

アメリカとイギリスにおける コーポレートガバナンス制度に関する一考察(二・完) —ステークホルダーの利益保護という視点から—

安 本 政 恵

- 一章 はじめに
- 二章 会社理論とコーポレートガバナンス
 - 1 節 事業会社の概念
 - 2 節 アメリカのコーポレートガバナンスにおける株主権限
 - (1) 株主権限の制限
 - (2) 株主権限を強化する動き
- 三章 アメリカにおける株主利益の再構成
 - 1 節 株主権限強化の提言
 - (1) Bebchuk 教授の見解
 - (2) Bainbridge 教授の見解
 - 2 節 Shareholder democracy によるステークホルダーの利益保護の提言
 - (1) Fairfax 教授の見解
 - (2) イギリスにおける shareholder democracy
 - (3) ガバナンス制度によるステークホルダーの利益保護の限界 (以上、33 卷 2 号)
- 四章 法律の介入による保護
 - 1 節 取締役によるステークホルダーの利益考慮義務
 - (1) イギリス
 - (2) アメリカ
 - 2 節 資本制度
 - (1) イギリス
 - (2) アメリカ
- 五章 契約等によるステークホルダーの自己防衛
- 六章 おわりに

四章 法律の介入による保護

第三章では、ガバナンス制度によるステークホルダーの保護方法（ガバナンス戦略）に焦点をあて、shareholder democracy によるステークホルダーの保護について考察したが、当該方法には一定の限界があることが理解できた。

本章では、法律の介入によるステークホルダーの保護方法（規則戦略）に焦点をあてていくこととする。ガバナンス制度によるステークホルダーの保護方法については、主にアメリカにおける議論を中心に紹介したが、法律の介入によるステークホルダーの保護方法については、当該保護方法が発達しているイギリスを中心にとりあげ、補足としてアメリカの制度をとりあげていくこととする。1節では、取締役の義務に焦点をあて、支払不能時におけるステークホルダーの利益考慮義務について概観する。2節では資本制度に焦点をあて、最低資本金規制や資本維持規制によるステークホルダーの保護の効果について概観する。

1節 取締役によるステークホルダーの利益考慮義務⁽¹⁾

取締役の不注意な経営等によって会社が支払不能状態となったことで債権者に損失を与えた場合、当該取締役は個人的な責任を負うことになる。多くの法域では、会社が支払不能に陥った場合、取締役の義務の性質が変わり、取締役は株主ではなく債権者の利益を考慮しなければならないと解されている。まず、(1)の1ではイギリスにおいて、債権者を保護するための方法として、1986年支払不能法による種々の規定だけでなく、支払不能時における取締役の債権者利益考慮義務の必要性を主張する Keay 教授の論文を紹介する⁽²⁾。2では、イギリスの会社法における取締役の義務の変遷として、2006年会社法における取締役義務の規定について、特に取締役によるステークホルダーの利益考慮義務の明文化について概観する。(2)では、アメリカにおける支払不能時の債権者保護方法として連邦破産法の規定について、また、敵対的企業買収時において取締役の信認義務を修正する *constituency statute* の規定について概観する。

(1) イギリス

1 取締役の義務の性質・必要性

イギリスでは、取締役は会社に対して、注意義務 (duties of care, skill and diligence) ・忠実義務 (duties of loyalty) を有していると解されており、会社が支払不能状態にある場合、取締役の忠実義務の対象が会社から債権者になると一般的に考えられている。しかし、イギリスの裁判所は会社の利益に債権者の利益が含まれることを長い間認めておらず、また、会社の利益にならない取締役の行為でも株主は承認・追認することができるため、債権者が取締役の義務規定によって取締役の責任を追及することは難しいとされている⁽³⁾。一方、会社の清算手続きが避けられない状況において、取締役が債権者の利益を適切に考慮しなかった場合、当該取締役に対して過失に基づく責任が課せられる。具体的には、1986 年支払不能法による種々の規定によって債権者保護が図られている⁽⁴⁾。

これに対して、支払不能時における取締役の債権者利益考慮義務の必要性を主張する見解がある⁽⁵⁾。その理由として、以下のことを挙げている。①会社が支払不能状態またはそれに近い状態になった場合、会社の利益は債権者の利益となり、この場合、株主はもはや会社の残余財産請求者ではない⁽⁶⁾。また、会社の財政状態が悪い場合、取締役はリスクの高い経営行為を行う傾向があり、それによって債権者が不利益を被ることがある。②債権者によってリスクレベルが異なるため、一律的な保護方法を考えることは難しいが、取締役に対し債権者利益を考慮させる一般的な義務を課すことによって取締役の不当な経営を抑止することになる⁽⁷⁾。以下では、Keay 教授の論文を基にして、1986 年支払不能法における種々の債権者保護規定について、そして支払不能時における取締役の債権者利益考慮義務について概観する。

① 詐欺的取引 (fraudulent trading)

1986 年支払不能法 213 条によると、債権者等を詐害する意図・目的をもって会社の業務が執行されたことが清算過程において明らかとなった場合、清算人 (liquidator) の申し立てに基づき、裁判所は当該詐欺的行為に従事して

いた者に対して、裁判所が適当と考える額を会社資産に抛出させることができる。ただし、詐欺的行為を行う意図が存在していたことを主張するためには、債権者が債務の弁済を受けられる根拠がないにもかかわらず、取締役が会社に債務を負担させたことを立証する必要がある⁽⁸⁾。

詐欺的取引の特徴について、Keay 教授は次のように述べている。詐欺的取引に基づく責任追及は清算人のみが行うことができるため、当該訴権を第三者に任せる（assign）ことが認められず、清算人は外部からの十分な資金を得ることが難しい。また、詐欺的取引に基づく責任追及に失敗した場合、清算人が個人的にその費用を負担しなければならず、会社から補償されることはない。一方で、取締役の義務違反に基づく責任追及の場合、当該行為は会社の利益になると考えられるため、清算人は資金を得ることができ、さらに会社の名で責任追及手続きができるため、当該費用は会社資産から優先債務（priority debt）として支払われることとなる⁽⁹⁾。

② 不当取引（wrongful trading）

1986年支払不能法214条によると、清算人の申し立てに基づき、裁判所は不当取引を行った取締役に対して、裁判所が適当と考える額を会社資産に抛出させることができる⁽¹⁰⁾。不当取引では詐欺的取引のように取締役の主観的な意図は要件とはされず、債権者の損失を食い止めるためにとるべきであった手段を尽くしたことの立証責任は取締役にあるとされる⁽¹¹⁾。さらに裁判所は、不当取引を行った取締役に対し、債権の劣後的取扱い（1986年支払不能法215条4項）や取締役の資格剥奪を命じることができる（1986年取締役資格剥奪法10条⁽¹²⁾）。

しかし、不当取引について、Keay 教授は以下のような点を指摘している。まず、債権者に対する損失を最小限に食い止めるためのあらゆる手段とは何をさしているのかが不明確であり、裁判所は取締役が明らかに無責任な行為をした時を除いて、不当取引に基づく責任を課さない傾向がある。また、詐

欺的取引と同様に清算人のみが不当取引に基づく責任追及手続きを行うことができるため、清算人が申し立ての費用を負担するなどの問題がある。以上から、清算人は不当取引よりも支払不能時における取締役の債権者利益考慮義務に基づいて取締役の責任追及をするほうが不利益な立場に置かれたいとしている⁽¹³⁾。

③ 修正条項 (adjustment provisions)

債権者の利益を害する取締役の行為として、偏頗行為 (preference) と廉価取引 (transactions at an undervalue) が挙げられる。以下、それぞれの行為に対する 1986 年支払不能法上の修正条項を概観する。

偏頗行為とは、特定の債権者に対して会社が行動することで、当該債権者をより有利な地位に置くことをさす。この場合清算人の申し立てによって、裁判所が原状回復のために適当であると考えられる命令を出すことができる。清算人が偏頗行為だと主張するためには、以下の要件を証明しなければならない。(a) 取引が支払不能状態に陥るよりも 6 ヶ月前に行われたこと (被告が会社と関係する人物の場合、2 年前) (1986 年支払不能法 239 条 2 項)、(b) 偏頗行為の相手方が以前よりも有利な立場になるよう、会社があらゆる行為をしたこと (同法 239 条 4 項 b)、(c) 特定の債権者に偏頗行為を行うために、会社が不正行為に着手したこと (同法 239 条 5 項)、(d) 偏頗行為を行った時、会社は支払不能状態であったこと (同法 240 条 2 項)。このうち、清算人にとって、特に (c) (d) の証明が難しいとされる。一方、取締役の債権者利益考慮義務に基づく責任追及では、会社が支払不能状態にあるという証明が不要であり、さらに清算手続きの 6 ヶ月前までというような制限期間がないため、偏頗行為に基づく責任追及よりも必要な条件が少ないと Keay 教授は主張する⁽¹⁴⁾。

廉価取引とは、特定の債権者に対して過小評価に基づく取引を行うことをさす。この場合においても、清算人の申し立てによって、裁判所は原状回復

のために適当であると考えられる命令をすることができる。ただし、そのためには清算人は以下の要件を証明しなくてはならない。(a) 会社が清算 (liquidation) または会社管理 (administration) の状態にあること (1986 年支払不能法 238 条 1 項)、(b) 清算手続きの開始より 2 年前に、廉価取引に着手したこと (同法 238 条 2 項、240 条 3 項)、(c) 廉価取引に着手した時、会社が支払不能の状態であったこと、または、当該行為によって、会社が支払不能の状態になったこと (240 条 2 項)、(d) 廉価取引が贈与の形で行われ、会社がその対価を受け取らなかった、または当該取引によって会社が受け取った対価は会社が与えた対価よりも金銭的価値が著しく少なかったこと (同法 238 条 4 項)。このうち、要件 (d) を満たすことは、廉価取引の相手方が会社の関係者であった場合は取引時において会社が支払不能状態にあったか否かを証明しやすいが、一般的には清算人にとって難しいとされる。一方、取締役の債権者利益考慮義務に基づく責任追及の場合、清算人は、取締役が廉価取引を行う前に他の債権者の利益も考慮すべきであったことを証明すれば足りるため、当該債権者が廉価取引によって損害を受けたことを示せばよいとされる⁽¹⁵⁾。

④ 債権者を欺く取引 (transactions defrauding creditors)

清算手続き・会社管理手続きより前またはその最中に、債権者を害する特定の行為を行った場合、当該行為を行った者に対して責任追及をすることができる⁽¹⁶⁾。具体的には、債務者が第三者に会社資産を譲渡することで、債権者に損失を与える取引をいう。このような許害的行為に対して責任追及を行うためには、以下の要件のうち 1 つを証明しなければならない。(a) 債務者が贈与、または対価のない取引をしたこと、(b) 債務者が婚姻を対価とする取引に着手していたこと、(c) 債務者によって供給された対価よりも著しく少ない対価で取引が行われたこと (1986 年支払不能法 423 条 1 項)。加えて、当該許害的行為に着手した債務者が、債権者の手の届かないところに会社資

産を移動させる目的があったこと、または当該債権者の利益を害する目的があったことを証明しなければならないが¹⁸ (同法 423 条 3 項)、このような債権者の主観的な意思を証明することは難しいとされる¹⁷。

清算手続きの前後において清算人が取締役の責任を追及するために利用可能な様々な規定について概観したが、これらの規定にはそれぞれ不完全なところや弱点があると指摘されている。このことから Keay 教授は、支払不能時における取締役の債権者利益考慮義務がないと、清算人は取締役の責任追及手続きを成功させることができず、債権者が損害を被る事態が生じることになるため、支払不能法上の規定だけでなく、取締役の義務規定も合わせて使うことが最も分別のある責任追及方法ではないかと主張している¹⁸ ¹⁹。

これに対して、法と経済学の視点からは、取締役に債権者の利益を考慮する義務を課すことによって、様々なコストを引き起こすため効率的ではないという見解がある。それによると、取締役に義務を課すことで、取締役が経営判断を行う際、大きな重圧の下にさらすことになり、取締役はリスクを犯すよりも守りの姿勢に入るため、会社の発展が抑制されるのではないかと主張されている。これに対して Keay 教授は、重要なリスクテイキングは有益であるが、当該リスクテイキングに失敗した場合損害を被るのは債権者であること、また、取締役の義務は債権者に不利益な行動をしないということだけであり、これによってリスクテイキングを禁止しているわけではないとする²⁰。さらに、債権者は既存の法令や契約等によって自身を保護することができるので、取締役に対する債権者利益考慮義務は必要ないという主張もある²¹。これに対して、Keay 教授は、債権者に特有の問題として情報の問題や非実用性の存在があり、また取締役の不正行為を事前に防止することが難しいということを挙げている²²。よって、たとえ債権者による自己防衛が可能であるとしても、明らかに、債権者間には大きな力の差が存在することから、取締役に対する債権者利益考慮義務が必要であることを説明している。一方、

会社が支払不能ではない場合において、取締役は債権者に関する義務を課すことについては消極的な見解が多く、そのような義務が主張された例はほとんどないとされる。その理由として、当該義務の履行を主張するためには債権者による取締役のモニタリングが必要になるが、支払不能になる前の段階では、非担保債権者はこのようなモニタリングによるコストを効果的とは考えておらず、一方で担保債権者は法律に基づく一般的な基準よりも、個々の契約によって保護を得ることが指摘されている⁽²³⁾。

2 イギリス会社法における取締役の義務の変遷

① 1985 年会社法

1985 年会社法 309 条 1 項では、取締役が「その職務の遂行において考慮すべき事項は、会社の構成員の利益のみならず、会社の従業員の利益を含むものとする」と規定されていた。また、2 項では、「本条によって取締役に課せられる義務は、取締役が会社に対して負うものであり、かつ会社の取締役が会社に対して負う信認義務と同じ方法で強制できるものとする」と規定されていた。しかし、株主の利益と従業員の利益を比較考量するための基準を具体的に定めない限り、この義務の履行を強制することは困難であり、同条の機能について疑問視する見解も多かった。また、同条では従業員の利益のみを明示的に組み入れているが、債権者・消費者等の利益については規定していないため、より広い範囲のステークホルダーに対する企業の社会的責任については、1985 年会社法では前進がなかったとされる⁽²⁴⁾。

② 会社法改正の動き

通商産業省（DTI）は 1998 年に会社法見直し委員会（The Company Law Review）を設置した。当該委員会の目的は会社法が促進すべき利益の範囲とその優先順位を決定することであった。1999 年に発表された諮問文書（Modern Company Law-For a Competitive Economy-The Strategic Framework、以

下 Strategic Framework とする) では、新たな会社法を構築する際に基礎となる 2 つのモデルが示された。1 つは、啓発的株主価値 (Enlightend Shareholder Value) で、これによると、株主利益を最大化することが会社全体の繁栄をもたらすと考えられる。この場合、取締役の義務についての基礎を変更する必要性はないとされる。2 つ目は、多元的アプローチ (Pluralist Approach) で、これによると、株主だけの利益が優先されるのではなく、多数のグループの利益が促進されるべきであると考えられる。この場合、たとえ株主の利益を害するとしても、株主以外の関係者の利益を促進することを取締役に許可するために、取締役の義務に関する規定の改正が必要となる。この Strategic Framework に対する産業界の回答として、2000 年に Modern Company Law-For a Competitive Economy-The Developing Framework (以下 Developing Framework とする) が発表された。これによると、取締役が株主のために会社を経営するべきであるという原則に賛成するという回答がほとんどであった。この原則は包括的アプローチによる方法 (Inclusive Approach) をとるというものである⁽²⁵⁾。見直し委員会は、2001 年の Modern Company Law-For a Competitive Economy-Final Report (以下 Final Report とする) において、Strategic Framework で提案した選択モデルを検討した結果、多元的アプローチをそれ以上はとらず、代わりに包括的アプローチをとること決定した。また、包括的アプローチを実行するために、見直し委員会は OFR (Operating and Financial Review) という強行法的な経営・財務報告書を一定規模以上の会社に義務付けることを勧告した⁽²⁶⁾。見直し委員会の Final Report を受けて、DTI は 2002 年に白書 (White Paper) を発表した。それによると、取締役の義務については Final Report の内容を基本的に支持し、OFR についても、現行の会社の報告制度の範囲が財務に限られていることや、人的資本などの無形資産の情報が少ないため利用者のニーズを満たしていないことなどを理由に承認した。しかし、OFR の一律義務付けに対しては負担が重すぎるとの反対があり、イギリス政府は当該制度の義務化を断念した⁽²⁷⁾。

③ 2006 年会社法

以上のような会社法改正における議論を受けて、取締役の一般的義務の規定⁽²⁸⁾に関して、株主利益だけでなくステークホルダーの利益を考慮することを求める条文が定められた（2006 年会社法 172 条）。同条では、取締役は株主のために会社の成功を促進しなければならないということを明確に規定することで、取締役は株主利益を優先して行動すべきだという伝統的な見解を踏襲しているが⁽²⁹⁾、株主利益を向上させるためにはステークホルダーの利益も考慮する必要があるという考えから、取締役が意思決定を行う際に配慮すべき要素を規定している⁽³⁰⁾。さらに、2006 年会社法では、取締役のステークホルダーの利益考慮義務の履行状況について、取締役に対して取締役報告書を作成するよう義務づけている（同法 415 条）。取締役報告書では事業評価の作成が必要とされるが、当該事業評価の目的は、取締役が 172 条の義務をいかに遂行したかを株主に開示し、株主の取締役に対する評価を助けることであるとされる（同法 417 条）。

このように、2006 年会社法 172 条では、取締役のステークホルダー利益考慮義務が明文化されたが、当該義務の目的は株主利益のために会社を成功させることであり、当該目的のための意思決定においてステークホルダーの利益にも配慮することが規定されている。よって、取締役が 172 条 1 項の要素を配慮せずに意思決定を行った場合でも、取締役が正当な配慮を行い、当該意思決定が会社の成功を促進しそうであったと結論付けても良い場合、裁判所が取締役の義務違反を認定するか否かは明確ではないとされている。つまり、ステークホルダー利益を考慮することを取締役に強制するわけではないが、会社の成功という名目のもとステークホルダー利益を考慮した場合でも株主等から非難されないことを意味する⁽³¹⁾。また、172 条によって考慮されるステークホルダーには従業員、供給者、顧客、地域社会や環境などが挙げられているが債権者は含まれていない。このように、債権者保護の観点からは同条の効果には限界があるように思われる⁽³²⁾。

(2) アメリカ

アメリカでは、取締役の不当経営に対する債権者保護は、会社情報の開示と債権者の自衛に委ねることを前提にして、一定の場合に個別の債権者との間でルールを修正するという立場を基本的にとっていると評価されている⁽³³⁾。取締役は会社及び株主に対して信認義務⁽³⁴⁾を負うことが判例上認められているが、会社の財務が健全である限り、信認義務によって促進が義務付けられる会社の利益に債権者などのステークホルダー利益は含まれておらず、債権者の保護は、原則として契約条項によって定められる範囲に限定される⁽³⁵⁾。しかし、最近の判例では会社が支払不能に近い状態または支払不能状態にあり、清算人が清算手続きを開始した場合、当該清算人は適切な時期に債権者の利益を考慮しなかった取締役に対して訴訟を提起することができると考えられている⁽³⁶⁾。これに対して、会社法におけるコーポレートガバナンスシステムでは会社（株主）利益の最大化が目的とされており、取締役の義務の対象が会社から債権者に移転することによって混乱を生じさせることになるため、清算手続き等開始前の義務の移転は廃止するべきだという主張もある⁽³⁷⁾。

信認義務の特別規制として、衡平的劣後化というものがある。これは、破産裁判所が一定の事項を考慮し、権限に基づいて特定の債権者の債権を劣後化させるという判例法理である（連邦破産法 510 条 c 項）。また、債権者を保護するための取引法上の規制として、詐害的譲渡規制がある。これによって、債務者による責任財産の不当な減少行為（*fraudulent conveyance*）及び経営悪化時において特定の債権者を優先する偏頗行為から債権者を保護している（同法 584 条、547 条⁽³⁸⁾）。このように、アメリカでは会社が支払不能状態にある場合に、取締役の不当な行為によって債権者の利益が害されるおそれがあることに対して、法律の介入による保護が与えられているが、イギリスのように会社の清算過程において債権者利益を配慮する義務が取締役に課されているわけではなく、基本的には、会社の情報開示に基づいて債権者が自衛することが求められる。

一方、会社の敵対的企業買収時においては“constituency statute（信託義務修正法）”によってステークホルダーの利益が考慮されている。1980年代以降アメリカでは敵対的企業買収が盛んになったが、買収の対象となった会社は買収後に多額の負債等を背負ったため、それによって会社のステークホルダーに深刻な影響を与えた。よって、取締役は業務の遂行に当たって、株主だけでなく他のステークホルダーの利益も考慮すべきであるという気運が高まり、1983年のペンシルバニア州以降、現在ではアメリカの33の州においてconstituency statuteが各州の会社法の中に規定されている⁽³⁹⁾。これによって、取締役が買収提案などに対応する際、株主の利益だけでなくステークホルダーの利益を考慮することができる、つまり取締役の会社に対する信託義務が修正されることになる⁽⁴⁰⁾。

また、取締役の信託義務に関して、最近では忠実義務・注意義務に加えて誠実義務について言及する判例もある。伝統的にアメリカでは、判例法において経営判断原則が発展し、取締役の経営判断に対して、裁判所は広い裁量権を認めてきた。しかし、1980年代において敵対的企業買収が盛んになり、取締役が当該企業買収に対する防衛策を講じた場合、経営判断原則の適用があるのかが問題となった⁽⁴¹⁾。その際、経営判断原則の適用要件として誠実義務を求める判例もあり⁽⁴²⁾、学説の中にも積極的に第三の義務として誠実義務を位置づけることを支持する見解がある⁽⁴³⁾。一方で、裁判所も従来の注意義務や忠実義務との違いをうまく説明できていないため、誠実義務の議論によって取締役の不安と混乱を招くとして、誠実義務に対して批判的な見解もある⁽⁴⁴⁾。

(3) まとめ

イギリスでは、1986年支払不能法において、清算手続き開始前後における種々の債権者保護規定が定められている。しかし、これらの規定にはそれぞれ短所があるとして、Keay教授は支払不能時における取締役の債権者利益考

慮義務の必要性について主張している。一方、2006 年会社法において取締役によるステークホルダーの利益考慮義務が明文化されたが、当該義務の目的は株主利益のために会社を成功させることであり、当該規定がステークホルダーの利益のためにどこまで機能するかは疑問である。

アメリカの場合、会社が支払可能状態にある場合に取締役に対して債権者等のステークホルダーの利益を促進する義務があるとは一般的に考えられておらず、むしろ会社情報の開示等によるステークホルダー自身の自衛が求められている。一方で、支払不能時には連邦破産法で種々の規定が定められているほか、敵対的企業買収時においては取締役の信認義務を修正する *constituency statute* を定めている州が多い。

以上から、会社の支払可能時において取締役に債権者等のステークホルダーの利益考慮義務を課すことが適切か否かはともかく、支払不能時や敵対的企業買収時など非常時において取締役の会社に対する信認義務を修正することはステークホルダーの利益保護のための一般的な方法であるといえる。

2 節 資本制度

資本制度によって、会社財政に対する次の 3 点を規制しているとされる⁽⁴⁵⁾。
 ①資本流出の許される最大範囲、②会社設立時に必要とされる資本の最低額、③会社が維持しなければならない資本額。①は、株主への配当や株式の買い戻しなどによって会社資本が流出することにより、債権者が損害を被らないようにすることである。配当制限の方法は様々であるが、法定資本制度が基準になる場合や、後述するように支払不能基準がとられる場合もある。②は、最低資本金規制や資本維持規制のことをさしている。会社設立時に求められる最低資本金規制は法域ごとに異なっている。③は会社設立後における法定資本の減少を防ぎ、資本制度が債権者保護のためのクッションとなるようにすることである。以下、イギリス、アメリカにおける資本制度を概観し、資本制度によるステークホルダー保護⁽⁴⁶⁾がどのようにとらえられているかを概

観していく。

(1) イギリス

イギリスでは株式会社は公開会社と私会社に区分されるが、公開会社については EC 第二ディレクティブに基づき、最低資本金規制が導入された（1985 年会社法 118 条⁽⁴⁷⁾）。2006 年会社法においても、1985 年会社法と同様に公開会社に対して 50,000 ポンド以上の最低資本金を有することを求めている（2006 年会社法 763 条）。また、EC 第二ディレクティブに基づき、公開会社には法定資本を配当規制基準とする資本維持規制が導入された。それによると、配当可能利益は資本に組み入れられていない累積実現利益から、資本の再構成において填補されていない資本累積実現損失を控除した金額とされるため、累積損失を填補することなく当期利益を再分配することは認められない（1985 年会社法 263 条 3 項、2006 年会社法 830 条 2-3 項⁽⁴⁸⁾）。さらに、法定資本の減少を防ぐために、公開会社では、会社の純資産が払込済資本（called-up share capital）の半分以下となった場合には、取締役がこの事実を知った最初の日から 56 日以内に臨時株主総会を開催するために、その日から 28 日以内に招集しなければならないと規定されている（1985 年会社法 142 条 1 項、2006 年会社法 656 条 1-3 項⁽⁴⁹⁾）。以上のように、イギリスでは EC 第二ディレクティブによって公開会社に対し最低資本金規制や資本維持規制が課されているが、私会社にはこのような規制はなく、会社の支払能力維持に関しては取締役の判断に委ねられている⁽⁵⁰⁾。

EC 第二ディレクティブに基づく法定資本制度については否定的な見解がある。まず、最低資本金規制については、有限責任制度を享受するための ‘entry price’ だと表現されることがある⁽⁵¹⁾。このような最低資本金規制によって、当該資本金を満たせない会社設立者は有限責任制度を享受できないことから起業を控えるようになるとして当該規制の廃止を主張する見解もある。ただし、この場合でも最低資本金規制を廃止することによって、質の面

で不十分な会社設立がなされる可能性があるため、債権者が会社の事業内容等を正確に判断できるよう、資本市場 (private credit markets) において当該会社の情報を提供する仲介者の発達が必要とされる⁽⁵²⁾。その他にも、法律による一律・強制的な規定より、契約等による債権者の自衛に任せるほうがよいのではないかという見解や、会社の支払不能時には支払不能法によって債権者は保護されるため、支払い可能時においてまで法定資本制度で保護する必要はなく、むしろそうすることによって社会的コストがかかるのではないかという見解もある⁽⁵³⁾。

次に資本維持規制については、資本制度による配当基準 (バランスシートテスト) への反対意見がみられる。それによると、純資産 (net asset value) に基づく配当基準 (支払不能テスト) には利点があるが、バランスシートテストのように株主の過去の出資である資本によって配当規制を行うのは理解しがたいと主張されたり、適切な配当制限は会社ごとに異なるため、一つの強制規定を適用することで、コストのミスマッチが生じる可能性があるとしている⁽⁵⁴⁾。これに対して、ヨーロッパ委員会は第二ディレクティブに基づく資本制度による配当基準についての研究を行い、当該配当基準に代わる制度について考察を行っている。それによると、第二ディレクティブが適用される場合でも、EU のメンバーステートは自国の会社に対して IFRS (国際会計基準: International Financial Reporting Standards) を適用することができ、また、支払不能テストによる配当基準を採用することができるとされる。よって、第二ディレクティブに基づく資本制度による配当基準の適用によって会社に生じる機能上の問題は限られているため、近い将来において当該基準に代わる制度が必要とされることはないとしている⁽⁵⁵⁾。

一方で法定資本制度に肯定的な見解もある。第二ディレクティブによると、法定資本の著しい減少があった場合、公開会社は会社の清算について話し合うために株主総会を招集しなければならないとされる⁽⁵⁶⁾。株主総会が招集されることによって債権者に対して会社の財政状態に関する早期の警告をする

ことができ、また、早い段階で会社の清算手続きが行われる場合、債権者への返済に充てられる会社資産が残っていることが多いため、債権者にとって有利であると考えられる。さらに、資本維持規制によって取締役等が会社の清算について考慮すべき時点を示すため、当該義務に反した取締役等に対して債権者や財産管理人（bankruptcy receivers）は責任追及をしやすくなる⁽⁵⁷⁾。その他に、法人格否認の法理や取締役等の責任の厳格化などを法定資本制度の代替とすべきという考えもあるが⁽⁵⁸⁾、これらの方法はより完全な会社構造の整理（arrangement of the corporate structure）を必要とするため効果的ではないといえる。このように、法定資本制度の排除によって、取締役等の信託義務強化など厳格な債権者保護方法が必要になるが、このような方法は強制的な規定ではないことが多いため、明確な基準による規則（bright-line rules）を好む大陸法（シビルロー）の観点からは、法定資本制度は正当化されるという主張がある⁽⁵⁹⁾。

（2）アメリカ

アメリカの各州の会社法では伝統的に資本制度が定められていたが、現在では資本制度そのものを廃止している州が多く、実質的には債権者を保護する機能を果たしていないとされる⁽⁶⁰⁾⁽⁶¹⁾。その理由としては、①資本が損失のクッションにふさわしい額である保証はない、②利益配当以外の場面において債権者から株主への利益移転行為が規制されない、③経営不振による現実の会社財産の減少を阻止できない、ということが述べられている⁽⁶²⁾。このように、アメリカでは資本制度が債権者保護のための事前規制としては機能しておらず、むしろ第四章第1節（2）で述べたような許害的譲渡規制や特定債権者の債権を劣後化させる衡平的劣後化などの事後規制によって、債権者保護が図られている。

（3）まとめ

イギリスにおいては、第二ディレクティブを採用していることから、公開会社に対しては最低資本金規制を課している。また、資本維持規制に関しては、資本制度による配当規制が公開会社・私会社ともに適用されているが、2006 年会社法では私会社の規定について一部緩和が行われた。最低資本金規制については、債権者保護機能に限界があるとする見解が多く、単に資本市場への ‘entry price’ としての役割しかないと考える見解もある。一方、資本維持規制に関しては、債権者への警告機能があることや取締役等に対して会社清算を考慮すべき時点を示すことなどから、債権者保護に関して一定の効果があるという見解がある。資本制度による配当規制についても、資本ではなく純資産に基づく支払不能テストによる配当基準が主張されているが、第二ディレクティブを適用する場合でも、支払不能テストを採用することができることから、資本維持規制によって会社に生じる問題は限定的だとされている。

アメリカにおいては資本制度を廃止している州が多く、資本制度が債権者保護のための有効な事前規制だとは考えられていない。むしろ連邦破産法などによる事後規制や契約等による債権者の自己防衛が重要視されているといえる。特にアメリカでは、社債権者を重視する (bondholder-oriented) ディスクロージャーが求められたり、会計や資本に関する規制が当事者の手に委ねられるなど、法律等による一律な保護方法ではなく、会社との契約等に基づいたステークホルダーごとに異なる保護方法が発達しているとされる。よって、次章においてアメリカにおける契約等によるステークホルダーの自己防衛の方法について概観することとしたい。

五章 契約等によるステークホルダーの自己防衛⁽⁶³⁾

現代では、債権者や社債権者は会社との契約や格付け会社による情報の提供などの方法⁽⁶⁴⁾によって自身の利益を保護することが多いため、法律の介入

による保護はそのような自己防衛方法よりも効果的である場合のみふさわしいとされる。

アメリカにおいては、契約による債権者・社債権者保護が普及しているといわれる。その理由として、アメリカでは株式の所有が分散されており銀行の集中も制限されていることから、会社の負債も分散されているため、債権者等保護のための包括的な規則を提供することが難しいことが指摘されている⁽⁶⁵⁾。会社の負債形態について考えると、公募債、私募債、銀行貸出が考えられ、これらの区分によって契約条項の適用が異なるとされる⁽⁶⁶⁾。公募債の場合、信用力の高い会社は契約による制限をあまり受けないが、信用力のない会社は契約を有さなければならず、銀行貸出と私募債に関しては明確な契約条項が必要とされる。銀行貸出においてどのような契約条項が付されているかということについて行われた調査によると、①早期警告、②担保、③配当条項、④ asset sweeps、⑤ debt sweeps、⑥ equity sweepsなどが挙げられた⁽⁶⁷⁾。また、社債権者をイベントリスクから守るための契約条項としては、super poison puts などがあるが、負債を用いた資本再構成（high-leverage restructuring）の登場によってこのような条項の利用が一時期減少したとされる。しかし、2000年以降には再び利用されるようになったといわれる⁽⁶⁸⁾。

取引コストのない理想的な世界では、このような契約条項によって債権者・債務者間のエージェンシー問題を解決できると考えられるが、現実の世界では債権者ごとに交渉能力や情報収集能力が異なり、また不法行為債権者などの非自発的債権者は事前に自己防衛をすることが難しいため、契約による保護は不完全なものであるといえる。たとえば、Scmidt教授によると、経営者による不当な行為⁽⁶⁹⁾によって債権者・債務者間のエージェンシー問題が生じるため、このような行動を防ぐためには、一度の契約ではなく当該契約の再交渉が必要になると指摘されている。しかし、実際に再交渉によって有益な結果を得ることは不確実であり、また、①経営者と債権者間における情報の不均衡、②債権者間における集団行為問題から生ずる取引コストによっ

て効果的な保護が妨げられているとする⁽⁷⁰⁾。このような取引コストを減少させる方法として、Schmidt 教授はいくつかの提案を行っており、情報の不均衡を減らす方法の例としては、債権者等が求める情報を含む会計規則の制定を挙げている⁽⁷¹⁾。また、集団行為問題を軽減する方法としては、清算手続き以外の場面において形式的な再交渉の過程を有することや、債権者に代わって経営者と交渉をする管財人 (trustee) の正式な導入を挙げている⁽⁷²⁾。

一方イギリスにおいては、契約で得られる債権者・社債権者保護の効果は資本制度によって提供されるため、取引コスト削減の点からも債権者等による自己防衛に対して消極的な見解がある。これに対して、契約に基づく保護方法には柔軟性と適応性があり、これらを制定法によって代用することは難しいという主張もある⁽⁷³⁾。また、資本制度の適用によって、契約による取引コストが削減されると考えるためには、当事者が法律による強制的な規定または契約等による保護を選択できる状況にいななければならないとされる⁽⁷⁴⁾。その他に、契約による保護では一部の債権者・社債権者のみが交渉能力や動機を有するため、全体的な保護を提供することにならないのではないかという見解があるが、交渉能力を有さない者は他の債権者等によってなされた契約にフリーライドすることで、同様の保護効果が得られるとする⁽⁷⁵⁾。

このように、アメリカにおいては資本制度が適用されていないことや債権者・社債権者の分散性などから、契約による債権者等保護が考えられているものの、契約による保護の効果は不完全であるといえるため、債権者等に情報を提供するための会計制度の整備や交渉能力のない債権者等に代わって債務者と交渉を行う専門家の導入など、制度上の改善が必要であるとされる。また、イギリスにおいては資本制度をはじめとする法律による保護方法には、全ての債権者・社債権者に一律の保護効果を与えるなどの利点があることが主張されているが、一方で、保護方法の内容については当事者に任せるべきだという主張もみられるなど活発な議論がなされている。

第六章 おわりに

本稿では、ステークホルダーの利益保護という観点から、アメリカとイギリスにおける議論を紹介した。第二章、第三章では、ガバナンス制度によるステークホルダーの利益保護（ガバナンス戦略）に焦点をあて、株主の権限を強化することによってステークホルダーの利益を促進するというアメリカにおける近年の見解を紹介した。その際、アメリカもイギリスのように株主権限を強化することによって活発な株主活動を招き、それが会社価値を高めることになるという主張に関連して、両国の株主権限に関するガバナンス制度の比較を行ったが、制度に差異はあってもコーポレートガバナンスにおいて株主を重視する姿勢はほぼ同様であること、また、ステークホルダーの中でも債権者は株主活動によって利益を得にくいこと、さらに株主活動によって保護を得るにはステークホルダーと株主の繋がりが必要であることなどから、ステークホルダーは株主活動だけに頼るわけにはいかないのではないかと等ということが理解できた。

第四章と第五章では、法律等によるステークホルダーの利益保護（規則戦略）に焦点をあてた。まず第四章では、イギリスとアメリカにおける取締役の責任規定と資本制度を概観した。取締役の責任規定に関して、イギリスでは会社が清算手続きに入る前後において、支払不能法によって、取締役が会社・株主に対して負っている信認義務の性質が変わると考えられている。一方で、会社法においても会社が支払不能状態になった場合に取締役の義務の性質が変わるのかという点に関しては、それを肯定する見解、または支払不能法上の規定に任せるべきだという見解がみられる。アメリカでは、敵対的企業買収時に取締役の信認義務を修正する *constituency statute* を定めている州が多いが、平常時における取締役の債権者に対する責任規定はあまり厳しくないといえ、基本的には会社の情報開示に基づき債権者が自衛することが求められる。資本制度に関しては、アメリカは当該制度自体を廃止している州

が多い。しかし、資本制度を有しているイギリスにおいても、最低資本金規制による債権者の保護機能には制限があるという見解が優勢であり、公開会社においては、市場に参加するための entry price として、また設立者の本気度を示す方法としての意味しか有さないのではないかと考えられている。一方で、資本維持規制に関しては、債権者に対する警告機能等が認められることから、一定の保護効果が期待されている。このような、法律によるステークホルダーの利益保護について、一律・強制的な保護方法を提供するか、または当事者の自由裁量に任せるべきかという観点から、第五章では契約等によるステークホルダーの自己防衛に焦点をあてた。一般的にアメリカでは債権者・社債権者が分散しているため、法律による包括的な保護よりも契約等による自己防衛方法が発達しているといわれる。しかし、契約等によっても完全な保護効果を期待することは難しいため、より効果的な制度を構築していく必要があるとされている。一方、イギリスにおいても、法律による一律的な保護方法ではなく、ある程度当事者の自由裁量に任せるべきだという主張がみられる。

このように、ステークホルダーの保護について考えた場合、ガバナンス制度による保護、法律等による一律的な保護、当事者間に一定の裁量を与える契約等による保護が考えられる。これらの保護方法のうちどれが優れているかということは、ステークホルダーの性質・種類によって異なると考えられるため、それぞれの方法を活用していくべきであると思われる。まず、株主権限強化による方法では、ステークホルダーのうち債権者や社債権者の利益促進を期待することが難しいと指摘されているため、これらの保護に関しては法律または契約等による保護が必要になると思われる。一方で、地域社会や顧客などの利益に関しては、株主と共通の利益を有する場合があるため、株主権限強化による保護にも一定の効果があると考えられるのではないだろうか。従業員についても、取締役会に従業員を参加させる法域もあることなどから、法律等による保護だけでなくガバナンス制度による保護も考えられ

るのではないかとと思われる。

- (1) ここでのステークホルダーは、基本的に取引先等の自発的債権者をさすものとしてとらえる。
- (2) Andrew Keay, *Company Directors' Responsibilities to Creditors* (Routledge Cavendish, 2007).
- (3) 一方で、1970年代より、会社が支払不能である場合、会社の利益は債権者の利益であると認識する裁判例がみられるようになったとされる。齊藤真紀「子会社の管理と親会社の責任（二）—子会社の債権者保護に関する基礎的考察—」法学論叢 149 巻 3号 14-15頁（2001年）。
- (4) 支払不能法は会社法との一貫性を考えて発達してきたのではないため、債権者保護の方法として、支払不能法による規定や取締役の会社に対する一般的な義務、支払不能時における債権者に対する信認義務などが挙げられる。一方で、1つの方法だけを有する場合に比べて、異なる問題を生じることもあるとしている。Thomas Bachner, *Creditor Protection in Private Companies Anglo-German Perspectives for a European Legal Discourse*, 244-245 (Cambridge University Press, 2009).
- (5) 債権者とは広い意味を有しており、一般的には債務者によって債務を負われている者または他者によって金銭を借りられている者を指す。Keay 教授は、債権者を consensual creditors と involuntary creditors に分類し、前者には担保債権者や非担保債権者、従業員などが該当し、後者には不法行為債権者や顧客などが該当するとしている。Keay, *supra* note (2), at 13-18.
- (6) 一方、会社清算が行われるまでは株主も残余財産請求者であるため、支払不能時において、取締役に対して積極的な債権者利益慮義務を課すことは困難であるとする見解もある。齊藤・前掲注 (3) 16 頁。
- (7) Keay, *supra* note (2), at 181-184.
- (8) 不当取引（1986年支払不能法 214 条）の対象が会社の倒産が予見可能になった時点以降になされた取締役の行為に限定されるのに対して、詐欺的取引では、取締役に該当しない者にも加担者としての責任を追及することが可能であり、また、対象となる行為も倒産直前期に限られないとされる。
詐欺的取引についての詳細は、齊藤・前掲注 (3) 10-11 頁、本間法之「イギリス倒産法における「不当取引 Wrongful Trading」—破産手続内における取締役の個人責任追及の可能性」中村英郎教授古稀祝賀上巻『民事訴訟法学の新たな展開』成文堂 569-573 頁（1996年）を参照。
- (9) Keay, *supra* note (2), at 193.

- (10) 不当取引による責任追及を行うための要件として、以下の 4 点が挙げられる。①会社の清算手続き (*insolvent liquidation*) が開始されたこと、②清算手続き開始以前に、会社が当該手続きを回避し得る合理的な見込みがないことをその者が知っていたまたはそのように考えるべき状態にあったこと、③その時点においてその者が取締役であったこと、④支払不能の予見可能時以降において、債権者に対する損失を最小限に食い止めるためにとるべきであったあらゆる手段を尽くしていなかったこと (1986 年支払不能法 214 条 2 項、3 項)。

この場合の取締役は正規の取締役だけでなく、事実上の取締役や影の取締役 (*a shadow director*) も含むものとされる (同法 214 条 7 項)。

- (11) 不当取引の詳細については、斉藤・前掲注 (3) 17-20 頁、本間・前掲注 (8) 574-583 頁を参照。
- (12) 取締役の資格剥奪は、裁判所の命令等による公的権力 (*public enforcement*) に基づく取締役の責任追及方法として考えられる。特にイギリスにおいては、全ての会社の清算手続きにおいて、取締役の不当経営に対して国による (*state-funded*) 調査が行われる。よって、支払不能会社における取締役に対する個人的な訴訟よりも取締役の資格剥奪の方法による責任追及のほうが一般的に行われるとされる。一方、アメリカでは公開会社の取締役に対してのみ取締役の資格剥奪が可能であるため、債権者保護方法としての機能には制限があると考えられる。John Armour et al, *Transactions with Creditors, in the Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach* 2nd ed, 137 (Reinier R. Kraakman et al ed., Oxford University Press, 2009)。
- (13) 不当取引規制について、Keay 教授は次のような改正案を提案している。①管理人 (*administrator*) 等も不当取引に基づく責任追及手続きを開始できるようにする、②「不当取引」という名称をやめて、‘*irresponsible trading*’ や ‘*illicit trading*’ にする、③取締役の責任を免除するには、当該取締役が債権者の損失を最小限にするために必要な行動を行ったことの証明責任を負うようにする、④「支払い不能 (*insolvent liquidation*)」の定義について、バランスシートによる判断だけでなく、キャッシュフローによる判断も含めるようにする、⑤不当取引に基づく配当命令について、非担保債権者に対して完全に支払がなされるまで、担保債権者への支払いを行わないようにする。Keay, *supra* note (2), at 147-149。
- (14) その他にも偏頗行為を受け取った債権者に支払能力がなく、取締役に支払能力がある場合には取締役の一般的な義務に基づく責任追及のほうが好まれるとする。また、詐欺的取引や不当取引と同様に、偏頗行為に基づく責任追及は清算人のみが行うことができるので、資金等に関して同様の問題が発生するとしている。Id. at 188-190。
- (15) Id. at 191。
- (16) 偏頗行為 (1986 年支払不能法 239 条) や廉価取引 (同法 238 条) とは異なり、債

権者を欺く取引による取締役の責任追及は支払不能時においてのみ適用されるのではなく、また、この申し立ては清算人や管理人だけでなく、債権者なら誰でもできるとされる。Id. at 192.

(17) Id. at 193.

(18) 一方で、不当取引に基づいて回復された資産は担保債権者には分配されないが、取締役の債権者利益考慮義務違反に基づく責任追及によって回復された資産は会社資産であると解されるため、担保債権者も当該利益を享受できることが短所であるとされる。Id. at 196.

(19) 取締役に債権者利益考慮義務が課せられた場合、当該取締役は株主・債権者間と債権者・債権者間の利益のバランスをとらなければならないが、これは難しいと考えられる。よって、取締役が経営判断を行う際には、客観的な目標を与える枠組み（a framework）を基に利益のバランスをとるべきであるとし、Keay 教授は企業価値の向上（entity maximization）を枠組みとして、これを取締役の義務に関する判断基準としてはどうかと主張している。Id. at 243.

(20) その他の主張として、取締役に債権者利益考慮義務を課すことで、リスクを最小限にするために取締役をモニタリング行為に従事させるのではないかと、また、それに伴って会社のコストが上昇するのではないかとというものがある。これに対して、モニタリングは本来責任ある企業統治のために必要な要素であり、債権者に対する義務が存在するか否かにかかわらず通常の取締役の機能の一部であること、また、モニタリングによって会社の事業過程における改善点が判明し、結果的に会社全体の効率性を高めることになると Keay 教授は主張する Id. at 310-316.

(21) その方法として、①担保、②保証、③より高い利率（higher interests rate）、④契約、⑤リスクの分散、⑥保険などがあるとする。Id. at 320-328.

(22) 情報の問題とは、会社と債権者間では情報量が不均衡であるため、取引時に債権者が不利益な立場に立つことをさす。非実用性の存在とは、予測不可能なリスクから債権者が自らを保護するには、当該リスクに対する正確な認識が必要であるが、これにかかるコストは取引によって得られる利益よりも過剰であることが多いため、保護が実現しにくいことをさす。また、取締役の不正行為を事前に防止することが難しい理由には次のようなものが挙げられる。会社と取引を行うか否かを早く決定しないと、他者に負けてしまうため、リスクの調査を行う時間が不足する。また、リスクの性質は時間が経過すれば変わるため、未来を予測して行動することが難しい。以上から、債権者の自己防衛による事前調整よりも、取締役に債権者利益考慮義務を課すという事後調整のほうが適切であるとしている。Id. at 329-331.

(23) 各法域における、支払い可能時の取締役の債権者利益考慮義務の規定については、Paul Davies, Directors' Creditor-Regarding Duties in Respect of Trading Decisions Taken in

the Vicinity of Insolvency, in *The Law and Economics of Creditor Protection A Transatlantic Perspective*, 332-338 (Horst Eidenmuller et al ed., T・M・C・Asser Press, 2008) を参照。

- (24) ただし、同条は企業における従業員の役割を承認する方向への最初の試験的ステップを示すものであり、一定の価値があるとみなす見解もある。川内克忠『英米会社法とコーポレートガバナンスの課題』成文堂 107-108 頁 (2009 年)。
- (25) 包括的アプローチとは、取締役は株主利益を優先すべきであるが、それにとどまらず、株主利益を向上させるために従業員等のステークホルダー利益を考慮する義務があるとする考え方をさす。杉浦保友「イギリス新会社法の下での取締役によるステークホルダー利益考慮義務」『EU スタディーズ 4 企業の社会的責任』勁草書房 218 頁 (2007 年)。
- (26) 詳細については、John Parkinson, *Inclusive Company Law, in The Reform of United Kingdom Company Law*, 44-52 (John de Lacy ed, Cavendish Publishing Limited, 2002)、川内・前掲注 (24) 110-118 頁を参照。
- (27) その代わり、会社事業が環境に与える影響や会社従業員および社会・地域問題に関する情報、会社の事業にとって重要な協定を結んでいる関係者の情報について、小規模会社以外の会社に対し、取締役報告書の中での情報開示を義務付けた。これによって、会社が包括的アプローチによって事業を推進しているか外部者が評価できるようになるとしている。杉浦・前掲注 (25) 216 頁。
- (28) イギリスでは、取締役の一般的な義務についてこれまで制定法で定められておらず、コモンロー等によって発展してきたため、当該義務についての理解が十分ではなかったという指摘がなされている。前掲 205 頁。

2006 年会社法では 170-177 条において、取締役の一般的な義務を明文化した。170 条：取締役の一般義務の範囲および性質、171 条：権限内で行動する義務、172 条：会社の成功を推進する義務、173 条：独立した判断を行使すべき義務、174 条：合理的な注意・スキルを行使すべき義務、175 条：利益相反回避義務、176 条：第三者から利益を受けない義務、177 条：提案された取引または協定上の利益を通知する義務。

- (29) **Strategic Framework** で提案された多元的アプローチが採用されなかった理由として、当該アプローチが採用された場合、取締役のステークホルダーに対する行動について判断するための明確な基準が存在しないため、取締役は誰に対しても説明責任を負わなくなるということが指摘されている。Palmer's *Company Law: Annotated Guide to the Companies Act 2006*, 166 (London Sweet & Maxwell, 2007)。
- (30) 2006 年会社法 172 条 1 項：(a) 意思決定によって予想される長期的な結果、(b) 会社の従業員の利益、(c) 供給者・顧客その他の者と会社の事業関係を発展させる必要性、(d) 会社事業の社会および環境に対する影響、(e) 会社が高い水準の事業活動

をしているとの評判を維持することが望ましいこと、(f) 会社構成員（株主）を公正に扱う必要性。

172 条に定める義務は取締役がステークホルダーに対して直接負っているのではなく、会社に対して負っているものである（同法 170 条）。

- (31) 川内・前掲注 (24) 135-138 頁。
- (32) 債権者の利益は債権を返済してもらうことであるため、会社が支払可能状態にある場合では法律による保護は必要なく、2006 年会社法 172 条に定めるステークホルダーから債権者は外される。一方で、会社が支払不能状態またはそれに近い状態にある場合には保護が必要となるが、その場合には支払不能法が適用されるとする。Jennifer Payne, *Legal Capital in the UK Following the Companies Act 2006*, University of Oxford Faculty of Law Legal Studies Research Paper Series Working Paper No 13/2008, 16 (2008)。
- (33) 裁判上では、不当経営は個別の債権者を保護する法人格否認の法理の適用が争点として扱われてきた。アメリカの裁判所は、積極的に法人格を否認する傾向にあるとされる。齊藤真紀「子会社の管理と親会社の責任（一）—子会社の債権者保護に関する基礎的考察—」法学論叢 149 巻 1 号 16 頁（2000 年）。
- (34) 一般的に、注意義務（duty of care）と忠実義務（duty of good faith）が存在すると考えられている。近藤光男「市場化社会と会社法制—会社経営者の行為基準」齊藤彰編『市場と適応』法律文化社 161 頁（2007 年）。
- (35) 齊藤・前掲注 (33) 22 頁。
一方で、会社を‘deepening insolvency’の状態にしたことに対して、取締役への直接の責任追及を認めている州もあるが、デラウェア州は除かれている。Armour et al, *supra* note (12), at 135.
- (36) 債権者保護のためのその他の考え方として、信託基金理論（trust fund doctrine）がある。これは、会社が支払不能状態に陥った場合、会社資産は信託基金と解され、第一の残余財産請求者である債権者のために維持されなければならないという考え方をさす。この理論は、会社は裁判所の許可なしに資本額を減少できないという点においてイギリス法でも採用されているが、基本的に債権者は資本の受益者ではないと解されているとする。Keay, *supra* note (2), at 171-172.
- (37) その他の理由として、コーポレートガバナンスシステムでは株主を所有者としているためステークホルダー間の利益調整を図る方法が十分ではないが、清算手続き等の開始による bankruptcy ガバナンスシステムにおいては、ステークホルダー間の利益の対立に対して様々な解決方法を有していることが主張されている。詳細については、Henry T. C. Hu and Jay Lawrence Westbrook, *Abolition of the Corporate Duty to Creditors*, 107 Colum L. Rev. 1321, 1348-1381 (2007) を参照。
- (38) 詳細については、齊藤・前掲注 (33) 20-25 頁を参照。

- (39) 各州における *constituency statute* の多くは、裁判所の見解と同様に、株主の利益とステークホルダーの利益が衝突する場合には株主の利益が優先して考慮されるという立場を前提としている。しかし、いくつかの州では、株主の利益と関連付けることなく他のステークホルダーの利益を考慮することが認められている。太田洋・今井英次郎「米国各州における企業買収規制立法の最新状況 (下)」商事法務 1723 号 38-39 頁 (2006 年)。
- (40) しかし、*constituency statute* の制定にもかかわらず、それが現実的に適用される事例は少なく、会社法にもわずかの影響しか与えていないとされる。その理由として、1980 年代後半～1990 年代において、敵対的企業買収活動が低下したことが挙げられている。稲別正晴「コーポレートガバナンスとステークホルダー」桃山学院大学経済経営論集 第 45 巻第 3 号 151-152 頁 (2003 年)。
- (41) *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A. 2d 946 (1985)、*Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbs Holdings, Inc.* 506A. 2d 173 (1986)、近藤・前掲注 (34) 164-165 頁。
- (42) *In re Walt Disney Co. Derivative Litig.*, 906 A. 2d at 67 (2006)、前掲 167 頁。
一方、*Stone v. Ritter* 事件では、従業員の不正行為についての監視義務違反を理由とする取締役に対する株主代表訴訟に関して、原告による事前のデマンド (*Court of Chancery Rule* 23. 1) の免除が認められるかどうか争われた。判旨は、誠実に行動しないことそれ自体に直接信認義務の責任を課すものではないとし、誠実に行動する要求が基本的な忠実義務の副次的要素、条件であるとした。近藤光男「従業員に対する監視と誠実義務」商事法務 1806 号 37-39 頁 (2007 年)。
- (43) アイゼンバーク教授によると、伝統的な注意・忠実義務では全ての不法行為を網羅しないため、誠実義務が必要になるとする。例えば、会社に利益を与える行為であっても、故意に違法行為を行う場合や第三者に違法行為を行う場合は誠実に行動したとはいえない。誠実義務は、経営判断原則や責任免除の要件となり、責任を発生させる新たな義務の元となるが (行動規範)、同教授は、当該誠実義務の不遵守によって直ちに取締役の損害賠償責任が生じるとは理解していない。近藤・前掲注 (34) 168-172 頁。
- (44) 前掲 172-173 頁。
- (45) *Gerald Herting and Hideki Kanda, Creditor Protection, in the Anatomy of Corporate Law: A comparative and Functional Approach*, 83 (Reinier R. Kraakman et al ed., Oxford University Press, 2004).
- (46) ここでのステークホルダーは、基本的に取引先等のいわゆる自発的債権者をさすものとしてとらえる。
- (47) その他にも、EC 第二ディレクティブによって、公開会社においては労務出資が禁止され (1985 年会社法 99 条 2 項、2006 年会社法 585 条 1 項)、事後設立規制も導入

された（1985年会社法104条、2006年会社法598条）。

最低資本金規制は、要求された最低限の資本が実際に出資されることを保証する anti-avoidance 条項がない限り実際の意義はほとんどないため、現物出資においてその価値を過大に評価しないことが必要になるとされる。（Second Company Law Directive Art. 10 (1977)）。John Armour, Legal Capital: An Outdated Concept?, in *The Law and Economics of Creditor Protection A Transatlantic Perspective*, 8 (Horst Eidenmuller et al ed., T·M·C·Asser Press, 2008)。

- (48) 有限責任会社（limited company）における自己株式の取得についても、原則として配当可能利益からなされなければならない（1985年会社法160-162条、2006年会社法690-692条）。
- (49) この規定によって、何らかの措置を講じる必要があるか株主総会において諮られることになるが、株主総会で何らかの措置が講じられることが強制されるわけではないとされる。斉藤真紀「イギリスにおける資本制度」商事法務1601号23頁（2001年）。
- (50) 1985年会社法では公開会社だけでなく私会社に対しても資本維持規制が課されていたが、2006年会社法では私会社に対する規制が一部緩和された。例えば、資本の減少に関しては、裁判所が認めた特別決議によって、公開会社・私会社両方とも資本を減少させることができるようになった（2006年会社法641条）。このうち、私会社については、取締役の支払可能の表示（solvency statement）に基づく特別決議によって資本を減少させることができるようになった（同法642条）。その他にも、1種類の株式しか有していない私会社の取締役は、定款による定めがなくても、株式を割り当てるようになるようになった（同法550条）。

このように、私会社に対する資本維持規制は一部緩和されているが、配当に関しては資本金に基づくバランスシートテストが継続して適用されているため、私会社についても資本維持規制が完全に排除されたわけではないとされる。Payne, *supra note* (32), at 31.

- (51) Armour, *supra note* (47), at 13.

また、公開会社の設立時に実際に必要とされる資本額は、EC第二ディレクティブが定める最低資本金（25,000ユーロ）よりも多いため、‘entry price’としての最低資本金規制の役割は小さいのではないかという見解もある。むしろ、一定の金額を拠出することによって、設立者の「本気度」を示す大雑把な方法として考えられるとしている。Armour et al, *supra note* (12), at130-131.

- (52) 一方、不法行為債権者などの非自発的債権者については、最低資本金規制が必要ではないかとの見解もある。これに対して Armour 教授は危険な事業活動のリスクを抑圧するために必要な資本額は事業によって異なるため効果的ではないとしており、リスクを抑圧するためのよりよい方法として①危険な経営活動を規制する、②当該活動

のリスクに対して会社が保険に加入することを挙げている。Armour, *supra note* (47), at 15-17.

- (53) その他に、regulatory competition の観点からも、法定資本制度の廃止を視野に入れるべきであるという主張もなされている。実際、イギリスの私会社は最低資本金規制がないため、ヨーロッパ内で人気が高いといわれている。Payne, *supra note* (32), at 12-16, 31-42.

- (54) Armour, *supra note* (47), 14-15.

Payne 教授は、バランスシートテストでは会社の実際の財務状態を反映できないため、支払不能テストによる配当基準が適切であるとする一方で、支払不能テストの適用についても一定の注意が必要であるとしている。Payne, *supra note* (32), at 38-40.

各国における配当基準の比較としては、Peter O. Mulbert, A Synthetic View of Different Concepts of Creditor Protection, or: A High-Level Framework for Corporate Creditor Protection, in *The Law and Economics of Creditor Protection A Transatlantic Perspective*, 392-396 (Horst Eidenmuller et al ed., T·M·C·Asser Press, 2008) を参照。

- (55) EC 第二ディレクティブに基づく最低資本金規制についても、象徴的といえる金額 (25, 000 ユーロ) を要求しているにすぎず、また、メンバーステートは各自にその金額を高くすることができるため、会社に生じる問題は限定的だとしている。Results of the external study on the feasibility of an alternative to the Capital Maintenance Regime of the Second Company Law Directive and the impact of the adoption of IFRS on profit distribution, 2 ([http:// ec.europa.eu / internal_market / company / docs / capital / feasibility / market-position_en pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/capital/feasibility/market-position_en.pdf))

- (56) Art 17 Second Company Law Directive.

EU メンバーステートの中にはさらに厳しい規定を定めているところもある。例えば、フランスやイタリアでは、会社の純資産が法定資本よりも下がった場合、清算手続きを開始しなければならないとされる。Armour et al, *supra note* (12), at 133.

- (57) Herting and Kanda, *supra note* (45), at 85.

同様の考え方として、ドイツにおいて資本維持規制が支持される理由として、当該規制に反して会社資産を自分のものとした取締役等に対して素早く厳しい責任追及を行えることが挙げられている。Bachner, *supra note* (4), at 141.

- (58) Holger Fleisher, Legal Capital: A Navigation System for Corporate Law Scholarship, in *The Law and Economics of Creditor Protection A Transatlantic Perspective*, 31 (Horst Eidenmuller et al ed., T·M·C·Asser Press, 2008).

- (59) Massimo Miola, Legal Capital and Limited Liability Companies: the European Perspective, *European Company and Financial Law Review* 4, 484-485 (2005).

- (60) 資本制度の機能の一つである配当制限基準としての機能は実効性を失っており、

1970年代以降アメリカでは新たな配当制限基準が設けられている。伊藤靖史「アメリカにおける資本制度と債権者保護」商事法務 1601号 11-13頁（2001年）。

- (61) 日本でも会社法において最低資本金規制を排除した。後藤教授は、そもそも資本制度に債権者保護機能があったかという点に疑問を持っており、むしろ、経営者・株主が機会主義的行動を行うインセンティブを抑止することが債権者保護につながるのではないかと主張している。ただし、最低資本金規制の機能を会社設立自体の防止と捉える場合には、検討の余地があるとしている。後藤元『株主有限責任制度の弊害と過少資本による株主の責任—自己資本の水準から株主のインセンティブへ—』商事法務 542-551、595頁（2007年）。

また、経営者・株主のインセンティブに関して、外国文献（EU）にも同様の意見がある。Mulbert, *supra note* (54), at 411-412.

- (62) 伊藤・前掲注(60) 15頁。
- (63) ここでのステークホルダーは基本的に取引先等の自発的な債権者、社債権者をさすものとしてとらえる。
- (64) たとえば、リスクを考慮して債権の利率を決定する、取締役の行動をモニタリングするために会社に対して何らかの支配権を有する、支払不能に備えて担保を設定するなどがある。Payne, *supra note* (32), at 12.
- (65) 一方で、ドイツやイタリアでは支配株主が強い力を有している場合が多いため、所有権の集中が起りやすく、これと同時に債権者の集中も起りやすいため、包括的な規則による債権者保護が有益であるとされている。Armour et al, *supra note* (12), at 148-149.
- (66) 通常、公募債は大規模で安全性の高い会社が対象であり、反対に私募債は小規模でデフォルトリスクが高い会社が対象とされ、銀行貸出はその中間の信用力の会社が対象とされる。William W. Bratton Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process, in *The Law and Economics of Creditor Protection A Transatlantic Perspective*, 61 (Horst Eidenmuller et al ed., T·M·C·Asser Press, 2008).
- (67) ①早期警告とは、契約によって維持すべき最低限の純資産額を定めることで、この基準を満たせなくなった場合、会社の支払不能を債権者等に示すことで注意を促す。②担保債権者は、清算手続きにおいて優先権が認められる。③配当条項とは、負債契約をした日を基準にして、その日以降の累積的な収益の範囲でのみ、配当や株式の買い戻しを許可することで、株主への資産の流出を制限する。④asset sweepsとは、所定の額を超えて資産の売却を行った場合、負債の前払いを求める条項をさす。⑤debt sweepsとは、所定の額を超えて次の借入（subsequent borrowing）を行った場合、負債の前払いを求める条項をさす。⑥equity sweepsとは、所定の額を超えて、新規エクイ

ティ証券の売却を行った場合、負債の前払いを求める条項をさす。Id. at 50-56, 62.

- (68) Super poison puts とは、特定の出来事が生じた場合（通常、合併や統合、取締役会の構成に関する重要な変更、格付けの下方修正など）、社債を額面で発行者に返すまたは利率を上方修正するなどの条項をさす。Id. at 60.
- (69) 具体的には次のことをさす。①請求の希釈化 (claim dilution) : 会社が新規事業に投資するために追加の社債等を発行した場合、または株主に配当を支払った場合、支払不能が起こりやすくなる。また、支払不能が起こった場合に、既存の債権者の請求権が減少する。②資産の引き出し (asset withdrawal) : 会社が資産の一部を売却する場合、または利益を株主に譲渡する場合、債権者の担保を減らすことになる。③過少投資 (underinvestment) : 未払債務 (outstanding debt) よりも会社の価値が少ない場合、全てのリターンが債権者のものになるため、債務者は有益な事業に投資する動機を有さなくなる。④資産の置き換え (asset substitution) : 債務者は事業に成功した場合には利益を得るが、失敗した場合でも有限責任によって保護されるため、たとえリターンの見込みの少ない場合でも、リスクの高い事業に投資する動機を有する。一方で、失敗による損失の多くは債権者によって被られる。Klaus M. Schmidt, *The Economics of Covenants as a Means of Efficient Creditor protection, in The Law and Economics of Creditor Protection A Transatlantic Perspective*, 88 (Horst Eidenmuller et al ed., T·M·C·Asser Press, 2008).
- (70) 集団行為問題とは、それぞれの債権者は他の債権者によってなされた再交渉の結果にフリーライドする動機を有しているため、債権者の数が多ければ多いほど債権者間で同意を得ることが難しいということをさす。
- 契約の再交渉を妨げるその他の要因として、hold-up 問題や soft budget constraint 問題などが挙げられている。一方、銀行からの借入等の場合、一人または少数の貸し手とのみ取引を行うため、集団行為問題や情報の不均衡の問題が少なく、この場合契約による保護がより有効的に機能するとしている。Id. at 89-90.
- (71) その他にも、事業について詳しい知識を有しているベンチャーキャピタルなどの ‘informed lenders’ の活用が挙げられている。Id. at 91.
- (72) これについて、①管財人が単独で債権者等を代表して決断をすることを許すべきか否か（これによって、深刻なエージェンシー問題が生じることがある）、②債務者とのいかなる取引も、債権者全員の同意を得なければならないかという問題があると指摘されている。Id. at 92.
- (73) その他にも、法律の制定者が実際の当事者である債権者・債務者よりも効果的な保護方法を提供できるとは考えにくいこと、さらに、標準的な条項 (standard terms) が必要となる場合でも、ある程度当事者に任せるべきであるという主張がある。Payne, *supra* note (32), at 13.

129— アメリカにおけるコーポレートガバナンス制度に関する一考察（二・完）（安本）

- (74) Eilis Ferran, *The Place for Creditor Protection on the Agenda for Modernisation of Company Law in the European Union*, ECGI (European Corporate Governance Institute) -Law Working Paper No. 51/2005, 8 (2005).
- (75) さらに、不法行為債権者を保護するための方法としては、事故などによって生じる会社への不法行為請求をカバーするために、会社が強制的な保険に加入することなどが挙げられている。Payne, *supra* note (32) at 14.