしないことも多い。たとえば安全性への配慮を欠く労働環境を放置した場合に取締役の善管注意義務違反——そういう事態を防止するためのリスク管理体制構築義務違反——が認められた裁判例がある。従業員の安全性に配慮しない形で経費を節約するという行為は、株主利益最大化につながるとしても義務違反とされるおそれがあることを認めたものである。しかし、法令上の安全基準に違反するような場合については比較的コンセンサスがあるものの、いわゆるソフトロー・社会規範に反する行為のように、取締役の行為規範に取り込まれるか否かがはっきりしない領域も存在する。

5. 比較

このように、上記設例では、株主利益モデル（株主利益主義）、ステークホルダー・モデル（ステークホルダー主義）のいずれによるかで、結論は逆になりうるが、いずれの場合も、最終的な義務違反の有無を判断するまでには、もう一段階検討しなくてはならない要素がある（ステークホルダー・モデル（ステークホルダー主義）をとる場合には当該利益が保護対象となるか、株主利益モデル（株主利益主義）をとる場合には株主利益最大化の例外事由にあたるか）。そしていずれのモデルにおいても最終的な結論がはっきりしない点が多々残されることになる¹⁸。

¹⁸ 相対的には、ステークホルダー・モデル（ステークホルダー主義）による方が不確実性は大きくなりそうである。

¹⁹ 森田・前掲注(9)参照。

Ⅳ 取締役の責任

1. 総説

一般論としては、Ⅲで見たとおり、株主利益モデル（株主利益主義）による方が義務違反が認められやすいシナリオと、ステークホルダー・モデル（ステークホルダー主義）による方が義務違反が認められやすいシナリオのいずれも存在しうる。しかし、従来、【設例 2】よりも【設例 1】の方が現実の問題となる可能性が高いと考えられ、その結果、ステークホルダー・モデル（ステークホルダー主義）のもとでは、取締役が免責される余地が高まると認識されてきたと思われる¹⁹。しかし、東京電力株主代表訴訟地裁判決は、【設例 2】のような形で、ステークホルダー・モデルによる責任の加重の可能性があることを示唆しているという見方もでき、そういう意味では、議論を新たな局面に導いた面もある。

以下では、ステークホルダー・モデル（ステークホルダー主義）による場合に、株主利益モデル（株主利益主義）よりも責任が加重されるシナリオについて考察することにした。

次のような設例を想定しよう。

【設例 3】

【設例 2】について、仮にステークホルダー・モデル（ステークホルダー主義）をとり、取締役がステークホルダーの利益を考慮する義務を負うとしても、次の 2 つの理由から、取締役の責任は追及されないのではないかと。

①ステークホルダーが取締役を訴える場合には不法行為に基づき責任追及することとなるが、その場合、取締役の会社に対する義務違反があるとしても、当然に責任が発生するわけではないのではないかと。

②株主の利益を最大化する行動をとっていれば、少なくとも会社（株主）から責任追及されることはないのではないかと。

しかし、【設例 3】においては、次の 2 つの理由から、取締役は、ステークホルダー・モデル

(ステークホルダー主義)をとった場合には、株主利益モデル(株主利益主義)をとった場合にはない責任を負う可能性がある。

2. 会社法429条の存在

まず【設例3】の①の議論から検討しよう。ステークホルダーが取締役を訴える場合には、民法上の不法行為によるほか、会社法429条1項に基づいて責任を追及することが考えられる。

同項は、取締役が会社に対する義務に違反し、これにより第三者に損害を与えた場合に、当該取締役は当該第三者に対する責任を負う旨を規定する。会社法429条1項の責任の構造は条文文言上は必ずしも明らかではないが、(a)取締役に会社に対する義務違反があり、(b)そのことにつき取締役の悪意・重過失が認められ、(c)当該義務違反行為と第三者の損害の間に相当因果関係があれば、取締役は当該第三者に対して損害賠償責任を負うと理解されている²⁰。

ステークホルダー・モデル(ステークホルダー主義)をとる場合には、取締役が株主の利益にはなるが特定のステークホルダーの利益を害する行為をすることは、「株式会社のため忠実にその職務を行わなければならない」(会社法355条)という義務に違反するおそれがあり、その場合には、会社法429条1項との関係で取締役は任務を怠ったことになり、同項の責任に結びつく可能性がある(最終的な責任の成否には、悪意・重過失等その他の要件を満たす必要がある)。

3. 不確実性のある場合

次に、不確実性のある世界での選択を考えると、【設例3】の②の議論も成り立たなくなる可能性がある。ステークホルダー・モデル(ステークホルダー主義)をとる場合、不確実性のある世界では、取締役は、株主利益を最大化させる選択をしたにもかかわらず、対会社責任(会社法423条1項)を負う可能性が生じるからである。この点を明らかにするために次の設例を考えよう。

【設例4】

会社が環境損害を防止する装置への投資(高額

／低額)の選択を検討しているとする。低額の投資であっても事故が起きる確率は低いが、高額の投資をすれば事故の確率はさらに下がることになる。なお低額の投資をした場合、ステークホルダーの利益は十分に保護されない(事故の場合の損害の期待値は装置への投資額を上回る)。

最終的に、会社は低額の投資を選択した。その理由は、事故の確率と予想される損害とを勘案した場合、低額の投資の方が現在価値が高くなるからである。結果的に事故は発生し、ステークホルダーに多大の損害が発生し、会社もステークホルダーに対して賠償責任を負うことで損害が発生した。仮に高額の投資をしていれば、事故は防止された。

このような事例の場合、ステークホルダー・モデル(ステークホルダー主義)からは、取締役に義務違反が認められる可能性がある。さらに義務違反と損害の間に因果関係も認められるので、取締役は会社に対して損害賠償責任を負う可能性がある。

4. 東京電力株主代表訴訟地裁判決の理解

福島原発事故に関連して、東京電力株主代表訴訟地裁判決と同様に取締役の会社に対する責任を肯定するロジックとしては、ステークホルダー・モデル(ステークホルダー主義)、株主利益モデル(株主利益主義)それぞれを前提にすると、次の2つが考えられる。

①ステークホルダー・モデル(ステークホルダー主義)の立場から、取締役の義務違反を認め、損害賠償責任を肯定する(Ⅳ3. 参照)。

②株主利益モデル(株主利益主義)の立場から、株主の利益という観点からも適切にリスク判断ができておらず、株主利益を最大化させていないから責任を肯定する。

東京電力株主代表訴訟地裁判決がいずれのロジックなのか(あるいはいずれとも異なるのか)は、はっきりしない。Ⅰ1. で見たとおり、同判決は、いずれの立場とも親和的な判示が含まれているからである。このためステークホルダー・モデル(ステークホルダー主義)、株主利益モデル(株主利益主義)それぞれの論者がいず

²⁰ 最判昭和44年11月26日民集23巻11号2150頁。

れも自分に都合よく同判決を援用する可能性がある。

V 取締役の裁量の広さ（経営判断原則の適用）

1. 総説

これまで見たとおり、ステークホルダー・モデル（ステークホルダー主義）をとるか、株主利益モデル（株主利益主義）をとるかによって、理論的には取締役の負う責任の内容に結論の差が生じるはずである。しかし、この点はあまり真剣に議論されてこなかったように思われる。その原因の一つは、取締役の判断に経営判断原則が適用され、裁量を認められるとすれば、結局いずれのモデルをとるかにかかわらず、責任は簡単に肯定されないことにあったと思われる。

たとえば、取締役が結果として株主の利益にはならない行動をとった場合、株主利益モデルのもとでも、株主の利益になるか否かの判断について経営判断原則により幅広い裁量が認められるとすれば、株主の利益にはならない行動をとった取締役に、ステークホルダーの利益を守るために必要であったといった形で免責を認める実益は大きくない。

ステークホルダー・モデル（ステークホルダー主義）をとる場合にも、どのステークホルダーの利益をどの程度考慮するかについて、経営判断原則により幅広い裁量が認められるとすれば、「株主の利益になる行動をとった取締役が、株主以外のステークホルダーの利益に適切に配慮しなかったという理由から義務違反となる余地がある」とされても、実際に責任が認められる可能性はあまり大きくない。

しかし、東京電力株主代表訴訟地裁判決のように、ステークホルダーの利益を害する行為を会社が行った場合に、経営判断原則を適用せず、取締役の裁量が制限されるとすれば、ステークホルダー・モデル（ステークホルダー主義）をとるか、株主利益モデル（株主利益主義）をとるかにより、大きな結論の違いが生じる可能性が出てくる。そこで、ステークホルダーの利益を害する行為について経営判断原則が適用されるのか、また、それが制限されるとすればどの

ような根拠によるのかについて検討する必要がある。

2. ステークホルダーの利益と経営判断原則

まずそもそもステークホルダーの利益が問題となるような企業行動の選択に関しては、経営判断原則の適用は否定あるいは制限されるのかという問題がある。ステークホルダーの利益が問題となるケースの一類型である特に深刻な負の外部性の発生のおそれがある場合に取締役の裁量を制限するという発想は、従来、金融機関の融資判断に関して議論されてきた。

最判平成21年11月9日刑集63巻9号1117頁では、実質倒産状態にある融資先企業グループの各社に対し、客観性を持った再建・整理計画もないまま、赤字補てん資金等を実質無担保で追加融資したことについて、銀行の代表取締役頭取の特別背任罪が追及されたが、最高裁は、融資判断について経営判断原則の適用を制限し、子会社に対する融資の必要性や内容の合理性について、ある程度実質判断をした上で責任を肯定した（経営判断原則の適用の制限）。その理由として、いくつか掲げているが、「万一銀行経営が破たんし、あるいは危機にひんした場合には預金者及び融資先を始めとして社会一般に広範かつ深刻な混乱を生じさせること」が重要なファクターではないかと思われる。学説においても、金融機関の業務の公共性、破綻時の外部性の大きさという観点から、取締役の裁量の制限を主張する見解がある。

それではなぜ深刻な負の外部性の発生のおそれが取締役の裁量を制限する根拠になるのか。それは経営判断原則の根拠とかわる。経営判断原則の根拠については、必ずしも明確にされていないが、おそらく2つの観点がかかわっていると思われる。

①裁判官は経営に関しては素人であるから、（利益相反がある場合のように構造的に判断のバイアスがかかる場合を除き）経営の専門家である経営者の判断を尊重すべきである。しかも、事後的な判断においては、いわゆる「後知恵バイアス」²¹が生じやすく、責任を肯定する

²¹ 行為時点の期待値としての判断としては十分合理的で「誤っていない」ものであっても、後に失敗が確定した後で判断されると、「誤っていた」とされがちな傾向があることを後知恵バイアスと呼ぶ。

方向に誤りやすい。裁判所が判断を誤るリスクを抱えたまま事後的に介入することは、取締役の判断を萎縮させるおそれがある。

②適切な経営判断をさせるインセンティブを与えるための手段としては、法的責任の有無という形で裁判所が事後的に介入し責任を課さなくとも、市場によるコントロール、独立性の高い取締役会による業績評価、業績連動型報酬等、さまざまな仕組みが存在するので、必ずしも法的責任に依存する必要はない。法的責任は、こういった仕組みで抑止ができない場合に限定してよい。

学説では、経営判断原則の根拠として①の観点だけが掲げられることがあるが、これでは十分な説明にならない。医療過誤訴訟や知的財産をめぐる訴訟においては、専門家の鑑定意見などを参考に過失の有無等について立ち入った判断をしており、裁判所の専門性の欠如や後知恵バイアスの存在だけから、行為者に幅広い裁量が認められているわけではないことがうまく説明できないからである。経営判断について、裁判所が医療過誤訴訟や知的財産をめぐる訴訟とは異なる判断姿勢をとる理由として、②の観点も重要だと思われる。

深刻な負の外部性の問題は、市場によるコントロール、独立性の高い取締役会による業績評価、業績連動型報酬等といった株主＝経営者間のエージェンシー問題を解決するためのツールでは十分にコントロールできない可能性が高い。この種の利害調整メカニズムを導入するのは株主（あるいはその利益を代表する者）なので、ステークホルダーから株主への利益移転を防止する仕組みは導入されないし、またポートフォリオに分散投資できる株主に対して、ステークホルダーはリスクを分散できない場合が多いので、インセンティブの齟齬が生じる。このため法的責任に代わるコントロール・メカニズムが働きにくい。経営判断原則の論拠が上記②にもあるとすれば、経営判断原則を無条件に適用できないことになる。

3. 2つのモデルとの関係

上記のような観点から、深刻な負の外部性を根拠に経営判断原則の適用を制限し、取締役の責任を厳しく問う考え方は、一見ステークホル

ダー・モデル（ステークホルダー主義）と相性がよいように思われるかもしれない。しかし、株主利益モデル（株主利益主義）からも、このような制限が根拠づけられないわけではない。まず負の外部性の発生要因が、会社が大きな損失を被り破綻することにあるとすれば、株主利益モデルをとる場合であっても、株主の利益の観点から適切な量のリスクテイクであったか否かを厳格に規律することは、負の外部性の抑止につながる。次に、株主利益モデルをとる場合にも、株主有限責任がもたらす問題（株主にとって利益になるが企業価値を下げるような判断がされるおそれがあること）については、株主利益最大化の例外と位置づけ規制する考え方が強い。このような観点からは、株主利益モデル（株主利益主義）をとりつつ深刻な負の外部性を根拠に経営判断原則の適用を制限することも矛盾ではない。

4. 東京電力株主代表訴訟地裁判決の理解

東京電力株主代表訴訟地裁判決は、原発の安全性評価に関する判断について、経営判断原則の適用を制限しているが、その理論的根拠ははっきりしない。判示は技術的専門性を根拠にしているようにも読めるが、原子力事業者が技術的専門性を欠いていると考えることは違和感がある。公的な性格を持つ会議・団体の出した見解は、相応の論拠がない限り尊重せよという趣旨であれば、特殊なケースに関する事例判断であり、経営判断原則に与えるインパクトはあまり大きくない。しかし、経営判断原則の適用が制限される理論的な根拠があるとするれば、本来は2.のような点に求められるべきなのではないかと思われる。もしそうだとすると、株式会社制度において全体として適切なインセンティブを作り出すために、諸ルールの間でいかに役割分担すべきかという重要な問題であると思われる。

VI むすび

Ⅱで見たとおり、わが国の会社法においてもステークホルダー・モデル（ステークホルダー主義）の是非や、そのもとでの取締役の義務の内容について検討しなくてはならない時期が来ている。また仮に株主利益モデル（株主利益主

義)を維持するとしても、株主にとって利益になるが第三者に対して大きな外部性を有する行為をすることの許容性及びそのような行為への経営判断原則の限界についても明らかにされる必要がある。東京電力株主代表訴訟地裁判決は、こういう問題意識から注目すべき判示を含むものであった。もっとも同判決自体は、株主利益モデル(株主利益主義)とステークホルダー・モデル(ステークホルダー主義)のいずれに基づくものか不明であり、取締役の裁量の制約の根拠も明らかにしていない。このため、会社がステークホルダーの利益を害する可能性が高い行動をとり、ステークホルダーひいては会社に損害を与えた場合の取締役の責任のあり方について同判決がいかなる意味を持つのかについては、検討すべき課題が多く残されている。本章の議論が、判決の背後にある問題の理論的な構造を明らかにできたなら幸いである。