

余資運用と経営判断

大垣 尚司

I はじめに

経済が成熟期を迎え、世界的にみても収益のフロンティアを見いだすことが難しくなっている。このため、会社が過去の蓄積や当面の好業績から潤沢な余剰資金を株主が満足する利回りで再投資し続けることは容易ではない。潤沢な余剰資金は債権者にとっては好ましいが、株主からみると、自己資本利益率の低下を通じて株価の低下を招く。

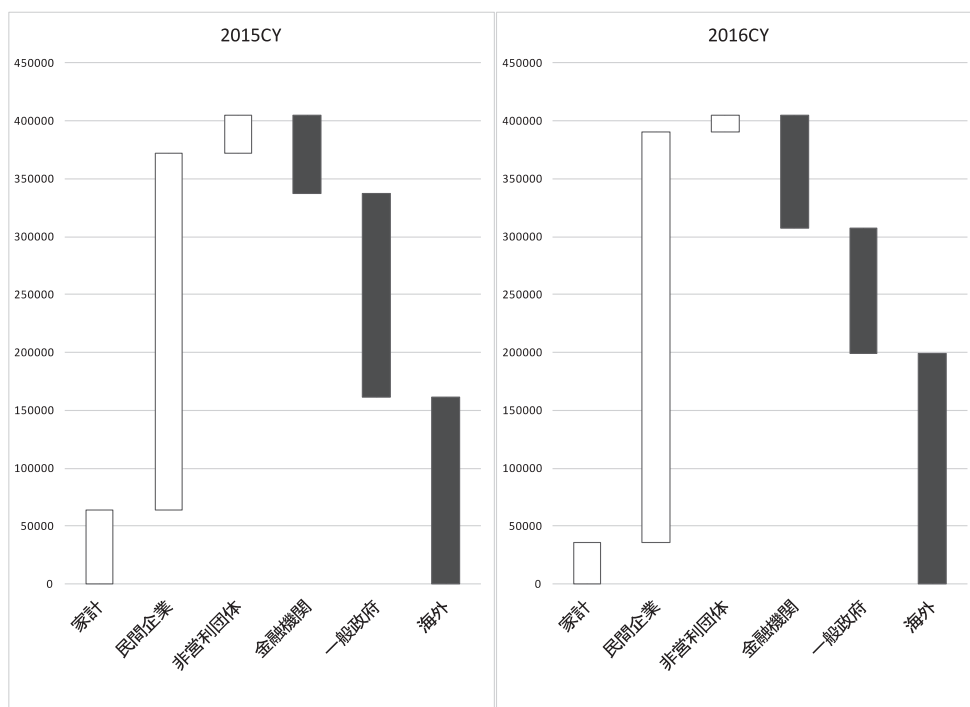
論理的には、当面必要な資金を超える余剰資金があるなら剰余金配当や自己株式の取得を通じて株主に還元すればよい。しかし、経営者からすれば、当分の間新規投資の見込みがないという判断はできるだけ避けたいし、災害で手元流動性が枯渇することも考えられるから、余資は余資としてできるだけ温存しておきたいというのが本音である。

金融緩和による低金利環境が継続していることもこの傾向を助長する。東日本大震災の際に物流チェーンが寸断されて手元流動性が枯渇した経験も相まって、資金需要が必ずしも見込めなくても、社債を発行し、将来の投資や非常時の手元流動性増強のために低利資金を確保するところが少なくないからである。

こうして、国全体の資金循環をみると、家計部門から企業部門へという古典的な資金循環フローではなく、企業部門が恒常的に資金余剰部門である状態が長らく続いている（図 1）。

企業の余資は本来、当座預金や短期国債といった安全性が高く換金性に優れた有価証券で運用すべきだが、あまつさえ余資で資産が水膨れしている中で、金利ゼロあるいは超低金利の運用しかしないと、総資産利回り、自己資本利回りの両方が希釈化されて株価に悪影響を及ぼし、経営者としての評価も下がる。このため、経営者には、余剰資金をある程度リスクテークしてでも利回りの高い金融投資や不動産投資に振り向けて利益率の嵩上げを図りたいという誘惑が少なからずある。

図 1 資金循環（フロー）における各部門の資金過不足



単位: 億円 (出典) 日本銀行資金循環統計(暦年) ※白は資金超過、黒は資金不足

1980 年代後半のいわゆるバブル時代には、「財テク」と称して多くの企業が余資や借入金で不動産や株式投資を行い、その後のバブル崩壊に伴って巨額の投資損失を抱えるところが多出した。この損失を穴埋めするために、「飛ばし」と称する簿外運用を続けてさらに損失を拡大した会社も少なくない。これが最近まで発覚せずに企業の存続にかかわる大問題となったのが、いわゆるオリンパス事件である¹。証券会社の損失補てん問題もこの時期の財テクに端を発する²。

最近、バブル期と似た状況が生じたのは、2007 年～2008 年のリーマンショックに至る前の好況期である。この時機には公開買付を通じた敵対的 M&A がわが国でも一般的になったことから、余資で資産が水膨れしていると、いわゆる PBR (price book-value ratio) が悪化し、敵対的 M&A の標的となるリスクが高まるという新しい要素が加わった。このように資産価格の上昇時期に敵対的 M&A のリスクが高まる傾向がある事情も、経営者が余資運用において積極的なリスクテイクをする誘惑に結びつく。

¹ 「飛ばし」とは、含み損失を抱えた有価証券等をペーパーカンパニーやファンド型の商事信託に簿価で移転し損失を糊塗した上で、多くの場合、新たにリスクの高い金融商品にレバレッジ投資（借入れと両建てで投資をするか、投機目的でデリバティブに投資）をすることで、損失の奪回を図ることの俗称である。わが国における代表的な飛ばしの事例や経緯を相応の水準で説明したものとして、田中周紀[2013]『飛ばし 日本企業と外資系金融の共謀』（光文社）。

² 野村証券損失補てん代表訴訟（最判平成 12・7・7 民集 54-6-1767）。

ところで、取締役の行う経営判断については、リスクのないところにはリターンがないことを踏まえて、幅広い裁量が認められるべきであり、その裁量の範囲内であれば取締役は善良な管理者の注意義務（会社 330 条・民 644 条。以下、善管注意義務と言う。）違反を問われることはないと解されている（日本型経営判断の原則。詳細次節）。しかし、経営判断の対象となる事項は千差万別であり、それぞれについて認められる裁量の幅は自ずと異なるはずである。特に、経営者が本来専門性を有し、自ら主体的にその運営に関わることのできる「本業」³に関する投資（以下本稿では「事業投資」という。）にかかる経営判断と、余剰資金を金融商品や不動産投資といった間接投資に振り向ける「余資運用」にかかる経営判断とでは、裁量の幅に自ずと差があるように思われる。

この点に関し、過去の判例を詳細に分析して経営判断を類型化する試みについては、すでに充実した先行業績が存在するが⁴、残念ながら、余資運用については先例が少ないこともあって、必ずしも詳しい検討がなされてはいない。

しかし、恒常的な金余り状態が継続する中で余資運用に関する意思決定の是非が問われる事案はむしろ増加することが想定される。従来の事案では、余資運用の失敗を「飛ばし」等により糊塗することが多かったために、そうした「後処理」に焦点があたりがちであった。これに対し、最近では会計基準の厳格化から、従来の「飛ばし」を上場企業が行うことが難しくなっているため、余資運用で大きな損失を被った場合に、その投資判断が適正であったかということが直截に問われる事案が増えるのではないかと考えられる⁵。

そこで本稿では、余資運用にかかる取締役の経営判断について善管注意義務違反を問う場合の判断基準と判断の枠組みについて検討する。検討にあたっては、先例が少ない領域であることから、先例から判断基準を帰納する一般的な法律論の方法論によるのではなく、金融と法の視点から演繹的に検討した上で、先例との整合性について吟味し、できかぎり具体的な判断基準を提示することによって、将来の紛争処理や、日々の経営判断を行う上での一助とするという方法によることとする。

³ 本業が何かは大きな企業では難しい問題だが、有価証券報告書の「事業の状況」や「セグメント情報」欄に記載されている事業が一つの目安となる。

⁴ 経営判断に関する先例を包括的に整理した業績としては、（近藤光男編[2012]『判例法理経営判断原則』（中央経済社）がある。このほか、井口武雄=落合誠一監修日本取締役会編著[2008]『経営判断ケースブック-取締役のグッドガバナンスの実践』（商事法務）、長谷川俊明[2015]『新しい取締役会の運営と経営判断原則』（中央経済社）。

⁵ 逆に、厳しい会計基準の間隙を縫ってあえて損失を糊塗した場合には、経営判断の是非を問うまでもなく粉飾決算や不実開示の責任が問われることになる。

II 経営判断の原則について

1. 「日本型」経営判断の原則

いわゆるアパマンショップ事件において、最高裁判所は、取締役の善管注意義務違反の判断にあたり、「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」事項について取締役に応じ裁量を認め、「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」とした⁶。学説も、任務懈怠の有無の判断は、リスクのないところにリターンがないことを踏まえて取締役に一定の裁量を認め、行為当時の状況に照らし合理的な情報収集・調査・検討等が行われたか、および、その状況とその地位にある取締役に要求される客観的な能力水準に照らし不合理な判断がなされなかったかを基準になされるべきであり、事後的・結果論的な評価がなされてはならない⁷と解する点で概ね一致している。

2. 米国における経営判断の原則との差異

こうした考え方は講学上**経営判断の原則**とよばれる。この名称は、米国における同名の原則 (business judgment rule) に由来する⁸。ただし、米国における business judgment rule は、経営判断の当否については裁判所が判断を回避するというものであり、内容について取締役の裁量を勧告するが実質的な判断を行うのが国の裁判所とは判断の枠組みが異なる⁹。

さらに、米国上場企業の取締役会は基本的に社外役員を中心としたモニタリングボードであるため、経営判断についての責任を厳しく追及することは取締役を不当に萎縮させる懸念が大きい。これに対し、わが国の場合上場企業も含めて、業務執行役員が中心のマネジメントボードであり、従業員からの内部昇格役員も多いことから、取締役相互の監視機能が働きにくいという事情がある。そうすると、わが国の取締役のうち、米国流の経営判断の原則をそのままあてはめてよいのは社外取締役だけであって、その他の取締役については、「経営判

⁶ 最判平成 22・7・15 判時 2091-90。

⁷ たとえば、江頭憲治郎[2015]『株式会社法[第6版]』(有斐閣) 464 頁。

⁸ 米国における経営判断の原則に関する概説として、柴田和史[2011]「経営判断の原則・研究序説」柴田和史・野田博編著『会社法の実践的課題』(法政大学出版局)。米国における経営判断の原則に関する信頼性の高い文献としては、The American Law Institute(ALI)[1994], *Principles of Corporate Governance - Analysis and Recommendations* が、その Part IV(Duty of Care and The Business Judgment Rule)において、模範法や各州の会社法と判例を条文の形式で整理し詳しい注釈を付しており便宜である。

⁹ もっとも、米国においても、取締役に法令違反や背任的行為、利益相反がある場合や、合理的な事業目的を欠く行為 (waste)、重過失 (gross negligence) や無謀性 (recklessness) が示された場合には責任が認められる。また、判断の前提となる情報収集については、経営判断に適用される rationality ルールではなく reasonable care が要求される (本稿 III 2. c)。

断」の適切さについて裁判所が「最後の砦」として実質的な判断をする必要性が米国に比べて類型的に高いともいえる。わが国の裁判所が経営判断を米国のように判断回避の枠組みとしない実質的な理由の一つはこの点にあると思われる。

言いかえれば、わが国における取締役の経営判断は、米国においては **director** ではなく、業務執行にあたる **officer** のそれと考えたほうが実体に合う。そして、米国においても、**business judgment rule** が日本の業務執行取締役にあたる **officer** に適用されるかどうかについては、**director** についてほど明確ではないとされることには注意が必要である¹⁰。

3. 内部統制システムとの関係

経営判断が適切になされるようにするための社内規程や組織体制は、まさに、内部統制システム（会社 362 条 4 項 6 号）そのものということができるから、これを構築することは大会社である取締役会設置会社や委員会設置型の会社においては取締役の義務を構成し（会社 362 条 5 項、399 条の 12 第 2 項、416 条 2 項）、その懈怠は善管注意義務違反として任務懈怠の責任を生じさせる（会社 423 条）。この場合、どのような内部統制システムを具体的に構築するかも経営判断の問題といってよいが¹¹、いったん定めた以上は、取締役会も自己規律としてその枠組みを遵守すべきは当然であり、もともと取締役会で定めたものだからといって、漫然とその内容に反する意思決定を自由に行ってよいものでないことは言うまでもない。

III ファイナンス理論からみた経営判断の原則

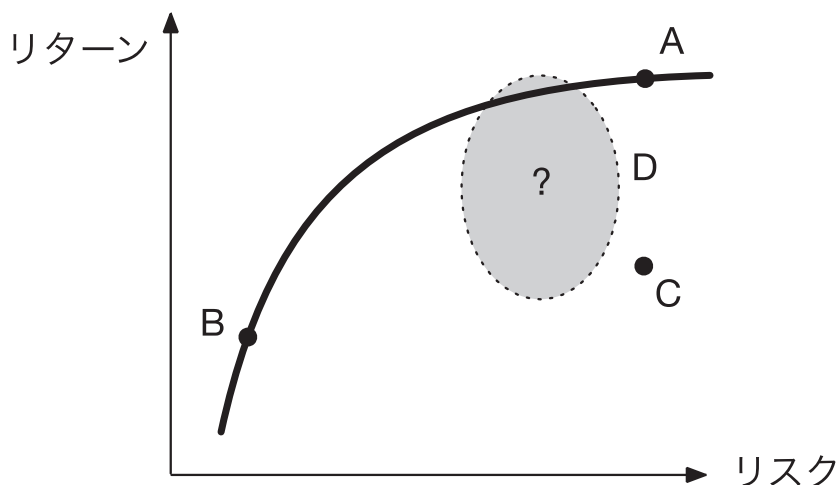
経営判断の枠組みは、ファイナンス理論的な視点からすると以下のように整理することができる。

¹⁰ たとえば、Bainbridge, *Corporate Law*, 3rd ed. [2002]p.138。ALI[1994]では、officer に対して明確に director に対するのと同様の経営判断原則を適用するとしている州は 18 州であるとされる（§ 4.01 Duty of Care of Directors and Officers; the Business Judgment Rule, comment a）。

¹¹ 大阪地判平成 12・9・20 判時 1721-3、東京高判平成 20・5・21 判タ 1281-274

1. 判断要素1：リスク・リターンの判断

図 2 リスク・リターンの関係と無差別曲線



a 無差別曲線上の意思決定

リスクのないところにリターンはない。リターンを狙うなら一定のリスク負担は覚悟すべきだし、安全性を重視するなら高いリターンは期待できない。取締役はこうした経験則の枠内でどのようなリスク・リターンを選択するかについて高度な裁量を有している。このことを通説的なファイナンス理論では、一定のリスクに対して要求される期待リターンの組合せからなる曲線上の点は「無差別」とであると表現し、その曲線を無差別曲線とよぶ（図 2）¹²。無差別曲線上の点はどれを選択したとしても価値的に同じである（たとえば、図 2 A と B）。経営者はこの無差別曲線上にある選択肢なら、リスクの高い A を選んでもリスクの低い B を選んでもかまわない。A を選べば高いリターンを得られる可能性がある代わりに、大きな損失を被る可能性があるが、B を選べば損失を被るリスクは低い代わりにリターンは得られない。経営判断においてリスクをとることが許されるというのは、それが無差別曲線上にある判断だからである。

b 合理性を著しく欠く意思決定

これに対し、図 2 C の意思決定は、A と同じリスクをとりながら、期待収益（リターン）は A よりも低い。このような判断は経営判断の原則からしても合理化されず、取締役の責任を発生させることになる。

¹² たとえば、大村敬一=楠美将彦[2012]『ファイナンスの基礎』（金融財政事情研究会）37-43 頁。

2. 判断の基礎となる情報を欠く意思決定

a 判断の基礎となる情報の収集については善管注意義務が課される

では図 2 D はどうか。これは、投資リスクに対する十分な情報が得られていないために、リスクに見合うリターンが得られているのかということ自体が十分に判断できない状況を示している。このような状態にあるにもかかわらず意思決定をすることは、結果的に過大なリスクをとるおそれがあるので許されない。つまり、目の前に岩礁があることが分かっている場合に、切り抜けられると判断して船を進めるか、これを迂回するかは船長の裁量だが、濃霧の中で、目の前に何があるか分からないのに船をあえて前に進めることは船長の裁量権を逸脱した誤った判断だということである。

つまり、無差別曲線上のどの点を選択するかは経営判断の問題であるが、当該投資のリスクとリターンの関係はどのようなものか、そして、それが無差別曲線上にあるか¹³を判断する前提となる情報収集をすることは、一般の善管注意義務の範疇ということになる。そして、どんな情報を収集すべきかということ自体、あるいは、収集した情報の理解のために高い専門性が必要なら、専門家の助言を仰ぐべきであり、それを怠れば善管注意義務違反となる（自分が分からないことについて助言を仰がないことは裁量の枠内ではない）。一方、社会通念上専門性を有すると考えられる専門家の中から選ぶ限り、具体的な専門家の選定は経営判断となる。

b 業務執行役員と他の役員との差異

ただし、一般的には取締役会の席上において、当該事案を担当している業務執行役員やこれを補助する担当職員から相当な情報提供があれば、それが明らかに不備のある説明でない限り、当該役員以外の役員は、当該情報や説明を信頼して経営判断を行うことが許される（信頼の原則）。そうでないと、適切な意思決定が阻害されるからである。そうすると、情報収集についての善管注意義務は主として業務執行役員に課せられるものということになる¹⁴。

¹³ 複数の事業を営んでいる場合には、それぞれのリスク・リターンを組み合わせた全体（ポートフォリオ）のリスク・リターンが望ましいものとなっているかを検討する必要がある。これもまた経営判断の問題である。

¹⁴ この点と関連して、経営判断を過程面と内容面に分離して、後者にのみ経営判断の原則が及ぶと解する立場（分離説）と両者を区別すべきではないという立場（一体説）が対立している（田中亘[2016]『会社法』(有斐閣) 260 頁)。情報収集を「過程面」と考えるなら、本文で述べたように、分離説が正しい。しかし、担当役員以外の役員については業務執行役員の提供する情報について信頼の原則が適用されるから、結果的には一体説と同じ結論になる。

c 米国における経営判断の原則の基礎となる情報収集に関する注意義務

この点について参考まで米国の考え方を整理しておく。

ALI[1994] (前掲注 8) は、まず経営判断の原則が適用される条件として、

if the director or officer ... (3) **rationally believes** that the business judgment is in the best interests of the corporation. (§ 4.01(c)(3))

と、合理性基準を適用して取締役や業務執行役員に幅広い裁量を認めている (§ 4.01(c))。

しかし、情報の収集については、同条は、

if the director or officer ... (2) is informed with respect to the subject of the business judgment to the extent the director or officer **reasonably believes** to be appropriate under the circumstances; (§ 4.01(c)(2))

と規定しており、通常の善管注意義務 (reasonable care that an ordinarily prudent person would be expected to exercise in a like position and under similar circumstances) を課していることが分かる。

そして、これを受けて、同書は、business judgment rule の適用の前提について次のように解説している (comment to § 4.01(c)e)。

Prerequisite of an informed decision The great weight of case law and commentator authority support the proposition that an informed decision (made for example, on the basis of explanatory information presented to the board) is a prerequisite to the legal insulation afforded by the business judgment rule

[訳：大半の判例や権威者による注釈は、十分な情報に裏付けられた判断（たとえば、取締役会に提示された説明資料に基づきなされたもの）であることが、経営判断原則で法的責任から隔離されるための前提条件だとする]

...the business judgment rule should not be available to directors who do “not exercise **due care** to ascertain the relevant and available facts before voting”

[訳：経営判断原則は意思決定に先立ち、適切で利用可能な事実を確保するために善管注意義務を払わない取締役については援用させるべきでない]

このように、情報収集には経営判断原則にかかる判断基準である合理性の基準 (rationality test) ではなく通常の善管注意義務 (reasonable care) が適用されることを前提に、「何が reasonable か」の判断については以下のように説明している。

Fundamental to an understanding of the standard set forth in § 4.01(c)^(経営判断原則) is the recognition that the extent of the information required is that which the director or officer “reasonably believes to be appropriate under the circumstance.” Here, as elsewhere in Part IV ^(取締役の善管注意義務), the “reasonably believes” has both an objective and a subjective content. See Comment b to § 4.01(a)(1)-(a)(2) (経営判断でない通常の善管注意義務の規定における情報収集義務に関する規定) .

[訳： § 4.01(c)が規定する（経営判断の原則の）基準の理解に基礎にあるのは、必要とされる情報の程度が、所与の状況において適切と取締役や業務執行役員が reasonable だと信じたものだという認識にある。そして、ここでは、reasonably believe ということが、善管注意義務に関する他の規定と同様に、客観的・主観的の両方にまたがる内容を持つ。]

In evaluating what is a reasonable belief in a particular situation, the “informed” requirement in § 4.01(c)(2) should be interpreted realistically and with an appreciation of the factual context in which the business judgment was made.

[訳：何が特定の状況において reasonable belief であるかを吟味するにあたり、 § 4.01(c)(2) に定める情報の要請にかかる規定は、現実的に、また、経営判断がなされた事実関係を評価した上で解釈がなされねばならない。]

3. 小括

以上要すれば、経営者は無差別曲線上にある意思決定の選択については、高いリスクをとって結果的に損失を被っても経営判断の問題としてその決断の是非を問われることはないが、この曲線の下方にあるリスク・リターンの組合せを選択すること、および、意思決定の時点で十分な情報がないにもかかわらず意思決定をすることは、仮にその決定が結果的に損失をもたらさなかったとしても許されず、善管注意義務違反を問われる。

もちろん、情報が常に万全に得られるとは限らないし、常に情報の完全性を要求されれば経営判断が萎縮せざるをえないことは確かである。しかし、そのことは上述のように「濃霧の中で、目の前に何があるか分からないのに船をあえて前に進める」ことを当然に合理化するわけではない。情報の収集義務は情報の完全性を要求しているのではなく、情報が完全でないことは日々の経営において当然の前提とした上で、情報を得るために、状況に応じて社会通念上要求される努力を尽くしたか、そして、得られた情報が万全でないことを想定し、そうした情報の不足をリスクと考えた場合にそれを補うだけのリターンが見込めると判断し

たのか、また、その過程で損失を最小限に抑える工夫や努力をしたか¹⁵といった点を総合的に勘案して経営判断の是非が問われるということである。

4. 判断要素2：PML (probable maximum loss) もしくは VaR (value at risk)

以上の判断とは別に、投資にかかる意思決定にあたっては、当該投資により被りうる損害の絶対額を、投資主体の財務体力からみて相当と考えられる金額以下とする必要がある。ここでは、利益が得られる可能性は捨象して、当該投資からもたらされうる想定損失の最大値 (probable maximum loss[PML]あるいは value at risk[VaR]とよばれる)¹⁶が問題となる。通常、許容できる PML には限度があることから、一般に、同じ無差別曲線上の選択であっても、一般にリスクの大きな投資 (図の A) への投資額はリスクが小さな投資 (図の B) よりも少額とすることが望ましい。言いかえれば、大きなリスクテークをした場合には、仮にリスクリターンの間に整合性がとれていたとしても、リスク量が当該会社のリスク許容度からして想定される PML を超える場合には、そうした投資判断は著しく合理性を欠くといわざるをえない¹⁷。一方、きわめてリスクの高い投資であっても、投資額が投資主体の資産規模や収益の規模に比して僅少なら、判断にかかる裁量の幅はそれだけ大きくなる (ただし、僅少とはいえなからこそ取締役会に付議されているともいえるので、PML を理由に経営判断にかかる注意義務が軽減されることは通常はないと考えられる¹⁸)。

5. 判断要素3：流動性・換金性

いかに大きなリターンが見込めてもそれを実際に資金化できなければ絵に描いた餅である。一方、リスクが大きくても、換金が容易なら一定の損失額に達した時点で投資を回収して損

¹⁵ たとえば、海外進出においてカントリーリスクがあるかどうかを判断するために完全な情報を得ることは不可能だが、何のリサーチもせずに意思決定をすることは許されず、まず当面は大丈夫か、進出後にどのようなリスクがありうるかといった点についての判断材料を、社会通念上その場に置かれた担当役員ならするであろう注意義務をもって収集せねばならない。その上で、その判断材料からどのような結論を導くかは優れて経営判断の問題となるが、その場合にも、不透明なリスクを押しても得られるリターンが十分に大きいと判断したのか、また、不透明なリスクを回避するために貿易保険をかけることを(期待収益と付保コストとの兼ね合いで)検討したのかといった点が、取締役に与えられた裁量の枠内かどうかを考えるにあたり重要な要素となる。

¹⁶ 厳密には、PML は、事故が発生すると損害が生ずるだけの純粋リスク (pure risk) に対する主として保険学における概念である。これに対し、VaR は、金利・為替・株価に典型的にみられるように、市場価値の変動によって利益になることもあれば損失が発生することもある投機的リスク (speculative risk) について、アップサイドを捨象してダウンサイド (損失の蓋然性) のみに着目する場合に用いる、主として金融工学における概念である。VaR は金融リスクとの関係に限定して用いることが多いので、本稿では PML を用いる。

¹⁷ 客観的に許容可能な PML の上限については、純資産額もしくは年間の経常利益のいずれか大きい金額が一つの目安となろう。

¹⁸ この点で、僅少かどうかのメルクマールを会社法との関係で求めるなら、取締役会決議が必要な重要な財産の取得にかかる実務上の目安とされる 1 % 程度がまずは出発点となる。

失を最小限に留めることができる。このように、リスク・リターンや PML の問題とは別に、流動性・換金性が確保されているかどうか投資判断において不可欠の要素となる。

一般の事業投資については、通常、投資回収までに長期間を要するため、流動性・換金性はあまり大きな問題とはならない。ただし、事業がある程度軌道に乗った時点で販路を有する大手に売却することを想定する場合や、海外事業において万が一の場合には現地資本に譲渡して撤退することを想定する場合には、事業を子会社形式で行って事業を株式化することを通じて流動性を高るといった工夫が必要となる。また、後述するように一定以上の赤字が累積したら撤退するといったロスカットルールを定めておくことも広義の流動性の問題ということが出来る。

一方、余資運用についての経営判断にあたっては、リスクそのものよりもむしろ流動性・換価性の要素が非常に重要である。この点については IV 3. c でより詳しく検討する。

6. 判断要素 4：戦略的・政策的必要性

以上は純粋に経済的な要素であるが、それらを欠く場合であっても戦略的・政策的な観点から投資決定がなされることがある。ただし、その場合でも営利法人である株式会社の判断である以上、何らかのかたちで少なくとも中長期的な利益につながるものでなければならぬ。また、そうした配慮に関する裁量の幅は、事業投資に関連するものと、単なる余資運用にかかわるものとは自ずと異なる（裁量は、前者に大きく後者に少ない）。

7. 各要素の組合せと総合的判断の必要性

経営判断とは、上記のようなさまざまな要素を総合的に勘案して行われるものである。一般に、リスク・リターンの組合せに着目した議論がなされることが多いが、判断の対象によって、重視される要素の組合せは異なる。

IV 余資運用における経営判断の枠組み

1. 事業投資にかかる経営判断

一般に、事業投資に関連する判断については、会社はそれを行うために取締役を経営を委ねている訳であるし、実際にも、取締役は本業に関連した豊富な知識や経験を有していることが通常である。

また、会社自身が自ら運営する能動的な投資であるから、対象事業のリスクが過大であつ

たり、リスクの所在について不分明な点が残されていたりしたとしても、これを実施する経営者や取締役会自身が「走りながら軌道修正する」ことでリスクの発生に対して適切に対応し、最終的には所期の成果をあげる余地が残されている。

この結果、事業投資については前節で指摘した4要素の全てについて比較的幅広い裁量が認められると言ってよいであろう。

2. 余資運用の特殊性

a 余資運用の一般的な特殊性

(1) 担当部門の専門性や組織的相互牽制の欠如

余資運用を行う部門は財務や総務といった間接部門であることが多い。間接部門は多くの場合、事業部門のように収益責任を持たず、担当の役職員も金融商品や不動産投資についての専門性は有しない場合が多い（もし、運用専門の部門や役職員が存在しているとすれば、もはや余資というよりは本業とみるべきともいえる）。また、間接部門には、事業投資を行う部門に存在するリスク判断に関する組織的な相互牽制（たとえば、事業推進部門が起案したプロジェクトは必ず審査部門がチェックをし、承認されたもののみが取締役会に付議される等）が存在しないことが多い。

株主は、会社が主として行っている事業のプロとして取締役に経営を付託しているのだから、事業投資の判断については広く裁量を付与していると考えてよいが、余資を取締役の知見が必ずしも及ばない対象に一時的に運用するにあたって、本来の事業と同程度の裁量を与えているとは考えにくい。少なくとも「本業ではないため自分にはよく分からないから専門家に聞いて判断する。でも、経営判断なのだから萎縮せずにリスクはとるし、専門家に相談しさえすれば間違っても責任はない」ということになりえないことは明らかである。

(2) 受動投資性

これに対し、余資運用は通常、有価証券・デリバティブ投資や融資、不動産投資といった投融資の形態をとる。投融資の目的にかかる事業判断については、事業主体が第三者であるため、自社自身でリスクに対処することができず、せいぜいきめ細かく事業の成り行きをモニタリングして万が一の場合には株主の立場で議決権や単独・少数株主権を行使したり、融資契約上のコブナントを通じて一定の関与を試みたりするか、最悪の場合には投融資を引き上げたり、期限の利益を喪失させて担保権の実行や倒産手続を通じて損失の発生を最小限に抑えるといった消極的な対応しかすることができない。投融資実行後に、「走りながら軌道修正する」といっても、追加出資や追い貸しに応じるか、事態がかなり悪化してから初めて役

員を派遣するといった受け身の対応しかできず、そういうことをしても往々にして「傷口を広げる」結果となることが多いのである。このため、投融資の意思決定は当初の時点において、対象事業そのもののリスクやこれを実施する第三者の能力やリスクに対応できる財務体力の有無について十分な情報を取得して、「受け身の投資」であることを踏まえた厳格な判断が必要となる。そうすると、投資にかかる経営判断において経営者に与えられる裁量の幅は、それが仮に本業であるとしても、自ら投資成果に影響を及ぼすことのできる事業投資の場合に比べると相対的に狭いといえることができる。そして、この理は、余資運用についてより強く当てはまる。

なお、この点と関連して、過去の経営判断に関する判例や裁判例をみると、銀行融資について取締役の任務懈怠を認めた判例や裁判例が多い。

銀行にとって融資は本業であって余資運用ではないため本来なら経営判断の原則が当てはまるはずである。それなのに、任務懈怠が認められることが多いのはなぜか。

この点に関し、「金融機関の経営者の場合は、事業会社の経営者に比べ、経営判断に至る手続においても、決定内容においても、求められる合理性のレベルが高く、その分、経営者の裁量の幅が狭い」ことにその理由を求める立場がある¹⁹。一方、期待される善管注意義務のレベルが高いことと、善管注意義務違反による責任が認められやすいこととの間にはあまり関係がなく、銀行の責任が認められやすいのは、裁量の幅が小さいことと、訴追する整理回収機構が高い証拠収集能力を有することによるとする立場もある²⁰。

銀行の公共性や証拠収集能力といった切り口はいずれも相応に説得的ではあるが、むしろ、まずは銀行融資のような投融資は上述のように受動投資性が高いことから、それが銀行にとっては本業であったとしても、その性質上裁量行使の幅が狭くならざるをえないということを出発点として考えるべきではないだろうか。そして、その理屈は銀行だけでなく、ノンバンクや事業会社の余資運用についてもあてはまるのだが²¹、銀行についてはさらにその公共性から経営者の責任が加重される余地があるということになると解される。

¹⁹ 岩原紳作「金融機関取締役の注意義務」『落合誠一先生還暦記念 商事法への提言』（商事法務、2004）216頁。

²⁰ 森田果「わが国に経営判断原則は存在していたか」商事法務 No. 1858（2009）4-13頁。

²¹ 実際、投融資にかかる経営判断について責任を認めた事例は、決済機構を担い公共性が強く認められる銀行だけでなく、住宅金融専門会社（東京地判平成 13・11・5 判時 1779-108）や生命保険会社（東京地決平成 13・3・22 判時 1747-143）、信用組合（札幌地判平成 17・4・22 LEX/DB:28101291）、商社（大阪地判平成 13・12・5 判タ 1110-191）、一般事業会社（福岡地判平成 8・1・30 判タ 944-247〔株式投資〕、大阪高判平成 11・7・21 判時 1968-142〔資本関係のない仕入れ先への投融資〕、東京高判平成 20・5・21 判タ 1281-274〔デリバティブ投資〕）等についても相応に存在する。一方で、投融資について責任を認めなかった事例は、自社によるコントロール可能性があるため事業投資と同様に解することができる関連会社・子会社向けが主である（事業会社に関するものとしては、福岡高判昭和 55・10・8 高民 33-4-341、東京地判平成 12・7・27 判タ 1056-246、東京地判平成 13・9・27 判時 1780-141、東京地決平成 16・6・23 金判 1213-61）。

b 余資の性質別の検討

以上のような一般的な考慮に加え、会社の有する余剰資金には、大別すると次のような異なる性質のものが含まれており、余資運用の原資とするにあたっては異なる配慮が必要になる。

(1) 短期債務に対する支払準備

営業循環過程で発生する資金の受取りと支払には一定の時差が発生するので、安定的な資金繰りを行うために、1年以内に支払期日の発生する債務の返済に必要な資金の全部または一部については、現金や要求払預金その他換金性・安全性の高い資産で保有しておくことが望ましい²²。

(2) 緊急時に対する流動性準備

当座の支払準備に加えて、災害等緊急時の流動性準備についても、かねてその必要性が認識されている。特に、1990年代中頃からは意識的に追加的な資金準備をする会社が増えており、そのための特別な融資枠契約などの商品開発もなされ、リーマンショック・東日本大震災を経てその動きはさらに強まっている。ただし、どの程度の流動性準備を確保するかは、会社の事業特性や活動地域等により大きく異なるし、業況にも依存するから経営者の判断に大きく委ねられている。

(3) 事業投資に対する待機資金

支払準備と流動性準備の量的な水準については、事業にかかる判断であるから取締役が裁量が認められる。一方、これらを超える余剰資金は（余剰な借入れを行っているのではない限り）純資産に見合う資金であり、実質的に株主に帰属する。

本来余剰資金は、株主や市場の期待に応え得る利回りで運用が見込めないなら、剰余金配当や自己株式購入によって株主に還元されるべきものである。ただし、常に有望な事業投資の機会があるとは限らないから、これを待機資金として保有するかどうか取締役が裁量を与えられていると考えられる。

そして、株式会社のような営利法人については、ある程度リスクを負担して高い利回りを狙った運用をすることも取締役の裁量の範囲内と考えることができる。しかし、その場合であっても、次の有望な事業投資機会が現れるまでの待機資金であるという目的を逸脱しない

²² この観点からは、資金繰りの余裕度を示す指標である当座比率（現預金と売掛債権の合計を流動負債の金額で除した比率）は一般に1超を目安とすることが望ましいとされていることが一つの目安となる。

範囲に留める必要があることは言うまでもない。

(4) 関連会社投資、政策投資

余資運用は、現預金のほか、固定資産中の投資有価証券に該当するが、後者には、子会社・関連会社や重要な取引先等に対する政策投資が含まれる。これは、余資運用ではなく事業投資そのものというべきものであるから、その投資決定については、余資運用ではなく事業投資についての判断の枠組みが適用されるべきである。

3. 余資運用に関する取締役の裁量の枠組み

以上の分析を踏まえて、余資運用に関する取締役の経営判断の相当性を検討するための枠組みを整理してみる。

a 判断要素1：リスク・リターンの判断

一般には、余資運用については安全性が重視される。実際、余資運用については、その投資対象を預金や公共債、高格付けの債券といった安全性の高いものに内規で限定している会社が少なくない。しかし、信用力が高い債券であっても長期債については金利変動により期限前に売却すれば損失を被ることもある。元本保証のない株式であっても、流通性の高い上場株式であれば短期間ならそれほどリスクがないかもしれない。カウンターパーティーリスクが低ければ投資期間が短いデリバティブ投資も認められてよいであろう。あえて余資運用を行う以上、ある程度はリスクをとることが想定されているともいえ、これを一律に問題視することは経営の自由度を害する。上述の余資運用としての性質から事業投資に比べれば一定の制約はあるものの、リスク・リターンの整合性にかかる判断に関する限り、原則として経営判断の原則が当てはまると考えるべきである。

ただし、以下に検討するように、許されるリスクテークの大きさは PML との関係で相対的に決まる。また、余資の運用については、上述のように事業投資の場合のリスク・リターンの整合性の判断以前の問題として、投資決定に関する客観的な内部統制システムの確立とその遵守、ならびに、流動性の確保が強く求められる。

b 判断要素2：投資金額と PML の判断

(1) 原則

余資のうち、短期債務に対する支払準備と緊急時にかかる流動性準備に相当する部分については、換価性が高く、元本毀損のリスクの少ない運用を行う必要がある。その金額の目安

としては、少なくとも流動負債のうち、買掛債務、期間 1 年以内の借入金やそれに準ずる短期債務の合計程度を確保すべきである。

次に、流動性準備をどの程度の金額とするかについては、上述のように絶対的な基準を設けることは困難であり経営判断の原則が適用されると考えられる。

以上からすれば、余資運用として行う投資金額は、余資から少なくとも支払準備を除いた金額が上限となる²³。ただし、仕組み等から想定される元本毀損の金額（PML）を合理的に見積もることができるのであれば、当該 PML の額が上記金額の枠内に留まっていればよいと考えられ、その範囲内で元本毀損のリスクをとることも許される。ただし、その場合も c に述べるように高い流動性を確保する必要は残る。

(2) デリバティブ投資、いわゆる財テクの特殊性

原資を借り入れて本業以外の投融資を行ういわゆる財テクは、厳密に言えば余資運用ではないが、信用余力を活用した投資という意味で一種の余資運用とも言える。また、デリバティブ投資の経済実体は借入れと投資をセットにしてオフバランス化したものとみることができる²⁴。これらについては、当初に余資を投じる必要はないが、あとで投資損失が生じると資産の毀損ではなく金銭の支払いが生ずる²⁵。このため、想定される最大の支払額を PML として上記の判断を行う必要がある。特に、先物やオプションの売りポジションは被る損失額に理論的な上限がない。また合成オプションやエキゾチックオプション²⁶については、これを提供している業者等で開発にあたっている専門の担当者でないと PML を求めることが困難なことが多い。こうした PML の判断自体が難しい投資については、リスク管理に特別の注意が必要であることを認識していたかどうか追加的に問われる（認識した上でこれを管理しようと考えると投資をするかは経営判断の問題である）。

デリバティブを組み込んだ仕組債は金銭投資とデリバティブ投資の中間的な性質を持ち、やはり PML のモニタリングが難しいことを認識して投資判断をすることが必要である。

²³ 注 17 で述べたように、この金額が、客観的に許容可能な PML の上限の目安（純資産額もしくは年間の売上高のいずれか大きい金額）を上回るときは、目安となる金額の範囲内に留めるべきである。

²⁴ 先物と単純なスワップは想定資産と負債の額が固定しているもの、オプションはその関係が時間の経過と共に変化していくものと考えればよい。

²⁵ 例外は単純なコールもしくはプットオプションの購入で、この場合は当初に支払ったプレミアムを放棄するだけで済む。ただし、顧客向けに商品されているオプションの多くは、オプションの売りポジションを組み合わせた合成オプションが多いため、行使日において支払い義務が発生する。また、支払義務を保全するために証拠金を設定する必要がある場合には、証拠金とプレミアムの合計が実質的な投資額となる。

²⁶ 合成オプションは複数のオプションの売りや買いを組み合わせる特殊なペイオフの形状を作り出すと共に、当初に支払うプレミアムを（多くの場合）ゼロか少額にして投資を容易にしたものである。また、エキゾチックオプションは、特殊な行使条件を設定したものである（多くの場合、ブラックショールズ式のような数値モデルでは価値の計算ができない）。

c 判断要素 3：支払準備・流動性準備を除いた余資の運用にかかる流動性の確保

余資運用の判断要素の内、流動性の判断については、裁量の幅が最も少ない。

(1) 投資期間のメルクマール

支払準備・流動性準備を除いた余資は新たな事業投資の機会が現れるまでの待機資金としての性質を有し、実質的に株主に帰属する。このため、その投資期間は、一般的に 1 年、長くてもせいぜい取締役の任期である 2 年以内とするか、その期間に必要ながあれば換価ができるように、市場性の高い投資対象を選択すべきである。

(2) 判断のための情報

待機資金の運用対象にかかる判断を適切に行うためには、事業投資の場合におけるリスク・リターン判断材料となる情報に加えて、投資期間が上記目安としての 1~2 年を超える場合については、換価性・流動性といった「出口戦略 (exit)」に関する情報を取得し、その妥当性を判断する必要がある。妥当性の判断には裁量が認められるが、判断そのものを行わないことは裁量権の逸脱となる。

出口戦略は、融資・私募債・非上場会社への株式投資といった流動性の低い金銭投資や上場 REIT を除く不動産投資の場合には、投資判断の相当性を考える上できわめて重要な要素となる。余資運用との関係では、こうしたものを投資対象とすることは本来避けるべきであり、出口戦略について十分な情報取得や検討を行わない場合には、そのこと自体が注意義務違反を構成するといつてよい。

(3) 判断の態様

流動性の判断は、あるかないかという二者択一的な判断であり、リスク・リターン判断のように一方が高ければ他方も高いという関係（無差別曲線）に基づいて幅広い選択肢があるという性質のものではない。特に、投資期間が上記目安としての 1~2 年を超える場合については、明確な出口戦略が投資商品そのものに組み込まれており、換価性・流動性の高さが客観的に判断できるものでなければならない。そして、その判断は、元本の毀損リスクや事業リターンにかかる判断のように専門性・経験が必要な主観的なものではなく、事後的・客観的な判断が可能である。また、その判断は投資一般に共通するもので個性性は低い。

具体的には、以下のいずれか、もしくはその組合せで判断することが考えられる。

- ① 市場性のある有価証券であつて、証券取引所に上場されているか、店頭取扱で常時売値・買値の両方 (bid/ask) が提示されているか、少なくとも買値を提示するマーケッ

トメーカーが存在していること。

- ② 債券については、金融商品取引法に基づく登録信用格付会社が付与した投資適格格付け（トリプル B 以上）が付与されていること²⁷。
- ③ 市場性のない有価証券や貸付金・私募債の場合には、投資家の選択によるコール条項（期限前弁済や買入消却を求めることのできる権利）や取得請求権が付されていること。
- ④ ③に準ずる工夫がなされており、上記期間以内に償還される可能性が非常に高いことを裏付ける客観的な事情や情報があり、その説明に一定の合理性が認められること²⁸。合理性の判断には経営判断の原則が適用される。

(4) 流動性判断の専門性

流動性の判断は、元本の毀損リスクの判断と異なり、「あるか、ないか」の判断であって、一般人の常識の範囲内で行うことが容易である場合が多いと考えられるが、上述③や④のように仕組み上の工夫については専門性が要求されることもある。この場合には、専門家から意見を求めてその判断に従ったり、業務担当者の知見を信頼したりして判断を行うことも許される。なお、自分自身に専門性がないことを認識しながら、プロを称する特定の外部者の意見のみを盲信し、「セカンドオピニオン」をとることを怠った場合には²⁹、そのこと自体が、経営判断の原則を排除する「著しい合理性の欠如」を認める大きな要素となると解される。

²⁷ 比較的少額の利息収入を得て元本全体をリスクに晒す債券投資にあつては、信用リスクを客観的かつ迅速に判断する必要があるため、一定以上（通常は投資適格といわれるトリプル B 以上）の信用格付を得た銘柄でないと売買がきわめて困難となる。逆に言えば、投資非適格の債券は流動性のプレミアムが上乗せされて信用リスクに比して高利回りとなるから、余資運用の候補にあがりやすいが、流動性プレミアムを控除した後の利回りで考えるとそれほどでもないことが多い。このように債券についてはリスク・リターン判断以前の問題として、流動性に関する判断が強く問われる。

²⁸ たとえば、長期債だが3年目から金利が高利となるステップアップ条項がついているため発行体が期限前償還する可能性が非常に高い、高格付の金融機関の発行した債券とカウンターパーティーの信用力が高いデリバティブを SPC を用いてリパッケージした仕組債なので、仕組債そのものの流動性は低い、投資家のオプションで原資産である債券とデリバティブに分解してそれぞれを換価することによって、両者の時価合計に近い返済を確保することができる等。

²⁹ 特に、リスクの説明を行う者が販売仲介業者でもある場合のように、利益相反が認められる場合は、（利益相反がある相手かどうかは常識的な判断なので）何らかの形で説明の客観性を確認するための努力をしたかどうか問われる。この場合、仲介業者が法令上負担する説明義務は投資対象の内容に関するものであるから、それだけでその者の投資判断に関する意見等を信頼してよいということにならないことは言うまでもない。

d 内部統制システムの構築

(1) 余資運用基準の策定

余資運用を行うにあたっては、あらかじめ余資運用基準や有価証券投資基準等の内規を定め、投資判断だけでなく、投資後も定期的にモニタリングを実施するといったリスク管理体制を構築せねばならない。上場企業ではそうした内規を整備しないこと自体が内部統制システムの整備にかかる任務懈怠を疑わせることになる。外部の専門家や専門性を有する従業員等の判断に依拠する場合は、意思決定の客観性を確保するための枠組みを構築することが経営判断の原則が適用されるための前提となると考えるべきである³⁰。万が一内規がない場合は、意思決定の都度、流動性、リスク、リターン等につき、余資運用の特性に十分に配慮して慎重な検討がなされる必要がある。

(2) 余資運用基準に従わない判断をする場合

余資運用基準を定めたにもかかわらず、これに従わない判断をすることは内部統制システムを定める趣旨を無視するものであるから、原則として余資運用基準そのものを見直した上で、これを行うべきであり、取締役会で定めたのだから取締役会がこれを破ることは自由ということにはならない。特に、マネジメントボード型の構成をとる取締役会の場合、業務執行者と取締役会の構成員の多くが重複しているため、内部統制システムに反する意思決定を自由に認めると、結局、内部統制を行わず取締役の恣意に委ねることと同義になってしまうからである。

仮に、アドホックに基準と異なる判断を認める場合には、その理由を取締役会で明らかにする必要がある。また、その場合も、以下のような制約の下にのみ認めるべきである。

- ① 余資が、実質的に株主に帰属する投資待機資金であることに鑑み、流動性の判断について例外を認めることはできない。仮に取締役会の個別の決議があったとしても、流動性を欠くことが明らかな投融資の決定は、経営判断の外として著しく合理性を欠く。
- ② 余資運用基準に定める基準を超えるリスクの高い投資対象に投資する場合は、それに見合う十分なリターンが得られることについて十分な判断材料や専門家による判断が提供され、これに基づいて取締役会における個別の判断がなされること。この判断は経営判断として一定の裁量が認められる。ただし、事業投資の場合と異なり、あくまで余資の運用であることに鑑みると、上述のように事業投資に比べれば裁量の幅は狭

³⁰ たとえば、余資運用について経営判断の原則が適用されたいわゆるヤクルト事件（Ⅴ 2.）では、その前提として、①問題となったデリバティブ契約の締結があらかじめ定められた決裁規程に違反していないこと、②相応にリスク管理体制が確立されていたことが認定されている。

いものと考えられる。

- ③ 余資運用基準に従わない判断をすること自体が内部統制システムを無視する善管注意義務違反を窺わせるものであることに鑑み、新たな内規を定めてこれに従って投資判断をすることが困難なやむを得ない理由や事情を、投資決定の取締役会において明らかにすること。

(3) 定期的な保有判断の更新

投資期間が上記制限を超える場合には、継続保有を合理化する理由があることを取締役会で確認するか、一定のルールを定めてこれに従って投資所管部門が定期的に投資方針の見直しを行う必要がある。取締役に授權された任期を超える余資運用を行うには、「資金を塩漬けにすること」にかかる十分な合理性があり、次の事業投資機会を見逃すことにならないことが、株主からみても客観的に明らかであることが要請されるからである。

(4) ロスカットルールの制定

投資期間が上記制限を超える場合には、定期的な保有判断の更新に加えて、損失が一定金額以上になれば換価して投資を手仕舞いするためのロスカットルールを定めねばならない。ロスカットルールを設けずいたずらに余資を長期投資に振り向けることは、事業投資への待機資金でありできるだけ元本毀損を避けるべきという余資の性質からして、リスク管理の観点から許されず善管注意義務違反を認める上で重要な要素となる。

e 投資対象にかかるリスク・リターンの判断

上記のように流動性の基準を満たし、構築された内部統制システムの判断の枠組みに従うのであれば、個別の投資商品の選択にあたってどのようなリスク・リターンの組合せのものを選択するかについては、(無差別曲線上の選択である限りは) 取締役に幅広い裁量が認められる。余資運用の対象として認められるものとしては以下が考えられる。

- ① 定期預金や通知預金等の銀行預金
- ② A-1/P-1 以上(最上級)の信用等级付を有するコマーシャルペーパーや短期国債
- ③ 価格変動が大きく元本毀損のリスクが大きな上場株式や長期債(国債のように信用力が高いものでも金利変動により価格が変動する)も流動性が高いことから、リスクに見合うリターンが期待されるのであれば許される。
- ④ 流動性の要件を満たすのであれば、為替リスクを伴う外貨建ての投資商品も認めてよい。
- ⑤ 一方、不動産関連投資は一般に換価が著しく困難な場合が多く、原則として流動性の

要件を満たさないが、上場不動産投資信託（REIT）や、市場性のある店頭取扱の商業不動産の証券化商品で投資適格格付けを有するもの等であれば要件を満たす可能性がある。

- ⑥ 非公開株式も流動性を欠くことから、関連会社投資や政策投資として行うものを除いて、リスク・リターン判断の如何にかかわらず対象とすべきではないが、取得請求権のあるものや、譲渡に際して譲渡承認が得られる、買取請求権を通じた投資回収がトラブルなく可能といった見込みがある場合のように、換価性がある程度客観的に判断されているものであれば要件を満たす可能性がある。
- ⑦ 非公開株式に投資をするオープンエンド（解約可能な）投資ファンドや上場投信（ETF）のように、換価性を増す仕組みを通じて行う場合については、ある程度リスクをとって高いリターンを狙うことも経営判断の枠内と考えてよい。
- ⑧ デリバティブ投資やいわゆる財テク投資の特殊性については上述のとおりである（b（2））。

V 余資運用にかかる経営判断に関する先例

余資運用について経営判断が問題となった最近の事案4例を、簡単に紹介しておく³¹。

1は、投資を承認した取締役会が形式的で資金運用限度額を大幅に超過していたもので、経営判断の原則は適用されなかった事案であり。2から4は、いずれも比較的短期の運用をリスクの高い商品で実施したことにより損失を被った事案について、経営判断の原則が適用されたものである。

より詳細な検討が必要ではあるが、本稿で提示した判断基準は、これらの先例と概ね整合的である。

1. 福岡地判平成8・1・30判タ944-247

生鮮魚類等の卸売販売業を主業とする会社の代表取締役が、取締役会の設定した資金運用額を超えて、主として上場株式やその信用取引、オプション取引等を実施して会社に損害を与えた事案である。裁判所は、次のような理由で代表取締役の責任を認めた。

- ① 会社の業績について近い将来の経営破綻が確実なために、危険を承知であえて株式投

³¹ 余資運用自体についての経営判断が問題となった先例で判例集等に掲載されているものは必ずしも多くない。近藤編[2012]でとりあげられた、120の先例をみても、その大部分は本業との関連でなされた意思決定や関連会社向けの投資に関するもので、余資運用に関する経営判断が問題となった事案は、本文でとりあげた事例1と2の2例のみである。

資に打って出る必要があるといった事情はなかった³²。

- ② 株式投資について形式的な取締役会の承認はあったが、その後の経過報告は概括的なものに留まるばかりか、むしろ損失を隠ぺいするかのような形態でなされていた。
- ③ 取引額が取締役会で決議された資金運用限度を大幅に超過していた。
- ④ 投資対象に、信用取引やオプション取引のような投機性の高いものが含まれていた。

この事案は、内部管理体制違反があった点と PML をはるかに超えていた点からして、そもそもリスクテークに関する裁量の範囲かを判断する以前の段階で善管注意義務違反が問われたものと位置付けることができる。

2. 東京高判平成 20・5・21 判タ 1281-274 (ヤクルト事件)

乳酸飲料等の製造販売を主業とする会社の役員が、余資運用としてデリバティブ投資を繰り返したことに關する責任が問われた事案である。裁判所は、以下のような諸点を勘案して、経営判断の原則を適用し取締役の責任を否定した。

- ① リスク管理の体制がそれなりに構築されており、投資決定は決裁規程の枠内でなされていたこと。
- ② 市場デリバティブまたは格付けの高い外資系金融機関をカウンターパーティーとするデリバティブ契約を中心に投資がなされており、それぞれの投資期間は比較的短期であったこと、換価(手仕舞い)も容易な投資対象であったことを考えると、リスクは高いが流動性の点では問題がなかったこと。
- ③ 以上から、経営判断の原則が適用されるリスクテークの是非に焦点があたる事案であったこと。

3. 横浜地判平成 25・10・22 金判 1432-44

各種燃焼工業用機械、各種工業窯炉、環境設備機器等の設計並びに製造、販売を本業とする会社が、余資運用として、匿名組合出資を行った事案である。裁判所は、以下のような諸点を勘案して、経営判断の原則を適用し取締役の責任を否定した。

- ① 匿名組合出資は事業に対する出資持分であり流動性を欠くため、一般的にいえば余資運用の対象として適性を欠く。しかし、本事案の匿名組合の目的である事業は比較的

³² なお、判決文を読むと、傍論だが経営破綻を免れるためなら一か八かの投資が認められるかにも読める表現がある。しかし、万が一うまくいかない場合に損失を負担する財務体力のないことが明白であるのにリスクの高い投資をすれば債権者の利益が害される。また、株主としても取締役にとこまでの裁量を付与しているわけではなく、むしろ、その者を解任して新たな取締役に善処させる等の対応を留保していると考えることが合理的である。債務超過状態になっている場合には、ある意味で株主には失うものがないから債権者との関係でモラルハザードに陥りがちな点にも注意が必要である。

短期の建物代金債権を額面以下で買い取って回収することにより収益を上げるというもので、少なくとも投資時点において期待された投資期間は 2 年を十分に下回る事案であったことから、流動性の点では大きな問題がなかったこと（もし匿名組合の事業期間が長期に及ぶものであった場合は、そもそも余資の運用として適切であったかが問われることになったものと考えられる）。

- ② ①の結果、上記事業に関するリスクテークの是非に焦点があたる事案であったこと。

4. 東京地判平成 27・9・29 事件番号平成 20 年(ワ)37367 号

主に日用雑貨品等の卸売販売及び小売販売を本業とする会社が、余資運用として日経 225 オプション取引を行っていた事案である³³。裁判所は、一連の請求の内、取締役の第三者に対する責任の有無について、以下のような諸点を勘案して、取締役が外部第三者の投資判断を信頼した経営判断には合理性が認められるとしてその責任を否定した。

- ① 投資が、限月が短期で定型化されており流動性の高いインデックスオプション取引を用いたものであったこと³⁴。
- ② ①の結果、リスクテークに関する経営判断が問題となったこと。
- ③ 上記判断にあたり取締役が信頼した外部第三者について、運用対象となったオプション取引について専門性を有し、相当に投資実績もあげている者であったこと。

経営判断の原則については、事案の類型に即して具体的な適用基準を検討したものがあまり多くない。本稿が、多少なりとも実務の参考になれば幸いである。

³³ ここではオプションの売りポジションを含む合成オプション投資がなされていた（注 25 参照）。

³⁴ この点は、判決の中で理由として明記されているわけではないが、仮に本事案の取引が日経 225 オプションを組み込んだ中長期の仕組債や行使期間が長期に及ぶ OTC オプションで、中途での換価が困難なものであった場合には、流動性を欠くため余資運用としてそもそも不適切と判断された可能性が高い。