論　説

有価証券投資による会社の損失と取締役の責任

受　川　環　大

Ⅰ　はじめに
Ⅱ　裁判例の事案の概要
Ⅲ　定款所定の目的との関係
Ⅳ　取締役会決議の要否
Ⅴ　小規模会社の取締役の監視義務
Ⅵ　中規模以上の会社における内部統制システムと取締役の責任
Ⅶ　経営判断の原則の適用の可否
Ⅷ　損害額の算定
Ⅸ　おわりに

Ⅰ　はじめに

1986年以降のバブル経済期には、財テクの一環として株式等の有価証券や不動産への投資に走る事業会社が多かったが、バブル経済の破綻とともに会社が被った損失について、取締役の責任の有無が争われた裁判例が散見される。バブル崩壊後10年以上を経て、有価証券投資の失敗に伴う取締役の責任追及の事例は一段落したかのようにみえたが、2003年８月には、東京スタイルの代表取締役が取締役会決議を経ずに本業と関係のない多額の有価証券投資を行ったことにより、同社が73億5,972万円の損害を被ったとして、損害額のうち10億円を会社に賠償することを求める株主代表訴訟が提起され、2005年10月に、当該代表取締役が会社に１億円の損害賠償をすることで和解が成立したと報道されている(1)。

ところで、国内外の機関投資家をはじめとする株主から、余剰資金の株主への分配の増大や積極的な設備投資を求める声が強まっているなかで、「事業会社」がその余剰資金の一部を有価証券に投資して利益を追求すること自体は何ら非難

(1)　原告株主であるＭ＆Ａコンサルティング（いわゆる村上ファンド）のホームページを参照。

されるべきことではない。しかし、株式等の有価証券への投資は、投資額の元本が保証されておらず、企業業績のみならず為替・金利等の不確定な要因によっても多額の利益だけでなく損失をも生ずるハイリスク・ハイリターンの投資対象である点に特徴が認められる。「事業会社」が株式等の有価証券投資を行うに際しては、その取締役等が法令・定款を遵守し、証券会社等から充分な情報を得て、かつ、慎重かつ十分な注意義務を尽くして投資を行うことが要求されるであろう。

これまでに、有価証券投資の失敗に伴う取締役の責任の有無が裁判上争われた事案としては４件が判例雑誌等で公表されており（日本サンライズ事件、福岡魚市場事件、ヤクルト本社第１事件・第２事件）、また株主代表訴訟を本案とする担保提供命令申立事件の決定が１件みられる（中村屋事件）[2]。これらの事案では、株式投資（日本サンライズ、福岡魚市場）、ワラント債（新株引受権付社債）購入（中村屋）、デリバティブ取引（金融派生商品）（ヤクルト本社）といった有価証券投資による損失の発生が問題とされている[3]。

本稿では、以上の裁判例を手がかりとして、有価証券投資と定款所定の目的との関係、有価証券投資と取締役会決議の要否、法令・定款に違反して有価証券投資を実行した代表取締役等に対する他の取締役の監視義務違反に基づく責任、内部統制システムが構築されている中規模以上の会社における取締役の責任、有価証券投資の失敗による取締役の損害賠償責任と経営判断原則の適用の有無、有価証券投資の失敗に伴う損害額の算定といった諸問題について検討するものである。裁判例で問題となった事業会社は、その規模の大小や上場の有無の点で一律に論じられない部分もあるが（日本サンライズは旧商法特例法上の小会社、福岡

⑵　資産運用ないしは有価証券投資と役員責任の問題を指摘した文献として、尾崎安央「会社役員の責任原因と株主代表訴訟の類型」判タ917号93頁（1996年）、澤口実『新しい役員責任の実務―最近10年間の裁判例の分析―』89頁・90頁（商事法務、2005年）参照。

⑶　本稿において「有価証券投資」とは、証券取引法上の有価証券（証取２条１項・２項）の売買のほか、有価証券デリバティブ取引をも含むものとする（同条８項１号・20項－27項）。なお、金融商品取引法は、その対象商品・取引である「有価証券」（金商法２条１項・２項）および「デリバティブ取引」（同条20項－27項）の範囲を拡大している。

魚市場は中会社、中村屋とヤクルト本社は大会社である。また前二者は非上場会社であるが、後二者は上場会社である)、そうした異同を意識しながら検討するものとする。なお、上記の裁判例は、いずれも平成17年６月29日に成立した会社法施行前の商法（以下、平成17年改正前商法という）が適用された監査役（会）設置会社に関する事案であるので、平成17年改正前商法の諸規定の適用を前提に問題点を検討した上で、併せて会社法の下での諸問題の考察を行うことにしよう（監査役（会）設置会社を中心に検討するが、必要に応じて委員会設置会社についても言及する)。

Ⅱ　裁判例の事案の概要

以下では、Ⅲ～Ⅸで扱う諸問題で引用する裁判例について、紙幅の都合上、その事案の概要と判決・決定の結論のみを記しておく。Ⅲ以下において、各々の判旨の必要な範囲を引用しながら検討することとする。

１　日本サンライズ事件(4)（東京地判平成５年９月21日判時1480号154頁、判タ827号47頁、金判931号19頁）

A会社（株式会社日本サンライズ）は、その所有する建物の賃貸業を唯一の営業とし、資本金960万円、昭和62年度決算における売上総利益（賃料収入）4,480万円、営業利益1,321万円、経常利益264万円という小規模会社であった。A社は、昭和63年、株主総会で有価証券の売買を目的に加える定款変更を行い、投資顧問業者Bとの間で投資一任契約を締結し、投資金全額を借入れで調達して株式投資を開始した。この借入金額は、当初約２億円であったが、その後投資規模の拡大に伴い、平成２年には４億円以上に増大した。A社は、当初は株式投資により順調に利益を上げることができたが、平成２年１月に株価が暴落したうえ、

(4)　本判決の評釈として、河内隆史「判批」判タ843号46頁（1994年)、川畑正文「判批」判タ852号194頁（1994年)、西尾信一「判批」手形研究38巻２号60頁（1994年)、松本博「判批」福岡大学大学院論集26巻２号１頁（1994年)、吉田直「判批」商事936号37頁（1994年)、中山龍太郎「判批」ジュリ1092号122頁（1996年)、森山彰夫「判批」西南学院大学法学論集28巻３号75頁（1996年)、神崎克郎「判批」商事1448号43頁（1997年)、橡川泰史「判批」判タ975号164頁（1998年）がある。

Ｂの投資内容に過大な信用取引、仕手株への投資、分散投資の過怠等の問題があったことも重なり、投資金額の約70％に及ぶ損害を被った。平成３年３月、右投資一任契約は解消されたが、Ａ社には前記借入金債務が残り、その後の増資により右借入金の一部を返済したものの、なお２億8,550万円が残った。

Ａ社の株主Ｘは、代表取締役Ｙ１および取締役Ｙ２、Ｙ３に対して、Ａ社が賃貸業による営業利益をはるかに上回る多額の借入れをして株式取引に投資し損失を被ったことがＡ社に対する善管注意義務に違反すると主張し、その行為によってＡ社が受けた２億9,502万円余（口頭弁論終結時における本件株式投資に係る借入金債務残高および過去における利息支払分）の損害賠償責任を追及する株主代表訴訟を提起した。

これに対して、東京地裁は、代表取締役Ｙ１の善管注意義務違反および取締役Ｙ２およびＹ３の善管注意義務違反を認定し、原告株主Ｘの請求を認容した。

２　中村屋事件（東京地決平成７年２月21日資料版商事134号93頁）

中村屋の株主は、同社取締役３名を相手取り、設備資金・運転資金に充てる目的で社債発行により調達した資金で有価証券の投機的取引を行い、その一環として19億円で取得したワラント債の下落により17億3,355万円の損害を被ったが、このワラント債購入は定款の目的の範囲外の行為であり、あるいは取締役会の承認決議を欠いているなどの点を主張して、総額8,149万円余の損害賠償を請求する株主代表訴訟を提起した。

東京地裁は、株主代表訴訟を本案とする担保提供命令申立事件において、本案の被告である同社取締役３名（申立人）の申立ての一部を認め、本案原告（被申立人）に担保として総額1,500万円を供託するよう命じた。本決定は、①ワラント債取得は定款の目的の範囲外の行為となるものとは解されない、②本件有価証券投資が平成17年改正前商法260条２項１号にいう重要な財産の処分・譲受に該当するとすることには疑問があるとした。

３　福岡魚市場事件[5]（福岡地判平成８年１月30日判タ944号247頁）

Ｘ社（株式会社福岡魚市場）は、福岡市中央卸売市場において、生産者（水産

漁業会社）の委託を受けて生鮮魚類等の水産物を卸販売することを業とする株式会社であり、卸売市場法に基づき、農林水産大臣の監督下におかれていた。X社の資本金は1億7,600万円、平成3年現在の売上高は723億3,166万円余であった。他方、Yは、過去にX社の代表取締役社長の地位に就いたものであって、その代表取締役在任中、X社には取締役が全部で13名おり、内2名が社外取締役で、その余の11名は社内取締役であった。Yは、昭和61年2月の常勤取締役会において、株式投資による資金運用を提案し了承を得た。当初、株式投資の運用限度額は10億円とされていたが、その後20億円、30億円と順次増額され、Yは、X社の計算で株式投資を行った。

平成2年10月、X社に対する農林水産省の業務検査があり、株式投資の額の過大さが問題視され、株式投資の資金の流れに対する取締役会等による監視体制の改善と保有資産の処分等による会社の財産状態の健全化を図ることが勧告された。この勧告に基づいて、平成2年12月の常勤取締役会において、資金運用審議会を設置し、株式取引は同審議会を通じてYを含む同委員4名の合議により運用し、4半期（3か月）ごとに定時取締役会に総体的報告をすべき旨を決議した。また平成3年1月には、取締役会規則が改訂され、取締役会の決議事項を定める第9条は、「6　株式譲渡の承認、7　重要な財産の取得、処分、8　重要な投資、資金運用、9　資金運用の最高限度の設定、10　有価証券の取得、処分、11　資金借入れの最高限度の設定」と定め、第10条は、緊急を要するものがある時は取締役会の決議を経ないで執行できるが、次の取締役会で承認を要する旨を定めた。

Yは、取締役会の承認を経ず、また資金運用審議会にもかけず、取締役会の設定した資金運用限度額を大幅に超えて株式取引を行った。しかも、信用取引やオプション取引といった危険性の高い取引、さらには仕手戦参画と評価できるものを含んでいた。X社は、Yが在任中に行った取締役会設定の資金運用限度額を超

---

(5)　本判決の評釈として、島袋鉄男「判批」私法判例リマークス1998〈下〉108頁（1998年）、山下友信「判批」ジュリ1145号107頁（1998年）、斉藤真紀「判批」商事1571号32頁（2000年）、和田宗久「判批」早稲田法学76巻4号285頁（2001年）、森光男『判批』松坂政経研究17巻1号75頁（1999年）がある。

える無謀な株式取引が、取締役会の決議を経ずになされたものであり、また取締役としての善管注意義務・忠実義務に違反すると主張して、その行為によってＸ社が被った損害40億円以上のうち、とりわけ違法性の顕著なＡ社株式の取引（仕手戦への参画）により生じた含み損等を含む15億円余の損害の賠償を求めた。

これに対し、福岡地裁は、Ｙが行った本件株式取引は取締役の忠実義務・善管注意義務に違反するのは明らかであって、本件は経営判断の法理が適用される場合にはあたらないとしたうえ、本件取引による損害発生については、他の取締役の監視義務違反も関係しており、他の取締役の責任を不問に付したままＹの責任のみを追及することは損害の公平な分担という観点から適当でないとし、またＹのＸ社に対する功労なども考慮して、過失相殺ないし損益相殺の見地から、認定した損害額から４割を減じた額の請求を認めた(6)（請求の一部認容）。

４　ヤクルト本社事件

ヤクルト本社では、昭和59年１月以降、特定金銭信託（以下、特金という）による余裕資金の運用を始めたが、平成元年６月以降、資金運用チームを含む経理部を管掌する管理本部長（取締役副社長）Ｙの決済ないし判断により資金運用された。この特金を含む運用資金の結果（実現損益）については、月次損益計算書で毎月、経営政策審議会（専務以上の取締役、常勤監査役及び社長が指名する者で構成される、原則週１回開催の、重要政策を審議する会議体）に報告され、四半期・中間・期末には各損益計算書により、取締役会に報告され承認されていた。この余裕資金の運用は、平成２年３月期までは非常によい成績をあげたが、同年の年頭以降の株価暴落で多額の含み損が生じたため、経営政策審議会では資金運用に対する批判的な意見が強く出されたが、Ｙの判断の下に、その後の株価の上昇過程で回復していく方針をとり、平成３年10月以降からデリバティブ取引（金利スワップション取引、株価指数フォワード取引および株価指数店頭オプ

(6)　本件の控訴審である福岡高判平成９年５月16日は、Ｙ以外の取締役の監視義務違反はなかったとして、Ｙに対して10億4,000万円の損害賠償を命じたと報道されている（西日本新聞平成９年５月17日朝刊）。

ション取引（コール、プット両方）、株価指数スワップ取引および同スワップション取引等）を開始した。当初はデリバティブ取引で実現収益があがっていたが、平成６年後半以降の株価急落により多額の含み損を抱えたため、監査法人からリスク管理体制を構築すべきとする指摘を受け、平成７年５月以降、個別報告書による監査室のチェック、想定元本増額禁止等の内部的制約、監査法人監査等のリスク管理体制がとられた。その後、平成８年には株価が回復して含み損が大幅に縮小したが、Yは手仕舞うことはせず、逆に平成９年２月以降は取引を拡大したところ、同年末の株価の急落により、平成10年３月には同社の損失は総額1,057億円に上ったと東京証券取引所の記者会見で発表された。同年３月の取締役会において、デリバティブ取引からの完全撤退の方針が決定された。

⑴　第２事件判決[7]（東京地判平成13年１月18日判時1758号143頁、金判1119号43頁、資料版商事206号108頁）

ヤクルト本社の個人株主である原告Xは、平成５年から10年３月20日までの期間に在任していた取締役および監査役47名を被告として株主代表訴訟を提起し、代表取締役等の業務執行取締役については善管注意義務に違反したこと、他の取締役については監視義務に違反したこと、監査役については業務監査権限を行使して取締役の違法行為を防止する義務を怠ったことを理由に、1,057億円の損害賠償を請求した。

東京地裁は、被告47名のうち６名（第１事件の被告と同一）を除く41名の弁論を分離して、そのうちの２名を除く39名の被告について、平成13年１月18日、原告の請求を棄却し［第２事件判決］、東京高裁も平成14年２月25日に控訴を棄却し、同年７月５日、原告は最高裁に対する上告・上告受理申立てを取り下げている。

東京地裁判決の要旨は、以下の通りである。①被告のうち取締役であった者が具体的に本件デリバティブ取引に関与した事実を認めることはできない。②デリバティブ取引について、取締役である被告らにつき、監視義務に違反する責任は認められない。③監査役である被告らの責任についても、本

⑺　本判決の評釈として、井上貴也「判批」金判1121号62頁（2001年）、森田果「判批」ジュリ1224号116頁（2002年）がある。

件デリバティブ取引を行った取締役の行為を防止すべき義務に違反した責任は認められない。

⑵　第１事件判決[8]（東京地判平成16年12月16日資料版商事250号232頁、金判1216号19頁）

ヤクルト本社の株主である販売会社６社および個人株主２名が、平成10年８月６日、社長ら現任の取締役４名と前会長ら元取締役２名を被告として、損害金の一部である650億円の賠償を求めて株主代表訴訟を提起した。東京地裁は、被告らのうち、当時管理本部長として資金運用業務を担当していた元取締役副社長Ｙに対して67億円余の支払を命じたが、その余の請求を棄却した（請求一部認容）。

判決要旨は以下の通りである。①資金運用のために反復継続して行われるデリバティブ取引について、個々の取引ごとに、取締役会の承認決議を経なかったことに違法はない。②乳酸菌飲料等の製造販売を主たる業とするヤクルト本社において、デリバティブ取引を行うことが同社の定款に違反するとはいえない。③平成９年２月までの本件デリバティブ取引については、Ｙは、リスク管理体制のもとでの各制約事項に違反して取引を行っていたとは認められず、取締役の善管注意義務違反は認められないが、同月以降に行った計12の取引については、Ｙが独自の判断で、想定元本額に係る制約事項に違反して行ったもので、善管注意義務に違反した違法な取引である。④ヤクルト本社ではデリバティブ取引について相応のリスク管理体制が構築されており、Ｙについて善管注意義務違反が認められるが、平成９年２月以降、ヤクルト本社内の制約事項に実質的に違反し、実質想定元本を増大させた点のみであるから、Ｙ以外の役員の監視義務違反については、Ｙが制約事項に実質的に違反する行為をしていることを疑わせる特段の事情が存したか否か、他の取締役がこれを看過したことが取締役ないし監査役の監視義務に違反するといえるかという観点から検討する必要があるとし、個々の役員について違反の有無を検討し、他の役員に監視義務違反は認められないとした。

⑻　本判決の評釈として、遠藤喜佳「判批」金判1217号53頁（2005年）がある。

Ⅲ　定款所定の目的との関係

1　従来の学説・最高裁判例

機関投資家等（銀行、信託銀行、保険会社、証券会社、年金基金、投資信託、投資顧問）であれば、投資収益を目的として有価証券投資による資産運用を業務とすることから、その定款の事業目的として有価証券投資を記載しなければならないのは当然であろう。これに対して、事業会社においては、これまでのところ定款の目的として有価証券投資を明文で記載する例は少なかったようである。事業会社においても、資金運用のために有価証券投資を始めようとする場合に、事前にその旨を定款の目的として明文で規定しておく必要があるかが問題となる。

周知のように、会社はその定款所定の目的によってその権利能力を制限されるか否か、換言すると、公益法人の権利能力に関する民法43条が平成17年改正前の商法上の会社にも類推適用されるかという問題について、わが国の判例は一貫してこれを肯定してきた。もっとも、会社の具体的な行為が定款記載の目的の範囲に含まれるか否かの判断基準については非常に緩やかな立場をとっており、「目的の範囲内の行為とは、定款に明示された目的自体に限局されるものではなく、その目的を遂行するうえに直接または間接に必要な行為であれば、すべてこれに包含されるものと解」されるとする立場をとっていた(9)。

一方、学説上は、かつては判例と同様に、会社についても民法43条の類推適用を認めながらも、会社と取引する第三者を保護するために目的の範囲を広く解する見解が支配的であったが(10)、近時は、民法43条を会社についても類推適用することを否定する考え方がむしろ多数説となっていた。ただ、民法43条類推適用否定説の中でも、目的条項がいかなる意味を持つかについては見解が分かれており、目的条項は内部的に会社機関の権限（代表権）を制限するにとどまるものであると解する見解(11)のほか、目的条項は単に会社機関の職務執行についての会社

---

(9)　最大判昭和45・６・24民集24巻６号625頁。

(10)　田中耕太郎『改訂会社法概論上』58頁（岩波書店、1955年）、石井照久『会社法上』21頁以下（勁草書房、1967年）、松田二郎『会社法概論』26頁（岩波書店、1968年）など。

(11)　大隅健一郎＝今井宏『会社法論上』31頁（第３版、有斐閣、1991年）など。

に対する義務を示すものにすぎないとする見解があった[12]。さらに立法論としても、会社法においては能力外の法理（法人の権利能力が定款所定の目的によって制限されるとする考え方）を廃棄すべきであるとする見解も有力に主張されていた[13]。

2　本稿の対象とする判例

⑴　日本サンライズ事件

日本サンライズ事件では、建物の賃貸業を唯一の営業とする会社が、株式投資による資金を全額借入れて、会社規模に比べて多額の株式投資を開始したものであるから、新規事業の開始であるという認識のもとで、あらかじめ定款を変更して有価証券の売買を会社の目的に加えたとする事実が認定されている。この場合には、株式投資を行うにあたって定款違反の問題がないことは明らかである。

⑵　中村屋事件決定

中村屋事件決定は、「定款の目的の範囲内の行為とは、定款に明示された目的自体に限られるものではなく、その目的を遂行するうえで直接または間接に必要または有益なすべての行為が包含される」とする従来の判例の立場を踏襲したうえで、「営利を目的とする株式会社が余裕資金を投資運用することは、その投資の対象が有価証券である場合を含め、定款の目的の範囲内の行為と解すべきである。ワラントへの投資が相当のリスクを伴うからといって、その故に、余裕資金の運用として行われたワラントの取得が定款の目的の範囲外の行為となるものとは解されない」と判示している。

⑶　福岡魚市場事件判決

⑿　上柳克郎「会社の能力」『会社法・手形法論集』40頁（有斐閣、1980年）、田中誠二『会社法詳論上巻』83頁（３全訂版、勁草書房、1993年）、加美和照「会社の能力と定款の目的」田中誠二先生古稀記念『現代商法学の諸問題』141頁以下（千倉書房、1967年）、森本滋「法人と定款所定の目的」民商93巻臨時増刊号⑵67頁以下（1986年）など。

⒀　竹内昭夫『会社法の理論Ⅰ』135頁以下（有斐閣、1984年）、田中誠二「会社の権利能力の制限論の批判」商事1037号２頁以下（1985年）。

福岡魚市場事件においては、原告（株式会社福岡魚市場）は、「原告は、卸売市場法により農林水産大臣の監督を受ける立場にある卸売業者であることからすれば、株式による投機がその定款目的の業務あるいは遂行に必要な付帯的業務に属さないのは明らかであり、また（平成17年改正前）商法489条４号は、『会社の営業の範囲外において、投機取引のために会社財産を処分したるとき』を刑事処罰の対象に規定しているのであるから、取締役としては、投機取引と誤解を受けるような株式取引は厳に慎むべき義務があるのに、被告は投機取引といっても過言ではないような株式取引をしている」として、被告取締役の忠実義務・善管注意義務違反を主張した。これに対して、福岡地裁は、原告の主たる目的には株式投資は含まれていないという事実だけは認定したが、定款の目的と株式投資との関係についての具体的な言及はしていない。

⑷ ヤクルト本社第１事件判決

ヤクルト本社第１事件においても、原告は、本件デリバティブ取引は、ヤクルト本社が定める定款上の事業目的と全く関連性を有しない賭博的投機取引であり、このような取引の実施は定款に違反するものであったと主張する。この点について、第１事件判決は、ヤクルト本社の定款に、直接、資金運用に関する事項が目的として定められている事実はないが、余裕資金の運用は会社の目的遂行のために必要かつ有益な行為であり、事業会社においても一般的に附帯業務として予定されているから、本件デリバティブ取引が余裕資金を運用する目的で行われたものであり、会社の目的遂行と全く無関係な取引であるとまでいうことは困難であるとして定款に違反しないとする。なお、第１事件判決は、平成17年改正前商法489条４号違反（会社財産を危うくする罪）で被告元副社長が刑事判決を受けたこと（本件デリバティブ取引の一部とこれに伴う質権設定行為が同号の「会社の営業の範囲」外であると判断されたこと）と会社の「目的の範囲」（民43条）との関係について言及し、会社財産を危うくするがゆえに刑罰の対象とされる「会社の営業の範囲」と取引の安全にかかわる「目的の範囲」とは別個の概念で、前者は後者よりも狭いと解すべきであるから、本件デリバティブ取引が会社の「目的の範囲」内の行為であり定款違反の問題は生じないとする当裁判所の判

断は、刑事判決と何ら抵触ないし矛盾を生ずるものではないとする。

⑸ 検討

以上にみた下級審の裁判例のうち、中村屋事件決定およびヤクルト本社第１事件判決は、前記最高裁判例の立場を踏襲し、会社について民法43条の類推適用を肯定しつつも、定款の目的の範囲に含まれるか否かの判断基準をきわめて緩やかに解する立場をとっている。そして、あらかじめ有価証券投資を定款の目的として規定していなくとも、それが余裕資金の運用であることを理由に、附帯業務として定款の目的の範囲内の行為であるとする。しかし、これはいささか安直な判断である。従来の裁判例は、取引の安全を重視して定款違反の取引（無効な取引）とならないようにするために、解釈によって定款の目的条項の範囲を限りなく広く解してきたが、定款違反による取締役の責任（平成17年改正前商266条１項５号）の有無が問われる局面では、定款の目的条項を限定的に解してしかるべきである。すなわち、当該有価証券投資が定款の目的の範囲内の行為であるか否かは、有価証券投資が余裕資金の範囲内で行われたかどうかのみならず、投資金額の借入れの有無、会社の資産規模と投資金額の多寡、会社の主たる営業と有価証券投資との関係、対象となる有価証券投資の種類と投資頻度（業として行うか否か）などの諸点から判断すべきである。たとえば、会社の資産規模等に照らして、全額借入れまでして、多額の有価証券投資を行う場合には（日本サンライズ事件）、慎重を期して、事前に定款を変更し有価証券の売買を目的に追加しておかないと、定款違反の行為として取締役の責任が生ずると解すべきである。

また、ヤクルト本社事件においては、余裕資金の範囲内とはいえ、取締役元副社長が１回の取引で数十億円単位の多額の資金を使ってきわめてリスクの高いデリバティブ取引を頻繁に繰り返し機関投資家顔負けの取引をしており、「営業として」（会社法では「事業として」）デリバティブ取引を行ったものと捉えられなくもなく、第１事件判決が資金運用に関する事項は定款に記載されていなくても違法ではないと判示したことは疑問である。ちなみに、元副社長は、所得税法違反（リベートの隠匿）、業務上横領（海外子会社の資金の私的流用）、商法の特別背任および営業外投機取引の罪（平成17年改正前商498条４号）等で懲役７年の

実刑判決を言い渡されており、刑事事件では営業外投機取引の罪に該当するとして有罪となっているにもかかわらず民事上は違法でないとしたことについて、オプションの売りには資金は不要であり「余資」の運用でもないし、そもそも刑事罰に違反していることだけで義務違反となりそうであるとする批判がある[14]。その意味では、本件デリバティブ取引が会社の「目的の範囲」内の行為であり定款違反の問題は生じないとする民事判決は、刑事判決と何ら矛盾しないとする裁判所の判断は疑問である。

3　会社法の下での検討

会社法は、会社の設立、組織、運営および管理に関して規律する単行法であり（会社１条）、会社に関する規律を自足的に整備することを意図して制定されたものである。たとえば、会社法「第１編　総則」では、平成17年改正前の商法「第１編　総則」の規定（改正前商１条－32条）のうち、会社についても適用される制度（商号、使用人、競業禁止等）が規定されている（会社６条－24条）。これは、会社法が、商事に関する一般法である商法（典）から分離独立して規定を整備したものと理解できよう。

また、会社法は、規律の明確化を図るため、準用規定を極力用いないこととした。一例を挙げると、平成17年改正前商法は、合名会社の内部関係につき民法上の組合に関する規定を準用する旨を規定し（改正前商68条）、合資会社につき合名会社に関する規定を準用する旨を規定していたが（改正前商147条）、会社法の下では、これらの包括的な準用規定は整理されている[15]。

以上のことから、会社法の下では、公益法人の権利能力に関する民法43条[16]を会社についても類推適用する従来の判例の立場を堅持する必要性はもはや認められない。学説の多数説が主張してきたように、取引の相手方保護の見地からも、定款所定の目的は会社の権利能力を制限するものではないと解すべきである[17]。

このように解した場合の定款の目的条項の意義については、どのように解すべ

---

⑭　スクランブル「ヤクルト元役員に対する株主代表訴訟判決の意味」商事1719号138頁（2005年）。

⑮　相澤哲編著『新・会社法の解説［別冊商事295号］』４頁・５頁（2006年）。

きであろうか。前述したように、①目的条項は会社の対外的代表権を制限するものであるとする見解と、②単に会社機関の職務執行についての会社に対する義務を示すものにすぎないとする見解が存在する。①の見解をとると、会社の目的が登記事項であることから、改正前商法12条（会社908条１項）により会社の取引相手に悪意が擬制される結果、取引の安全を確保できないとする問題が生じることが指摘されている[18]。会社法の下でも、同様の問題が生じうると解されるから[19]、②の見解を支持すべきである。

したがって、取締役が定款の目的として記載されていない取引を行うことは、取締役の会社に対する善管注意義務違反となり、その結果会社に損害を与えたときは、任務懈怠があったものとして会社に対し損害賠償責任を負うべきである（会社423条１項）。しかも、前述のように、定款違反による取締役の責任の有無が問われる局面では、定款の目的条項を限定的に解釈すべきである。有価証券投資との関連でいえば、たとえ会社の余裕資金の範囲内であっても、「事業として」（営利の目的でかつ反復継続して）有価証券投資を行う場合には、予め定款の目的として「有価証券の投資および運用」といった規定を置くべきてあって、かかる規定なしに行われた有価証券投資は定款違反となり、有価証券投資自体は法律上有効であるが、有価証券投資を実行した代表取締役・業務執行取締役は、有価証券投資による会社の損失について損害賠償責任を負うものと考える。

また、代表取締役等が「事業として」有価証券投資を行うとまではいえない

---

⑯　最近の民法の一部改正（平成18年法律第50号）によって、法人制度に関する改正が行われている。法人の能力については、「法人は、法令の規定に従い、定款その他の基本約款で定められた目的の範囲内において、権利を有し、義務を負う。」（民34条）と規定されている。また、「一般社団法人及び一般財団法人に関する法律」（平成18年法律第48号）および「公益社団法人及び公益財団法人の認定等に関する法律」（平成18年法律第49号）といった特別法が制定されている。これらの法人制度の改正は、「一般社団法人及び一般財団法人に関する法律」の施行の日（公布の日から起算して２年６月を超えない範囲内において政令で定める日）から施行される。

⑰　会社法の下で、民法43条類推適用否定説をとることを明言するものとして、神田秀樹『会社法』５頁（第８版、弘文堂、2006年）など参照。

⑱　上柳・前掲注⑫45頁。

⑲　前田重行『会社法判例百選』７頁（有斐閣、2006年）。なお、目的条項は代表権の制限となることは認めつつ商業登記の積極的公示力による悪意の擬制を排除する解釈も主張されている。浜田道代「会社の目的と権利能力および代表権の範囲・再考（下）」曹時50巻11号2652頁（1988年）。

ケースであっても、前述のように、当該有価証券投資が余裕資金の範囲内か否か、会社の資産規模と投資金額の多寡、会社の主たる事業と有価証券等投資との関係、対象とされる有価証券投資の種類と投資頻度などを総合的に考慮した結果、必要であれば、事前に定款の目的に有価証券投資を加えておくことが望ましい。

なお、定款所定の目的の逸脱は、取締役の損害賠償責任のほかに、取締役の行為の差止請求権（会社360条・385条）、監査役の取締役への報告事由（会社382条）、取締役の解任事由（会社854条）、会社の解散命令事由（会社824条１項３号）などの会社の内部的問題を生じさせる[20]。

Ⅳ　取締役会決議の要否

１　従来の学説・最高裁判例

有価証券投資のうち、株式の売買を例とすると、株式の購入は現金を払って株式を買い入れる取引であるから財産の譲受けに該当し、株式の売却は財産の処分に該当すると解するのが素直な理解であろう。この株式の売買を典型例とする有価証券投資が、個々の事案において、取締役会決議を要する「重要な財産の処分・譲受」（平成17年改正前商260条２項１号）（または「その他の重要なる業務執行」（同条項柱書））に該当するか否かが問題となる。また、「重要な財産の処分・譲受」に該当するとした場合、１回の取引ごとに事前の取締役会決議を要するか、または数回の取引につき一括して事前もしくは事後の承認を受けることで足りるかも実務上は重要であろう。

最高裁平成６年１月20日判決（民集48巻１号１頁）は、改正前商法260条２項１号にいう「重要な財産の処分」に該当するかどうかの判断基準について、「当該財産の価額、その会社の総資産に占める割合、当該財産の保有目的、処分行為の態様および会社における従来の取扱い等を総合的に考慮して判断すべきものと解するのが相当である」としている。この最高裁判決は、従来の通説の立場[21]を

---

⑳　江頭憲治郎『株式会社法』30頁（有斐閣、2006年）。

㉑　鈴木竹雄＝竹内昭夫『会社法［第３版］』275頁（有斐閣、1994年）、大隅健一郎＝今井宏『会社法論中巻』186頁以下（第３版、有斐閣、1992年）など。

基本的に踏襲したものであると評価されている[22]。なお、この最高裁判決は、営業財産の譲渡に関する事案ではあるが、有価証券投資についても重要な指針となるであろう。

2　本稿の対象とする判例

⑴　中村屋事件決定

中村屋事件決定は、本件ワラントは、約４年半の間に、極めて多数回にわたる売買の結果取得したものであり、１回当たりの投資額は、昭和62年７月に信越化学工業のワラントを金8,646万円余で取得したのが最高額であって、数百万円から数千万円の範囲内のものであるところ、会社の総資産は昭和62年９月期の278億円余から平成３年３月期の447億円余まで増加の一途を辿っていること（信越化学工業のワラントの取得価額は、その期末の総資産278億円余のわずか0.31パーセントにすぎない）、この間、資本金は約35億円から順次約74億円まで増資され、売上高も380億円余から453億円余まで順調に伸びていること、しかも資金運用のための投資であること等からすれば、平成17年改正前商法260条２項１号の「重要ナル財産ノ処分及譲受」に該当するとすることには疑問があるとして、本案の審理ではないが消極的な立場をとっている。

本決定は、前記最高裁判例が示した判断基準のうち、主に当該財産の価額、その会社の総資産に占める割合、当該財産の保有目的を考慮して、「重要ナル財産ノ処分及譲受」に該当しないとする。本件事案に限ってみれば、この判断は支持されようが、これを一般化することはできないであろう。株式投資等を行う場合には、その投資金額のほかに、投資方法（現物取引か信用取引かなど）も考慮に入れると、「重要なる財産の譲受」に当たるとして取締役会決議を要する場合が少なくないと思われる。「重要な」という文言は相対的概念であり、会社の規模や業種により異なるので、取締役会に付議すべきかの判断が恣意的になされるのは望ましくない。そこで中規模以上の会社の多くは取締役会規則等の社内規則を定めて、取締役会への付議基準を定めている。

---

[22]　中東正文『会社法判例百選』144頁（有斐閣、2006年）。

⑵ 福岡魚市場判決

実際、株式会社福岡魚市場の取締役会規則は、取締役会決議事項のうち財務に関する事項として「6　株式譲渡の承認、7　重要な財産の取得、処分、8　重要な投資、資金運用、9　資金運用の最高限度の設定、10　有価証券の取得、処分、11　資金借入れの最高限度の設定」と定め、緊急執行につき取締役会の事後承認の定めを置くものであった。また取締役会は、資金運用限度額を30億円と定め、資金運用審議会を設置し、株式取引は同審議会を通じて同委員4名の合議により運用し、四半期（3か月）ごとに定時取締役会に総体的報告をすべき旨決議した。

福岡魚市場事件判決は、代表取締役Yは、「株式投資をするにあたり一応形式的な取締役会の承認は取り付けているものの、その後の取引経過の報告はきわめて概括的なものにととどまる」と認定しているので、取締役会決議の欠缺を正面から問題としたものではない。本判決は、本件株式取引が取締役会の設定した資金運用限度額を大幅に上回るほか、信用取引やオプション取引といった危険性の高い取引、さらには仕手戦参画と評価できるものを含んでいるから、取締役としての忠実義務ないし善管注意義務に違反することを認定したものである。

⑶ ヤクルト本社第1事件判決

ヤクルト本社第1事件判決は、元取締役副社長の本件デリバティブ取引における平成17年改正前商法260条2項違反の有無について、個々のデリバティブ取引が「多額の借財」または「その他重要なる業務執行」に該当すると解することはできず、個々の取引について取締役会の承認決議を経なかったことに違法はないとした。その理由としては、次の事由が挙げられている。すなわち、ヤクルト本社ほどの規模の会社では取締役会を頻繁に開催することは実際上極めて困難であるから個別のデリバティブ取引を逐一取締役会に付議することは非現実的かつ不合理である。ヤクルト本社の決済規程および決済基準によれば、本件デリバティブ取引は取締役会付議事項とされず、資金運用のためにする有価証券の取得・処分については、取得費用や処分による損益の額に関わりなく本部長である元副社長に決済権限がある。本件デリバティブ取引を構成する個別取引の実質想定元本

額（最大で425億円）自体がヤクルト本社の損害額になるものではなく、そのリスク相当分を約１割程度とみても、当時のヤクルト本社の総資産額（2,000億円超）と比較して必ずしも「多額」ないし「重要」であるとはいえない。ヤクルト本社の余裕資金の運用は、経営政策審議会の承認を経た上で基本方針が決定され、その運用の責任者は取締役副社長とされ、本件デリバティブ取引は副社長の決済権限で行うことができると理解されていた。ヤクルト本社事件では、資金運用の結果は、原則週１回開催される経営政策審議会には報告されていたが、取締役会には４半期・中間・期末の各損益計算書でしか報告されていなかった。

従来から実務界では、資産の売却については、会社の貸借対照表上の総資産額の100分の１に相当する額程度を目安に取締役会の決議を要するかを判断すべきであると指摘されていたことからすると[23]、ヤクルト本社第１事件判決が、個別のデリバティブ取引の実質想定元本額を最大で425億円とした上で、そのリスク相当分１割（42億円）が総資産2,000億円超と比較して重要事項に当たらないとしたことには賛同できない[24]。また、本件デリバティブ取引について、任意機関である経営政策審議会への報告・承認をもって法定機関である取締役会の承認に代替させているかのようにみえるが、旧商法が重要な財産の処分・譲受につき取締役会決議を要求していた趣旨にかんがみれば、任意機関の承認等をもって代替することは許されないであろう。

⑷ 検討

以上にみた本稿の対象とする下級審判例および前記最高裁判例によれば、重要な財産の処分・譲受等に当たるとし取締役会決議を要するか否かの判断基準は、有価証券への投資額が会社の総資産に占める割合、投資対象ないし運用方法のリスクの大小（社債か株式か、株式の現物取引か信用取引か、デリバティブ取引等のリスクの高い取引か等）を総合的に考慮して判断すべきである。その際に、有価証券投資額（デリバティブ取引では実質想定元本額）が総資産額の１パーセン

⑵③ 東京弁護士会会社法部編『取締役会ガイドライン』（改訂版、1993年、142頁）。
⑵④ スクランブル・商事1719号138頁（2005年）。

ト程度という基準は絶対的なものではないにせよ、一応の判断基準となるであろう。

取締役会決議を要するべきであったのに、それを欠いた場合、当該有価証券投資自体は有効であるが、有価証券投資により会社に損失が生じたときは、取締役等は法令違反に基づく損害賠償責任を負わなければならない（平成17年改正前商266条１項５号・260条２項）。個々の有価証券投資については適宜かつ瞬時の判断が要求されるため、個々の取引ごとに事前の取締役会決議を経ることは実務上困難であるとしても、少なくとも資金運用方法および運用資金の限度額（デリバティブ取引の場合は想定元本の上限額）につき事前の承認を得ておく必要があるだろう。また、取締役は３か月に１回以上は業務執行の状況を報告しなければならないので（平成17年改正前商法260条４項）、事後的にも、取締役は取締役会において個々の取引について報告することを要し、取引の内容等に問題があれば取引の縮小ないしは中止の措置をとるべきである。

3　会社法の下での検討

会社法の下でも、取締役会設置会社においては、取締役会の専決事項として「重要な財産の処分及び譲受け」が規定されているので（会社362条４項１号）、上記２で述べたことが妥当するであろう。

他方、取締役会を設置しない会社では、各取締役が業務を執行するのが原則であるが、取締役が２人以上ある場合は、定款に別段の定めがある場合を除き、取締役の過半数で業務を決定するものと規定されている（会社348条１項・２項）。したがって、取締役が２人以上ある取締役会非設置会社において有価証券投資を行うときは、当該有価証券投資の金額や方法にかかわらず、取締役の過半数で決定するのが原則である。もっとも、投資額の上限や投資対象の種類についてだけ取締役の過半数で決定し、その制約の範囲内で行う個々の有価証券投資については、特定の取締役に一任する旨を定款で定めることも可能であろう。

Ⅴ　小規模会社の取締役の監視義務

取締役が負うべき監視義務の範囲について、最高裁昭和48年５月22日判決（民

集27巻５号655頁）は、取締役会を構成する取締役は、取締役会に上程された事項のみならず代表取締役の業務執行一般について監視する義務を負う旨を判示している。この最高裁判例は、小規模会社が倒産した場合に、会社債権者が旧商法266条ノ３第１項に基づき取締役の責任を追及した事案に関するものである。これに対し、ある程度規模の大きな会社においては、各取締役が会社の具体的な業務執行を個別に監視することが事実上不可能であるため、取締役の監視義務の範囲を取締役会に上程されない事項にまで拡張すると、取締役にとって過大な負担と責任を負わせる結果となる。そこで従来から、ある程度規模の大きな会社においては、いわゆる内部統制システムの構築を要求し、その構築のいかん等との関係で取締役の監視義務違反が論じられてきた。

以下では、各取締役が会社の業務執行全般を監視することができる小規模会社における有価証券投資と取締役の監視義務について検討し、内部統制システムの構築が実際上または会社法上要求される中規模以上の会社における取締役の責任については、Ⅵで検討することとする。なお、ここでは一応の目安として、小規模会社を資本金１億円以下の株式会社とし、中規模以上の会社を資本金１億円を超える株式会社とする（旧商特１条の２第１項・２項参照））[25]。

１　従来の学説・判例

小規模な株式会社において、法令・定款に違反する有価証券投資が行われ会社に損害が生じた場合には、当該有価証券投資に直接係った代表取締役や業務執行取締役が会社に対して損害賠償責任を負うのは当然である（平成17年改正前商260条３項・266条１項５号）。また、仮に当該有価証券投資が取締役会決議に基づいて行われた場合には、その決議に賛成した取締役や異議を述べなかった取締役は、当該有価証券投資を行ったとみなされるので（平成17年改正前商266条２項・３項）、行為者としての責任を負わなければならない。

これに対して、有価証券投資の実行に直接係っていない取締役が監視義務違反による責任を問われるのはどのような場合であろうか。まず、代表取締役の他の

[25]　伊勢田道仁「会社の内部統制システムと取締役の監視義務」金沢42巻１号93頁･（注４）参照（1999年）。

代表取締役または平取締役に対する監視義務については、従来の学説および最高裁判例はともにこれを肯定していた。ただ、その根拠については、判例が会社の業務全般にわたる代表取締役の注意義務ないし忠実義務に求めていた[26]のに対し、学説の多くは、代表取締役の業務執行機関たる地位と取締役会構成員たる地位とを区別したうえで、監視義務は後者の地位から基礎づけられるべきであると解していた[27]。他方、平取締役の代表取締役に対する監視義務については、学説の多数説および最高裁判例はともに、代表取締役の業務執行に対する監督機能を有する取締役会の構成員であることにその根拠を求めるとともに、平取締役の監視義務が取締役会に上程された事項のみならず代表取締役の業務執行一般についても及ぶと解していた[28]。

もっとも、いくつかの下級審判例は、小規模閉鎖会社の倒産の事案において、取締役会に上程されない事項に関する取締役の監視義務の範囲に一定の限界を設け、監視義務の内容が平取締役にとって過酷なものにならないようにするための配慮してきた。すなわち、平取締役が取締役会に上程されない事項について監視義務違反を問われる場合を、代表取締役の業務活動の内容を知ることが可能である等の特段の事情がある場合[29]、取締役が代表取締役や他の取締役により行われた違法行為を知っているかそれを容易に知ることができたのに漫然と看過した場合[30]に限定してきた[31]。しかし、小規模会社の場合には取締役はわずかな努力をす

---

(26) 最判昭和45・3・26判時590号75頁、最判昭和44・11・26民集23巻11号2150頁。

(27) 菅原菊志「現代株式会社における取締役の地位とその監視義務」企業法研究10周年記念論文集97頁・117頁以下（1964年）、塩田親文＝吉川義春「取締役の第三者に対する責任(1)」民商52巻1号58頁（1965年）、酒巻俊雄『取締役の責任と会社支配』6頁以下（成文堂、1967年）など。

(28) 最判昭和48年5月22日民集27巻5号655頁、最判昭和55年3月18日判時971号101頁。菅原・前掲注(27)100頁、塩田親文＝吉川義春「取締役の第三者に対する責任(2)」民商52巻2号11頁（1965年）、酒巻・前掲注(27)6頁以下など。

(29) 札幌地判昭和51年7月30日判時840号111頁。

(30) 大阪高判昭和53年4月27日下民集29巻1＝4号281頁、東京地判昭和55年4月22日判時983号120頁。

(31) 山田純子「取締役の監視義務」龍田節先生還暦記念『企業の健全性確保と取締役の責任』237頁（有斐閣、1997年）、伊勢田・前掲注(25)58頁、93頁・(注6)参照。その他、任務懈怠を認めても損害との間に因果関係を欠くとした東京地判平成6年7月25日判時1509号31頁、名目的取締役の責任を認めることが酷であるとした東京地判平成3年2月27日判時1398号119頁参照。

れば業務状況を把握しうるのであるから、平取締役がその職務を尽くしたか否かをまったく問題とすることなく、不正な業務執行を知らなかったという理由で監視義務違反を否定することは法の要請に反するという批判がなされていた[32]。

以上に述べたことから、小規模会社においては、代表取締役や業務執行取締役が法令・定款に違反して行った（したがって普通は取締役会に上程されていない）有価証券投資による損失について、当該有価証券投資の実行に直接係らなかった平取締役であっても、当該有価証券投資をまったく知り得なかった場合でない限り、監視義務違反による損害賠償責任を負う可能性は高いといえよう。

２　本稿の対象とする判例

日本サンライズ事件判決は、株式投資を担当していた代表取締役については、会社の営業規模等に照らし回復が困難な損失を出す危険性がある新規事業を行うことを避止すべき善管注意義務を怠った責任を認めた上、平取締役については、当該株式投資を黙認し、代表取締役の経営方針に賛成していたと認定し、代表取締役の業務執行に対する監視監督を行うべき善管注意義務を怠った責任を肯定している。日本サンライズの取締役会は、株式投資を実行した代表取締役１名と、平取締役２名から構成される小規模会社であって、平取締役は代表取締役の業務執行全般を容易に把握することができたのであるから、裁判所が平取締役の代表取締役に対する監視義務違反を認めたのは妥当であろう。

３　会社法の下での検討

会社法の下でも、小規模な取締役会設置会社において、代表取締役の他の代表取締役または平取締役に対する監視義務があること（ただし、監視義務の根拠については、改正前商法におけると同様に見解の相違がありうるであろう）、また平取締役の代表取締役の業務執行に対する監視義務があり、しかもその監視義務が取締役会に上程されない事項にまで及ぶことは認められるであろう。したがって、有価証券投資が取締役会決議を経ずに行われた場合であっても、直接投資に

---

[32]　神崎克郎『取締役制度論』115頁（中央経済社、1981年）。

係った代表取締役等の法令違反行為について、その他の取締役が監視義務違反による責任を問われることもありうると考える。

これに対して、取締役会を設置しない会社の場合には、取締役の監視義務の根拠および範囲は、従来の有限会社の場合に準じて説明できるであろう。取締役会非設置会社では、取締役は原則として各自が業務を執行し会社を代表するので（会社348条１項・349条１項）、取締役が複数いる場合には、他の取締役の業務執行を監視することは取締役の注意義務の内容をなすものと解されている[33]。また、取締役が複数いる取締役会を設置しない会社において代表取締役を定めたときは、他の取締役は代表取締役の業務執行を監視する義務を負うものと考えられる[34]。

ところで、従来から監査役の責任を問う事案は少ないが、監査役の監督義務違反はどうであろう。取締役会を設置するか否かを問わず、監査役を設置する小規模会社では、定款で監査役の権限を会計監査に限定していない限り（会社389条１項）、取締役の法令・定款違反行為について監査役が任務懈怠による監督義務違反による責任を問われる可能性もある。したがって、たとえ監査役の権限の範囲が適法性監査に限られ妥当性には及ばないとしても、明らかに違法な有価証券投資が行われており、監査役が法令違反を認識していたかまたは認識可能であった場合には、監督義務違反を問われることとなるであろう。

なお、会社法上の大会社または委員会設置会社でない場合にも、自主的に内部統制システムの整備を決定する会社もあろうが、少なくとも取締役が会社の業務全般につき把握できる程度の小規模会社においては、会社法・会社法施行規則の定める内部統制システム構築の有無にかかわらず、取締役は他の取締役の業務につき監視義務を負うものと解すべきである。

---

[33] 山本為三郎「有限会社の取締役の監視義務について」法学研究60巻12号124頁（1982年）、梅本剛正『会社法判例百選』161頁（有斐閣、2006年）、江頭・前掲注[20]365頁。

[34] 梅本・前掲注[33]161頁。有限会社について、上柳克郎ほか編『新版注釈会社法[14]』241頁［龍田節］（有斐閣、1990年）。

Ⅵ　中規模以上の会社における内部統制システムと取締役の責任

１　従来の学説・判例

中規模以上の株式会社においては、会社の事業活動は広範にわたり、取締役の担当業務も専門化されているため、平取締役が、代表取締役等の具体的な業務執行を自ら個別的に監視し、また会社の業務・財産の状況を常時積極的かつ詳細に調査するのは実際上不可能である。そこで一方では、前述したように、平取締役の監視義務の範囲に一定の限界を設けようとする下級審の裁判例が見受けられる。他方、学説上は、取締役は、いわゆる内部統制システムが会社内に設けられており、かつそれが機能していることに合理的に満足し、業務執行が法令に違反することを疑うような事情が存在しないときは、監視義務違反による責任を追及されることはないが、内部統制システムが設けられていない場合は、たとえ具体的な業務執行が法令に違反することを疑うべき事情を知らないときでも、監視義務違反による責任を問われるとする見解が比較的早くから主張されていた[35]。さらに近時はこの立場を敷衍して、中規模以上の会社における取締役は、法令遵守プログラムを含んだ内部統制システムを構築しかつ維持することが法律上の義務として要求されるので、取締役がかかるシステムの構築および実施のための努力をまったく怠っている場合には善管注意義務の違反となり、会社に損害が生じた場合には取締役は連帯して損害を賠償する責任を負うことになるが、適切な内部統制システムが取締役会によって構築かつ実施されていた場合には、かかるシステムの有効性を疑うべき状況が存在しない限り、業務執行者および従業員の誠実性に対する取締役の信頼は保護される（信頼の権利）とする見解が有力であった[36]。

判例において、「リスク管理体制（いわゆる内部統制システム）」という用語が取締役の責任に関する裁判例の中で最初に使用されたのは大和銀行代表訴訟事件

㉟　神崎克郎「会社の法令遵守と取締役の責任」曹時34巻４号855頁・870頁（1982年）。
㊱　伊勢田・前掲注㉕91頁。山田・前掲注㉛221頁・238頁もほぼ同様の立場をとっておられる。

判決（大阪地判平成12年９月20日判タ1047号86頁、判時1721号３頁、金判1101号３頁）である。本判決は、「取締役は、取締役会の構成員として、また、代表取締役又は業務担当取締役として、リスク管理体制を構築すべき義務を負い、さらに、代表取締役及び業務担当取締役がリスク管理体制を構築すべき義務を履行しているか否かを監視する義務を負うのであり、これもまた、取締役としての善管注意義務及び忠実義務の内容をなすものというべきである」とし、また「監査役は、業務監査の職責を担っているから、取締役がリスク管理体制の整備を行っているか否かを監査すべき義務を負うものであり、これも監査役としての善管注意義務の内容である」と判示した。大和銀行のような大規模会社（金融機関）においては、従業員が行ったすべての行為を取締役が監督することは実際上不可能であることから、同判決の結論自体は、学説上も一般に支持されていた[37]。

平成14年改正法は、大和銀行代表訴訟事件判決を受けて、委員会等設置会社の取締役会は、監査委員会の職務の遂行のために必要なものとして法務省令で定める事項を決定しなければならないと規定した（平成17年改正前商特21条の７第１項２号、商法施行規則193条）。これは、取締役会に対し内部統制システムの構築を義務づけたものと理解されていた。それに対し、委員会等設置会社以外の株式会社については、明文上、内部統制システムの構築を義務づける規定はなかったが、ある程度以上の規模の株式会社の取締役には、その事業の規模・特性等に応じた内部統制システムを構築・運用する義務が存在し、かかる義務は、取締役としての善管注意義務の一内容をなすという理解が一般的であった[38]。

2　本稿の対象とする判例

(1)　中規模会社の判例―福岡魚市場事件判決

株式会社福岡魚市場は、取締役会規則において有価証券の取得・処分につき取

---

(37)　岩原紳作「大和銀行代表訴訟事件一審判決と代表訴訟制度改正問題［上］」商事1576号11頁（2000年）参照。

(38)　江頭憲治郎『株式会社・有限会社法』405頁（第４版、有斐閣、2005年）など。なお、わが国における内部統制システムの構築義務に関する立法に大きな影響を与えた米国における内部統制法制の歴史的展開についての詳細な研究として。柿崎環『内部統制の法的研究』（日本評論社、2005年）参照。

締役会の承認を要する旨を定め、取締役会が資金運用限度額を設定し、さらには取締役会決議により資金運用審議会を設置し、株式取引は同審議会を通じて同委員４名の合議で運用し、四半期（３か月）毎に定時取締役会に総体的報告をすべき旨を決めていた（もっとも、資金運用審議会での審議の具体的内容は必ずしも定例ないし常勤取締役会には明らかにされなかった）。

それにもかかわらず、代表取締役Ｙが取締役会の設定した資金運用限度額を大幅に超える無謀な株式取引を行ったことについて、福岡魚市場事件判決は、取締役としての忠実義務・善管注意義務に違反すると認定した。また本判決は、一般論として「取締役会を構成する取締役は、会社に対し、取締役会に上程された事柄についてだけ監視するにとどまらず、代表取締役の業務執行一般につき、これを監視する職務を有する」とした上、「他の取締役において、積極的にＹに株式取引内容の明細を要求したわけではなく、Ｙの報告を鵜呑みにしていた」点などを捉えて、他の取締役の監視義務違反による責任も否定しえないとした。もっとも、本件は会社が原告となってＹの責任を追及した事案であるので、「原告が他の取締役の責任を不問に付したまま、Ｙの責任のみを追及することを認めることは、損害の公平な分担という過失相殺の法理の趣旨からして適当ではない」とした。

上述した福岡魚市場のシステムは、有価証券投資による損失の発生を最小限に留めるために採られた人的・物的体制であることから、中規模会社における一種のリスク管理体制とみることができよう。本判決は、代表取締役Ｙがこのリスク管理体制に従わずに無謀な株式取引を行ったことが善管注意義務・忠実義務に違反すると認定する一方、他の取締役については、このリスク管理体制の構築との関係を論ずることなく、代表取締役の業務一般につき監視義務を負うことを前提として判断したものである。本件では他の取締役の監視義務違反による責任が問われたのではなく、Ｙの損害賠償額の算定に際し過失相殺の法理を適用するために他の取締役の監視義務違反にも言及したにすぎない。しかし、本件において、もし仮に株主が代表訴訟で代表取締役の責任のみならず、平取締役の監視義務違反による責任をも追及したとすれば、中規模会社である福岡魚市場においても、リスク管理体制の構築を前提とした判断をすることになるであろう。Ｙの代

表取締役在任中、福岡魚市場には取締役が全部で13名おり、内２名が社外取締役であり、その余の11名は社内取締役であったとする事実が認定されているので、上記のリスク管理体制の構築を前提とすると、少なくとも社外取締役についてまで監視義務違反による責任を課すことは酷であると思われる。

⑵ 大規模会社の判例①―ヤクルト本社第２事件判決

第２事件判決は、デリバティブ取引に直接関与しなかった役員を分離して結審した上で判決を下した。裁判所は、ヤクルト本社においては、デリバティブ取引の状況や損失の発生に応じて、想定元本増額禁止等の内部的制約を設けた上で、監査法人による監査のほかに個別報告書によるチェックを行う管理体制をとり、さらに経営政策審議会、常務会の議論を経た上で、「スワップおよびオプション取扱規程」を制定し、最終的には取締役会においてデリバティブ取引から完全撤退することを決定するなど、一応のリスク管理体制をとってきた事実を認定した。本判決は、こうしたリスク管理体制の構築を前提として、巨額損失発生の事実とこのことから伺われる本件デリバティブ取引の危険性といった事実のみでは、取締役会を構成する各取締役がその監視義務違反に違反したことを裏付ける事実としては不十分であり、他方で、取締役の責任原因を基礎づける具体的な事実関係については、原告株主は何ら主張立証していない以上、取締役につき業務監視義務に違反する責任は認められないとした。また同様に、監査役についても、取締役の行為を防止すべき義務に違反した責任があるとは認められないとした。

第２事件の裁判において、取締役・監査役の監視義務違反の主張立証責任については、監視義務違反の評価根拠事実については原告にあり、評価障害事実については被告にあるところ、被告らが、本件デリバティブ取引に対する一応の管理体制は採られていたことという評価障害事実についての立証を訴訟の早期の段階で行ったのに対して、原告は本件デリバティブ取引の危険性という評価根拠事実のみを主張するのみで、それ以上の評価根拠事実についての主張立証を行わず、また裁判所および被告からの度重なる求釈明にも回答しなかった。裁判所は、原告はこれ以上の主張立証を行う意思はないと判断し、監視義務違反の評価根拠事

実の立証は抽象的で不十分であるのに対して、評価障害事実の立証は一応なされているとして、被告らの本件デリバティブ取引に対する監視義務違反は認められないと判断した。大規模公開会社の役員を被告とする株主代表訴訟において、原告の主張が抽象的で、証拠がほとんど提出されない場合の問題は、従来、担保提供命令申立ての手続において処理されてきたが、本判決は本案訴訟でこの問題を処理した事案として位置づけられている[39]。

⑶　大規模会社の判例②―ヤクルト本社第１事件判決

第１事件判決は、㋐取締役副社長の善管注意義務違反の有無と、㋑取締役副社長以外の役員（取締役および常勤監査役）らの監視義務違反の有無に分けて検討した。

㋐　取締役副社長の善管注意義務違反の有無

本判決は、本件デリバティブ取引開始から本件取引による含み損が約594億円にまで拡大した①平成７年５月までの期間と②それ以降の期間とを分けて、それぞれの期間におけるリスク管理体制と取締役副社長の善管注意義務違反の有無について判断した。

①　本件デリバティブ取引開始時から平成７年５月までの期間

裁判所は、まず本件デリバティブ取引開始から平成７年５月までのヤクルト本社のリスク管理体制について、「現在の水準からすれば十分なものとはいえないものの、他の役員に対する開示制度、執行部門と監査部門の分離、本件監査法人による監査など一応の体制が整えられていたといえる。そして、……当時デリバティブの危険性が事業会社の取締役に対し十分に周知されているとはいえない状況にあり、しかも、平成７年当時の事業会社では、担当部署又は担当役員が管理し役員会には取引を報告していないという会社も55.8パーセントにのぼっていたのである（…）。そうであるとすれば、当時の水準としては、相応のリスク管理体制であったと評価することができる。」と認定した（金判1216号60頁㋐小

---

[39]　詳細は、判時1758号143頁・144頁の本判決の解説、金判1119号44頁・45頁の本判決の〈コメント〉参照。

括)。

そして本判決は、「本件デリバティブ取引は株価指数の変動によって左右され、変動リスクの高いものではあったと認められるが、ヤクルト本社内部におけるリスク管理のシステムについては、当時行われていた事業会社におけるリスク管理体制に照らしても、一応の体制が整えられていたといえること、平成７年３月までの取引規模もヤクルト本社の財務内容との比較において直ちに過大とはいえないこと、……取締役副社長は一応のリスク管理体制のもとで、本件デリバティブ取引を行うに当たって、どの程度の確立でプレミアムを取り切りにできるかについて一応合理的といえる情報収集と分析・検討をしていることがそれぞれ認められるというべきである。そうであるとすれば、平成５年５月12日に本件デリバティブ取引を開始し、平成７年３月までこれを取締役副社長の継続した判断が、当時の事業会社の取締役一般に期待される水準に照らし、明らかに不合理であったとまでいうことは困難である」として、当該期間における本件デリバティブ取引について自ら担当した取締役副社長の善管注意義務違反を否定した（金判1216号61頁カ)。

② 平成７年５月以降の時点

裁判所は、平成７年５月以降のリスク管理体制について、ヤクルト本社においてとられた実現損益の報告等、想定元本の限度枠の規制等の監査法人との制約事項、個別取引報告書のチェック体制、本件監査法人による監査の体制、他の役員による計算上の含み損の把握、平成８年11月開催の常務会におけるデリバティブ取引等の整理・縮小方針、本件規程の制定といった点を検討して、「その時点における本件デリバティブ取引の規模及び危険性に対応するだけの相応のリスク管理体制を構築していたというべきである。」と認定した（金判1216号63頁(イ)a)。

次に本判決は、「平成７年５月には、上記のとおりの相応のリスク管理体制が構築されたのであるから、取締役副社長としては、リスク管理体制として定められた各制約事項を遵守して取引をしていれば、当然、個々の取引についても必要なリスク管理を行っていたと推認でき、他にこれを覆すに足りる特段の事情が主張立証されない限り、取締役の善管注意義務違反（経営判断の裁量逸脱）を生ずる余地はないというべきである。

他方、取締役副社長が、本件デリバティブ取引ほどの規模及び危険性を有する取引を継続することが許容されるのは、ヤクルト本社において構築されたリスク管理体制の下で取引を行う限りにおいてのことであるから、取締役副社長が、リスク管理体制として定められた各制約事項を遵守しないで個々の取引を行った場合には、特段の事情がない限り、会社の内規・制約事項に対する債務不履行責任を生じさせることは無論、取締役の資金運用に関する判断について必要なリスク管理のないまま危険な取引を行ったものとして、取締役の善管注意義務違反による責任を負うと解すべきである。」と判示した（金判1216号65頁㈠）。

そして本判決は、平成７年５月から平成９年２月までの本件デリバティブ取引については、取締役副社長が上記のリスク管理体制における各制約事項や常務会の方針に反した行為があったとは認められないから、この期間に行われた本件デリバティブ取引については取締役副社長の善管注意義務違反は認められないが、平成９年２月以降に行った計12の取引については、取締役副社長が想定元本額に係る制約事項に違反して行ったものであるから、善管注意義務に違反した違法な取引であると結論づけた（金判1216号66頁㈡）。

㈠　取締役副社長以外の役員（取締役・常勤監査役）の監視義務違反の有無

本判決は、リスク管理体制の構築と取締役・監査役の監視義務との関係について次のように判示した（金判1216号67頁）。

「取締役が、意思決定が行われた状況下において、取締役に一般的に期待される水準に照らして、当該判断をする前提となった事実の認識の過程（情報収集とその分析、検討）に不注意な誤りがあり、合理性を欠くものであったか否か、そして、その事実認識に基づく判断の推論過程及び内容が明らかに不合理なものであったか否かが問われるべきであり、そのような観点からみて、本件デリバティブ取引に関する具体的なリスク管理体制の構築を怠っていたと認められる場合において、個々の取締役が違法な職務執行を行い会社が損害を被ったときは、他の取締役についても、監督・監視義務を内容とする善管注意義務違反を問われる余地があると解される。

他方、会社において、このようなリスク管理体制が構築され、これに基づき個々の取締役の職務執行に対する監視が行われている限り、個々の取締役の職務

執行が違法であることを疑わせる特段の事情が存在しない限り、他の取締役が、代表取締役や担当取締役の職務執行が適法であると信頼することには正当性が認められることから、仮に、個々の取締役が違法な職務執行を行い会社が損害を被った場合であっても、他の取締役について、監視義務を内容とする善管注意義務違反を問われることはないというべきである。

なお、監査役は『取締役ノ職務ノ執行ヲ監査』すべき職務を負い（商法274条）、株式会社の監査等に関する商法の特例に関する法律22条１項が適用される場合を除き、取締役の職務執行の状況について監査すべき権限を有することから、上記リスク管理体制の構築及びこれに基づく監視の状況について監査すべき義務を負っていると解すべきである。」

そして本判決は、「ヤクルト本社ではデリバティブ取引について相応のリスク管理体制が構築されており、取締役副社長について善管注意義務違反が認められるも、平成９年２月以降、ヤクルト本社内の制約事項に実質的に違反し、実質想定元本を増大させた点のみである。したがって、取締役副社長以外の役員の監視義務違反については、取締役副社長が制約事項に実質的に違反する行為をしていることを疑わせる特段の事情が存したか否か、他の取締役がこれを看過したことが取締役ないし監査役の監視義務に違反するといえるかという観点から検討する必要がある」として、個々の役員について違反の有無を検討し、他の役員に監視義務違反は認められないと結論づけた。

⑷ ヤクルト本社第１事件判決の検討

第１事件判決は、本件デリバティブ取引開始時から多額の含み損が明らかになった平成７年５月までの期間とそれ以降の期間とを分けて、まず㋐それぞれの期間におけるリスク管理体制を評価した上で、次に㋑相応のリスク管理体制を遵守して取締役副社長がデリバティブ取引を行ったのであれば善管注意義務違反による責任を負わないとする理論構成をとっている。

㋐ リスク管理体制の評価

本判決は、いずれの期間のリスク管理体制も当時の事業会社の水準で評価する限りは、当時ヤクルト本社が置かれていた状況の下では、相応のものであったと

認定した。しかし、少なくとも平成７年５月までの期間は、取締役副社長が単独で資金運用を決済できたことからすると、当該時点までのリスク管理体制はきわめて不十分であったといえるのではないだろうか。実際、ヤクルト本社は、平成７年５月以降のリスク管理体制として、監査法人の指摘・助言に従い想定元本の限度枠の規制等の制約事項を定め、個別取引報告書のチェック体制を設け、監査法人による監査の体制を充実させ、他の役員によって計算上の含み損を把握させたうえ、平成８年11月開催の常務会においてデリバティブ取引等の整理・縮小方針を決定し、平成９年３月開催の経営政策審議会・常務会を経て、取締役会の承認を受けた「スワップおよびオプション取扱規程」を制定するなど、そのリスク管理体制の内容とレベルを格段に充実させていったことが認定されている。本判決は、平成７年５月までの期間のリスク管理体制について、「現在の水準からすれば十分なものとはいえないものの、他の役員に対する開示制度、執行部門と監査部門の分離、本件監査法人による監査など一応の体制が整えられていた」とするが、本件デリバティブ取引を決裁していた取締役副社長の独断専行を防止する仕組みが整っていたといえるかはきわめて疑問である。また本判決は、デリバティブ取引に関するリスク管理体制を当時の事業会社の平均水準と対比しているが[40]、重要なのは、他の事業会社との対比ではなく、ヤクルト本社において無謀なデリバティブ取引を防止するためのシステムが整備されていたかどうかである。本判決も指摘する通り、「判決当時における後知恵的な基準で取締役の責任追及することは許されない」が、本判決ではむしろ、被告取締役・監査役の責任を免除するために、当時の事業会社の平均的水準を根拠にしているようにさえ見えなくもない。

⑷　取締役副社長の善管注意義務違反の有無

本判決は、平成７年５月までの本件デリバティブ取引について、一応のリスク管理体制が構築されていることを前提に、取締役副社長がどの程度の確立でプレ

⑷0　遠藤・前掲注⑻57頁は、裁判所がデータとして利用した事業会社のアンケート調査によると、大多数の事業会社の行っていたデリバティブ取引はヤクルト本社が行ったデリバティブ取引のように短期的でリスクの高いものではないことから、ヤクルト本社の行った取引に対するリスクの認識とその管理体制に当時の一般的水準というような法的評価が与えられるものなのかどうかは疑問であるとされる。

ミアムを取り切りにできるかについて一応合理的といえる情報収集と分析・検討をしていることなどを根拠に、当時の事業会社の取締役一般に期待される水準に照らし明らかに不合理であったとまでいえないとして善管注意義務違反を否定した。しかし上述のように、そもそも当該期間において相応のリスク管理体制が構築されていたといえるかは疑問であるので、不適切かつ不十分なリスク管理体制の下で取締役副社長が決裁した本件デリバティブ取引について、善管注意義務に違反しないとすることには賛同しがたい。

次に本判決は、平成７年５月以降の本件デリバティブ取引については、相応のリスク管理体制の構築を前提として、取締役副社長がリスク管理体制として定められた各制約事項を遵守して取引をしていれば、原則として善管注意義務違反を生ずる余地はないが、他方、各制約事項を遵守しないで個々の取引を行った場合には、特段の事情がない限り、会社の資金運用に関する判断について必要なリスク管理のないまま危険な取引を行ったものとして善管注意義務違反による責任を負うと解すべきであると判示した。私見としても、平成７年５月以降のリスク管理体制は、当時の水準としては適切なものであると考えるので、リスク管理体制として定められた各制約事項を遵守して取引をしていれば、原則として善管注意義務違反を生じないとする判旨に賛成である。これに対して、自らが構築したリスク管理上のルールさえ遵守してさえいれば、特段の事情のない限り、個々の取引に関する注意義務は問われないとする判断枠組みは不合理であり、事前に設定したリスク管理上のルールを遵守したことは個々の行為に際して果たすべき善管注意義務の必要条件ではあっても十分条件ではないとする見解が示されている[41]。しかし、取締役会の承認決議を経て設定されたリスク管理上のルールを遵守していれば、それは取締役の善管注意義務の必要条件にすぎないとしても、少なくとも法的責任を問われないための基準とはなりうるであろう。

(ウ) 他の役員の監視義務違反の有無

本判決は、本件デリバティブ取引を直接担当した取締役副社長以外の取締役については、デリバティブ取引に関する具体的なリスク管理体制の構築義務を負っ

(41) 野村修也「内部統制への企業の対応と責任」企業会計58巻５号103頁（2006年）。

ており、これを怠った場合は監督・監視義務を内容とする善管注意義務違反を問われる余地があるとする。他方、相応のリスク管理体制の構築を前提に、これに基づき個々の取締役の職務執行に対する監視が行われている限り、他の取締役は、代表取締役や担当取締役の職務執行が適法であると信頼することができるから（信頼の権利）、仮に、個々の取締役が違法な職務執行を行い会社が損害を被った場合であっても、監視義務を内容とする善管注意義務違反を問われることはないとする。

以上にみた本件判旨は、既に大和銀行代表訴訟事件判決において示された考え方を前提としたものと思われる。ヤクルト本社ほどの大規模会社では取締役の職務内容が専門化されており、取締役副社長が担当した本件デリバティブ取引を他の取締役や監査役が逐一監督するのは実際上不可能であるし、また本件デリバティブ取引による損失を他の取締役・監査役に課すのは酷である。もっとも、繰り返し述べるように、平成７年５月までの期間において、相応のリスク管理体制が構築されていたかは疑問である。この期間のリスク管理体制の水準が不十分なものであったと評価されるとすれば、他の取締役は、適切なリスク管理体制の構築の懈怠による善管注意義務違反を理由に、本件デリバティブ取引による会社の損害を賠償する責任を負う余地があるだろう。また監査役も、取締役による適切なリスク管理体制の構築の有無を監査する義務を怠ったことによる責任を問われる余地がある。

３　会社法の下での検討

⑴　内部統制システムの構築に関する規律の概要

会社法は、委員会設置会社のみならず、すべての株式会社について内部統制システム構築に関する規律を拡張した。委員会設置会社以外の株式会社において、内部統制システムの整備に係る事項は、取締役会を設置しないときは取締役（取締役が２人以上ある場合には取締役の過半数）がこれを決定し、また取締役会を設置するときは取締役会決議によって決定することが要求される（会社348条３項４号・362条４項６号）。しかも委員会設置会社以外の株式会社が大会社（会社２条６号）に該当する場合には、内部統制システムの整備に係る事項の決定が義

務づけられている（会社348条４項・362条５項）。大会社について、かかる事項の決定が義務づけられたのは、大会社の活動が社会・経済に与える影響が大きく、その適正なガバナンスの確保が特に重要であるところ、近時の企業不祥事の事例に照らし、各会社においてそれぞれ適正なガバナンスを確保するための体制を整備することの重要性が高まっているとの強い指摘があったと説明されている[42]。また、委員会設置会社の場合には、大会社であると否とを問わず、取締役会において内部統制システムの整備に係る事項を決定しなければならない（会社416条１項１号ロ及びホ・２項）。これは、社外取締役の機能を重視すること等により大幅に執行役への権限委譲が行われうる委員会設置会社の機関設計の性質上、当該事項の決定が行われることが必須であると考えられるためである[43]。

内部統制システムの整備に係る事項の内容としては、①取締役・執行役の職務の執行に係る情報の保存および管理に関する体制、②損失の危険の管理に関する規程その他の体制、③取締役・執行役の職務の執行が効率的に行われることを確保するための体制、④取締役・使用人の職務の執行が法令・定款に適合することを確保するための体制、⑤当該株式会社ならびにその親会社および子会社から成る企業集団における業務の適正を確保するための体制が要求されている（会社施規98条１項・100条１項・112条２項）。そして監査役設置会社以外の株式会社においては、以上に列挙した体制には、取締役が株主に報告すべき事項の報告をするための体制を含むものとし（会社施規98条３項・100条２項）、また監査役設置会社においては、以上の体制には、監査役の監査の実効性を確保するための体制を含むものとし（会社施規98条４項・100条３項）、さらに委員会設置会社においては、監査委員会の監査の実効性を確保するための体制を定めなければならない（会社施規112条１項）。

株式会社が内部統制システムの整備について決定または決議した場合には、その内容の概要を事業報告に記載しなければならない（会社435条２項、会社施規117条１号・118条２号）。監査役設置会社の監査役（監査役会設置会社では監査

---

[42] 相澤哲「会社法及び会社法施行規則にみる内部統制の考え方」企業会計58巻５号106頁（2006年）。

[43] 相澤・前掲注[42] 106頁。

役および監査役会、委員会設置会社では監査委員）は、これらの事項を内容とする事業報告およびその附属明細書を監査し、これらの事項に関する取締役の決定または取締役会の決議の内容が相当でないと認めるときは、その旨およびその理由を記載した監査報告を作成しなければならない（会社436条１項・２項２号、会社施規117条２号・129条１項５号・130条２項２号・131条１項２号）。

なお、金融商品取引法は、有価証券報告書提出会社のうち上場会社およびその他法令で定める会社に対して、事業年度ごとに、当該会社の属する企業集団および当該会社に係る財務計算に関する書類その他の情報の適正性を確保するための体制について評価した報告書（内部統制報告書）を有価証券報告書と併せて内閣総理大臣に提出することを義務づけており（金商24条の４の４）、この内部統制報告書には、特別の利害関係のない公認会計士または監査法人の監査証明を受けなければならないと規定している（金商193条の２第２項）。内部統制報告書の提出は、平成20年４月１日以降に開始する事業年度から義務づけられる（金商附則15条）。金融商品取引法が求める内部統制システムは財務情報の適正性を主眼としているのに対し会社法は特に射程範囲を限定してないなど、両者は規制の目的や射程範囲、求められる内部統制システムの水準などの点で相違が認められるが[44]、本稿ではこれらの点の検討には立ち入らないこととする。

⑵　内部統制システムに関する具体的内容

会社法上、内部統制システムの内容の決定が強制される取締役会設置会社（大会社・委員会設置会社）においては、取締役会で、どの程度具体的にその内容を決定すべきかが問題となる。会社法の立法担当官によれば、取締役会の決議すべき事項は、「体制の整備」に係る事項であるから、取締役会においては、目標の設定、目標達成のために必要な内部組織およびその権限、内部組織間の連絡方法、是正すべき事実が生じた場合の是正方法等に関する重要な事項（要綱・大綱）を決定すれば足りると説明されている[45]。実務上は内部統制システム構築の

⑷⑷　詳細は、三浦亮太「比較検討・会社法と金融商品取引法における内部統制システム」ビジネス法務６巻９号60頁以下（2006年）。

⑷⑸　相澤哲＝葉玉匡美＝郡谷大輔『論点解説　新・会社法』335頁（2006年）。

「基本方針」という用語を使用する例が多いようである[46]。

前記⑴で列挙した内部統制システムの内容のうち、有価証券投資との関連では、特に①取締役・執行役の職務の執行に係る情報の保存および管理に関する体制、②損失の危険の管理に関する体制、④取締役・使用人の職務の執行が法令・定款に適合することを確保するための体制が重要であると思われる。

①の具体的内容としては、取締役・執行役の職務の執行に係る情報の記録形式、その記録の保存の場所と期間、記録の検索・閲覧の方法などを決定することが例示され、また②の内容としては、発生可能性のあるリスクの態様、リスクの現実化を未然に防止するための手続・機構、リスクが現実化した場合の対処方法、当該手続や対処方法を実施するための人的・物的体制に関する事項を決定することが示されている。さらに④の内容については、会社の業態に応じて生ずる可能性が高い法令違反行為の把握、法令違反行為の監視・予防体制、法令違反行為が生じた場合の対処方法・対処機関に関する事項などを決定することが提示されている[47]。

本稿の検討課題である有価証券投資についても、取締役・執行役または使用人の職務執行の一環として、上記に例示した内容に沿って内部統制システムの具体的内容を定めることとなろう。有価証券投資に係るより具体的な情報の保存・管理に関する体制としては、月次損益計算書や個別取引報告書の保存・管理が要求されるのは当然である。ただ、取締役会で決議すべきは基本方針であるから、例えば前記①については、「社内規程に則り文書を保存・管理する」など、詳細を社内規程に委ねることは許されるであろう[48]。また前記②および④の具体的措置としては、ヤクルト本社で採用された一連のリスク管理体制、すなわち月次計算報告書による報告体制、個別取引報告書の提出および監査室のチェック体制、デリバティブ取引に対する制約事項（想定元本増額禁止等の内部的制約など）の策定、監査法人による監査体制などが参照に値すると思われる。

⑷⑹　新会社法Ａ２Ｚ編集部「内部統制システム整備の基本方針」新会社法Ａ２Ｚ Vol.15・20頁（2006年）。
⑷⑺　相澤＝葉玉＝郡谷・前掲注⑷⑸336頁・337頁。
⑷⑻　新会社法Ａ２Ｚ編集部・前掲注⑷⑹23頁参照。

⑶ 内部統制システムと取締役等の責任

取締役会を設置する大会社・委員会設置会社において、取締役会が内部統制システムの構築を決定しないことは、具体的な法令（会社362条４項６号・５項・416条１項１号ロ及びホ・２項、会社施規100条・112条２項）に違反することは明らかである。取締役会を設置しない会社であっても、大会社であれば、内部統制システムの整備を決定しなければならない（会社348条３項４号・４項、会社施規98条）。「当該システムを設けない」という内容の決定であっても、決定義務との関係では問題ないとする立法担当官の指摘があるが[49]、大いに疑問である。大会社および委員会設置会社に内部統制システムの決定を強制する立法趣旨からすると、取締役会の設置の有無を問わず、一定の事項を決定すべきである。

次に、取締役会で決議された内部統制システムが、当該会社の規模や業務内容にかんがみて、株式会社の業務の適正を確保するために不十分なものであった場合には、その体制の決定に関与した取締役は、善管注意義務（会社330条、民644条）違反を問われる余地がある。また、当初は適切であった内部統制システムが当該株式会社の規模の拡大や事業内容の変更あるいは時代の変化によって十分に機能しなくなったときは、取締役会において、新たな内部統制システムの整備を決定しなければならない。不適正な内部統制システムを放置し続ければ、取締役は善管注意義務違反に問われる可能性がある[50]。

さらに、監査役（監査役会設置会社では監査役会および監査役、委員会設置会社では監査委員）は、取締役会が決定した内部統制システムの内容が当該会社の規模や事業の内容を考慮して、取締役の善管注意義務違反を構成するほどの不備である場合はもちろん、たとえば善管注意義務違反とはいえないまでも、監査役が求めた補助使用人が配置されていないことや、法令・定款を遵守すべき体制が十分に整っていない等[51]、監査役が、その内容を相当でないと判断した場合には、その旨およびその理由を監査報告に記載しなければならない（会社施規129条１項５号・130条２項２号・131条１項２号）。

⑷⑼ 相澤＝葉玉＝郡谷・前掲注⑷⑸334頁。
⑸⑽ 相澤哲＝葉玉＝郡谷＝前掲注⑷⑸335頁。
⑸⑴ 相澤哲＝葉玉＝郡谷＝前掲注⑷⑸342頁。

Ⅶ　経営判断の原則の適用の可否

1　従来の学説・判例

一般に、経営判断の原則（business judgment rule）とは、取締役の経営判断が会社に損害をもたらす結果を生じたとしても、当該判断が誠実性・合理性をある程度確保する一定の要件のもとに行われた場合には、裁判所がその当否につき事後的に介入し、注意義務違反として取締役の責任を直ちに問うべきではないという法理をいう、と説明されている[52]。経営判断の原則は、会社の業務執行について取締役に広範な裁量を認めることを基礎とするものであるが、他方、会社経営の専門家でない裁判官が取締役の行った決定内容の妥当性を事後的に判断するのは適切でないとの配慮によるものである[53]。

経営判断の原則は、19世紀以来、アメリカの判例法において生成・発展してきたものであり、その意義や要件については判例や論者により必ずしも一致しないが、1992年にアメリカ法律家協会（ALI）が採択した『コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告』4.01条（c）項は、①経営判断の対象に利害関係を有しないこと、②経営判断の対象に関して、その状況の下で適切であると合理的に信ずる程度に知っていたこと、③経営判断が会社の最善の利益に合致すると相当に信じたこと、という要件を充たすときは、誠実に経営判断をした取締役または役員は、その義務を履行したものとするという表現で定式化を試みている[54]。わが国の学説において、経営判断の原則をどのように位置づけるべきかについては様々な見解が主張されているが、最近では、ALIの定式化を今後の経営判断原則の標準型であると理解し、その考え方を参考にしながら、取締役の注意義務に関する審査基準を明確にしていこうとする論者が多いといわれている[55]。一方、裁

⑸② 吉原和志「取締役の経営判断と株主代表訴訟」小林秀之＝近藤光男編『新版株主代表訴訟』80頁（弘文堂、2002年）。

⑸③ 神崎克郎「経営判断の原則」龍田節先生還暦記念『企業の健全性確保と取締役の責任』194頁（有斐閣、1997年）。

⑸④ 『コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告』の邦訳および共同研究として、証券取引法研究会国際部会訳編『コーポレート・ガバナンス』（日本証券経済研究所、1994年）参照。

⑸⑤ わが国の学説状況の整理については、吉原・前掲注⑸② 90頁以下参照。

判例においても、昭和50年代から経営判断の原則を意識したと認められるものが散見されるようになり、近時は、この原則の適用の可否について判示する下級審の裁判例が増えている[56]。従来の下級審の裁判例の分析によれば、取締役の業務執行に係る決定について経営判断の法理を問題とする判例には、取締役の経営判断の過程を中心に検討するものと、取締役の経営判断の内容を中心に検討するものがあり[57]、学説の多数説におけると同様に、経営判断の原則は、取締役の善管注意義務違反の具体的判断基準として用いられている。

本稿において検討すべきは、取締役が行った有価証券投資の失敗により会社に損害が生じた場合に、経営判断の原則が適用されるための要件である。経営判断の原則が適用されれば、たとえ有価証券投資の失敗による損失が会社に生じても、取締役の善管注意義務違反は否定され、会社が被った損失につき責任を問われないこととなる。ただし、取締役が故意に法令・定款に違反して有価証券投資を行った場合には、経営判断の原則による保護が与えられないことについてはほぼ異論がない[58]。

2　本稿の対象とする判例

⑴　日本サンライズ事件判決

日本サンライズ事件判決は、取締役は、定款に掲げる会社の目的の範囲内で経営判断を行う裁量権を有するが、「会社の返済能力を超えた多額の借入れをして右借入金を本件株式投資に充て、あるいはこれを抑制しなかったことは、経営者に許された合理的裁量の範囲を超えるものと認められる。」と判示した。本判決は、「経営判断の原則」という言葉を直接使用していないが、取締役が行った経営判断の内容を審査し、本件株式投資が経営者に許された合理的裁量の範囲を超えるものであることから、取締役の善管注意義務に違反すると結論づけている。

⑸⑹　判例の分析として、吉原・前掲注⑸⑵100頁以下・109頁以下、神崎・前掲注⑸⑶195頁以下参照。

⑸⑺　神崎・前掲注⑸⑶216頁以下。

⑸⑻　近藤光男『経営判断と取締役の責任』124頁以下（中央経済社、1994年）、吉原・前掲注⑸⑵79頁・80頁。

⑵ 福岡魚市場事件判決

福岡魚市場事件判決は、本件株式取引が取締役会の設定した資金運用限度額を大幅に上回るほか、信用取引やオプション取引といった危険性の高い取引、さらには仕手戦参画と評価できるものを含んでおり、取締役としての忠実義務ないし善管注意義務に違反するのは明らかであるとしたうえで、公明正大に取引内容を取締役会に開示したうえ、その承認を得て行うのならば格別、他の取締役に取引実態のわからない状態で、仕手戦と評価されるような取引をすることが、取締役としての忠実義務ないし善管注意義務に違反することは明白であって、本件は経営判断の原則が適用される場合にはあたらないとした。本判決は、本件株式投資に関する経営判断の内容および過程の双方を審査・検討したうえ、経営判断の原則の適用を否定している。

⑶ ヤクルト本社第１事件判決

ヤクルト本社第１事件判決は、経営判断の原則について、次のように判示した（金判1216号56頁・57頁）。

本件デリバティブ取引に伴う「リスクが会社に与える影響の把握とそれに見合った必要なリスク管理体制をどのようなものにするか、さらにはリスク管理の結果を踏まえて資金運用担当の取締役がどのようにして資金の運用を行うかは、会社の規模、事業内容、当該資金運用の性質・内容等に応じて全く異なるものであり、これらの諸事情や会社の置かれている状況などを踏まえたうえで、会社の経営者としての専門的かつ総合的判断であることからすると、これらの認識及び判断の内容は、意思決定の時点において一義的に定まるものではなく、取締役の経営判断に属する事項としてその裁量が認められるべきであり、いわゆる経営判断の原則が妥当する。

したがって、上記判断について取締役の責任を問うためには、取締役の判断に許容された裁量の範囲を超えた善管注意義務違反があったか否か、すなわち、意思決定が行われた当時の状況下において、取締役に一般的に期待される水準に照らして、当該判断をする前提となった事実の認識の過程（情報収集とその分析、検討）に不注意な誤りがあり、合理性を欠くものであったか否か、そして、その

事実認識に基づく判断の推論過程及び内容が明らかに不合理なものであったか否かが問われるべきである。

そして、このような判断は、取締役としての幅広い観点からの分析が求められているというべきであるが、リスクの把握や構築すべきリスク管理体制の内容、さらにはリスクを踏まえてどのような措置をとるべきかは、リスクが顕在化して生じる様々な損失事例の蓄積や、リスク管理に関する実務上ないし行政上の研究・指導の発展によって充実していくものであるから、当該取締役の経営判断がその裁量の範囲内であったか否かは、あくまでも意思決定の行われた時点におけるリスクに対する認識可能性やリスク管理体制の水準、さらには当時会社が置かれていた状況を基準に検討すべきであって、その後現在までに集積された知見や経験をもとに、結果責任を問うものであってはならない。」

以上にみたように、本判決は、どのようなリスク管理体制を構築するかの判断と、取締役副社長が実際にどのような取引を行うかの判断については、いずれも経営判断原則が妥当するとした上で、取締役の経営判断がその裁量の範囲内であったか否かは、あくまでも意思決定の行われた時点におけるリスクの認識可能性やリスク管理体制の水準、当時会社が置かれていた状況を基準に検討すべきであり、その後現在までに蓄積された知見や経験をもとに、結果責任を問うものであってはならないとした。

既に大和銀行代表訴訟事件判決が、どのような内容のリスク管理体制を整備すべきかは経営判断の問題であると判示しており、本判決はこの立場を受け継いだものと思われる。この点に対しては、冒険的な内部統制システムの構築を奨励する必要がない以上、内部統制システム構築義務それ自体に経営判断原則を及ぼすのは妥当ではないとする批判がある[59]。しかし、少なくとも平成17年改正前商法の下では、委員会等設置会社の場合を除き、内部統制システムの構築が商法上強制されていなかったのであるから、どのような内容のリスク管理体制を構築するかの判断について経営判断原則が適用されないとすると、適切なリスク管理体制を構築していなかったことを理由に、取締役が善管注意義務違反に問われる可能

---

[59] 野村修也『会社法判例百選』125頁（有斐閣、2006年）、野村・前掲注[41]100頁。

性が増大するように思われる。したがって、私見としては、どのような内容のリスク管理体制を構築するかの判断について経営判断原則が適用されるとする判旨には異論がない。他方、取締役副社長は構築されたリスク管理体制を遵守してデリバティブ取引を行うべきであったから、実際にどのような取引を行うかの判断については、経営判断原則が適用される余地はきわめて小さいといえるであろう。実際、本判決は、平成９年２月以降に行った合計12の取引については、取締役副社長が独自の判断で、想定元本額に係る制約事項に違反して行ったもので、善管注意義務に違反した違法な取引であると結論づけている。

3　会社法の下での検討

会社法の下では、内部統制システムの整備のいかんによって、経営判断の原則の適用のあり方が異なると思われる。まず格別の内部統制システムを整備していない小規模会社においては、平成17年改正前商法下での判例におけると同様、取締役自身の経営判断の内容とその経営判断をするに至った過程を検討し、取締役の善管注意義務違反の有無が判断されることとなろう。次に、一定の内部統制システムを自主的に整備している中規模以上の会社では、どのような内部統制システムを整備するかにつき経営判断の原則の適用を認めた上、取締役が当該内部統制システムを忠実に遵守したか否かによって善管注意義務違反の有無を判断すべきであると考える。

これに対して、内部統制システムの整備が会社法上強制される大会社および委員会設置会社の場合には、会社法施行規則によってその基本方針が明示されたとはいえ、その具体的な内容の詳細については各会社に任されているので、内部統制システムの具体的内容の決定についてはなお取締役の経営判断に属する事項としてその裁量が認められるべきであり、経営判断の原則が妥当すると思われる。一般論としては、大会社・委員会設置会社では、より高度かつ詳細な内部統制システムを整備すべきであって、刻々と変化する社会・経済情勢に対応しうるように絶えず最善のシステムを整備する必要があるだろう。有価証券投資についても、取締役会において最善の内部統制システムの内容を決定し、取締役が当該システムを遵守している限りは、有価証券投資の失敗により結果的に会社に損失を

与えたとしても、善管注意義務違反による責任を負わないと解すべきである。

Ⅷ　損害額の算定

１　本稿の対象とする判例

⑴　日本サンライズ事件

日本サンライズ事件判決においては、日本サンライズが株式の投資資金を全額借入金によって調達していたことから、株式投資に係る借入金債務残高および過去における利息支払分を、株式投資によって被った損害と認定している。

⑵　福岡魚市場事件

福岡魚市場事件では、原告・株式会社福岡魚市場は、代表取締役社長Ｙが行った株式取引によって被った損害（実損害）40億円以上のうち、特に違法性の顕著なＡ社株式への仕手戦参画により生じた含み損等を含む15億円余の損害賠償を求めたところ、裁判所は、Ａ社株式への仕手戦参画により生じた実損害９億8,440万円余を損害として認定したが、未処分株式の含み損を損害として認定しなかった。また、本件株式取引については、他の取締役の監視義務違反も関係しており、他の取締役の責任を不問にしたままＹのみの責任を問うのは損害の公平な分担という観点から相当でないとし、その他ＹのＸ社に対する功労などを考慮して、過失相殺、損益相殺の見地から損害の４割を減じて、５億9,064万円余（＝９億8,440万円×0.6）の賠償を命じている。ただし、控訴審では、Ｙ以外の取締役の監視義務違反はなかったとして、Ｙに対して全額の賠償責任を命じたと報道されている[60]。

⑶　ヤクルト本社事件

ヤクルト本社第２事件では、原告株主は本件デリバティブ取引によりヤクルト本社が総額1,057億円の特別損失を計上したと主張するが、これを裏付ける証拠は提出されておらず、裁判所は、平成10年３月期末において合計683億円（整理

---

[60]　前掲注⑹参照。

損196億円、引当金487億円）の特別損失を計上した事実だけを認め、役員らの責任を否定した。

他方、ヤクルト本社第１事件においては、本件デリバティブ取引により平成10年３月期に533億円余の特別損失が発生したことに関し、原告株主は、本件デリバティブ取引に関与した当時の取締役、監査役に対して、特別損失に関する損害の賠償を求めたが、判決は、特別損失のうち取締役副社長が制約事項に反して行った取引から生じたと証拠上明らかな67億円余について、副社長の違法行為と相当因果関係にあるものとして、その支払を命じた。

２　検討

有価証券投資の失敗によって生じた会社の損害額については、取締役等の責任を追及する原告（会社または代表訴訟を提起した株主）が主張し立証することとなる。すなわち、原告は、責任発生原因となる有価証券投資の対象および投資期間を特定して、被告・取締役等が法令・定款に違反しまたは内部統制システムを遵守しないで行った有価証券投資によって生じた会社の損害を主張・立証しなければならない。これに対し、裁判所としては、当該有価証券投資と相当因果関係にある損害を、会社の被った損害額として認定することになる。

この場合に、株式等投資による実損害（取引差損金）が会社の損害額として認められることに異論はないであろう。すなわち、時価の変動により利益を得ることを目的として保有する有価証券（以下、売買目的有価証券という）の売却による損失については、当期の「投資有価証券売却損」として処理された額（会社計規119条１項５号、企業会計原則第二の二Ｂ）を損害額と捉えることになる。他方、未処分株式等の含み損を損害と認定できるかが問題となるが、売買目的有価証券に時価をもって貸借対照表価額とし、当期の「投資有価証券評価損」として処理された額（金融商品に係る会計基準・第三の二１）を損害額と認定することができよう。またデリバティブ取引によって生じる正味の債務は、時価をもって貸借対照表価額とし、当期の損失として処理された額（金融商品に係る会計基準・第三の四）を損害額と認定することができる。

ところで、福岡魚市場事件判決は、代表取締役が行った違法な株式取引につい

て、他の取締役の監視義務違反を会社側の過失と評価して過失相殺の法理を類推適用し、代表取締役の会社に対する損害賠償額を減額している。しかし、こうした立場をとると、取締役の監視義務違反が問題となるほとんどのケースにおいて実行者たる代表取締役等の過失相殺が認められることになるし、また取締役の責任の厳格化を図るために会社に対する責任を連帯責任とした法の建前と矛盾することになると指摘されている[61]。この指摘は妥当なものと考える。

一方、複数の役員・使用人が損害の原因行為に関与し、しかも損害額が巨額となる場合において、因果関係の割合的認定により賠償額を減額した下級審の裁判例が存在する[62]。割合的因果関係の認定は、交通事故における損害賠償の局面を中心に検討されてきた損害負担の公平化を図るための考え方である[63]。特に役員の数が多い大会社において、違法な有価証券投資が行われたような場合には、当該投資に直接関与しなかったが各取締役の責任を軽減するために、取締役の違法行為に対する寄与度に応じて損害額の一部についてのみ賠償責任を認める手法は有益であると思われる[64]。

Ⅸ　おわりに

会社法の下では、会社の余裕資金の範囲内であっても、取締役が営利の目的でかつ反復継続して多額の有価証券投資を行うような場合には、予め定款の目的として「有価証券の投資および運用」といった規定を置くべきてある。また取締役会設置会社では、有価証券への投資額が会社の総資産に占める割合が大きい場合などは、少なくとも資金運用の方法および運用資金の限度額について事前に取締役会の承認を受けておく必要があると思われる（実務上は取締役会規則の付議基

⑹　近藤光男『取締役の損害賠償責任』241頁（中央経済社、1996年）、伊勢田・前掲注㉕88頁。ただし、両教授のご指摘は、福岡魚市場事件判決に関するものではない。

⑹　日本航空電子工業事件判決・東京地判平成８年６月20日金判1000号39頁、大和銀行事件判決・大阪地判平成12年９月20日金判1101号３頁、ダスキン株主代表訴訟事件判決・大阪地判平成16年12月22日金判1214号26頁。

⑹　加藤新太郎「因果関係の割合的認定」塩崎勤編『交通損害賠償の諸問題』122頁以下（判例タイムズ社、1999年）、澤口・前掲注㈡134頁参照。

⑹　これに反して、山田純子「取締役の監視義務と会社に対する責任」甲南法学38巻３＝４号131頁（1998年）、伊勢田・前掲注㉕90頁は、不正行為に対する寄与度に応じた因果関係の割合的認定という考え方に対して否定的である。

準に準拠することとなろう)。上記の定款規定や取締役会決議を欠く有価証券投資は法令・定款に違反するものであるから、有価証券投資を直接担当した取締役は、その失敗による会社の損害について、会社に対する善管注意違反による賠償責任を負うこととなる（会社423条１項)。

有価証券投資を直接担当した取締役以外の取締役の責任については、小規模会社と内部統制システムを整備している中規模以上の会社とを分けて考えるべきである。小規模会社では、取締役会の設置の有無を問わず、法令・定款違反の有価証券投資を直接担当した取締役に対する監視義務違反を根拠に、他の取締役も原則として有価証券投資の失敗による賠償責任を連帯して負うものと考える（会社430条)。

これに対し、内部統制システムが整備されている中規模以上の会社では、そのシステムの有効性を疑うべき状況が存在しない限り、信頼の原則の適用によって実行者以外の取締役は責任を負わない。もっとも、こうした会社であっても、法令・定款違反の有価証券投資を直接担当した取締役が善管注意義務違反に基づく責任を負うのは当然である。他方、法令等に違反していない有価証券投資によって結果的に会社に損害が生じた場合には、投資の実行時において適正な水準の内部統制システムが整備されており、取締役がそのシステムを遵守して投資を行ったのであれば責任を問われないと解すべきである。特に内部統制システムの整備が会社法上強制されている取締役会を設置する大会社および委員会設置会社については、内部統制システムをその時々の最善の水準・内容となるように不断に改善していく必要がある。有価証券投資を行うにあたって、どのような内容の内部統制システムを整備するかについては経営判断の裁量が許されようが、個々の取引については当該内部統制システムを忠実に遵守すべきであろう。

ヤクルト本社のデリバティブ取引の結末に象徴されるように、有価証券投資は、その投資対象や投資額によっては会社に対し莫大な損害を与える危険性がある。実務界においては、取締役・使用人が法令・定款を遵守するのみならず、絶えず適正な内部統制システムを整備し、それを遵守して慎重な有価証券投資を行うことが期待されよう。