

EU会社法と日本の事業体制

——欧州私会社 (SPE : Societas Privata Europaea) を中心として——

松 嶋 隆 弘

一．はじめに：本稿の意図

本稿は、欧州私会社 (SPE : Societas Privata Europaea) の概要^①を紹介し、日本の非公開会社法制^②と対比することで、現行の日本法における非公開会社法制の改善点を認識し、SPEから一定の立法的示唆を得ることを目的とする。

現在、わが国においては、平成一七年制定の会社法がメンテナンス時期を迎え、次期会社法改正への準備が進んでいる。しかし、その中身を一瞥するに、それらはもっぱら、公開会社について、資本市場の観点から規制の強化を軸とした改善を試みんとするものであり、わが国の大部分を占める非公開会社に関し、抜本的検討を加えるものではない。

これに対し、EU会社法においては、大多数を占める中小企業 (SMEs : Small and Midium Enterprises) を正面から見据え、加盟国の SMEs に共通のフレキシブルかつ柔軟なフォーマットを与えることで、資本の自由移動を促し、域内における企業活動の促進を図ろうとしている。単一国家であるわが国において、他国とのフォーマットの共通化はさしあたり問題にならないとしても、わが国内の種々の事業体を統合する事業体法制の構築を試みようとする立場からすると、⁽³⁾ 外延たる枠の中で、設計の自由を許容する SPE のアプローチは、わが国においても十分に参考にされるべき法制のように思われる。また、非公開会社・中小企業を核として、フレキシビリティと柔軟さを基調としつつ、制度設計を考えるアプローチは、予定されている次期会社法改正の「盲点」をあぶり出すものとして、日本法にとって有益な検討課題と解される。

本稿では、かような観点から、まず、SPE のあらましを述べ、その特徴をまとめ、次いで、わが国における非公開会社の特徴を指摘する。その上で、定款自治と会社債権者保護の二点から、SPE と非公開会社を比較し、SPE がわが国事業体法制が学ぶべきものが何かにつき、考えてみたい。

なお、あらかじめ下記の二点につき述べておきたい。

第一に、本稿で依拠する SPE に関する条文についてである。欧州私会社 (SPE) 法議長修正案については、依然として流動的な状況にある。最初の包括的な提案である欧州委員会提出欧州私会社 (SPE) 法に関する理事会規則案 (Proposal for a Council Regulation on the Statute for a European Private Company (SPE), presented by the European Commission : 二〇〇八年六月二五日 : 以下、「理事会規則案」という。⁽⁴⁾) の提出後、二〇〇九年二月一〇日、欧州議会 (European Parliament) は、修正案 (European Parliament Legislative Resolution of 10 March 2009 on the Proposal for a Council

Regulation on the Statute for a European Private Company (COM (2008) 0396-C6-0283/2008-2008/0130 (CNS) : 以下、「欧州議
会案」⁽⁵⁾)を承認可決し、議論はカウンシルレベルへと移った。⁽⁶⁾そして二〇〇九年一月カウンシルの議長国で
あるスウェーデンは、議長修正案 (Revised Presidency Compromise Proposal for a COUNCIL REGULATION on a European
Private Company : 以下、「議長修正案」⁽⁷⁾)を提出し、現在それに対する修正のやりとりが行われている。⁽⁸⁾本稿は、
大枠はもうこれ以上動かないという仮定の下、すでに翻訳が出ている理事会規則案の用語を用いつつ、ほぼ最終案に
近いと目される議長修正案をベースとする。

第二に、日本の非公開会社法制との比較という本稿の関心に鑑み、直接の関連を有しない共同決定 (議長修正案第
六章) 及び登記上の本拠地の移転 (議長修正案第七章)⁽⁹⁾、並びに大部分を国内法にゆだねている組織再編、解散及び無
効 (議長修正案第八章)⁽¹⁰⁾は、割愛する。

1.1. SPE の意義とその特徴

1. SPE の意義

EUにおいて、SMEsは、その数二三〇〇万社、域内の会社の九九パーセントを占めるとともに民間経済部門の雇
用の約七割を支えている。そしてコミッションの調査によると、域内で事業を行うSMEsのうち約四割が、国際取
引の拡大を望むものの、そのための道具立てに乏しいと考えており、海外子会社を保有したり、国際間のジョイン
ト・ベンチャーを行うものは、わずか五パーセントにすぎない (大会社の場合には、約二〇パーセント) とされる。⁽¹¹⁾

SMEsの海外進出にあたっての大きな障害の一つが、事業体に関する法規制である。域内のSMEsについては、

二七か国が国ごとに異なった規制を有しており、結果的に、域内のSMEsは、設立準拠法ごとに、事業体のフォーム、資本、社員の数などに関し、異なった規制に服する。海外子会社を有するSMEsを例にとると、親会社と子会社とで、別個の事業体法制に服することとなり、かかる煩雑さは、親子ともに同一規制に服する内国結合企業に比して、経済的障壁となる。

EU法は、かかる国際間の共通フォーマットとして、すでにいくつかの先行例（欧州経済利益団体（EEIG：The European Economic Interest Group）、欧州協同会社（ECS：The European Cooperative Society）、欧州会社（SE：Societas Europea）といったものをあげることができる。）を有している。しかしそれらはいずれもSMEsにとって、必ずしも適格的なものではない。⁽¹²⁾たとえば、SEを例にとると、これは本質的にSMEsよりも規模が大きな企業を想定して制度設計がなされており、そのため、最低資本金規制（一二〇、〇〇〇ユーロ）、従業員参加につき規定を置く。その結果、SEは、SMEsにとり使い勝手がよいフォームではないこととなる。

2. SPEの特徴

では、SMEs向けの制度であるとされるSPEとはどのような特色を有するのか。議長修正案二条は、SPEの特徴として、①. SPEが法人格を有し、持分所有者が引き受けた資本金の限度でのみ責任を負うこと、②. 資本金が持分に分かれたれていること、③. 持分が公募及び公開取引の対象とならないこと、④. SPEが設立登記時において、クロスボーダー的要素を有することを挙げている。

①. は、SPEが有限責任の事業体として法人格を有することを、②. は、株主の出資が資本金を構成すると定め、

資本の「エクイティ」性を示すことを、③は、SPEの「Private」を、それぞれ規定するものである。

④は、理事会規則案にはなかったものであり、SPEが加盟国をまたぐ国際間の共通フォーマットであることを示すものである。理事会規則案は、クロスボーダー的要素に関する適切な基準を立てることが困難であること、もしかかる事項を要件化すると、かえって障害になること等の理由から、意図的に掲げなかったものであるが、かかる試みに対しては、EEC条約五条に明記される「補完性原理 (Subsidiarity Principle)」との抵触の有無が問われることとなった¹³⁾。

このほか、理事会規則案では、前述のSEや他のSPEのみならずEEIGやECSもSPEの設立に参加することが可能であることを明らかにすべく、⑤一人以上の自然人及び／又は法人が設立できることという特徴も掲げられていたが、議長修正案では掲げられていない。

三. SPEの概要とわが国における非公開会社との対比

1. はじめに

比較の手始めとして、議長修正案の章立てごとに、SPEの規定を概観し、次いで相応するわが国の非公開会社の規定を紹介し、両者を比較していきたい。

2. SPEの設立

(1) 議長修正案第二章は、SPEの設立につき、① 設立方法に関する規制 (議長修正案五条、五条a、五条b)、

②. 名称に関する規制（議長修正案六条）、③. 本拠地及び支店に関する規制（議長修正案七条、一三条）、④. 定款に関する規制（議長修正案八条）、⑤. 登記に関する規制（議長修正案九条〜一〇条、一二条）、⑥. 開示に関する規制（議長修正案一二条）を置く。

順次みていこう。まず、①. についてだが、SPEを設立するには、(i). SPEに関する規則に従い無から (ex nihilo) SPEを設立する方法、(ii). 既存の会社から組織変更する方法、(iii). 既存の会社の合併による方法の三つがある（議長修正案五条一項）¹⁴。(i). の方法は、SEに関して認められておらず、この点はSEと対比した場合のSPEの顕著な特性といえることができる。

次いで②. は、設立されたSPEが名称の後にSPEの文字を用いなければならないこと及びSPEでない事業体がSPEの名を用いることができないことを規定する（議長修正案六条）。

③. について、SPEは、その本拠地及び主たる経営管理地又は本店所在地をEU内に有する必要がある（議長修正案七条）。理事会規則案の段階では、後二者は、登記簿上の本拠地と同一の加盟国に置かれる必要はないとされていたが（理事会規則案七条）、議長修正案はかかる規定を削っている¹⁵。

④. につき議長修正案は、SPEが少なくとも八条及び議長修正案別記第一に掲げる事項について定款の定めをもつこと（議長修正案八条一項、一項a）、及び定款が書面とされ、全発起人の署名を要すること（同条二項）につき規定を置く。

さらに⑤. につき議長修正案は、SPEが、本拠地を有する加盟国において、国内法の定める登記簿に登記をし（議長修正案九条以下）、登記日に法人格を取得する旨規定するとした上で（議長修正案一〇条一項）、そのための登記手続に

つき規制する。加えて、SPE登記前の行為の責任につき、国内法にゆだねる旨の規定を置く（議長修正案一二条⁽¹⁶⁾）。

最後に議長修正案は、⑥につき、公告等開示に関する規定を定める（議長修正案一二条）。

(2) かかるSPEの設立に関する規制を、わが国における株式会社の規制と対比すると、ほぼ同様の規制を有していることが分る⁽¹⁷⁾。名称に関する規制は、株式会社一般の商号規制（会社法六条）として、本拠地・支店に関する規制は、本店・支店に関する規制（会社法二七条三号、九二一条三項三号）として、それぞれ存在するし、定款の記載事項（会社法二六条～二九条）及び変更（会社法四六六条、三〇九条二項一―号）も、ほぼ相応し、かつより詳細な規制を有している。登記（会社法九〇七条以下）及び公告（会社法九三九条以下）も事業の物的設備として、浩瀚な規制を有する。むしろ、これらは、設立に関する規制というよりは、株式会社全般に関する規制とみてよい。

前述のとおり、SPEにおいて、無から（*ex nihilo*）SPEを設立する方法が許容されていることは、SEと比べた顕著な違いであるが、わが国における株式会社の規制との対比という観点からすると、彼我の規制は同一であり、有意な違いを生じない。むしろ、機能的にみて、中小企業の起業促進のため、より簡易な設立を許容する点は、洋の東西を問わないということを示唆として受け取るべきだろう。例えば、SPEの設立にあたっては、議長修正案五条aにおいて、「二人以上の自然人及び／又は法人による設立」を許容するところから、原始的一人会社として設立することも可能である。

3. SPEの持分 (Units)

(1) SPEの持分（議長修正案第二章）については、① 持分の譲渡（議長修正案一六条）の他、理事会規則案段階で

は規定されたものの、議長修正案にはない②。持分所有者の排除（理事会規則案一七条）、③。持分所有者の脱退（理事会規則案一八条）に分けてみてみたい。これらは、持分の属性たる譲渡性、取得条項及び取得請求権にほぼ対応するものであるとともに、実質的には、残念ながら、議長修正案でその内容がほとんど削られたと評価できるものである。

まず、①. について。理事会規則案の段階では、持分の譲渡の具体的内容は、定款で定められ（理事会規則案別記第一第三章）、その上で、議長修正案は、新たに持分の譲渡を制限するためには、持分所有者決議（理事会規則案二七条二項の特別多数決による決議）だけでなく制限の対象たる全ての持分所有者の同意が必要であるとされていた（理事会規則案一六条一項）。これに対し、議長修正案では、本規則の適用の他、国内法が適用されるものとし（議長修正案一六条一項）、実質的には条文化を放擲しているといつてよい。

形式的にも規定が放擲されたのが、②. 及び③. である。簡単に理事会規則案の内容を紹介しておこう。②. につき、理事会規則案は、「持分所有者が欧州私会社の利益を著しく害し、又は、その者が持分所有者であり続けることが欧州私会社の業務活動を害することになる場合」に、管轄の裁判所による「持分所有者の排除」を認めていた（理事会規則案一七条一項）。そして、③. につき、理事会規則案は、SPEの業務が、SPEからその資産価額の重要な部分が失われた等一定の事実に基づき、持分所有者の利益を著しく害するかたちで行なわれ、又は行なわれた場合、当該持分所有者がSPEから脱退する権利を有するものとしていた（理事会規則案一八条一項）。そしてその際の管轄の裁判所は、「脱退の可否」でなく、脱退にあたっての「持分の価格」等の条件につき、判断をするに留まるものとされていた（理事会規則案一八条五項六項）。

(2). 理事会規則案段階でのSPEの持分の規制をわが国の非公開会社の株式の相応する規制と比較したとき、以下

の二点に気づく。

第一に、持分譲渡が株式譲渡と、取得条項が持分所有者の排除と、取得請求権が持分所有者の脱退とそれぞれほぼ対応しており、三者が「持分権者（持分所有者、株主）の会社からの出口（EXIT）」として、ほぼ同格に意識されていることである。平成一七年改正前商法のもとにおいて、株式の譲渡性は、有限責任制度（会社法一〇四条）を取る会社法においては退社制度が認められないため、唯一の「投下資本回収」の手段であると理解されており、株式譲渡自由の原則は強行法的に保障されなければならないと解されていた。これに対し、会社法は、株式の譲渡性の位置づけを一段落とし、取得条項・取得請求権と並ぶ「株式の属性」（会社法一〇七条）の問題として整理した。

SPEの規制は、意図せずして、かかる会社法の規制の説得性を比較法的に補強するものであり、出資者のための出口（EXIT）という観点から規定をプラクティカルに整理するものと理解できる¹⁹。会社法がかかる整理をするに至った背景には、有限責任に対する見方の変化があったものと推測され、このことはおそらくSPEについても同様であろうと思われる。この点については、四・三・で後述することにした。

第二に、持分所有者の排除、持分所有者の脱退が、取得条項、取得請求権とほぼ対応するものでありながら、取得条項、取得請求権のような当事者間の合意ベースで設計できるものとされていない点を指摘したい。すなわち、持分所有者の排除（理事会規則案一七条一項）は、一定の要件の具備と裁判所の判断を要求しているし、持分所有者の脱退でも、一定の要件具備が必要とされる。むしろ、前者は、わが国における持分会社の除名（会社法六〇七条一項八号、八五九条）に相当するといえる。後者における、一定の要件は、かなり極限的な状況であり、わが国における会社の解散の訴え（会社法八三三条）の要件に近いともいえるが、規定の立て付け自体は、持分会社における「やむを得ない

事由」があるときの退社に類似するといつてよい。⁽²⁰⁾

ただ、取得条項、取得請求権の要件の設定を工夫することで、それらがより簡易に除名、退社と同様の機能を事実上果たすことは知られており、近時、わが国におけるモデル定款例の中でも、そのような条項を盛り込むものもみられる。⁽²²⁾ このことから分るように、取得条項、取得請求権と除名、退社の違いは相対的なものであり、依然として「ヴァリエーション」の範囲内と理解できると解される。

4. SPEの資本金

(1) SPEの資本金につき、議長修正案第四章は、①. 会社資本金（議長修正案一九条）、②. 持分の対価（議長修正案二〇条）、③. 利益配当（議長修正案二一条～二三条）、④. 資本減少（議長修正案二四条）、⑤. 監査（議長修正案二六条）につき規定する。⁽²³⁾ ここでは、重要性に鑑み①. ②. 及び③. についてのみ解説する。

まず、①. は、SPEの「目玉」である最低資本金につき定めるものであり、SPEの最低資本金は、一ユーロ以上とされる（議長修正案一九条三項…ただし加盟国は、八〇〇〇ユーロを超えない範囲で、これ以上の最低資本金の定めを置くことができる。なお、「最大」資本金に関する規制は有しない）。かかる最低資本金規制は、SPEに新規設立を容易にする目的から定められたものである。ただ、高額の最低資本金を定めることにより、債権者を保護する既存のEU法のアプローチから著しく乖離するものであり、事実上最低資本金規制とそれに基づく債権者保護を撤廃するに等しい。その他、議長修正案は、SPEの資本金は、その全額につき引受がなされる必要があるが（議長修正案一九条二項）、持分は発行時にその満額が払い込まれる必要がないものとしており（議長修正案二〇条一項）、授權資本制度に近い制度を構

築している。

②は、設立時又は増資時における出資対象財産に関する規制である。出資額の決定は、「合意」により、出資の方法は、金銭出資及び現物出資のみが認められている（議長修正案二〇条一項、一項a、二項）。金銭出資・現物出資のいずれ（又は双方）によるか、対価の払込・給付の時期、現物出資を独立の専門家に評価させることの要否、その際の手続等については、定款の定めるところによる。

③は、いわゆる配当規制につき統一準則を定めるものである。ここに利益配当とは、持分所有者が有する持分に基づいて、直接又は間接にSPEから支払われる一切の財務的利益を指す（議長修正案二条一項c）。利益配当に関する二二条の規制は自己持分の取得の場合に準用される（議長修正案三三条二項）。手続は、業務執行機関たる統括機関（議長修正案二条一項e）により提案され、持分所有者決議を要する（議長修正案二八条一項e（f））。違法な利益配当に関しては、受領した持分所有者に対し返還義務の制裁が課される（議長修正案二二条）。

利益配当を行うことができるのは、利益配当後の資産価額が負債の全額と同額以上となる場合に限り、いわゆるバランスシート・テスト（Balance Sheet Test）が採用されている（議長修正案二二条一項）。議長修正案は、支払能力テスト（Solvency Test）を定款で定めることを要求する（議長修正案二二条二項）。

(2) ここでは次の三点を挙げておきたい。第一に、SPEが表示規制としての最低資本金を廃止したことは、既に同制度を廃止しているわが国の会社法にとつて、特段目新しいものではない。²⁵⁾

第二に、現物出資規制についてである。出資方法として、金銭出資と現物出資のみを認め、労務出資や信用出資を認めない点で、わが国の株式会社及び合同会社（会社法五七六条一項六号、一五一条）と共通するが、現物出資にあたり

検査役による調査を定款自治に委ね、強制していない点からすると、どちらかというよりも合同会社に近いともみうる。ただ、株式会社においても、検査役の調査を必要としない一定の例外が認められており（会社法三三一条一〇項、二〇七条九項）、実務では、もっぱらかかる「例外」を用いた現物出資を活用するので、かかる違いは実際には相対的である。

むしろ、合同会社において現物出資の検査役調査が不要とされるのは、合同会社がヴェンチャー法制の一翼を担うとの判断の下、社員間の出資比率を定款自治に委ねたからであるが、SPEでは、より一般的な定款自治の問題として位置づけられていることに注目したい。近時、債権者保護のあり方の変化に対応し、現物出資規制を、債権者保護のための制度としてではなく、株主間の利害調整のための制度として理解する見解も提唱されているが、SPEにおける現物出資規制は、この点では、かかる見解に親和する面があるといつてよい。

第三に、配当規制であるが、利益配当と自己持分の取得とを統一的に規制するSPEのアプローチは、会社法における剰余金配当規制にほぼ対応したものだといえる。注目されるべきなのは、SPEがバランスシート・テストだけでなく支払能力テストを求めている点である。

結局のところ、最低資本金、現物出資規制、バランスシート・テストは、いずれも、資本制度を前提とした債権者保護の現れというべき制度であり、SPEとわが国の会社法が、ともにこれらを放擲しつつあるのは、有限責任の事業体における債権者保護が、資本制度を前提としたものから別の形へと転換しつつあることを示しているように思われる。この点については、四・三・で立ち入って検討することにした。

【表一】

	SPE
(a). (削除) (持分に結合された権利の変更)	(特別多数決：理事会規則案27条2項)
(b). (削除) (持分所有者の排除)	
(c). (削除) (持分所有者の脱退)	
(d). 年次決算書の承認	
(e). 持分所有者への利益配当	
(f). 自己持分の取得	特別多数決 (議長修正案28条2項)
(g). 会社資本金の増資	特別多数決 (議長修正案28条2項)
(h). 会社資本金の減資	特別多数決 (議長修正案28条2項)
(i). 取締役の選解任並びに任期	
(j). SPEが会計監査人を有する場合には、会計監査人の選任及び解任	
(k). SPEの登記上の本拠地の他の加盟国への移転	特別多数決 (議長修正案28条2項)
(l). (削除)	
(m). (削除)	
(n). 解散	
(o). 定款の変更	特別多数決 (議長修正28条2項)
(oa). 従業員参加に関して	

5. SPEの組織

(1) SPEの組織につき、議長修正案第五章は、①. 統括機関 (management body) ・持分所有者間の権限分配 (議長修正案二七条～三〇条)、②. 役員資格 (議長修正案二二条～三四条) について規定する。

まず、①. についてみていこう。第一にSPEにおける主たる意思決定機関は、持分所有者を構成員とする総会であるとされる (議長修正案二七条 a 項)。

議長修正案上、持分所有者が行使すべきものとされる権限は、個々の構成員が有するとされる情報取得権 (議長修正案一九条) を除き、持分所有者の多数による決議により定める (議長修正案二八条一項)。決議要件は、定款で定められるが (別表第一(10)、一定の場合には少数持分所有者保護のため特別多数決によることが要求される (議長修正案二八条二項)²⁹⁾。以上をまとめたものが、次の表一である (削除) とあるのは、理事会規則案にあったが、議長修正案では削られたものである)。

なお、前述の持分所有者決議は、実際に総会を招集してなされる必要がない（議長修正案二八条三項）。

また、少数持分所有者権のため、議長修正案は、情報取得権（議長修正案二九条）、決議の議案提出を求める権利（議長修正案三〇条）を置く。後者の申立てにあたっては、持分に結合された議決権の一〇〇分の五を有することが求められる。

第二に、統括機関の構成につきみてみる。すべてのSPEは、一つの統括機関を有し、統括機関は、持分所有者が行使する前述の権利を除き、SPEの一切の権限を行使することができる（議長修正案二七条一c項）。統括機関は、一人の取締役により構成される場合における当該取締役、二人以上の取締役により構成される場合における個々の取締役、二層式（dual board）における統括合議体（the management board）、及び一層式（unitary board）における経営管理合議体（the administrative board）を指す（議長修正案二条一項e）。

次に、②についてみる。役員とは、SPEの一切の取締役並びに統括機関、経営管理機関及び監査機関の一切の構成員をいう（議長修正案二条一項d）。役員は、第三者に対し、SPEを代表する（議長修正案三四条一項）。議長修正案は、役員の資格につき、法人（議長修正案二二条一項）及び一の加盟国において任務遂行に不適格と宣言された者（同条三項）が、いずれも役員になりえないことを規定する外は、役員に関する規制につき沈黙する³⁰。役員の選出の基準、役員の選解任などはすべて定款の定めるところによる。

議長修正案は、役員の義務及び責任について規定を置いていない（議長修正案三二条、三三条は削除）。理事会規則案の段階では置かれていたものが削除されたからである。関連して理事会規則案につき触れておくと、まず理事会規則案は、役員の義務につき、役員がSPEに対して負う義務につき（理事会規則案三二条二項）、可能な限りSPEの最善

の利益のために行為すべきであり、右行為は、業務活動遂行にあたって合理的に要求されうる注意及び技量をもってなされるべき旨を定めていた(同条一項)。非常に抽象的・一般的な規定ぶりであり、いかなる場合にこの義務に違反したかの判断は、国内裁判所に委ねられるものとされていた。その他、理事会規則案は、利益相反についての規定を用意し(議長修正案二二条三項)、SPEは、定款・持分所有者決議により、これ以外に役員の義務を定めることもできるとされていた(理事会規則案三二条四項)。

役員の責任に関し、理事会規則案は、役員が前記義務に違反した場合、当該役員が、SPEに対して、連帯して損害賠償の責任を負うものとしていた(理事会規則案三二条四項)。役員が負う義務が会社に対するものであることを反映して、責任についても対会社責任のみが認められており、代表訴訟についての定めはなく、その義務を法的に執行することができるのは、当該SPEのみであるとされていた。また理事会規則案は、第三者責任に関する定めを置いていなかった。

(2) まず、統括(業務執行)機関・持分所有者(株主)間の権限分配についてみていこう。ここでは二点を指摘したい。まず、SPEの持分所有者決議を要する事項と、株式会社における株主総会の対応する決議事項を比較してみたのが、次の表二である(削除)とあるのは、理事会規則案にあったが、議長修正案では削られたものである)。これをみると、両者が、若干の凸凹があるものの、決議要件が加重される場合を含め、ほぼ対応・類似していることを認識することができる。

次に統括機関の構成であるが、対応する非公開会社の株主総会以外の機関設計をみるに、一人以上の取締役により構成される場合は、取締役一人のみをおく場合(最小限の形態)に、二層式は監査役設置会社に、一層式は委員会設

【表二】

	SPEの持分所有者決議を要する事項	株式会社の規制	
(a). (持分に結合された権利の変更)	(特別多数決：理事会規則案27条2項)	定款の変更	株主全員の同意（会社法110条、111条） ただし全部取得条項付種類株式への変更の場合には、種類株主総会決議（会社法111条2項、324条2項）
(b). (持分所有者の排除)			
(c). (持分所有者の脱退)			
(d). 年次決算書の承認		計算書類の承認（会社法438条2項）	普通決議（会社法309条1項）
(e). 持分所有者への利益配当		剰余金の配当に関する事項の決定（会社法454条1項）	普通決議（会社法309条1項）
(f). 自己持分の取得		自己の株式の有償取得（会社法156条1項）	原則として普通決議（会社法309条2項2号かつ書）
(g). 会社資本金の増資		非公開会社：特別決議（会社法190条2項） 公開会社：株主割当以外の方法による有利発行の場合を除き、取締役会が決定（会社法201条1項）	
(h). 会社資本金の減資	特別多数決（議長修正案28条2項）	資本金の額の減少（会社法447条1項）	原則として特別決議（会社法309条2項9号）
(i). 取締役の選解任並びに任期		選任：普通決議（会社法341条1項、309条1項）。ただし会社法342条を参照。 解任：累積投票により選任された取締役を解任する場合と、監査役を解任する場合のみ特別決議、それ以外は普通決議309条2項7号）。ただし会社法341条を参照。	
(j). SPEが会計監査人を有する場合には、会計監査人の選任及び解任			
(k). SPEの登記上の本拠地の他の加盟国への移転		×（該当する制度なし）	
(l). (削除)			
(m). (削除)			
(n). 解散	特別多数決（議長修正案28条2項）	解散（会社法471条3号）	特別決議（会社法309条2項11号）
(o). 定款の変更		定款の変更（会社法466条）	特別決議（会社法309条2項11号）
(oa). 従業員参加に関して			

置会社にほぼ対応するといえようか。³¹⁾ 機関設計を定款自治の問題とする点では、彼我のアプローチは全く共通しており、違いはわが国の非公開会社の方が、設計の範囲が広い点にある。ただ、わが国の場合、許容される機関設計の組み合わせの数こそ多いものの、実際に利用可能性を考えれば、さほど違いはなく、誤差の範囲内といえよう。

(3) 次いで、役員の資格及び（議長修正案では残念ながら削られてしまった）役員の義務及び責任についても比較してみたい。ここでは三点を指摘したい。

第一に、取締役の資格についてである。理事会規則案と同様、わが国の会社法は、取締役の資格について、ネガティブリスト（会社法三三二条一項本文参照）としての規律を置き、相応するところをみると、³²⁾ 法人（同項一号）については同様に取締役の欠格事由とするが、「破産手続開始決定を受け、復権しない者」については、DIP型倒産手続を意識して、あえてこれを欠格事由としていない。「任務遂行に不適格と宣言された者」を取締役の欠格事由とする議長修正案は、おそらく、イギリスの「資格剥奪法」（Company Directors Disqualification Act 1986）に典型的にみられるような、債権者主導型の倒産法制を持つ国の法制から影響を受けているものと思われる。この点、「事業再生ADR」に典型的にみられるように、アメリカ流の「事業再生」を素直に受け入れたわが国の法制との違いが顕著であり、事業再生を意識して設計されている会社法にも違いとなって現れている。

第二に、取締役の義務が非常に一般的・抽象的であることについてである。かかる条項は、あくまでも一般条項であるので、具体的状況において、何がかかる「義務」に違反するかは、裁判所の判断に委ねられる。むしろケース・ローの生成を促す趣旨であえて、かかる規定になったといつてよいかもしれない。例えば、英国のSPEであれば、注意の標準につき、客観的な事情（同条二項(a)）と主観的な事情（同条二項(b)）を併用することを明示し、折衷基準を

採用する二〇〇六年会社法 (Companies Act 2006) 一七四条及び判例法⁽³³⁾に従い、注意の標準に関する基準は、客観的な事情と主観的な事情を併用する折衷基準 (Dual objective/subjective standard) によることとなる。

ただ、取締役の義務として一般条項的な規定を有する点では、わが国も同様である。すなわち、取締役は委任契約に基づき善管注意義務 (会社法三三〇条、民法六四四条) を負うとともに忠実義務 (会社法三五五条) を負い、両者の関係は判例によれば、同一のものと理解されるところ、かかる義務は、まさに「一般条項」といつて差し支えあるまい。問題は、一般条項であることそれ自体でなく、かかる一般条項がどの程度機能しているかであると言わなければならない。ちなみに、日本法上の善管注意義務からは、判例法を通じて、内部統制システム構築義務、経営判断の原則といった派生的原則と言うべきものが産み出されている。

第三に、責任についてみるに、理事会規則案が、対会社責任のみを規定し、代表訴訟、対第三者責任の規定を有していないのに対し、日本法は、三者 (株式会社については、会社法四二三条、八四七条、四二九条、持分会社については、会社法五九六条、五九七条、六〇二条) につき規定を有する。やや気になるのは、日本法において株式会社の役員の対第三者責任 (会社法四一九条一項) が、法人格否認の法理の代替的機能を営み、小規模非公開会社における会社債権者保護の機能を果たしている点である。同じくSMEs用のフォーマットであるSPEにおいても同様の事態が想定されるところ、相応する規定が存在しない以上、ダイレクトに法人格否認の法理の適用が問題とならざるを得ないのでないか。そうすると、例えばイギリスのように、法人の単体性を強調し、法人格否認の法理の適用を著しく狭く捉える法制の下では、会社債権者に対しどのような実効的な救済が与えられるのであろうか。この点も、会社債権者保護の問題として、後で四・3.においてまとめて考えてみたい。

6. 小括

以上のとおり、SPEの概要をわが国の非公開会社と対比して述べたが、ここでSPEが果たしてSMEs用のフォーマットとして、適切なものとして仕組みられているかについて、小括しておきたい。

第一に、「理事会規則案」から「欧州議会案」、「議長修正案」へと至るにつれ、削除される項目が増えており、それに伴い、各国内法に依拠する場面が増えてきた。これにより、SMEsの域内通商のための共通フォーマットとしての色彩は、希薄化していかざるを得ないことになる。立法は政治であり、政治は妥協であるものの、当初の意気込みから大きく後退した感は否めない。

第二に、(第一の点と連動するが) せっかくSPEにつき、無から (*ex nihilo*) 設立する方法を許容しても、各国内法の呪縛から免れることができず、SMEsにとってあえてSPEを設立するメリットがないように見受けられる。

そして、第三に、SPEにつき、最大資本金規制がないことを併せ考えれば、当初の予想とは逆に、SPEが大規模非公開会社向けの制度として利用されていくという皮肉な可能性すらあるといえよう。⁽³⁵⁾ SPEから、わが国の非公開会社法制改革のための示唆を得るにあたって、かかるSPEが制度として抱える問題点を意識しておく必要があると思われる。

四. 検討

1. はじめに

これまで、SPEと非公開会社を、議長修正案の項目ごとに対比して、比較をしてきた。そこから、大きく定款自

治の問題と債権者保護の問題とが浮かび上がってきたことが分かる。そこで、今度は観点を变えて、この定款自治と債権者保護の二点につき、SPEと非公開会社を全体として比較・検討してみたい。

2. 定款自治

(1) まず定款自治とその限界について考えてみたい。LLC (Limited Liability Company) や LLP (Limited Liability Partnership) のように人的資産を活用する事業体においては、³⁶⁾種々のアレンジメントを可能にするべく定款自治が強く要請されるが、他面において、あまりにも自治にゆだねられる範囲が広いと、かえってそれがアダとなり使いづらくなってしまう。³⁷⁾

(2) SPEの強行法規性と定款自治については、次のようにまとめることができる。

SPEには、まず、議長修正案中の直接適用可能な強行規定が適用される。これにより、SPEの設立が容易になるとともに、域内におけるSPEの統一性がある程度担保される（議長修正案四条一項³⁸⁾）。

次いで、議長修正案の別記第一に掲げる一定の事項について、SPEは定款で定めることが求められており（議長修正案八条一項）、これらの事項については、定款の規定が適用される。別記第一（ANNEX I TO THE ANNEX）は、SPEの設立、持分、資本金に関する事項のほか、その組織に関する事項が広く含まれている。

最後に、前記のいずれでもない事項については、SPEの本拠地たる加盟国における有限責任の私会社に関し制定した法規定が適用される（議長修正案四条二項）。

以上のところから、議長修正案の強行法規性を第一義に掲げつつ、幅広く定款自治を許容していることを見て取る

ことができる。

(3) 他方、非公開会社についてはどうか。対応する制度につき前述したとおり、わが国においても、定款自治はほぼ同程度まで認められているといつてよく、定款自治の広狭につき、彼我の違いはさほどないといつてよいと解される。

SMEsに用いられる企業形態のフォーマットという観点からすると、自由なアレンジメントを許容する可能性よりも、むしろ、アレンジメントの能力に乏しいSMEsでも気軽に使えるフォーマットであることが望ましく、むしろ一定の枠があることの重要性も認識されるべきである⁽³⁹⁾。

かような観点から彼我の法制を俯瞰すると、仮に自治の範囲が同程度であるとしても、別記第一において、定款で定めるべき事項を「リストアップ」している議長修正案は、わが国の法制よりも、ユーザーであるSMEsに対し、より親切と言えるように思われる。さしあたって運用でまかなう場合には、「モデル定款」のようなものが普及していくことがよりいっそう望まれよう⁽⁴⁰⁾。

3. 会社債権者保護

(1) 第二に会社債権者保護について考えてみる⁽⁴¹⁾。事業体における債権者保護の要請は、当該事業体の有限責任と密接に関係し、有限責任の対価として要求される。そして事業体における有限責任の根拠を突き詰めて考えると、有限責任がその機能を最大限発揮するためには、前提として、所有と経営が分離し、かつ、株式が市場において公開されていることが望ましく、それらの条件を満たさない場合には、弊害が発生することが指摘されている⁽⁴³⁾。

他方、債権者保護規定は会社やその社員の自由の一部を奪うものにほかならないので、債権者保護が厚ければ厚いほど優れた会社法である、とはいえず、費用と便益とを比較して適度の保護が模索されなければならないとする債権者保護縮小論（縮小論）も強く主張されている。⁴⁴ この見解の発想の基本は、起業家のモチベーションを高め科学技術の発展に寄与するという有限責任の積極面を重視し、このこととの絡みで適宜弊害について、必要な限度（事前規制よりも事後規制）で対処をしていけばよいという点にある。⁴⁵

(2) かような観点から、SPEと非公開会社をみてみると、いずれの事業体も、債権者保護に関しての「あるべき制度」でなく「ある制度」の説明としては、縮小論による方がより説明がつきやすいといえよう。すなわち、いずれの事業体も、事前規制として最低資本金制度を放棄するのみならず、強制保険のような制度を設けておらず、⁴⁶ もっぱら事後規制によることとなる。そして、非公開会社の場合には、役員等の対第三者責任（会社法四一九条一項）が存在するが、SPEの場合には、かかる制度につき規定が置かれていない。

その際ありうる事後的救済としては、一つには、各国法に基づき、法人格否認の法理の適用により解決されるといふことが、もう一つには、事業体に関する法制でなく倒産法制にこれを委ねるといふ解決手法がそれぞれある。前者による解決は、イギリス法のような、法人の単体性を強調する法制の下では、その実効におのずから制約がある一方、後者による解決は、有限責任の弊害がもつばら企業の危機時期に顕在化することからすると、より望ましいアプローチといえようか。わが国においても、倒産法制の「アウト・オブ・コート」化を反映し、会社法制と倒産法制との架橋の必要性が主張されているが、⁴⁸ SPEにおける債権者保護のあり方は、その傍証といつてよいように思われる。

五. 結びに代えて

以上が、「大山鳴動鼠一匹」の感なきにしもあらずだが、さしあたっての本稿の結論である。残された課題については、引き続き検討し、事業体法制構築にむけ精進していきたいと考える。

以上

- (1) SPEについて概括的に検討するものとして、Robert Drury, *The European Private Company, European Business Organization Law Review* (EBOR) 9 (2008), p.125. 久保寛展「中小企業のためのヨーロッパ版有限会社—いわゆるヨーロッパ私会社 (Societas Privata Europaea-SPE) 規則案について—」福岡大学法学論叢五五巻一号(平成二十二年)五九頁。
- (2) 本稿では、「公開会社でない株式会社」(会社法二条五号)を非公開会社と称する。
- (3) 事業体法制構築に向けた筆者の試みとして、松嶋隆弘「新しい企業形態における法人格の意義と会社債権者保護」判例タイムズ二一〇六号(平成一八年)五四頁、「イギリスのチャリティ法制—法人形態を中心に—」日本大学法学部創設二二〇周年記念論文集第一巻(法律学編)(平成二十二年)一九三頁、須藤正彦Ⅱ坂田純一Ⅱ松嶋隆弘編『事業体の法務と税務—実務に役立つ活用術—』(平成二十二年六月、第一法規)。
- (4) http://www.europeanprivatecompany.eu/legal_texts/download/SPE_en.pdf
翻訳については、中村匡志「欧州私会社 (SPE) 法に関する理事会規則案 (欧州委員会提出) (上)」国際商事法務三六巻一一号(平成二〇年)一四三五頁以下及び同・(下)国際商事法務三六巻一一一(平成二〇年)一五八三頁以下を用いた。
- (5) http://www.europeanprivatecompany.eu/legal_texts/download/EP_2009_en.pdf
- (6) Mathias M. Siems, Leif Herzog and Erik Rosenhager, *The Protection of Creditors of a European Private Company (SPE)*,

European Business Organization Law Reviews (EBOR) 12 (2011), p.149.

- (7) http://www.europeanprivatecompany.eu/legal_texts/download/Council-November09-en.pdf
- (8) 最新情報については、http://www.europeanprivatecompany.eu/legal_texts/を参照。
- (9) SPEから日本法への示唆を得ようとする場合、本稿とは別の「解」として、わが国の外国会社規制を念頭に、登記上の本拠地の移転（議長修正案第七章）を検討することが考えられる。この点については、他日を期すことにしたい。
- (10) SPEの組織変更、合併及び分割は、国内法によるものとされる（議長修正案三九条）。SPEの解散事由は、存立期間の満了、持分所有者決議、適用可能な国内法が定める場合の三つである（議長修正案四〇条一項）。SPEの無効も国内法による（議長修正案四一条）。
- (11) See Proposal for a European Council Regulation on the Statute for a European Private Company : (SPE) Consultation Document (London : Department for Business Enterprise & Regulatory Reform, October 2008), p.21; European Commission Staff Working Document accompanying the Proposal for a Council Regulation on the Statute for a European Private Company, Impact Assessment SEC (2008) 2098, p.4.
- (12) Faisal Saifee & Bartosz Makowicz, *Societas Privata Europaea : the European Private Company*, *The Company Lawyer* Vol.30 No.8 (2009) p.227. なお、上田廣美「EU会社法」庄司克宏編『EU法実務編』（平成二〇年）八七頁及び上田純子「州国際会社法」私法七二号二四六頁参照。
- (13) *「The Magnifying Glass (Part 1), European Company Law, Volume 5, Issue6 (2008), p.279.*
- (14) この他に理事会規則案では(iv)、既存の会社の分割による方法も挙げられていたが、議長修正案では削られている。
- (15) また、理事会規則案は、支店は、各支店のある加盟国の法規定に従うと規定していたが（理事会規則案一二条）、議長修正案では規定そのものが削除されている。
- (16) 理事会規則案一二条は、SPEが登記後に、当該行為から帰結する義務を引き受けられることができると及び右引き受けが

なされない場合には、行為をなした者が連帯責任を負う旨定めていた（理事会規則案一二条）。

(17) 現物出資について、SPEは、資本金に関する規制として位置づけているので、それにつき取り扱う三、4. (1) で述べることになった。

(18) 会社法は、本店の所在場所を定款の必要的記載事項及び登記事項として、支店の所在場所を登記事項として、それぞれ要求する（会社法二七条三号、九一条三項三号）。なお、本店所在地と実際の活動場所との乖離に関する規制は、単一国家であるわが国においては、疑似外国会社規制として規律される（会社法八二一条）。

(19) これらのことから、会社法における株主の投下資本回収方法のあり方、株式譲渡自由の原則の相対化につき論じるものとして、松嶋隆弘「会社法における株主の地位と企業承継」『二一世紀の家族と法―小野幸二教授古稀記念論集』（平成一九年）五三二頁

(20) ただ持分会社の場合、退社の場合（会社法六〇六条三項）も会社の解散の訴え（会社法八三二条二項）の場合も、「やむを得ない事由」が要件とされており、要件は同一である。

(21) 例えば、取得条項の発動にあたっては、除名の場合と異なり、裁判所の判断は必要とされていない。

(22) 全国中小企業団体中央会編『増補改訂版会社法中小企業モデル定款―株式譲渡制限会社定款参考例―』（平成二三年）一五九―一六一頁（松嶋隆弘）

(23) この他に、理事会規則案では、⑥・決算書（理事会規則案二五条）も規定されていたが、削除された。

(24) 議長修正案四二条に別段の定めがある場合を除き、ユーロにより表示される（議長修正案一九条一項）。

(25) ただ、かつての有限会社の三〇〇万円の最低資本金は、財源規制に装いを代えて会社法中に残っている（会社法四五八条）。

(26) その典型的な例が、会社法二〇七条九項五号の規定を活用するデット・エクイティ・スワップである。松嶋隆弘「会社法のもとにおけるデット・エクイティ・スワップ」日本法学七五巻二号（平成二二年）一七七頁参照。

(27) 後で出資比率を当事者間の合意で調整できるのならば、あらかじめ検査役に厳密に調査させる必要は乏しいという判断で

あろう。これは、当該現物出資財産として主に知的財産を想定していることの傍証でもあり、合同会社が本来的にヴェンチャー法制にかかるものであることの現れである。松嶋隆弘「合同会社の創設に関する一考察」判例タイムズ一六〇号（平成一六年）六三頁

(28) 藤田友敬「会社法におけるデット・エクイティ・スワップ」『会社法と商事法務』（平成二〇年）一一七頁

(29) ここにいう特別多数決は、SPEが発行した持分に結合された総議決権数の少なくとも三分の二によりなされなければならない（議長修正案二八条二項）。

(30) 理事会規則案の段階では、この他に、正式に役員に選任されていないにもかかわらず役員として行為した者（事実上の取締役、影の取締役）が役員とみなされることにつき定め（理事会規則案三〇条二項）が置かれていたが、議長修正案では削られてしまった。

(31) ただ、SPEと異なり、わが国においては、委員会設置会社は会計監査人の外部監査が強制される（会社法三二七条五項）。

(32) 事実上の取締役、影の取締役については、近時わが国でも解釈論として導入しようとする試みがあり（石山卓磨『事実上の取締役理論とその展開』（昭和五九年））、これによれば彼我の違いはさほど顕著でない。かかる点を考慮し、本稿ではこの点は取り上げないこととする。

(33) 英国二〇〇六年会社法一七四条二項によると、取締役の注意義務違反の有無は客観的に判断されるが（同条二項(a)、もし当該取締役が通常要求されるよりも高度の知識、技量、経験を有している場合、このような主観的事情も考慮に入れて判断されることになる（同条二項(b)）。

(34) Norman v Theodore Goddard [1991] BCLC 1028。Norman v Theodore Goddard および Re D'Jan of London Ltd [1993] BCC 646（以下「Hoffman 判事」）は、支払不能法二二四条の基準とコモンローにおける基準が等しいことを明言する（Lord Hoffman, 'Duty of Company Directors' (1999) European Business Law Review p.78.）。

(35) 近時SEが利用されつつある現状に鑑みると、むしろSPEよりもSEの使い勝手を向上させる努力が望まれるとあって

よいかもされない。

- (36) ここでいう「人的資産を活用する事業体」とは、ベンチャー企業、コンサルティング業のようなものを想定している。
- (37) 工藤聡一「ビジネス・トラスト法の課題―受益者責任の問題を中心として―」信託研究奨励金論集二四号（平成一五年）一八頁は、定款自治の範囲が広いビジネス・トラストにおいてかかる現象があることを指摘する。
- (38) 中村・前注（4）（上）一四二八頁
- (39) 松嶋隆弘「新しい企業類型（日本版LLC・LLP）の創設に関する諸問題」日本法学七一卷一号（平成一七年）三二六頁
- (40) 全国中小企業団体中央会編・前掲書（前注（22））は、そのための試みといえる。
- (41) See Mathias M. Siems, Leif Herzog and Erik Rosenhäger, *op. cit.*, p.147.
- (42) 一般に企業体において有限責任が認められる根拠については、大要次の通りまとめることができる（Judith Freedman, *Limited Liability: Large Company Theory and Small Firms*, 63 *The Modern Law Review* (2000), p.328.）。第一に、有限責任は会社と取引する相手方のモニタリングコストを削減する。第二に、株主は、他の株主についてもモニターする必要がなくなる。したがって、第三に、有限責任は株式譲渡の自由を実現する。前述のとおり有限責任は、調査コスト・取引コストを削減するので、買主は、売主の属性などを考慮することなく、株式を買い受けることができる、これにより、株式の市場価格を通じて取締役をコントロールすることが可能となる。第四に、有限責任は、ポートフォリオの分散化を促進する。有限責任会社への投資者は、自己のリスクを分散化により減少しようとするが、無限責任会社では、分散化はかえってリスクを増加させてしまうのである。投資家による分散化は、取締役が、投資者の全資産を危険にさらすことなく、リスクのある事業へ入っていくことを可能にする。これは資本の効率的な運用の実現となる。
- (43) 前注（42）で述べた有限責任の「根拠」から考える限り、小規模閉鎖会社およびその取引先は、いずれも有限責任のメリットを十分に享受し得ないことは認めざるをえない（Freedman, *Ibid.*, p.331.）。
- 第一に、これらの会社においては、所有と経営が一致しており、極端な場合、同一人物のこともある。従って、経営者に対するモニタリングコストを削減するという有限責任のメリットは、ここでは全く発揮されない。

第二に、これらの会社においては、株主数が少ないので、株主はしばしば互いを監視できる地位にあることも、第一の理由を補強する。

第三に、これらの会社においては、株式が市場性を有しないので、市場価格を通じての経営者のコントロールということは考えがたい。多くの場合、投資者と経営者は同一人物なのである。

第四に、かかる会社においては株式の分散化も生じないので、分散化に関する上述のメリットもここでは発揮されない。

第五に、もつとも重要なことは、かかる会社においては、有限責任による最適なリスク配分ができないということである。所有者かつ経営者の場合には、それ以外の場合に比し、不適切な事業に会社の全資産が投入されてしまう危険性が高く、その場合、有限責任によりリスクは分散化されるのではなく、他の誰か（＝債権者）にそのまま転嫁されてしまう。銀行などの主要な債権者は、経営者個人の連帯保証を求めることで、転嫁されたリスクを再び所有者かつ経営者へと押し戻すことができるので問題ない。しかし、かかる交渉力のない少額債権者や不法行為などの非自発的債権者にとっては、リスクに耐えうる能力がないにもかかわらず、リスクを転嫁されてしまうことになる。

(44) 大杉謙一「米国におけるリミテッド・ライアビリティ・カンパニー(LIC) およびリミテッド・ライアビリティ・パートナーシップ(LLP) について―閉鎖会社立法への一提言―」金融研究(日本銀行金融研究所)二〇〇一年一月号 (<http://www.imes.boj.or.jp/japanese/kinyu/2001/kk20-1-5.pdf>) 一九二頁

この見解は、株式会社において妥当するといわれてきた「資本の三原則」や「出資の払戻しの禁止」についても、現行法(ただし平成一七年改正前商法)の説明としてはともかく、立法論としてこれらの「法理」に拘泥することは適切ではないとする。すなわち、これらの「法理」が関係当事者間の便益と費用の適切なバランスを体现しているという保証は全くなく、立法論としては、むしろこれらの法理を離れて直截に適切なルールはどのようなものであるかを考察し、しかる後にそれに合わせて既存の法理を解体、再構成していくことが妥当であるとする。

(45) 大杉謙一「LIC制度の導入」企業会計五六巻二号(平成一六年)六七頁

(46) 近時、所有と経営の一致する小規模閉鎖会社における経営者＝株主に対し、不法行為債権者の要求に応えるために「適切

な保険」を提供する義務を負わせるべきという主張がなされている (D.Leebron, 'Limited Liability, Tort Victims and Creditors' 91 Columbia Law Review (1991), p.1636.)。これは一見魅力的な提案であるが、現実的には、実効性につき多くの困難を伴うように思われる。なぜならば、経営者＝株主の「義務」と構成する以上、「適切な保険」かどうかの判断は、事後的な司法救済の場で判断されざるを得ないところ、その判断は困難を極めると予想されるからである。また、新規参入のSMEsにとっては大きな障壁となることや、保険者よりも銀行のような会社債権者の方が情報収集能力に長け、リスクの負担者として適切であることなども指摘されており、その実効性に対して、批判が強い。

ただ、強制保険制度は、現に自賠償のような限定された場面においては、それなりの実効をあげており、一概に否定されるべきではない (Freedman, op. cit., p.342. たとえば労働者保護やセクハラ防止といった観点からの保険制度の活用は一考に値するのではあるまいか)。結局のところ、有限責任のデメリットを矯正する手段として、強制保険制度は一般的な実効性を持つとはいえず、限定された場面においてのみ効用を発揮すると考えた方がよさそうである。

(47) 有限責任には、①. 企業価値が負債を下回る場合に、株主は企業価値を最大にするインセンティブを持たず、過度のリスクテイキングがなされる可能性がある、②. 倒産のタイミングを株主が選択することにより (例えば、債権者に企業のコントロールが移る前に、多額の配当をしたり、リスクの高い投資を継続したりして)、会社財産を削減させることが可能となる、といったデメリットがあることが指摘されている (三輪芳郎・神田秀樹・柳川範之編『会社法の経済学』(一九九八年) 一九五頁 (金本良嗣・藤田友敬))。

(48) 松嶋隆弘「会社法のもとにおけるデット・エクイティ・スワップ」私法七四号掲載予定 (日本私法学会第七五回大会の個別報告要旨)