

会社法と債権者保護

成蹊大学法学部 助教授 藤田 友敬

会社法と債権者保護

序

本節では、企業会計制度を考える前提としての会社法における債権者保護の存在意義について一般的に考察する。伝統的な教科書の説明によると、株式会社において会社債権者の保護が要請される理由として、出資者（株主）が有限責任しか負わない株式会社では、会社債権者にとって引当となるのは会社財産だけであるからと説かれてきた（注1）が、本稿では、債権者保護規定の意義と機能についてもう少し立ち入った検討を行いたい。

第1節 有限責任によって生じる利害対立

1. 伝統的な説明とその問題点

伝統的な教科書の説明によると、株式会社において会社債権者の保護が要請される理由として、出資者（株主）が有限責任しか負わない株式会社では、会社債権者にとって引当となるのは会社財産だけであるからと説かれてきた。しかし、この説明だけでは、なにゆえ株式会社（および有限会社）にのみ、特別な債権者保護の規制が存在するのかを十分に明らかにしていない。たとえば個人企業であったとしても、債権者の引当となる財産が事業者の財産だけであることには変わらないからである（注2）。違いは、個人企業の場合（これは合名会社等の人的会社についても程度の差こそあれ妥当する）、事業の収益を享受する事業者は、事業の失敗の場合には、投資した財産のみならず個人財産まですべて失

う危険を有するのに対して、株式会社の場合（もっとも同様のことは有限会社にもあてはまる）には、事業の収益を享受する株主は、事業の失敗の場合には、事業のために投資した財産（株式払込金）を失うに止まるということにある。このように、事業の失敗のリスクの負担の仕方が異なることは、個人事業（および人的会社）と株式会社の出資者の行動・決定に影響を与えることになる。後で詳しく見るように、後者においては、前者よりもリスクの大きくかつリターンが大きい事業計画を行うインセンティブが生み出されることになる。このように、個人財産が会社債権者から遮断されてしまうことにより出資者の行動・決定が変えられてしまう（歪められてしまう）可能性があることにこそ、有限責任特有の問題がある。そういう意味では、伝統的な説明が、有限責任の問題として、もっぱら「会社債権者にとって引当となるのは会社財産だけである」という面を強調してきたのは、やや弱的を得てなかったように思われる。むしろ事業に投資された財産以外に個人財産までが事業のリスクにさらされるか否かという違いの方にこそ、有限責任特有の問題があり、そこに株式会社とその他の事業形態とで債権者の取扱を変える意味があるのである。そこで次に、有限責任制度が、企業の行動について、債権者・株主間にどのような形の利害対立をもたらしているのかについて、もう少し詳しく見て見よう。

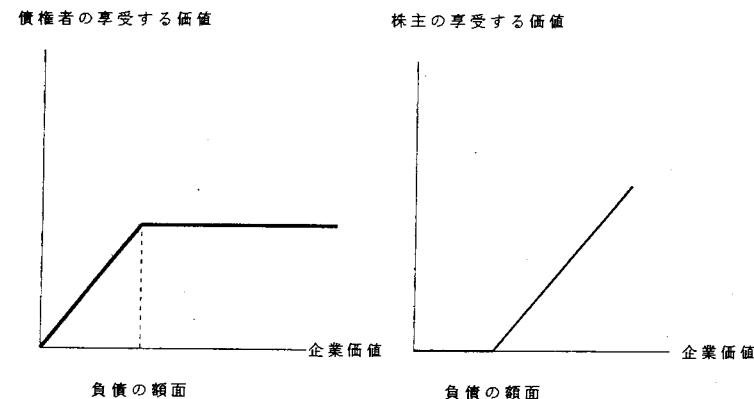
2. 有限責任のインセンティブ効果

株式会社においては、株主は事業の収益についてはこれを享受し、事業の失敗については限定された責任しか負わないため、そのことが株主の決定・行動に望ましくない影響を与える可能性がある（注3）。これは、別の言い方をすると、株主と債権者が享受するキャッシュ・フローが異なることから、株主と債権者の間の利害対立が生じるということの意味する。ここでは、この点をもう少し詳しく数延することにしたい（注4）。

債権者と株主は、次のように異なったキャッシュフローを享受する。すなわちまず債権者は、元本プラス利息という固定的な額しかとれないのに対して、株主は会社の上げる利益を享受しうる。そして会社が利益を上げられなかった場合には、株主はなんら利益を享受しえないが、債権者には、元本プラス利息を返さなくてはならず、会社が倒産した場合、債権者は株主に優先する。会社が債務超過の状態では、企業価値の増大の利益は債権者が享受する（注5）。このように、株主と債権者が享受するキャッシュ・フローが異なるこ

とは、企業が行おうとしている行動が、一方にとっては利益になるが、他方には必ずしもそうではないということがありうることを意味している。企業の価値の増加に伴い、債権者、株主へのペイオフがどのように変化するかを図示したのが下図である。これによると会社の正味財産（net asset）がプラスの場合には、株主へのペイオフを最大化するように経営することが、マイナスの場合には、債権者へのペイオフを最大化するような経営が行われることが、企業の価値を最大化させることになる。現行法では会社が債務超過に至る（厳密にはそれに伴ない倒産手続が開始される）と共に株主から債権者へコントロールが移ることとなるが（注6）、これは企業価値を最大化させるようなインセンティブを有する者をもって「会社の所有者」としてしていると見ることができる。

図表1 債権者と株主の享受する価値の比較



問題は会社の資産状態が債務超過に近いような段階で生じる。この段階では、依然株主の利益の最大化と企業価値の最大化は一致しており、株主の利益になるように会社が運営されればよいようにも見える。しかし、ある投資行動の結果（場合によって）債務超過状態に移転してしまう可能性があれば、（企業価値最大化という観点からは）最適ではない投資がなされる可能性がある（注7）。投資の結果がプラスの場合には、その利益は全面

的に株主の帰属する反面、マイナスになった場合には、株主のみならず債権者もその損失を負担することになるからである。したがって、このような状態で、企業の投資行動がもたらす株主の利益に沿って行われるとすれば、企業価値を最大化させない投資が行われる可能性が生じる（注8）。なお以上の説明は、貸し付け後に債権者が債務者（会社＝株主）の行動を十分にモニターできないことから生じる問題、すなわちモラル・ハザード（隠れた行動）に着目しているが、有限責任のもたらすインセンティブ効果は、貸し付けが行われる段階についてみると逆選択（隠れた情報）の側面をも有する。すなわち、有限責任制度は他の条件が同じであればリスクの大きい事業を行う企業ほど負債によって資金調達を行うインセンティブがあるわけであるが、事業リスクに関して貸手と借手の間に情報の偏在がある場合（貸手が借手のビジネス・リスクを十分に知りえない場合）には、そこで逆選択が発生しうる。

3. 利害対立の諸相

さて、以上説明してきた有限責任のもたらすインセンティブ効果は、次のようなさまざまな形態で現われうる（以下の記述においては、会社の意思決定は、利益を最大化させるようになされると仮定する。また現行法上規制されている行動も採り上げている）。

(1) 過度のリスク・テイク

会社の投資の結果（成功・失敗）が不確実であるとする。この場合、株主は、成功した場合の利益については全面的に享受しうるが、失敗のリスクは全面的には負わず、債権者と共同で負担することになる。その結果、株主としては、現在価値が必ずしもプラスではないプロジェクトであっても、これを採用するインセンティブが生み出されることになる（注9）。

(2) 過小な投資

逆に、あるプロジェクトが望ましい（より正確には現在価値がプラスである）にもかかわらず、このようなプロジェクトを行わないインセンティブが生じる場合もありうる。仮に、負債を有する企業において、あるプロジェクトのための資金がエクイティによ

て調達されるとする。この場合、株主は、このプロジェクトの投資から得られる将来のリターンの一部しか享受できないため、たとえ、このプロジェクトの現在価値がプラスであったとしても、株主はエクイティの拠出を拒絶し、そのような投資はなされなくなる可能性が生じる。

(3) 会社資産の引き出し（配当、自己株式の取得）

さらにより直接的な手段として、株主としては会社の実財産が債権額に満たなくなるような財産の引出を行うことで、利益を得ることができる。

(4) 負債比率の上昇

もし会社に対する債権の価値が、以後の会社の借入れが行われないことを前提としているとすれば、以後その債権と同順位あるいは高順位の借入れがなされることによって、債権の価値は下がりうる（債権が「薄められる」）。

(5) 倒産手続の開始の遅れ

ある企業が、もはや事業を継続するよりも解散したほうがよい場合（将来の投資機会の現在価値がマイナスの場合）がありうる。しかし、このような場合であっても、株主には、企業を解散させる適切なインセンティブが欠ける可能性がある。

4. 利害調整の必要性

以上のように株主が債権者の利益に反する行動をとる可能性があることは、市場がそれを正確に反映する限り事前に債権の価値を減少させることになる。たとえば、過度のリスク・テイクがなされる可能性があるということは、たとえば高い借入れ金利という形で、株主が負担しなくてはならないことになる。したがって、その場合には、債権者は一方的に被害を被るわけではなく、債権者保護が必要であるということには当然にはならない（注10）。

しかし、だからといって以上のようなインセンティブ効果には、およそ問題がないということにはならない。過度のリスク・テイクがなされる可能性があることにより高い金利

を要求された株主としては、そのような高い金利に見合うリターンを得るべく、リスクの高い投資決定を行わざるをえないことになる。かくして、リスクは大きいが見合うリターンのない（社会的には望ましくない）行動が採られることになるのである。また貸し付けの段階をみるなら、この問題は逆選択の側面を有する。すなわち、仮に危険な事業を行う会社と比較的安全な事業を行う会社とがあるとしよう。リスク・テイクのインセンティブの面だけを考える限り、他の条件が同じであれば、危険な事業を行う会社の方が、借り入れによって資金調達をするメリットがあることになる。ところで、仮に事業のリスクに関して、借り手と貸し手の間に情報の偏在があるとすれば、逆選択が発生する。すなわち、貸し手は安全な企業と危険な企業との両方の平均に見合うプレミアムを要求することになり、その結果、そのような条件での借り入れが安全な企業にとって魅力がなくなるとすれば、比較的安全な企業から順にローン市場から脱落してゆき、その結果より危険な企業が残ることでプレミアムが更に上がる。それがさらに、まだ脱落していなかった比較的安全な企業まで脱落させるという悪循環が生じ、最終的には極めて危険な事業を行う企業だけが残ることになる（注11）。

これらの事態を避けるために、株主としては債権者に対して過度のリスク・テイクをしない旨の「信じられる約束（credible commitment）」を事前にしておく意味があり、会社（株主）としては、(1)～(5)のような自由を事前に放棄しておくことに利益がありそうである（注12）。実際にも社債契約には、ほぼ例外なく、株主のモラル・ハザードに対処するような財務制限条項が置かれてきたという事実が、単純な利息による調整だけによるよりも、株主の行動になんらかの制約を課す方が、望ましい結果をもたらすということを示唆しているとは言ってもよいように思われる（注13）。以下では、さしあたり債権者と株主の利害調整（リスクの配分）は、利息・担保を通じた調整のみならず、株主の決定に対する一定の制約を含む利害調整をも併用することが望ましく、それによってより企業の価値を高めることができる（少なくともその可能性が強い）ということを前提として議論を進めることとする。

5. 法規制の意味あるいは無意味

しかし、これまで述べてきた負債のもたらすインセンティブ効果を重要視するとしても、

それだけでは会社法の規制の存在意義の説明としては、いまだ十分なものとは言えない。そのような利害調整を、個別契約ベースではなく、法規制を通じて行うことがなぜ望ましいかということは自明ではないからである。法規制と任意の契約との組み合わせは、契約だけの場合より望ましい結果をもたらすのか、もしそうだとすればそれはなぜかという説明が必要になってくる。債権者・株主の間の利害調整規範としての会社法の存在意義としては、抽象的には次のような説明が考えられる。

(1) 取引費用からの伝統的な説明：標準書式としての会社法

法制度には、利害関係人への調整利害コストを減らす効果がある。少なくとも、多くの場合に合意されるであろうような調整方法をあらかじめ法が設定しておけば、あらかじめ交渉する必要が少なくなる。これは、いわば「標準書式としての会社法」の存在意義である。

しかし、現行法の債権者保護規定の説明として疑問もある。このような説明からは、(1)「多くの債権者が合意するであろう調整方法」を内容とした、(2)任意法規としての会社法が要求されることになるはずであるが、現行法がそのようなものかどうかは疑わしい点がある。特に、多くの規定が強行法規であることが説明しにくい。「取引費用」の点からあえて強行法規性を正当化しようとすれば、定款等で自由に債権者保護規定を排除することのできることにしておく、会社と取り引きする債権者としては、いちいちどの程度の債権者保護規定が残っているかチェックしたうえで、契約による保護をアレンジしなくてはならず、取引費用が無用にかさむということであろう（注14）。しかし、このような議論には疑問がある。まず、このような不安定性のコストを負担するのは、各会社であるから、無用に「個別化」した条項を用いるインセンティブはないはずである（注15）。また仮に、このような可能性があるとしても、条項の統一性が守られることによって節約されるコストが、望ましくない法律による利害調整条項を排除し望ましい特約をすることによって得られる利益を上回るかという疑問もある。

(2) 「最適な契約」を妨げるもの：非任意債権者

世の中には、およそ利害調整の機会のない債権者も存在する。たとえば、不法行為債

権者は事前に交渉の機会がなかったわけであるから、このような者の保護のために規制が必要であるという議論がありうるかもしれない(注16)。問題は、典型的には投資政策に選択に現われる。成功した場合には多大な利益が見込まれる反面、多大な被害者(潜在的債権者)を発生させる可能性のあるプロジェクトが、その現在価値が大きくない(あるいはマイナス)にもかかわらず、有限責任ゆえに採用される可能性がある。また、損害の原因と発生間に時間的間隔がある場合には、少なくとも理論的には配当政策にも影響することもあるかもしれない。たとえば、ある製薬会社の販売してきた薬の副作用が確認され、現在のところ被害者の数はまだ少ないが、数年のうちに被害者の数は莫大な数に上ることが予測されるとする。株主としては、大量の請求がなされる前に、できるだけ配当を受け取っておこうというインセンティブが生じる。

非任意債権者に対する外部効果という議論は、理論的には、強行法規としての会社法を要求することになる。もし、会社法の債権者保護規定が完全に任意法規であり、定款によって(すなわち株主の意思によって)排除できるとすれば、会社としては、いったんは債権者保護規定を大幅に規定を排除した上で、交渉の可能性のある債権者との関係では特約を結ぶことで借入れのコストを減らし、そうでない債権者との関係ではそのままにすることでコストの外部化を図るであろう。その結果、全体としては社会的に望ましくないレベルの制約が課されるに止まることになる。

もっとも、非任意債権者の問題をどの程度重視すべきかということには疑問もある。不法行為債務が負債の中の無視しえない割合を占める会社は、少なくとも伝統的には稀であった(注17)。ただ現代的な現象として、公害訴訟や製造物責任訴訟によって、企業の抱える潜在的な不法行為債権者が無視しえなくなってきたとすれば、この問題にもそれなりのインパクトが出てきたということになる。ただし、その場合も会社法の一般的な規定によって規制するのが望ましいのか、その他の手法(例えば、業種毎の行政的規制)をとるのが望ましいのかは明らかではない。

(3) 「最適な契約」を妨げるもの：その他

比較的最近になって、非任意債権者の問題とは別の外部効果によって「最適な契約」が妨げられる原因が指摘されてきている。公共財としても会社法、ネットワークとしての会社法といった議論はその例である。

a. 公共財としての会社法

(a) 他の債権者に対するフリー・ライド(注18)

株主・債権者間の任意のアレンジメントには、次のような障害があるかもしれない。すなわち、もし仮に一人の債権者が、債権者にとって望ましくない株主の行動を規制する条項(たとえば配当制限条項)を置いた効果が、すべての債権者によって享受されるとすれば、債権者間にフリー・ライドのインセンティブが生じうる。そのため各債権者は、不十分なインセンティブしかもたなくなるおそれがある。そこで、一定の範囲で、会社法の存在意義があるともいえそうである。これは、いわば「公共財としての会社法」の存在意義である。もっとも、この説明は、潜在的なフリー・ライドの可能性のもつ効果を誇張しているきらいがある。

たとえば、配当制限条項を例にとって考えるなら、確かにある債権者のおいた配当制限条項を債務者が守っている限りにおいて、他の債権者(このような条件を契約内容としなかった債権者)はフリー・ライドしているようにもみえる。しかし、もし債務者が配当制限条項に違反した場合には、配当制限条項を有する社債を保有しておれば違反を理由に期限の喪失を主張できるが、そうではない社債を保有しているもの(フリー・ライドしていた者)には打つ手はない。あるいは、特定の社債権者が財務制限条項を有している場合に、これに反する行為をとりたい債務者は、その社債を買い取ったうえで(あるいはその債権者に対してだけ追加担保を提供して)、そのような行為にでるかもしれない。この場合、(仮に問題の行為が債権者一般には害がある場合)財務制限条項を有している社債を保有していたものだけが、被害をまぬがれることになる。

このように考えると、一部の債権者のおいた条項にフリー・ライドするという戦略は、じつはかなり危険であり、その限りで、すべての債権者は、各々「最適な契約」を工夫するインセンティブがあることになる(注19)。したがって、上述のような意味での債権者保護規定の公共財的性格は、かなり疑わしいものと言えそうである。

(b) イノベーションに対するインセンティブ

会社法の持つ、これとは別の公共財的側面は、(特定企業の債権者間ではなく)ある企業(あるいはその債権者)が開発した望ましい条項が、他の企業・債権者に

よってフリー・ライドされてしまうという問題である。そのため債権契約の条項のイノベーションが妨げられるという危険があり、「最適な望ましい契約」がもたらされるとは限らない、というわけである。しかし、これが特定の内容の利害調整を強制する法規制を積極的に理由づけるとはいいいくいの思われる。

b. ネットワーク的外部効果 (network externality) (注20)

もっとも、「標準書式として会社法」の議論は、いろいろな会社の選ぶアレンジメントが互いに独立であることを暗黙の内に前提としてきた。しかし、ある会社の選んだアレンジメントが、他の会社のそれにおよそ影響しないかどうかは検討の余地があるかもしれない。世の中には、その利用が増えることによって、その価値が高まるという種類の商品が存在する(注21)。このように同一規格の商品の利用者の数によってその有用性が高まるという場合、規格が統一されることは、全員の利益を増やすのであるが、そのような統一が不必要に遅れる可能性があることが指摘されている(ネットワーク的外部効果)。

会社法についてもこのような議論が当てはまるかは問題のあるところである。理論的には、特定の条項をめぐる判例のもつ先例的意義などからネットワーク的外部効果が肯定される可能性もないではない。特に、取締役の忠実義務のようにその内容が一義的に決められない種類の利害調整基準については、このような観点がよくあてはまるかもしれない。もしそうだとすれば統一的な規格を提供する役割を法が果たしうるかもしれない。このような観点からは、法は、個別企業が個別的なアレンジメントを結ぶコストを減らすということに加え、無用に多様化するアレンジメントを統一化し、ネットワーク的外部効果(プラスの)をもたらすという機能をも持つことになる。会社債権者との利害調整規範についても、第266条ノ3や法人格否認の法理のように、判例の果たす役割が大きいような規範に関しては、このような機能があるのかもしれない。ただし、このような観点は、当然には会社法の強行法規性を正当化しないことに注意を要する(注22)。また、このような観点が具体的にどのような内容の法を要求するのかは不明な点が多い。

(4) 会社法の規定の内容のあり方

会社法の存在意義について、いくつかの説明を検討してみた。しかし、これらの説明から要求される債権者保護規定の内容が潜在的に矛盾する可能性があることが、さらに問題を複雑にしている。

まず標準書式的な観点(そしておそらくは公共財的観点)からは、多くの債権者が、取引費用が存在しなければ合意したであろう内容を、任意法規として用意するのが望ましいということになりそうである。しかし、非任意債権者の問題を重視するなら、強行法規としての会社法(債権者保護規定)が要請されることになる。しかし債権者保護規定が強行法規であることを前提とするなら、単純に「多くの債権者が合意するであろう」内容の規定を用意するだけでよいのかという疑問が生じる。「多くの債権者が合意するであろう」という基準は、任意法規としての法のあり方は示しても、強行法規のあり方を示すとは言えないかもしれない。すなわち、会社法が強行法規である以上、特定の会社が自分の会社との関係(潜在的な債権者)ではその規定が不必要に厳しすぎると思っても、定款あるいは債権者との個別契約で、これを緩めることはできない。他方、会社法の規定が緩すぎると思えば、債権者は会社とより厳しい特約をすればよい。このように特約の仕方に関して法が中立的でない(より厳しい特約は可能であるが、緩やかにすることは不可能である)ことから、会社法の立法のあり方としては、その内容が厳しすぎる弊害が、緩すぎる弊害より大きいといえそうである。他方、このような考慮からあまり緩い規定を用意すると、多くの債権者があらためて特約しなくてはならず、取引費用節減の機能は弱められることになる。

(5) 補足：アメリカ法における債権者保護

以上、極めて抽象的に会社法の債権者保護規定の存在意義を見てみたが、その答えは自明ではない。現実にも、アメリカの各州の州法のように実質的には債権者保護の規制が極めて弱い法制も存在する(注23)。アメリカ法の一つの見方としては、債権者と株主の利害調整に関しては、原則として個別契約に任せようが効率的であり、アメリカでは現にそうなっているというものであろう。このような見方に立つと、わが国の会社

法のように債権者保護規制を多く含む会社法制に対してはいきおい否定的にならざるを得ず、せいぜい非任意債権者との関係での事後的・個別的な規制あるいは、大量の非任意債権者（不法行為の被害者）を発生させる可能性のある業種に対する行政的規制といったやり方をとるべきだとなるかもしれない。

他方、逆にアメリカ法の現状が非効率的だという見方もありうる。すなわち、貧弱な債権者保護規定の存在は、会社法をめぐる「州による競争」をもたらした外部効果であるという見方である（注24）。アメリカ法においても、債権者保護関係の規定は強行法規であると考えられており、定款によって排除することはできない。しかし日本と違い、会社は設立地を選択することによって、会社法も選択できる（各会社は、その設立された州の会社法にしたがう）。各州としては、その法人税の税収を増やすインセンティブがあるから、できるだけ多くの会社が設立されるようにしたい。このような設立をめぐる各州の競争が、望ましい会社法をもたらすかという点は、長い議論があるが、少なくとも理論的には株主の利益を最大化させるこの競争は株主以外の利害関係者との関係での外部効果を生じさせ、社会的には望ましくない結果をもたらさう。アメリカ州法における貧弱な債権者保護規定は、まさに設立をめぐる各州の競争が、そのような外部効果を生みだした結果であると論ずる者もある（注25）。各州の競争という問題はもちろんだが日本には存在しないが、仮にアメリカ法に関するこのような見方が正しいとすると、会社法の債権者保護規定を定款によって自由に排除しようとするに対しては、（間接的に）強い疑問を投げかけることになる（注26）。

以上、会社法が債権者保護規定を用意することの意義について、抽象的に考えてみた。しかし、結論としては、その存在意義（根拠）もそのあるべき内容（強行法規性及び条項の内容）も完全には明らかといえない。一応、前節の最後の段落で述べたように、外部効果に対する効果が強行法を要求し、そのことが「厳しすぎない」内容の規定のあり方を示唆するのではないかと、ということを差し当たりの結論としておきたい。次に、会社法の債権者保護規定一般に関する抽象的な議論を離れて、商法に散在する、個別的な規定の存在意義を見ることにしたい。

6. 現行法の検討における若干の検討

以上の議論を前提として、現行法の用意している債権者保護規定について簡単に見ることとしたい。

(1) 配当規制

a. 一般

商法は、配当可能利益の算定の仕方について規定を置くことで、配当という形を通じた、債権者から株主への利益の移転を規制している。このような種類の規制が存在することは、以上述べてきた観点と整合的である。ちなみに、社債の財務制限条項は、ほぼ例外なく、何らかの形で配当制限を含んでいる。

配当可能利益の算定に際して、純資産額が資本および法定準備金の額を上回らない限り利益配当を行うことができない。現行法の配当規制の特色は、それが「資本」という概念と結び付けられていることにある。さらにそれに加えて、一定の範囲での利益の留保を強制している。

現行法の規制枠組みをどう評価するかは、難問ではあるが、次の点が問題であろう。まず第1に、このように過去の出資に関するデータを基に、会社財産の拘束の強さを決めることの当否である。このようなやり方は、ともすれば当然視されがちであるが、実は決定的な論理必然性があるわけではない。たとえば、アメリカでは法定資本による配当規制は放棄し財務比率を用いて規制する法制も存在する（注27）。これまで述べてきた財務政策における利害対立という観点だけからは、むしろ当該決定のなされる時点での財務状況こそが重要だということになりそうである。

次に現行法の要求する利益留保の強制という点については、理論的な必然性はさらに弱い。「万一の場合における損失の填補に備えるため」というのであるが、そのような拘束は通常には債権者であれば、当然に要求するような種類のものなのかは、かならずしも明らかではない（注28）。仮に、すでに述べたように、法が「厳しすぎない」条項を用意すべきであるという観点からは、特に問題視される余地の大きい規定かもしれない。

b. 違法配当の効果

商法は、違法配当がなされた場合に、株主に対する返還請求および役員に対して、その額を返還請求しようとしている（注29）。しかし定款で規定されている配当規制（任意準備金）に違反した場合には、株主への返還請求も役員への責任追及も認められない（注30）。しかし、債権者から見た場合、法律上の規制と定款の規制とで、質的な差があるのかというと、疑問がないでもない。機能的に見た場合、法による制約であれ定款による制約であれ、事前に貸付契約の内容に取り込まれる条件の一つになるものはずだからであり、いずれにせよ債権者との約束の事後の変更の一つに過ぎないからである（注31）。もちろん、現行法の仕組みのもとでは、それを前提に貸付けがなされるからそれで問題がないともいえるかもしれないが。

c. 資本減少の規制

以上のように、法定資本の額が、配当という形で利益が移転することを規制していることを前提とすれば、会社（株主）がその資本の額を自由に減少できないのは当然である。それは、既存債権者との間の貸付契約の内容を、事後的に変更するのと同じことだからである。したがって、現行法が、資本減少に債権者の関与を要求していることは理解しやすい（第376条）。減資手続に関して、法は、個別的債権者契約では達成不可能な利害調整を取り込んでいる。すなわち、法の定める減資の手続きの違反をもって資本減少そのものを無効にすることが可能になることにある。これは、個別の債権契約では達成できない効果である（個別契約では、違反の効果として期限の利益の喪失を決めること等を規定しうるにすぎない）（注32）。

(2) 事業リスクの変動に対する規制

次に法律は、会社の業務内容が大きく変わりうる一定の局面について、規制している。たとえば、合併の場合には、債権者保護手続が要求され、反対する債権者には、弁済あるいは担保の提供を行わなくてはならない。

ここで規制の対象となっているような行動は、会社の業務の持つリスクを大きく変える可能性があり、これが株主の判断だけにまかせられるなら、過度のリスクテイクがなされる危険がある。もっとも類似の効果を持つ、営業譲渡や重要な資産の譲渡に関して

は、現行法には規制はない。社債の財務制限条項には、通常、営業譲渡はもとより、「通常の営業の過程（ordinary course of business）」には含まれないような種類の取引には、なんらかの規制が加えられている。

もっとも商法の規制は、契約の財務制限条項ではもたらしえない効果をも作り出していることには注意を要する。契約の規定では、違反の効力として合併の効力を左右するようなことはできない。これに対して、商法の債権者保護手続の違反は、これがはなはだしい場合には、合併の効力に影響しうる場合があると考えられている。このように、第三者効果の生じうる利害調整を導入しうることは、法制度の重要な存在意義である（注33）。なお商法の用意する債権者保護手続が厳密な意味での強行法規であるかどうかは、債権者が事前に包括的な承諾を与えることができるかどうかにかかっているが、否定するのが通常であろう。

(3) その他の債権者保護

以上の2つ以外にも商法は、債権者の保護に関わる事後的・個別的な規律を置いている。ここでは、取締役の第三者責任と法人格否認の法理とを取り上げたい。

a. 取締役の第三者責任（第266条ノ3）

株主・債権者間の利害の対立は、取締役の行動を通じて顕在化するのが常であるから、債権者から株主への利益移転を行った取締役に、個人的な責任を負わせることで対処することも考えられる（注34）。商法第266条ノ3に、このような機能を読み込むことも可能である。現に、商法第266条ノ3の「法人格否認の法理の代替的機能」が指摘されてきた。商法第266条ノ3が適用される典型的な局面は、小規模閉鎖会社である。もっとも、商法第266条ノ3の運用も必ずしもはっきりしない面がある。もし、過小資本状態で、株主の立場としては必ずしも不合理とは言いがたいが会社債権者にとっては問題がある経営がなされた場合に、事後的に取締役の責任が認められるとすれば、この規定は、取締役に一定の行為規範を課すことで有限責任のモラル・ハザードを規制する機能をも有していることになる。

第266条ノ3のような形の利害調整規範は、社債契約や貸付契約ではあまり置かれることはない。これは興味深い事実ではある。このことは、取締役の責任といった

一般条項的な利害調整規範が、非効率的であることを示唆しているのであろうか。それとも、このような一般条項的性格の条項は、契約によって導入されにくい理由があるのであろうか。もし後者だとすると、法がこれを用意することに意義がある。この点に関しては、前述したネットワーク的外部効果の考え方が当てはまるかもしれない(注35)。取締役の義務のように事案に応じ、事後的に判断することを余儀なくされるような種類の一般義務は、もし個別的な私的契約で導入しようとする、さまざまなフォーミュレーションをとる可能性がある。そして、このように実質的に同一の機能を有する利害調整規範が、不必要に(形式的に)多様化することは、無駄なコストがかかるだけである。したがって、このような種類の規範については、法が統一したフォームとしてそのような条項を用意すべきであるという議論がある。この種の条項は、仮に多数の者が望まなかったとしても、いったん一般的にかぶせておいて、それを望まない者が、免責条項を置くというやり方をとるべきである。多数の者は望まないからという理由で、このような規定を法が用意しなかった場合には、少数の者が類似機能を有する条項を導入する必要があるが、そのようなやり方には上述のような無用のコストがかかる。

ただし、この議論は、法が任意規定として、一般条項の規定を置くことを正当化するものであっても、強行法規を置くことの正当化ではない。もし強行法規性の正当化するならば、非任意債権者の存在によることになる。そして第266条ノ3の事件には、不法行為債権者の被害者が少なからず含まれていることも注目される。

b. 法人格否認の法理

いわゆる法人格否認の法理も、有限責任のモラル・ハザードの局面で理解しうる面がある。もっとも、判例上法人格否認の法理なる理論で処理されてきた問題の中には、機能的にはいろいろと性格の違うものが含まれているが、ここでの問題と関係するのは、会社債権者との関係で、会社の有限責任を無視し、背後の個人(株主)の財産にかかっていくことを認めるというタイプの法人格否認である。

このような有限責任を否定するような種類の法人格否認の法理は、債権者の損失において株主が過度のリスクをとる決定を行った場合の制裁として機能することで、そのような行動を抑止する作用があるのは確かである。法人格否認の法理は、小規模閉鎖会社あるいは親子会社関係でしばしば用いられるが、これらのケースでは、有限責

任のモラル・ハザードがもっとも問題になる場合である。

もっとも、過小資本や親子会社関係が認められれば、当然に法人格が否認されなくてはならないわけではない。債権者としては、モラル・ハザードを覚悟で、高い利息で金を貸している場合もありうるわけである。そのような場合は、たとえ事後的に損害を被ったとしても、債権者の自己責任ということになる。しかし債権者がリスクをとったとはいえないケースもある。古典的なケースで、タクシー1台ごとに1つの会社を作っていたような場合がある。交通事故を起こした場合には、その会社を倒産させるわけである。この場合、潜在的な債権者(事故の被害者)の負担において、会社が過度のリスクをとる可能性がきわめて強い。より現代的な例としては、アメリカの環境損害賠償責任の強化に伴い一部のヨーロッパのタンカー会社はタンカー一隻ごとに子会社を設立し輸送を行ったという。これも、有限責任ゆえに、多大な被害者(潜在的債権者)を発生させる可能性のあるプロジェクトが採用された典型的な例といえる(注36)。

取引債権者は、事前に利害調整する機会があったはずだからおよそ法人格否認の法理を適用するべきではないとまでは言い切れない。特に、会社が、債権者のリスク計算を誤らせるような状態を作り出していたケースでは、いちがいに否定すべきではないかもしれない。判例上、会社財産と株主(オーナー経営者の)の財産の混同ということが、法人格否認の一つの基準とされるが、このような観点からは、意味があると理解できる。

まとめ

以上、享受するキャッシュフローの違いに由来する債権者と株主間の利害対立という観点からその調整に関係する法規制を見てきた。もっとも、規制の具体的内容については、当然には正当化できるものばかりでもなさそうである。そしてさらに言えば、なぜ債権者保護のための強行法規が必要かということも、決して自明ではない面が残る。

第2節 いわゆる資本充実と会社債権者

1. 現行法の「資本充実」に関わる規制

伝統的に債権者保護の規定とされてきた会社法の規定の中には、異なる系統の一連の規制が存在する。会社財産の確保のために設けられているとされる、「資本」に関する規制である（ただし配当規制に関わる部分は除く）。特に、資本充実という表現で説明されてきた、現物出資規制等を典型とする出資の実効性に確保する一連の規制がこれにあたる（以下、出資関連規制と略称する）。簡単にその概要を見て見よう。

(1) 金銭出資の規制

金銭出資を原則とするが、確実に払込がなされるように次のような規制が加えられている。まず、出資の履行は、払込の取扱をすべきものと決めた特定の銀行、信託会社（払込取扱銀行、商法第170条第2項、第175条第4項）においてしなくてはならない（商法第170条第2項、第177条第2項）。そして、払込を受けた銀行は、発起人・取締役の請求に応じて、払込金の保管をしている証明をするが、この証明書は、設立登記の申請書類の一つであり、これがないと登記申請は、受け付けられない（商業登記法第80条第10号）。この保管証明は無条件のものであって、保管証明を出した銀行・信託会社は、たとえば払込がなかったといった事実を主張することはできなくなる（商法第189条第2項）。さらに、この種の規制を潜脱する試みについても規制が置かれている。たとえばいわゆる預合（発起人が銀行から借り入れてそれを出資の払込に充て、その銀行に会社名義で預金するが、発起人が借り入れを弁済するまでは、その預金を引き下ろさない旨を約束すること）に関しては、このような約束は無効であるとしたうえで（商法第192条第2項）、刑事制裁の対象にしている（商法第491条）。またいわゆる見せ金（払込取扱銀行以外の者から発起人が借り入れを行い、出資の払込に充て、設立後速やかに会社の金を使ってこれを返済すること）についても、判

例はその有効性を否定している（注37）。

(2) 現物出資の規制

現物出資に関しては、定款に記載させた上で、裁判所の選任した検査役の検査を要求する。出資の目的物が過大評価されることを防止することが目的とされる。検査役の調査報告書その他は、登記申請書の添付書類とされており、これがないと設立登記はできない（商業登記法第80条第4号）。登記の申請に際して、以上に関する書類の提出が要求されており、これらの規定がエンフォースされるようになっている。

現物出資に関する規制を実効的にするために、同じ目的を達成しういくつかの方法にはいずれも規制が加えられている。たとえば、設立時点で存在している財産を設立後購入したりすることは、同様の手続きを踏まなくてはならない（商法第246条第3項等）。

(3) 労務・信用の出資の禁止

株式会社では、労務・信用の出資は認められていない（注38）。この種の出資は評価が困難であり、これが過大評価されることが資本充実と反するからであるとされる。

2. 資本充実と債権者保護

以上のように出資が実効性になされるように商法は何重もの規制を敷き、かつそれは設立（あるいは増資）登記の段階で最終的にチェックされている。さらに、発起人・取締役などの関係者には、違反に対する厳しい責任が課されている。さまざまな脱法は指摘されているが、規制枠組みとしてはかなり厳格な方であろう。これらの規制は、伝統的に資本充実という言葉で呼ばれ、商法における債権者保護の一つの柱とされてきた。しかし、その論理は実は必ずしもはっきりしない（注39）。以下で述べるように、債権者保護の観点からこれらの規定に期待されている機能がもしあるとすれば、ある種の情報の提供機能であると思われるが、説得力のある説明になっているか疑わしい面もある。

(1) 配当規制との関係

標準的な体系書の記述によると、「資本は会社財産を確保するための基準となる一定の金額であるから、資本の額に相当する財産が現実に抛出され、かつ保有されなくてはならない」（注40）とある。ここでいう「会社財産を確保するための基準となる一定の金額」としての資本の機能は、前節で説明した配当規制にも現れている（配当可能利益の計算において、差し引かれるべき数字として働く（商法第290条第1項））。しかし、ここからは論理必然的には「資本の額に相当する財産が現実に抛出され、かつ保有されなくてはならない」ということは導けない。配当に対する拘束という観点からは、法定資本の額は高ければ高い程拘束が強くなるわけであり、したがって、たとえば実質1,000万円の財産の出資に関わらず、2,000万円の資本の額を掲げることは、配当という形で会社財産流出の規制という観点からは、当然には有害とは言えないはずだからである。

(2) 「資本」の額に対する抽象的な信頼

それでは「資本の額に相当する財産が現実に抛出され、かつ保有されなくてはならない」という結論を基礎づけているのは、どのような論理なのか？上の例で言うと、2,000万という資本金を見て、（現実には1,000万円の資産しか抛出されていないのに）それだけの会社財産があると信じて取引した債権者の信頼を保護するのが、この規制の趣旨であろうか？従来、資本充実ということの中味は、漠然とこのように理解されてきたように思われる。しかし、学説が考えている債権者保護の中味がこのようなものだとするならば、それには次のような疑問がある。

現行法上、資本金が1億円であるということは、その会社には1億円相当の資産が現存するということがまったく意味しない。これは、出資関連規制が存在するか否か、厳格にエンフォースされているか否かにはかわりない。現行法の出資関連の規制が保証しているのは、少なくとも設立あるいは増資の時点で、資本金（あるいはその増加額）だけの資産が、いったんは抛出されたという事実には過ぎない。したがって、現行法は、1億円という資本金を見て、それだけの資産のある企業だと信じて取引できるような仕

組にはできていないのである。もし資本金だけを見て取引をするという債権者を保護するというのであれば、現行の出資関連規制ではまったく不十分で、設立（増資）後も、法定資本相当額の純資産が存続するよう絶えずチェックするシステムにする必要がある（注41）。

もっとも、仮に資本金が、将来その会社の現在の純資産額とは一致しなくなることがあるにしても、最初から両者が乖離していることを積極的に容認する理由はないという反論もありうる。この反論がどの程度説得力があるかは、(1)いったんは資本の額に相当する資産が抛出されたという実体を守ることが、会社債権者にとってどの程度の意味があるのか、別の言い方をすると会社債権者は資本金の額を取引の際の判断材料としてどの程度重視しており、またそれが妥当なことか、(2)仮に「いったんは資本の額に相当する資産が抛出された」ことが保証されることによって守られる利益（債権者の抽象的な信頼）が、規制に要するコストを上回るのかということにかかっており、当然には肯定できないように思われる。

(3) 出資された特定の資産の評価額に対する信頼

もっとも、1,000万円の価値しかない財産が、2,000万円として抛出されたとしたら、貸借対照表上にも、2,000万円の資産として計上されてしまうであろう。現行法が望ましくないと考えているのはそのような記載（一種の不実表記）なのであろうか。過大評価された資産の簿価が債権者を惑わすおそれがあるという問題である。

このような懸念は理解しえないわけではないが、やはり説得力があるとはいえない。まず、この問題は、配当可能利益の適正な計算ということとは、直接は関係ないことに注意する必要がある。すなわち、この場合、出資された財産の額は確かに過大評価されているが、同時に資本の額もそれだけ水増しされるわけであって、配当可能利益の計算には、最終的には影響してこないのである。したがって、問題となるのは、債権者が、過大評価された簿価を見ることによって、特定の資産の価値そのものを誤解し、その資産をあてに金を貸したという場合に限られる。このようなことが本当にどれだけあり、どれほど深刻な問題なのかは疑問がある。

また、そもそも資産評価の方法として取得原価主義をとる限り、会社がある資産を市場価格を大幅に上回る対価をもって取得したとすれば、そのような価格が貸借対照表上

に現われることは避け難いのである。もちろんこのような行為は、既存株主に対する忠実義務違反となりうるけれども、それはまた別論であり、資産に評価額が当然に市場価格まで引き上げられることには何らない。

(4) 資本と会社の規模の表示機能

資本金の額は、会社の規模を測るモノサシとして用いられることがある（たとえば商法特例法第1条参照）。比較的最近導入された最低資本金もこのような観点から理解されているようである。すなわち、この制度については、株主のモラル・ハザードを抑止するため一定のエクイティを要求するという趣旨とは理解されていないことはもとより、債権者の引当財産を確保するといった観点もあまり強調されていない。むしろ、「株式会社としてふさわしくないような規模の事業が、株式会社形態をとって行われることを防止する」ことにその存在根拠があるとされる（注42）。たとえば、現物出資規制がまったくなくなると、今まで個人企業だった商店が店舗を現物出資することで、突如資本金50億円の株式会社として登場することを許すことになる。

確かにこれは、会社の事業活動の規模の誇大表示であることは間違いない。ただこうなると、ここで資本の果たしている機能は、通常の意味での「債権者保護」とはおおよそ異質なものと一言なくてはならない（注43）。しかし、このような意味での、資本の会社の規模の表示機能への期待は、少なくとも法律家の間では広く存在しているように思われる。

小括

以上のように、一般的な債権者保護としての資本の制度、とくに出資関連の規制の説明には、あいまいな点が含まれているように思われる。教科書的な説明が厳密には何を意味しているのか、筆者には不明であるが、つきつめると「資本」の額が、債権者に対して会社の財産状態に関する情報を与えるという前提か、そうでなければ世の中一般に対して会社の規模に関する情報を与えるという前提かをとらない限り意味がないように思われる。前者については、資本がそのような機能を果たしうるかについては疑問が少なくない。また後者については、通常の意味での債権者保護とはかなり異なった内容を意味するもので

あることは認識されなくてはならない。

3. 設立段階における資金提供者間の利害調整

これに対して、出資関連の規制をやや別の観点から説明することも可能である。いままで検討してきた考え方が分かりにくいのは、出資関連の規制が、設立および増資（増資の場合については後述）の時点での財産の抛出の仕方に対する規制にすぎず、それ以後の会社の財産状態ともその後の会社の行動とも、論理的には関係のないものであるにも関わらず、これを債権者保護一般と関係があるかのごとく説明しようとしていることが原因である。しかし、このような規制の特質（設立・増資の瞬間だけの規制）を考えると、むしろこれらの規定は、純粹に設立時点（増資時点）での資金提供者間の利害を調整するものと理解した方が一貫するよう思われる。

仮に、いま新しい会社が設立されようとしているとしよう。当初必要な資金の一部を内部者（発起人やその周辺の人間）から、一部を外部から調達しようとしているとする。内部者と外部の資金提供者の間の情報の偏在は、つねに存在する問題であるが、会社の設立時点では、特に深刻であろう。外部の提供者としては、内部者が自己よりも有利な形で出資しているのではないか（この場合外部者から内部者への財産の移転があることになる）、という懸念を持つかもしれない（注44）。このような情報の偏在は、外部資金の調達に対する深刻な障害となりうる。

もちろん、情報の偏在は、その会社が行おうとしているプロジェクトそのものに関する場合もありうるし（注45）、それならこれは新たな企業が当然に負担しなくてはならないコストかもしれない。しかし内部者としては、事業の発展の見通しといった点はともかくも、少なくとも外部者からは金をとっておきながら、内部者にはただで株式を与えているという形の単純な詐欺だけは行われていないという保証を与えたいであろう。資本充実関連の規制は、まさにこのような設立企業のニーズに応えるものと見ることもできる。内部者の出資の透明性を確保するようなアレンジメントは、個別企業ごとでも不可能ではないが、会社法規制枠組みによってによって与えられるシグナルが、個別のアレンジでは与えられないような信頼性を生みだし得るなら、出資関連規制を用意する一応の意味はありうる（なお、このような規制の強行法規性については後述）。

このような議論自体は、必ずしも目新しいものではない。現物出資規制について、他の株主との平等という観点からの要請は従来からなされている（注46）。ただ、従来どちらかという補足的に述べられてきた、このような側面こそが出資関連規制の主たる（おそらく唯一の）機能なのではないかと思われる。

なお増資の場合の規制については、以上の説明はそのままは当てはまらない。しかし、増資の場合にも出資関連規制が存在するとはいっても、その内容は、設立の場合に比べて、はるかに緩い。たとえば増資の際の現物出資規制などは、適用される範囲が限定されている上に、そもそも厳密な意味での強行法規かどうかすら疑わしいように思われる。なぜなら、現物出資に関する規制を受けるのがいやであれば、当事者としては、金銭出資で増資し、それによって調達して資金をもって、その財産を買い取ることができる。このような手法によって、現物出資に関する規制を免れることは、設立の際には許されていないが（事後設立の規制。商法第246条第3項）、増資の場合には規制はない。現物出資に関する限りは、見かけはともかく、現行法上、増資の際には規制は弱い。したがって、確かに設立時の利害関係者の間の情報の偏在という説明の仕方は、増資の際の規制が存在することは整合的ではないように見えるが、増資の場合にはるかに規制が緩やかになっていることがかえってよく説明できるともいえる（注47）。

より実質的な問題は、なぜこのような出資関連の規制を、すべての会社に強制しなくてはならないかである。たとえば、会社によっては、設立当初の資金は（自己資本、他人資本の両方とも）、基本的にはすべて内部者から調達しようとするかもしれない。しかし、現行法上、そのような会社とても同様の規制は受けなくてはならなくなる。

もっともな批判であり、完全に反論することは難しいが、あえていえば、個別企業が出資関連規制をはずす自由を認め、現にそのような会社が世の中に存在することが、出資関連規制のもつシグナルを弱める可能性がないでもないという反論が一応考えられる。仮に、会社が定款に記載することによって、出資関連規制を回避できるとしよう。このようなルールのもとでは、たとえば会社は現物出資については検査役の検査は不要と定款で定めることができる。外部の資金提供者は、このような定款をみて信用できないと思うなら出資しなければよし、また外部の資金が必要ない会社は安いコストで設立できるから、このようなルールは望ましいというのが上の批判である。しかし、このようなルールのもとでは、外部の資金提供者は定款をチェックしなくてはならなくなる。しかも「現物出資については検査役の検査は不要」等という単純なものばかりではなく、定款を見ただけでは分

からないもっと巧妙な潜脱もありうる。このような可能性を考えると、上の批判のように単純に言い切ってよいかは疑問もないではない。別の言い方をすると、すべての会社が出資関連規制に服しているという事実が、規制のもたらしうるシグナルの価値を高めている可能性があるのである。もっとも、例外を認めないことによって高まるシグナルの価値が、規制を強制するコストを上回るかどうかは疑問がないでもない。

なお、設立段階では、資本市場によるモニターが働く可能性が弱いか、場合によってはまったくないという点で、会社法における「契約自由の原則」が成り立つ前提が欠けていることに注意すべきである。もし、設立企業の内部者が外部者の情報の不備を利用して資金を引き出し、その資金で投機する（あるいはリスクの高いビジネスに投資する）ことで利益を上げようと思っているなら（「一度きりの取り引き」の場合）、およそ資本市場によるモニターは働かない。このような問題は、設立段階での定款による「契約の自由」に対する制約の必要性を示唆する（注48）。

おわりに

本稿では、会社法における債権者保護規定の存在意義について、できるだけ機能的に検討してきた。伝統的には、「物的会社の典型である株式会社では、会社債権者の拠り所となるのは会社財産に限られている」ということから、「会社財産の充実・維持を図る必要がある」とした上で、それを達成するために「資本」という制度を用意しているのが現行法であると説明されてきた。そこでは、一方で資本に見合う実財産が拠出されることを確保し、他方で資本を通じて会社財産の流出に歯止めをかけるという枠組が語られてきた。しかし、この説明の仕方では、かなり性格の異なりうる規制が無造作に根拠づけられてきた感がある。

第1節では、会社の投資・財務政策をめぐる株主と債権者の間に生じうる利害調整という観点から、現行法の規制の一部の説明を試みた。その結果、純粋理論的には必ずしもその存在意義が十分に説明しつくされるというわけではないが、配当規制や合併に際しての債権者異議手続などの有する経済的な意味は多少なりとも明らかになったように思われる。第2節では、債権者保護についての伝統的な説明の今ひとつの中核である、「資本充

実・維持」という概念について検討した。そして、その結果、「資本充実・維持」に期待されうる機能があるとしてもそれは通常の意味の債権者保護とは異なるものであること、そしてむしろこの「資本」制度のもつこの側面は、設立・増資時点での資金提供者間の利害調整の役割として捉えた方が一貫するのではないかということ論じた。

商法会計の内在的な目的・構造を考える際には、商法における債権者保護規定の役割と機能についての正確な理解が不可欠である。本稿がそのための一助となれば幸いである。

(注1) たとえば鈴木竹雄＝竹内昭夫『会社法（第3版）』（有斐閣、1994年）25頁（資本の制度に関する記述）。

(注2) もし、事業者が倒産手続きに入ってしまうと、その時点での財産に限定されてしまふはずだからである。

(注3) ここで「望ましくない」というのは、「債権者にとって有害な」という意味ではなく、資源の効率的な配分という観点から望ましくないという意味である。たとえば、現在価値がプラスではない事業計画は採用されるべきではない。そのような事業への投資は、「無駄」であり、資源の非効率的な配分である。株主が事業の計画を採択する場合には、以下で述べるような理由から、このような意味での「望ましくない」計画が採用される可能性がある。

(注4) ここでは、話を簡単にするために、中間的な証券の存在は、さしあたり無視している。転換社債、優先株式、劣後債などである。また、債権者は、厳密に言えば、おのおの条件が異なるから、異なったインセンティブを持つが、ここではそれも無視している。要するに、一人の普通株主と一人の（無担保）債権者を有する会社を念頭に置いていると思えばよい。これは説明をわかり易くするための簡略化で、議論が成り立つための不可欠の前提要件ではない。このような会社は、もちろん存在しないが、ここで示される利害対立は、より複雑な「現実的公司」でもなくなるわけではない。

(注5) 別の言い方をすれば、株式は、券面額を行使価格とする一種のコール・オプション（ヨーロッパ型）、債権は一種のプット・オプションを買っていると見ることができる。

(注6) よりテクニカルには、商法上、経営者は株主の利益を最大化するように経営する義務を負っていると理解されているが、倒産手続きにおいては、管財人は（無担保）

債権者の利益を代表することになる。

(注7) したがって、「投資が決定される以前に貸付が行われるが、その結果が生じる以前に貸付の満期が到来する場合」には問題は生じない。Stewart C. Myers, Determinants of Corporate Borrowing, Journal of Financial Economics 9:147(1977)、pp. 152-153 (注8) 以上述べてきた問題は、企業の価値はその資本構成とは無関係であるという、モリジャーニ＝ミラーの理論（MMの理論）の前提の一つに関連している（F. Modigliani and M. H. Miller, The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, American Economic Review 48: 261 (1958)）。すなわち、MMの理論の前提は、「企業の投資政策が同じであるとすれば」ということにあった。前述のような、株主と債権者の利害対立が存在するということは（さらには株主の利益に沿って投資政策が決定されるとすると）、負債の存在およびその額の大きさが、投資政策に影響し、したがって、このような負債のインセンティブ効果を前提にすると、（少なくともMMの理論だけからは）、資本構成によって企業価値は変わらない、とはいえないということになる。

(注9) 簡単な数値設例をもってより具体的に説明すると次のようになる。

今、会社の資産が10,000億円、会社の負債は7,000億円（単純化のためすべて普通社債で利息10%とする）である。したがって、現在の株主の持ち分は3,000億円となる。この10,000億円の資産で、現在検討中のプロジェクトを行った場合、成功した場合20,000億円の利益が上がり、失敗した場合、5,000億円の損失がでるとする。成功する確率は、30%と予想される。

株主にとってこのプロジェクトの期待値は、

$$10,000 + 20,000 \times 0.3 - 5,000 \times 0.7 - 7,000 \times (1 + 0.1) = 4,800$$

であり、持ち分は1,800億円増える。したがって、このようなプロジェクトは採用される。

しかし債権者にとってはこの計画は望ましくない。まず成功した場合は問題はない（元本と利息が返ってくる）。しかし、失敗した場合会社の資産は5,000億円となりこれだけしか返ってこない（有限責任）。

$$(7,000 + 700) \times 0.3 + 5,000 \times 0.7 = 5,810$$

債権者から見るなら、よりリスクの高い（しかし、株主にとっては十分リターン大きい）プロジェクトが採用されることで、利益を害されるおそれがあることになる。

このようにこのプロジェクトの遂行は、債権者の（期待）損失において株主が（期待）利益を得ることを意味している。繰り返すが、社債の利息は、このようなプロジェクトの採用を予期して設定されていない、というのがここでの仮定である。

(注10) なお、事前交渉する余地のない債権者（たとえば不法行為債権者）については、このような議論が当てはまらないが、これについては後述する。

(注11) ローン市場における逆選択は、いわゆる信用割当の説明として用いられることがある。Joseph E. Stiglitz, and Andrew Weiss, Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, American Economic Review 73: 393(1981)参照。邦語の紹介として、藪下史郎『金融システムと情報の理論』（東京大学出版会、1995年）95-106頁参照。

(注12) 実は直ちにはそうとも断定できないことに注意する必要がある。債権者の側が、株主の行動（たとえば配当政策）に拘束を加えるような処理ではなく、単純に高い利息をとる、あるいは担保を要求するという形での対処を望むかもしれないからである。株主の決定に対する拘束は、モニタリングを含め、その履行の確保にかかるコストが大きくなるかもしれない。債務者の行動をモニターする能力のない債権者は、単純に高い利息をとることを望むかもしれないし、そのことに合理性があるかもしれない。また、債権者が株主へとその地位を変更する権利を与えておくこと（転換社債の発行）も、モニタリングコストが少なくすむ対処としては有効かもしれない。

(注13) Clifford W. Smith and Jerold B. Warner, On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants, Journal of Financial Economics 7: 117-146 (1979), pp. 120-21

(注14) Jeffrey N Gordon, The Mandatory Structure of Corporate Law, Columbia Law Review 89:1549 (1989), pp. 1565-66 は、会社法一般に関して、これに似た議論を検討する（最終的には否定）。

(注15) Gordon, supra note 15, p. 1566

(注16) しかし、有限責任の外部効果を強調するこの議論は、最終的には有限責任の否定（少なくとも部分的否定）につながる可能性がある。現に、アメリカでは、不法行為債権者との関係で、有限責任を見直そうとする動きが、少なくともアカデミックなレベルでは、存在する。一部の論者は、有限責任のもたらすメリットは、過去過大評価されてきており、それがもたらす外部効果を当然に上回るとはいえないという。たと

えばHansman, Henry and Reinier Kraakman, A Procedural Focus on Unlimited Shareholder Liability, Harvard Law Review 446:106 (1992)

(注17) Robert Charles Clark, Corporate Law (1986), p.10

(注18) Marcel Kahan, The Qualified Case Against Mandatory Term in Bonds, North Western Law Review 89:565, 595-600(1995)の分析に負っている。

(注19) Kahan, supra note 18, 595-97

(注20) 以下の議論は、Michael Klausner, Corporations, Corporate Law, and Networks of Contract, Virginia Law Review 81: 757 (1995)による。

(注21) たとえば、電話などはその極端な例である。電話の加入することの意味は、それがどれだけ普及しているかにかかっている。電話のシステムがほとんど確立していない国では、そのようなネットワークに加入しても、それによって通信できる人間があまりいない以上、加入することによって得られる利益は大幅に減少してしまう。ビデオの規格やコンピュータの互換性についても同じ様なことがいえる。

(注22) Klausner, supra note 20, pp. 834-37

(注23) アメリカ法でも債権者保護関係の規定は存在するが、その内容は極めて貧弱であり（緩やかな配当規制が存在するだけ）、実質的には、ほとんど無意味だと評価されている。Robert Charles Clark, Corporate Law (1986), p. 88

(注24) 以下の議論は、Lucian Bebchuk, Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law, Harvard Law Review 105: 1435, 1489 (1992)を参考にした。

(注25) Bebchuk, supra note 24, p.1489

(注26) Bebchuk, supra note 24も、州の競争と強行法規性との理論的關係を示唆する。

(注27) この点については、弥永真生『企業会計法と時価主義』（日本評論社、1996年）256-258頁参照。

(注28) 利益配当に関する法規制の緩いアメリカでは、社債や銀行貸付の契約条項には、配当規制の条項が含まれるのが通常だが、利益留保を強制するものはめずらしい。もっとも、会計のルールも異なるから、安易に比較すべきではないが。

(注29) なお、各株主に対する返還請求も可能であるというのが通説である。

(注30) 鈴木竹雄＝竹内昭夫『会社法（第3版）』（有斐閣、1994年）376頁

(注31) もちろん、現行法の規制のもとでは、このような違反の効果の違いも含めて合意

内容として取り込まれることになるのであり、その限りでは問題は無い。しかし、なぜ違反の効果が異なるのかということに対する積極的説明はむずかしい。

(注32) なお、現行法は減資のために株主総会の特別決議を要求している(商法第475条第1項)。常識的に考えると、資本の額を減らすことは、配当可能な場合を広げるだけであって、株主の利益を害するとは考えにくく、なぜ厳格な手続を課すのかは理解しにくいかもしれない。この点に関する一応の解答は、資本減少の効果自体は、株主にとって必ずしも問題はないが、減資の手段として株式の併合や消却が行われる可能性があり、そのような手段の選択をめぐって株主間の利害対立が生じうるから規制が加えられているということであろう。減資に関する総会特別決議の意味をこのように解することは、株式の消却等を伴わない減資(資本の額だけの減少も可能であるというのが有力な考え方である。鈴木竹雄=竹内昭夫『会社法(第3版)』(有斐閣、1994年)446頁等)であれば、特別多数決とする理由がないのではないか、あるいはそもそも総会決議する不要ではないかという疑問につながる。現行法の解釈としては無理であろうが、立法論としては、そうすべきかもしれない。

(注33) もちろん、調整をもたらす積極的な効果が、生じうる第三者効果を上回る場合でなければ、このような調整は、正当化できない。しかし、仮に純粋なメリットがある場合であっても、私人間の契約では、このような調整を導入することは、法律的には難しいであろう。

(注34) Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law* (1991), p. 61. このような対処の仕方をするのは、必ずしも日本法だけではないようである。フランスの会社法では、会社資産が不足する場合に第三者に対して責任を負うべきものとされているようである(1967年7月13日の法律99条)。経営者の財産と会社の財産との混同と呼ばれることがある。A. ヴィアンディ「フランス会社法における最近の傾向」国際商事法務12巻2号71頁、75頁(1984年)。

(注35) Ian Ayers, *Making a Difference: The Contractual Contributions of* Easterbrook and Fischel, *University of Chicago Law Review* 59: 1391 (1992) なおネットワークの外部性に関する議論も参照。

(注36) アメリカの環境損害賠償責任は重すぎ、不必要に原油の輸送を抑制している、という議論もあり、ヨーロッパのタンカー会社の行動がただちに非難されるべきかは、また別であるが。

(注37) 最判昭和38年12月6日民集17巻12号1633頁。ただし、このケースは貸し付けたのが払込取扱銀行であったなど、むしろ預合に近い面もあった事案であり、いわゆる「見せ金」を全面的に無効にするという趣旨の判例と解してよいかは疑問である。

(注38) もっとも、有限会社では、労務・信用の出資も認められている(有限会社法第68条、民法第667条第2項、商法第89条)。

(注39) 岸田雅雄「資本と準備金の機能」竹内昭夫編『特別講義商法 I』(有斐閣、1995年)328頁は、「一般的な俗説では資本金の額が大きいかほど会社債権者の保護となるとする考えがある」という。

(注40) 鈴木竹雄=竹内昭夫『会社法(第3版)』(有斐閣、1994年)26頁

(注41) このような規制は、コストがかかりすぎるであろう。Easterbrook and Fischel, *supra* note 34, pp. 60-61 ただし、銀行等の一部の規制産業には、この種のソルベンシー規制は存在する。

(注42) もっとも、そもそも、なぜ事業者が株式会社形態を望むのかは、実はあまりはっきりしない。また、商法学者の間には、小規模な企業が株式会社形態をとることに對する潜在的な警戒心が伝統的に強いが、このような現象がなぜ非難されなくてはならないかということも、その実質的な理由は、実はあまりはっきりしない。少なくとも、「法を軽視する風潮を招く」といった理由をこえて、より経済的に根拠づけられることは少ない。「本来大規模な企業に適した企業形態」を实体は個人企業と変わらない企業がとることは、一種の仮装であって、取引社会を惑わし、債権者に損害を与える、といったことが、しばしば言われる。本当に、債権者は、ある企業が株式会社であるという理由だけで、何らかの信頼を置くものだろうか。「債権者に不測の損害を与える」というのは、経験的データに基づく、実証的な発言なのであろうか。それとも、実態が「本来の法の趣旨とは異なる」ことに對する、法律家的反感を別の言葉で表現したに過ぎない可能性もある。

(注43) しかもこの説明は、沿革的には疑問がある。出資関連の規制は、最低資本金導入以前から存在していたからである。あえていえば、資本金の有する「事業の規模の表示機能」は、すでに古くから存在しており、最低資本金の導入は、それをより厳格に施行するための改正に過ぎないと考えられるということであろうか。

(注44) このような懸念はエクイティ・ファイナンスの場合に深刻であるが、債権者の場合にもないわけではない。すなわち、当初1,000万円エクイティ・ファイナンスで資

金が調達されることになっているプロジェクトに、エクイティ・サイドからは、実は500万円分しか資金が提供されていない、という可能性がありうることは、債権者の貸付の行動に影響しうる。

(注45) 情報の偏在がエクイティ・ファイナンスに与える影響の分析としてS. C. Myers and N. S. Majluf, Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, Journal of Financial Economics 13: 187-221 (1984)参照 (一種の逆選択が生じ、エクイティ・ファイナンスが困難になることを指摘)。

(注46) 鈴木竹雄=竹内昭夫『会社法(第3版)』(有斐閣、1994年)62頁等

(注47) 金銭払込の場合の規制は、設立の場合とほぼ同様のものが存在するが、これは支払方法に関して規制しているだけで、特にコストを増加させるような種類の規制ではない。

(注48) Lucian Bebchuk, Freedom of Contract and the Corporation: An Essay on the Mandatory Role of Corporate Law, Working Paper No. 46, Program in Law and Economics, Harvard Law School (1988) pp. 50-62参照。