

アメリカにおける D&O 保険に関する 法的規律の歴史的考察

ウドムスワンナクン プームパット

- I はじめに
 - 1 本稿の目的と着眼点
 - 2 先行研究との関係
 - 3 本稿の構成
 - 4 D&O 保険に関する概念
- II D&O 保険に関する州法制定以前の時期（1960 年代後半まで）
 - 1 D&O 保険の誕生から 注目を集めた経緯
 - 2 初期の学説
 - 3 保険料負担に関する問題と実務対応
 - 4 小括
- III D&O 保険に関する制定法の導入（1960 年代後半～1970 年代）
 - 1 D&O 保険に関する規制の内容
 - 2 アメリカの規制方法の趣旨
 - 3 アメリカの規制方法に関する学説と検討
 - 4 小括
- IV D&O 保険危機（1980 年代）
 - 1 D&O 保険危機前後のマーケット状況
 - 2 D&O 保険危機の原因
 - 3 立法的対応
 - 4 小括
- V SIDE C の誕生（1980 年代後半～1990 年代）
 - 1 分配問題
 - 2 マーケット状況
 - 3 SIDE C 誕生の経緯
 - 4 小括
- VI Enron 事件と Worldcom 事件以降（2001 年以降）
 - 1 ハードマーケット状況
 - 2 社外取締役の責任リスクに関する認識の向上とソフトマーケット
 - 3 D&O 保険と抑止効果に関する動き
 - 4 Entity Coverage をめぐる問題
 - 5 小括

Ⅶ 総括

- 1 D&O 保険の約款条項・構造を取り巻く環境
- 2 D&O 保険に内在する問題の類型
- 3 アメリカの D&O 保険に関する規制方法
- 4 残された課題

I はじめに

1 本稿の目的と着眼点

本稿の目的は、アメリカにおける D&O 保険の歴史的考察を行うことである。本稿がアメリカの対象とする理由は、次のとおりである。第一に、確かに D&O 保険は 1950 年代にイギリスで初めて売り出されたが、世界的に見れば、その後 D&O 保険の市場および D&O 保険の約款条項がもっとも発展・進化してきたのはアメリカであると言える。例えば、Entity Coverage という新しい種類の D&O 保険もアメリカで初めて開発されたし、世界的に D&O 保険の市場の規模が最も大きいのもアメリカの市場である。また、アメリカの学説における D&O 保険に関する議論も 1960 年代から蓄積されており、D&O 保険の約款条項解釈をめぐる裁判例の数も世界的に最も多いと言っても過言ではない。そのため、アメリカ法における D&O 保険に関する議論を検討することにより、有益な示唆を得られると考える。

第二に、日本の D&O 保険約款は、初めて販売された当初からアメリカの D&O 保険約款を参考にしてきた⁽¹⁾。さらに、株主代表訴訟制度、取締役の責任制度、責任の軽減・免除などといった日本のコーポレート・ガバナンスに関する制度および議論は、アメリカ法やアメリカ国内での議論などの影響を強く受けている。このような事情があるため、アメリカにおける議論を多かれ少なかれ日本の文脈に適用できることが期待できよう。

本稿は、アメリカにおける D&O 保険に関する法的規律を正確に理解するために、アメリカにおける D&O 保険の歴史的考察が不可欠であると考え。なぜならば、D&O 保険はアメリカで初めて販売されてから現在に至るまで 50 年以上という長い歴史があり、その間、アメリカにおける D&O 保険の構造・約款条項および D&O 保険に関する議論は様々な変遷を経たためである。したがって、アメリカにおける D&O 保険に関する規定や学説の議論などを正確に

理解するために、現時点のアメリカ法の規制または近年の D&O 保険に関する学説のみならず、アメリカにおける D&O 保険に関する議論の変遷を遡り、時代ごとの背景事情を踏まえながら、D&O 保険を取り巻く環境をなるべく幅広い視点から検討を行うことが必要であると考えます。

そこで、本稿は、アメリカにおける D&O 保険の歴史的考察を通じて、今までのアメリカにおける D&O 保険に関する議論を概観することとする。具体的には、次の3点に着目しながら検討を進める。

第一に、今までアメリカで指摘されてきた D&O 保険に関する問題点を幅広く抽出する。

第二に、アメリカでは D&O 保険に関する問題に対処するためにいかなる規制方法が採用されているのかを考察する。

第三に、アメリカにおける D&O 保険の約款条項の形成に影響してきた要因は何であるかを考察する。本稿は、アメリカにおける D&O 保険を取り巻く環境のうち、特に役員の実任制度の環境、D&O 保険市場のマーケット状況、D&O 保険の約款条項の解釈をめぐる裁判例に注意を払いながら、これらが D&O 保険に関する議論および D&O 保険の構造・約款条項の変遷にいかに関与を及ぼしてきたのかという問題意識に基づき考察を進める。

アメリカの D&O 保険市場のマーケット状況に着目する理由は、同じく役員の実任手段である会社補償や責任制限・免除と比較すると、D&O 保険は商業保険市場で販売されている保険商品である以上、多かれ少なかれマーケットの影響を受けていると思われるからである。そのため、D&O 保険の市場がいかに D&O 保険の構造・約款条項に影響するのかを考察することは、D&O 保険に関する規律の制度設計を考える上で有益であろう。

アメリカにおける D&O 保険の約款条項の解釈をめぐる裁判例に着目する理由は、アメリカでは、D&O 保険の約款条項の解釈をめぐる裁判例の数は非常に多く、これらの裁判例が D&O 保険の構造・約款条項の変遷にいかに関与してきたのかという点を考察することは、アメリカの現在の D&O 保険の構造・約款条項を理解する上で有益であると思われるからである。なお、日本では、現在、D&O 保険の約款条項解釈をめぐる裁判例は一件も存在しないため、D&O 保険の約款条項解釈をめぐる裁判例の多さは日本とアメリカとの大きな違いの一つである。

なお、本稿は、アメリカにおける D&O 保険の規制方法と D&O 保険を取り巻く環境を理解する上では、次の理由からデラウェア州以外の法域における制定法および判例も重要であると考えられる。まず、デラウェア州をはじめとするほとんどの州の会社法は D&O 保険の契約内容について実質的規制を設けていないが、ニューヨーク州の会社法は、唯一 D&O 保険の契約内容に関する規定を設けている。そのため、ニューヨーク州の規制も検討する価値は十分あると思われる。また、アメリカの州における会社法上の D&O 保険に関する規定が問題となった判例は非常に少ないが、D&O 保険の約款条項の解釈をめぐる裁判例は多く存在する。これらの裁判例には、デラウェア州以外の州のものもあり、それぞれの州の保険法や公序などが問題とされているため、デラウェア州以外の州の裁判例も検討する必要がある。以上の理由から、本稿で扱うアメリカ法の制定法と判例法はデラウェア州に限らず、他の州の制定法と裁判例も含まれる。

2 先行研究との関係

日本の学説では、アメリカにおける D&O 保険の規定、学説、実証研究などを検討する先行研究は存在するが、ほとんどが最近かその時代のアメリカにおける D&O 保険の規定、学説、実証研究などを断片的に検討するにとどまっている⁽²⁾。本稿のように、D&O 保険が誕生した 1960 年代から今日に至るアメリカ法の動向を丹念に考察するものは見たらなかった。

また、時代ごとの背景事情に配慮を配りながら、アメリカにおける D&O 保険の歴史的考察を行うことにより、アメリカにおける D&O 保険に関する議論および D&O 保険の約款条項の形成に影響してきた要因は何かということが考察できるという点も本稿の着眼点の一つであると思われる。

3 本稿の構成

本稿では、まずⅡからⅥにおいて、アメリカにおける D&O 保険に関する議論と D&O 保険のマーケット状況を時間的経緯に沿って検討する。各章の概要は以下のとおりである。

まず、Ⅱでは、1960 年代に D&O 保険がアメリカで注目を集めた経緯および州法の制定に至るまでの議論を考察する。アメリカにおける初期の D&O 保険

に関する学説の中心は、D&O 保険の公序違反性に関する議論であった。D&O 保険による抑止効果減殺問題に関する議論は、この時期に最も活発的に議論されていたとも言える。本章の検討により、アメリカの学説で D&O 保険による抑止効果減殺問題への対策としてどのようなものが重視されるのかが明らかにされる。

Ⅲでは、1960年代後半に制定された D&O 保険に関する州法と、それらに関する 1960年代後半～1970年代の学説を検討する。本章の検討により、アメリカにおける規制方法の類型とその趣旨が明らかにされる。

Ⅳでは、1980年代の半ばに起こった D&O 保険危機について検討する。本章を通じて、責任リスクに関する認識を高める出来事とハードマーケットとの相互関係、および、保険者に不利な判決とハードマーケットとの相互関係が明らかにされる。すなわち、社外取締役に厳しい判決である Van Gorkom 判決はハードマーケットのときに出されたため、社外取締役の責任リスクへの認識が高まったが、保険会社が保護圏を拡大しなかった。その結果、経営萎縮および社外取締役のなり手不足問題が深刻となったため、立法が介入する必要があった。また、D&O 保険の約款条項について被保険者に有利に解釈した判決がハードマーケットの時期に出されたことを受けて、保険会社はそれに対応するために新しい免責事由を導入した。

Vでは、SIDE C の誕生の経緯を検討する。本章の検討を通じて、D&O 保険の約款条項の解釈をめぐる裁判例とソフトマーケットとの相互関係が明らかにされる。すなわち、SIDE C は 1990年代のソフトマーケットと一連の保険者に不利な判決の産物であることが明らかにされる。

Ⅵでは、2000年代における Enron 事件と Worldcom 事件以降の D&O 保険に関する動きを考察する。2005年の Enron 事件と World 事件の和解において社外取締役が高額の出捐を負担したことが大きく報道されることなどにより、社外取締役の責任リスクに対する懸念が高まった。社外取締役の責任への懸念が増大したのは Van Gorkom 判決以来である。しかし、今回は Van Gorkom 判決のときと異なり、D&O 保険市場はソフトマーケットであったため、保険会社は広い約款条項を提供した。そのため、経営萎縮および社外取締役のなり手不足問題は深刻ならなかったようである。

また、この時期には、D&O 保険による抑止効果減殺問題が学説で再び着目

されるようになった。これは 1960～1970 年代の初期の学説以来、30～40 年ぶりである。さらに、この時期においては、Entity Coverage についても様々な問題が指摘された。

最後に、Ⅶでは、歴史的考察から得られた示唆をまとめる。

4 D&O 保険に関する概念

ここでは、本稿を読むにあたり必要な D&O 保険に関する概念を説明しておきたい。以下では、D&O 保険の種類、D&O 保険の構造、D&O 保険の主な約款条項、D&O 保険市場、D&O 保険に関する基本的な問題意識について順次に説明する。

(1) D&O 保険の種類

D&O 保険は、その補償の内容により 3 種類に分類することができる。

「SIDE A」は、取締役・役員個人の被る損害を補償する約款である。

「SIDE B」は、会社が取締役・役員の被る損害を補償したことによって被った損害を補償する約款である。

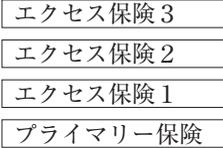
「SIDE C」は、会社自身が第三者に対して損害賠償責任を負った際の損害を補償する約款である。

SIDE A においては、取締役自身が被保険者となるのに対し、SIDE B と SIDE C においては、会社が被保険者となる。SIDE B と SIDE C は会社である法人をカバーするため、SIDE B と SIDE C を合わせて「Entity Coverage」という。

(2) D&O 保険の構造

目標とする高額の補償を確保するために、被保険者は複数の保険会社から保険を購入する必要がある。最初に損害を補償する保険会社を「プライマリー保険者」という。プライマリー約款の支払限度額が全部使われたら、その支払限度額を超えた分の損害を補償するのが「エクセス保険者」である。エクセス保険者が複数ある場合もあり、その場合、支払う順番も最初から決まっている。その積み重ねられたいくつかの保険約款の構造を「タワー」という（以下の図を参照）。タワーの中のそれぞれの保険を「レイヤー」という。

(図) 保険タワー



(3) D&O 保険市場

「引受周期 (underwriting cycle)」は、保険者がキャピタルロスに対応するために引き受け等条件を厳しくする、または、新しい参入者が市場に参入したときにマーケット・シェアを拡大・維持するために条件を緩めることにより、保険料および保険保護・引き受けの制約が上がったり、下がったりすることを指している⁽³⁾。引受周期には、「ハードマーケット」の期間と「ソフトマーケット」の期間がある。「ハードマーケット」とは、保険料と引受による利益が上がる期間である。この利益の上昇が保険者の競争を促進し、新しい参入者または既存の保険者がマーケット・シェアを拡大しようとする結果、「ソフトマーケット」をもたらす。「ソフトマーケット」とは、引受基準が緩まり、利益が下がる期間である。引受けの全ての側面は引受周期に影響される。「ハードマーケット」においては、保険会社がより選別的になる、タワーの下のレイヤーの保険を引き受けない、高い支払限度額を提供しない、契約内容について交渉をしない、より狭い保険保護について高い保険料を要求するといった傾向がある⁽⁴⁾。ソフトマーケットにおいては、その反対の傾向が見られる。

(4) D&O 保険に関する基本的な問題意識

株主代表訴訟制度は、取締役と株主との間におけるエージェンシー問題に対処するための制度である。しかし、株主代表訴訟による法的責任の恐怖が大きくなると、社内取締役や役員などの職務執行が萎縮するという問題と、社外取締役の辞任または就任拒絶により社外取締役のなり手が不足するという問題（以下、「経営萎縮および社外取締役のなり手不足問題」という）が生じうる。D&O 保険はこの2つの問題を緩和するための最も重要な手法の一つである⁽⁵⁾。

他方で、D&O 保険が株主代表訴訟による損害賠償を填補することにより、

取締役個人が自ら行った違法行為について金銭的責任の大部分を負わなくなるため、株主代表訴訟による取締役個人の違法行為への抑止効果が減殺するという問題（以下、「抑止効果減殺問題」という）も生じうる。2019年12月4日に成立した会社法の一部を改正する法律（以下、「改正会社法」という）の中では、D&O 保険に関する規律も織り込まれている。

このように、D&O 保険には経営萎縮および社外取締役のなり手不足問題を緩和するというメリットがある一方、抑止効果減殺問題という弊害も懸念されている。

(5) D&O 保険の主な約款条項

最後に、D&O 保険の約款条項の中で、抑止効果減殺問題に対処する機能を有する約款条項の一つである、コインシュランスとディダクティブルについて説明しておきたい。

コインシュランス（縮小填補割合）とディダクティブル（免責金額）は他の保険にもある機能である。コインシュランスとディダクティブル、いずれも被保険者と保険者の損失分担の仕組みである⁽⁶⁾。コインシュランスは被保険者に損害の一定の割合を負わせる仕組みである⁽⁷⁾。ディダクティブルとは、ある請求について被保険者が保険会社より先に支払わなければならない金額である⁽⁸⁾。保険の観点からは、ディダクティブルの機能は、少額請求の場合における保険会社の責任を除外することにより、保険料が過度に高くなることを防ぐことである⁽⁹⁾。他方で、コインシュランスの主要な目的は、損害額と比例して責任を負担させることにより、被保険者が根拠に乏しい、または、根拠がない請求に対して損害額を減らすために真剣に争うようにすることである⁽¹⁰⁾。また、コインシュランスとディダクティブル、いずれも被保険者に損害の一部を負わせることにより、被保険者は損害が発生しないようにもっと注意を払うことになるため、この意味では、コインシュランスとディダクティブルにはモラルハザードを減らす効果がある⁽¹¹⁾。D&O 保険に関しては、コインシュランスとディダクティブルは取締役の違法行為を抑止する機能も有している⁽¹²⁾。

(1) 例えば、甘利公人『会社役員賠償責任保険の研究』117頁（多賀出版、1997年）では、「日本のD&O保険は、昭和33年に至ってはじめて本格的にその営業を開始したものである

が、その際には当然にアメリカの D&O 保険を参考にしたことから、その影響は担保内容、料率水準のみならず実際的なアンダー・ライティングにまで及んでいるのが実情であると「言われている」と記述されている。

- (2) アメリカにおける 1960 年～1970 年代の D & O 保険に関する学説について検討する先行研究として、竹内昭夫「取締役の責任と保険」会報 243 号 11-13 頁 (1971 年)、長浜洋一「取締役および監査役の責任・補償・保険」商事法務 600 号 11 頁以下 17-18 頁 (1972 年)、森田祐司「取締役の責任と保険 (1)」損害保険研究 39 巻 2 号 91 頁 (1977 年)、森田祐司「取締役の責任と保険 (2・完)」損害保険研究 39 巻 3 号 133 頁以下 (1977 年) などがある。アメリカにおける D&O 保険危機を検討する先行研究として、近藤光男「取締役の責任保険と責任制限 (二・完)」民商 97 巻 1 号 43 頁以下 (1987) などがある。アメリカにおける最近の D&O 保険に関する学説や実証研究を検討する先行研究として、江頭憲治郎「財務諸表保険」落合誠一等編集『保険学保険法学の課題と展望：大谷孝一博士古稀記念』273-289 頁 (2011 年)、井上健一「D&O 保険と企業・役員の裁量的行動の抑止」岩原紳作＝山下友信＝神田秀樹『会社・金融・法〔上巻〕』338 頁 (商事法務, 2013 年)、木村健登「D&O 保険に内在する理論的問題とその解決策(1)「エージェンシー問題への対処」という観点から」損害保険研究 79(2) 129-170 頁 (2017 年)、木村健登「D&O 保険に内在する理論的問題とその解決策 (2・完)「エージェンシー問題への対処」という観点から」損害保険研究 79(3) 91-125 頁 (2017 年) などがある。
- (3) TOM BAKER & SEAN J. GRIFFITH, ENSURING CORPORATE MISCONDUCT: HOW LIABILITY INSURANCE UNDERMINES SHAREHOLDER LITIGATION, 54 (University of Chicago Press, 2010).
- (4) *Ibid.*
- (5) 例えば、ガバナンス研究会 (平成 27 年 7 月 24 日)「コーポレート・ガバナンスの実践～企業価値向上に向けたインセンティブと改革～」3, 7-8 頁参照。
- (6) ROBERT H. JERRY II, DOUGLAS R. RICHMOND, UNDERSTANDING INSURANCE LAW, 625-626 (Carolina Academic Pr; 6 edition).
- (7) *Id.* at 625.
- (8) TOM BAKER, INSURANCE LAW AND POLICY: CASES, MATERIALS AND PROBLEMS, 397 (Aspen Publishing 2003; 3d ed. 2013).
- (9) Note, *infra* note 93, at 651.
- (10) *Ibid.*
- (11) JERRY & RICHMOND, *supra* note 6, at 624.
- (12) Note, *infra* note 93, at 651.

II D&O 保険に関する州法制定以前の時期 (1960 年代後半まで)

本章では、D&O 保険の誕生から D&O 保険に関する制定法が導入されるまでの時期における学説および実務の状況を考察する。1 では、D&O 保険の誕

生からアメリカで D&O 保険が注目されるまでの経緯を考察する。2では、1960年代のアメリカにおける D&O 保険に関する学説を検討する。3では、1960年代における保険料負担に関する問題と実務の対応について考察する。

本章の検討により、アメリカで D&O 保険が注目を集めるに至った背景事情が明らかにされる。また、D&O 保険の抑止効果減殺問題が最も活発に議論されたとも言えるこの時期のアメリカの学説において、D&O 保険による抑止効果減殺問題への対策としてどのようなものが重視されているのかが明らかにされる。

1 D&O 保険の誕生から 注目を集めた経緯

会社補償が行われるようになったきっかけは、1929年後の大恐慌であった⁽¹³⁾。多くの取締役および役員は初めて株主代表訴訟の被告として訴えられ、高額の金銭的な責任の可能性に直面した⁽¹⁴⁾。個人責任のリスクが増加したことにより、有能な取締役の人材を確保できないという懸念も生じた⁽¹⁵⁾。その結果、1940年代の初め頃、会社は定款で会社補償を導入し始めた⁽¹⁶⁾。しかし、1940年代前半から1960年代前半までの間は、会社補償はあまり注目されていなかった⁽¹⁷⁾。その理由は、当期間の素晴らしいビジネス成長によって訴える根拠が少なかったからである⁽¹⁸⁾。同様の理由により、1950年代にロンドンの Lloyds によって売り出された D&O 保険も、当初は需要があまりなかった⁽¹⁹⁾。

D&O 保険および会社補償が注目を集めたのは1960年代後半であった⁽²⁰⁾。その背景には、一般的に訴訟リスクの認識の高まりがあり⁽²¹⁾、とりわけ取締役に対する連邦証券規制および連邦独占禁止法に基づく責任が増加したと言われている⁽²²⁾。証券規制自体、証券取引委員会 (SEC) の活発な運営および最近の裁判所による解釈と相まって、取締役の責任の概念は拡大された⁽²³⁾。1960年代は連邦証券法の民事責任規定がフル稼働した時期とも言われている⁽²⁴⁾。特に Bar Chris 判決 (283 F.Supp.643 (S.D.N.Y., 1968))、Globus 判決 (CCH Fed.Sec. L.Rep. 92,226(S.D.N.Y., 1968)) と Texas Gulf Sulfur 判決 (CCH Fed.Sec.L.Rep.92, 251(2d Cir.,1968)) が注目を集めた。Bar Chris 判決は連邦証券法 11 条の相当な注意 (due diligence) を広く解釈したものである。Globus 判決は初めて証券取引法違反に基づいた責任の補償の適法性を判断したものである。これらの判決は、問題となった概念の柔軟性と、経営者と株主や証券の買い手と売り手の関

係について新しく、動的な連邦実体法を作る裁判所の姿勢を表している⁽²⁵⁾。自然な流れとして、連邦証券法上の会社経営に関するリスクを最小限にするための手段として、会社補償と D&O 保険への関心が高まった⁽²⁶⁾。

そのほか、株主代表訴訟の増加も原因の一つであるという指摘もある⁽²⁷⁾。裁判所が取締役の責任について以前より厳しく解釈することや制定法での厳格責任の導入も経営者の責任リスクの増加に貢献したとも指摘されている⁽²⁸⁾。また、1960年代から1970年代前半が景気上昇 (business boom) の時期のため、会社が事業・ビジネス拡大・分割・買収を行っていたが、景気が後退すると、倒産している会社が増え、それらの会社は株主代表訴訟に晒されることになる⁽²⁹⁾。

以上の諸事情から、有能な取締役を見つけることが困難になってきた⁽³⁰⁾。そのため、有能な取締役を確保・維持するために、公開会社が会社補償の導入と D&O 保険の購入を本格的に検討するようになった。また、会社補償には、制定法上および判例法上の限界について不確実性があるため、多くの会社は取締役と役員を保護する手段として D&O 保険の方が良いと認識するようになった⁽³¹⁾。この結果、1968年の D&O 保険の売り上げは、前年より著しく増加した⁽³²⁾。

2 初期の学説

多くの会社が D&O 保険の購入を本格的に検討するようになるとともに、アメリカの学説では D&O 保険と会社補償に関する学説が多く見られるようになった。初期の D&O 保険に関する学説は、会社補償に関する議論の影響が大きかったことが窺える。また、この時期においては、公序と D&O 保険の適法性に関する議論が中心である。以下では、この時期の代表的見解を4つ紹介する。この4つの見解の関係は次のとおりである。

Harvard Law Review Note (1963) と Bishop (1966) は、公序との関係で D&O 保険の適法性に関する疑問を提示した上で、その解決法を提案した。Columbia Law Review Note (1967) と Harvard Law Review Note (1967) も、同様に D&O 保険自体の適法性の考慮要素を検討しているが、上記の2つの見解よりさらに踏み込んで、個別的な損害の填補可能性に関する検討も行った。以下では、それぞれの見解を紹介する。

(1) Harvard Law Review Note の見解 (1963)

この論稿は連邦法との関係から会社補償と D&O 保険の適法性を検討するものである。問題提起は、証券取引法と独占禁止法に基づいた責任が増加している中で、これらの連邦法に基づいた責任、科料または訴訟費用を補償できるか否かに関し、州法の限界は明確ではないことにある⁽³³⁾。すなわち、株主代表訴訟に関する会社補償については州法がかなり発展しているが、取締役の第三者への責任については明確ではない状態であった⁽³⁴⁾。この論稿は会社補償に関する州法、連邦法の下での会社補償、および D&O 保険といった3つの課題を検討するが、以下では D&O 保険に関する議論のみを紹介する。

① D&O 保険と会社補償規定の回避

まず、この論稿は、D&O 保険が会社補償に関する規定を回避することになると批判した⁽³⁵⁾。すなわち、実際、保険によって会社の倒産が会社補償による保護の有無に影響しなくなるため、保険は倒産によるサンクションの脅威を薄める⁽³⁶⁾ (すなわち、本来、会社が倒産した場合、取締役が会社補償による保護を受けられなくなるというサンクションが存在するのに対して、D&O 保険に加入することにより、会社が倒産した場合においても取締役が D&O 保険による保護を受けられるため、倒産によるサンクションが薄まるということだと思われる)。そのため、会社補償の公序違反性の議論は個人取締役に責任ルールをリスクを残す必要があることを前提にしているならば、会社補償によって保護できない損害を填補する保険は公序に反し、無効になる⁽³⁷⁾。また、そのような保険は、証券法の政策にも明らかに違反する⁽³⁸⁾。

なお、この論稿は以上のように批判しつつ留保もした。すなわち、保険の購入が問題となるか否かは、会社補償の適法性の捉え方次第である。すなわち、会社補償の適法性が責任ルールの機能・効果に依存すると考えるのであれば、保険は問題となりうる⁽³⁹⁾。これに対して、仮に会社補償の適法性は会社と株主との衡平 (equity) のバランスにしか依存していないという従来の見解であれば、D&O 保険には問題がない⁽⁴⁰⁾。しかし、この論稿は責任ルールの機能を重視する立場にあるかのように読める⁽⁴¹⁾。そうすると、問題は保険料の出どころではなく、保険自体を認めるべきか否かである⁽⁴²⁾。たとえ取締役が保険料を全額負担したとしても、保険の適法性に関する問題はまだ残っている⁽⁴³⁾。

② D&O 保険の適法性を確保するための方法

さらに、この論稿は、保険の適法性を確保するための3つの方策を提示した⁽⁴⁴⁾。すなわち、D&O 保険に取締役に対する連邦法の責任ルールの特典の代替的な仕組みが織り込まれており、かつ、罰する目的 (penal) の責任ではなく、過失による責任に適用する限り、公序に反しないかもしれないとされた⁽⁴⁵⁾。具体的には、第一に、違法行為を犯した取締役または当該会社の保険契約の更新を拒否することである⁽⁴⁶⁾。頻繁に取締役役に就任する人にとっては保険による保護を失うことは重大なことであり、保険による保護を望んでいる会社も違法行為を犯した取締役を雇わないであろう⁽⁴⁷⁾。第二に、ディテクティブである。責任のかなりの部分を填補できないのであれば、法律による特典ははまだ機能していると言える⁽⁴⁸⁾。第三に、保険料の引き上げも考えられるが、効果的か否かは疑問である⁽⁴⁹⁾。なぜなら、この方法は個人で購入した保険の場合には個人取締役にとって特典になるものの、会社が保険を購入した場合には保険料増加分は会社が負担するかもしれないからである⁽⁵⁰⁾。

(2) Bishop の見解 (1966)

Bishop は D&O 保険の適法性について疑問を示しつつ、2つの解決方法を提案した。また、D&O 保険の適法性を争う手段についても検討した。

① D&O 保険の適法性に関する議論

まず、D&O 保険の適法性については、約款条項を検討した上で、公序との関係で2つの問題を提示した。第一に、意図的な不誠実行為 (active or deliberate dishonesty) を免責事由とするものの、いくつかの種類の特典を補填するような約款が存在する⁽⁵¹⁾。第二に、会社が保険を購入し、保険料の9割を負担するが、法律上会社が直接取締役を補償できる損害が保険でカバーされる責任と訴訟費用の9割に相当するかは疑問である⁽⁵²⁾。特に、会社補償によって会社が直接補償できない損害について、会社が保険料を支払うことは違法である⁽⁵³⁾。また、刑罰を伴う意図的な違法行為については、取締役が保険料を自分で負担しても、その損害をカバーする保険は違法である⁽⁵⁴⁾。

② D&O 保険の適用性を確保するための方法

Bishop は、2つの解決方法を提案した。第一に、会社が取締役の会社に対する義務違反による損害を保険でカバーすることは可能であるとした⁽⁵⁵⁾。例えば、信用保険 (fidelity bond) について会社が保険料を負担しても違法ではない⁽⁵⁶⁾。会社としてのメリットは、取締役より保険会社から損害を回収する方が容易であるし、取締役は資力がない場合もある。そのため、確かに民事責任の抑止効果は若干減殺するものの、民事責任の完全な抑止効果を保つことが特に大事でなければ、会社が取締役の義務違反によって生じた損害から自身を保護する保険を購入することは適法である⁽⁵⁷⁾。しかし、当時販売されている D&O 保険は Bishop が提案しているこの保険とはかなり異なるとされた⁽⁵⁸⁾。

第二に、取締役が自分で保険を購入し、自分で保険料を負担すれば、上記の批判はなくなるとした⁽⁵⁹⁾。こうすると、医師責任保険や弁護士責任保険の購入と同じようになる⁽⁶⁰⁾。具体的には、保険を2つの部分に分解すべきであると提案した。第一の部分は、会社が会社補償で取締役に支払わなければならない損害を填補するものであり、会社が保険料を負担する⁽⁶¹⁾。第二の部分は、取締役の義務違反によって生じた会社に対する責任、および、訴訟費用を填補するものであり、取締役は自分で購入し、自分で保険料を負担する⁽⁶²⁾。取締役個人の保険料負担は確かに報酬増加の方法で簡単に回避できるが、そのような公序を回避する可能性を理由として D&O 保険自体を違法とするまで必要がないとした⁽⁶³⁾。

③ D&O 保険の適法性を争う方法

最後に、D&O 保険の適法性を争う方法を3つ示しつつ、いずれも起こる可能性は低いとした。第一に、会社の保険購入を停止させるために株主は株主代表訴訟を提起することが考えられるが、2つの理由によって起こる可能性は低い⁽⁶⁴⁾。まず、保険の購入を株主に開示することを要求する州法または連邦法はない⁽⁶⁵⁾。また、訴訟によって会社がもたらう金銭的な利益、すなわち、節約できる保険料は低いため、高い弁護士費用に見合わない⁽⁶⁶⁾。第二に、州の保険当局のような監督機関が介入することも考えられるが、今までそのような機関が動いたことはない⁽⁶⁷⁾。第三に、多額の損害の場合、保険会社は公序違反を理由に保険金の支払いを拒否するかもしれない⁽⁶⁸⁾。しかし、確かに過去に保険会

社はそのような防御で成功した例があるが、当該損害は非常に多額であり、かつ、その種類の保険があまり儲からない場合を除き、保険会社はそうしないであろう⁽⁶⁹⁾。

(3) Columbia Law Review Note の見解 (1967)

この論稿の目的は、D&O 保険における公序による制約を検討することである。この論稿の問題提起は2つある。第一に、D&O 保険が公序に反するか否かという考慮要素は明確にされていない⁽⁷⁰⁾。それらの要素は、保険会社がリスクを引き受けるか否かの判断要素でもあるため、これらの要素を明確することによって、保険会社の判断の合理性を高めることができる⁽⁷¹⁾。第二に、保険会社は重要な顧客、特に D&O 保険以外の種類の保険をたくさん購入している大企業の取締役のプレッシャーに屈し、公序に反するような広すぎる約款を作成する可能性がある⁽⁷²⁾。

① 公序違反性の考慮要素 (一般論)

D&O 保険が公序に反するか否かを判断する際、この論稿はカバーされる違法行為の性質およびそれについての責任の目的で判断すべきであるとした⁽⁷³⁾。そして、この判断基準を約款条項に当てはめれば、D&O 保険で填補できない損害があるが、現在販売されている保険の約款条項はこの限界を超えていないという結論に至った⁽⁷⁴⁾。

② 公序違反性の考慮要素 (各論)

具体的には、この論稿は①注意義務、②忠実義務、③その他の義務に分けて、それぞれの公序による制約の限界を検討する。結論として、注意義務については過失による任務懈怠は填補できるが、取締役に実質的な金銭的リスクを残さなければならない⁽⁷⁵⁾。これに対して、忠実義務および抑止目的を有している証券法の 16(b)条やその他の責任については填補できないとする⁽⁷⁶⁾。

第一に、注意義務について次のように述べた。過失による任務懈怠 (negligent inattentiveness) に関して、過失行為への抑止効果を保つためには、取締役に責任の全額を負担させる必要はないが、全ての金銭的な責任から解放することも望ましくない⁽⁷⁷⁾。まず、公序の観点から保険が取締役の過失による

任務懈怠を填補できるか否かは、その責任の目的が何であるかによる⁽⁷⁸⁾。取締役の過失による任務懈怠をめぐる株主代表訴訟の目的は、損害填補よりも取締役に最低限の役割を果たしてもらうことにある⁽⁷⁹⁾。また、注意深くない医師や弁護士は顧客か職を失うが、取締役は自らの雇用をコントロールできるため、訴訟以外恐れるものはない⁽⁸⁰⁾。したがって、保険はこの抑止効果を必ず失わせる⁽⁸¹⁾。確かに訴訟自体はかなり恥をかかせるものの、金銭的な責任の代替にはならない⁽⁸²⁾。もっとも、取締役は全ての金銭的な責任を免れるべきではないが、これは全ての過失による任務懈怠を補填できないわけではない⁽⁸³⁾。すなわち、当時(1967年)販売されていたD&O保険には、20,000ドルのディダクティブルとそれを超えた部分の5%のコインシュランスという条項が織り込まれていた⁽⁸⁴⁾。ディダクティブルが軽減または排除されたケースは見当たらなかった⁽⁸⁵⁾。20,000ドルのディダクティブルだけでは抑止にならないとしても、訴訟による評判の失墜と合わせたら抑止になるであろう⁽⁸⁶⁾。

第二に、忠実義務に関しては、取締役の行動の性質および民事責任の目的に照らせば、全ての不忠実(disloyalty)は保険で填補されるべきではない⁽⁸⁷⁾。しかし、取締役が敗訴した場合における訴訟費用は補填できる⁽⁸⁸⁾。なぜなら、公序は保険会社の防御義務の適法性に影響しないし、取締役が訴訟費用を負担しなくても良いとしても、民事責任の抑止効果は損なわれないからである⁽⁸⁹⁾。

第三に、その他の責任についても、填補できるか否かはその民事責任の目的と被害者の行為の性質による⁽⁹⁰⁾。例えば、証券取引所法の16条(短期売買差益の返還(Short Swing Profit)に関する規定)は、その文言からすれば、罰する(penal)目的を有している⁽⁹¹⁾。これに対して、自社株買戻しを禁止している条文は債権者保護を目的とするものであり、立法趣旨は処罰ではなく損害填補にあるため、損害填補を高める責任保険は、公序の問題がない⁽⁹²⁾。

(4) Harvard Law Review Note の見解(1967)

この論稿は、D&O保険の実態および当時の標準的な約款条項であるLloydの1966年の約款に照らしながら、公序の観点からD&O保険の適法性を検討するものである。結論から言うと、この論稿は、D&O保険の適法性に関する考慮要素を示した上で、填補できる範囲を分析した。D&O保険は他の専門職賠償責任保険と同様に、訴訟費用と過失による責任は填補するが、意図的な行

為は免責事由となっている⁽⁹³⁾。この論稿は、その上で、D&O 保険には短所があると批判した。一つは填補範囲が正確ではないという問題がある⁽⁹⁴⁾。もう一つの問題は、填補すべきいくつかの項目の訴訟費用が免責事由となっている点である⁽⁹⁵⁾。保険料負担に関しては、Bishop の見解に対し、会社は取締役のために保険を購入できないという批判は保険を会社補償と同視するものであるため適切ではなく、保険の購入を報酬として正当化できる限り、その費用の負担を否定できないとする⁽⁹⁶⁾。また、会社補償を補填する保険には問題がありうるものの、保険会社がチェックすれば解決できるとした⁽⁹⁷⁾。さらに、D&O 保険の適法性を争う方法も考察した⁽⁹⁸⁾。

① D&O 保険の約款条項の概観

具体的には、まず、この論稿は約款条項を概観し、保険による保護の範囲は曖昧であると指摘した⁽⁹⁹⁾。すなわち、取締役としての立場において行った正式の行為のみならず、取締役としての立場において行った全ての行為、例えば、取締役の個人的な利益（personal ventures）を巡る株主代表訴訟まで補填することを示唆する約款条項がある⁽¹⁰⁰⁾。また、全ての約款にはディダクティブルとコインシュランスが織り込まれていると指摘しつつ、前述の Columbia Law Review Note と異なり、D&O 保険の適法条件とまではしていない⁽¹⁰¹⁾。すなわち、ディダクティブルは高い保険料を防ぐために少額の請求について保険会社の責任を除外するが、取締役の違法行為の抑止にもなると述べた⁽¹⁰²⁾。コインシュランスにも抑止機能があるが、主要な目的は被保険者を根拠のない請求において真剣に争わせるためであるとした⁽¹⁰³⁾。

② 公序違反性の考慮要素

次に、裁判所は当時の D&O 保険を費用保険ではなく責任保険として扱うだろうと述べた上で⁽¹⁰⁴⁾、責任保険契約の適法性は2つの公序に関する考慮要素に依存しているとする⁽¹⁰⁵⁾。第一に、責任保険は民事責任の損害填補機能を促進しつつ、抑止機能を弱める⁽¹⁰⁶⁾。第二に、保険業界に関する公的規制（public regulation）の目的は、保険金が確実に支払われることを保証すること、および、保険料（rate structure）の公平性を維持することである⁽¹⁰⁷⁾。したがって、填補する損害は、統計的な確率の原則に従い、被保険者がコントロールできな

いような偶然の出来事であればならない⁽¹⁰⁸⁾。さもなくば、保険者が予測できない損害から自らを保護するために高い保険料を要求しない限り、保険システム全体は危険に晒される⁽¹⁰⁹⁾。責任保険契約が公序に反するか否かについては、この2つの要素のバランスを考慮すべきである⁽¹¹⁰⁾。また、弊害が利点を明らかに上回らない限り、契約は違法とされるべきではなく、契約自由を尊重しなければならない⁽¹¹¹⁾。

この論稿は上記の2つの要素に基づき、民事責任に関する保護と刑事責任に関する保護を分けた上で、個々の項目を填補できるか否かを分析する。

民事責任

民事責任に関する保護の中で、損害填補的な責任、懲罰的責任、訴訟費用に分ける。以下、順次検討する。

第一に、損害填補的な損害について検討する。損害填補的な責任をさらに①意図的ではない行為、②意図的な行為、③違法行為の過失(fault)を特定しない責任、④和解に分けた。

①意図的ではない行為については填補できるとした⁽¹¹²⁾。意図的ではない行為は、被保険者がコントロールできないものであり、また請求は統計的には正確に予測できる⁽¹¹³⁾。計画的・意図的ではないという性質からは、民事責任の抑止目的に対する弊害も弱まる⁽¹¹⁴⁾。また、損害填補の点においてもメリットも小さくない⁽¹¹⁵⁾。他の専門職賠償責任保険と同様に、意図的ではないミスを填補することはD&O保険の主な目的である⁽¹¹⁶⁾。

これに対して、②意図的な行為に関しては、補填できないとした⁽¹¹⁷⁾。保険は確かに被害者の損害填補機能を促進するが、意図的な行為の場合は意図的ではない行為の場合よりも抑止効果が重要であるため、その弊害をより重視すべきである⁽¹¹⁸⁾。また、取締役の様々な意図的な違法行為は刑法で禁止されていない⁽¹¹⁹⁾。刑事責任があっても、取締役の刑事責任は頻繁に追及されるわけではないし、刑事罰も一般的には弱いため、刑事罰のみで抑止になるかは疑問である⁽¹²⁰⁾。法的なサンクション以外にも、ディテクティブとコインシュランス、契約更新の拒否などの保険会社によるサンクションや取締役の評判の機能も存在するが、意図的な違法行為を填補する保険は違法行為の抑止を大きく減

殺させる⁽¹²¹⁾。最も大事なものは、このような行為は統計的に正確に予測することができないため、意図的な違法行為の填補は D&O 保険の生存可能性 (viability) に大きく影響するということである⁽¹²²⁾。また、保険料を安定的・合理的な水準に抑えること、および、保険金が確実に支払われることという社会目的にも反する⁽¹²³⁾。

③違法行為の過失 (fault) を特定しない責任については、補填できるとした。裁判所が被害者の意図を特定せずに責任ありと判定することが多い⁽¹²⁴⁾。例えば、連邦証券法の第 11 条において、原告は、被保険者が虚偽記載を認識していたこと、または、認識し得たことを証明する必要はなく、被告は合理的な注意を証明できれば責任を免れる⁽¹²⁵⁾。解決策として、保険者は被保険者の行為が不誠実免責事由 (dishonesty exclusion) に該当するか否かを判断しなければならないとした⁽¹²⁶⁾。だが、保険者が保険金を支払う可能性があるため、保険者に判断を委ねるのは望ましくないかもしれない⁽¹²⁷⁾。例えば、請求額が小さい場合、保険者は請求を巡る訴訟を起こすよりも被保険者に有利に解決するかもしれない⁽¹²⁸⁾。一方で、約款は明らかに意図的な行為を免責事由としているし、保険料の算定もそれに基づいているため、保険会社は保険金を払わないインセンティブを持っている⁽¹²⁹⁾。また、保険会社が被保険者に有利に行動するという可能性だけでは、取締役が違法行為を犯すインセンティブに実質的に影響しないであろう⁽¹³⁰⁾。逆に、被保険者は、自身の行為が意図的であるか否かについて疑問があれば保険会社に対し訴訟を起こす権利を有している⁽¹³¹⁾。保険会社の裁量に委ねること以外の唯一の方法は、全ての曖昧なケースについて仲裁を要求することであるが、現在のやり方に勝るとは言えない⁽¹³²⁾。

④和解については、補填できるとした。しかし、保険者は、被保険者の行為の性質から和解に応じるかどうかを判断しなければならない⁽¹³³⁾。上記の違法行為の過失を特定しない責任と比べて、和解の場合の方が保険会社の判断材料は少ない⁽¹³⁴⁾。そのため、違法行為の過失を特定しない責任の場合と同様に、保険会社が公序に違反する意図的な行為を填補する可能性があるため、保険会社が保険による保護があるか否かを判断すべきではないという批判はあり得る⁽¹³⁵⁾。しかし、反論の方が説得力を持つとした⁽¹³⁶⁾。すなわち、保険会社としては自分の資金がかかっているため、被保険者に過剰に優しくしないであろうし、補填すべきでない場合に時として保険金を支払ってしまうことがあって

も、被保険者の行動には大きく影響しないであろう⁽¹³⁷⁾。また、被保険者が保険者に対し補填できるか否かという問題について、裁判所の判決を求めることも可能である⁽¹³⁸⁾。また、強行的仲裁条項 (compulsory arbitration provision) という選択肢も考えられるが、保険会社の裁量に委ねることより望ましいわけではない⁽¹³⁹⁾。なぜなら、認定の正確性を高めるには結局手間と費用がかかるため、裁判外の和解の目的に反するからである⁽¹⁴⁰⁾。

第二に、懲罰的損害については、抑止目的と損害填補目的のどちらにウエイトが置かれているかは明確ではなく、契約は適法であるという推定が働くため、填補を認めるべきであるとした⁽¹⁴¹⁾。

第三に、民事責任に関する訴訟費用については、問題があると指摘しつつ、填補できるとした。訴訟費用を填補することには、2つの問題がある⁽¹⁴²⁾。一つは、訴訟費用が填補されなければ和解したであろう被保険者に、原告側に費用と遅れをかけるために、訴訟を続けるインセンティブが生じることである⁽¹⁴³⁾。その結果、理由がある請求なのに被告が勝訴してしまうということもあり得る⁽¹⁴⁴⁾。もう一つは、潜在的な高額な訴訟費用による抑止効果が弱まるということである⁽¹⁴⁵⁾。しかし、被告が全力で訴訟を争うことを促進するメリットの方がこれらのデメリットを上回る⁽¹⁴⁶⁾。特に株主による濫訴への対抗を高めることは、保険が和解を填補することによる濫訴の促進と相殺される⁽¹⁴⁷⁾。被告がより積極的に防御することを促進することによって確定判決 (Final adjudication) も多くなるため、意図的な行為の場合でも訴訟費用を填補できることには正当性がある⁽¹⁴⁸⁾。

だが、Lloydの約款には、いくつかの隙間があると批判した。すなわち、不誠実免責条項および違法な報酬の免責条項が適用されるのは確定判決の場合のみであるため、これらの行為について有責確定判決が出た場合、訴訟費用はカバーされない⁽¹⁴⁹⁾。言い換えれば、防御に成功した場合のみ訴訟費用を填補する⁽¹⁵⁰⁾。また、防御に成功した場合でも証券取引所法の第16条と私的な利益または便宜の供与を違法に得た場合については訴訟費用を填補しないという点も、Lloydの約款の大きな隙間として指摘された⁽¹⁵¹⁾。

刑事責任

刑事責任に関する保護については、刑事責任の目的は損害填補ではなく、罰すること (penal) にあるため、科料を填補することは公序に反するとした⁽¹⁵²⁾。刑事裁判の訴訟費用については、訴訟費用が多額である場合は若干抑止効果に影響するかもしれないが、被害者の刑事弁護の保護という公序の方が上回るため補填できる⁽¹⁵³⁾。

③ その他の議論

また、この論稿は、会社を保護する保険についても問題点を指摘した。すなわち、会社が取締役を補償するか否かの裁量を持っている場合、会社が会社補償を填補する保険のカバー範囲を決められる立場にある⁽¹⁵⁴⁾。そうすると、保険は不適切または違法な会社補償を促進する可能性がある⁽¹⁵⁵⁾。保険が取締役会の会社補償の判断にどのように影響するかは、取締役の保険のカバー範囲による⁽¹⁵⁶⁾。具体的には3つのシナリオが考えられる。第一に、会社補償でカバーできないが、取締役の保険でカバーできる場合には、取締役会は保険による保護を選び、補償をしないであろう⁽¹⁵⁷⁾。例えば、取締役の行為が過失か否かが明確でない和解の場合、取締役会が当該取締役を補償しないであろう。なぜなら、その場合、会社補償を填補する保険によって会社が填補を受けられるかどうかは不確実であるが、当該取締役が確実に取締役個人を補償する保険によって填補を受けられるからである⁽¹⁵⁸⁾。第二に、会社補償や取締役の保険でもカバーできそうにない場合、取締役会は当該取締役にリスクを負わせないために補償するであろう⁽¹⁵⁹⁾。例えば、意図的な行為についての第三者責任の場合である⁽¹⁶⁰⁾。第三に、会社補償でカバーできないか否かが曖昧である州においては、取締役の保険ではカバーできない場合、取締役会が補償する可能性がさらに高くなる⁽¹⁶¹⁾。例えば、自己取引をめぐる株主代表訴訟の和解の場合である⁽¹⁶²⁾。特に第二と第三の場合は問題になると思われる。しかし、そういった場合、違法な会社補償を認めた取締役は責任が問われる上、保険会社も適切ではない会社補償を予測し、チェックする措置を設けている⁽¹⁶³⁾。すなわち、保険者の事前同意がない限り、保険者は保険金を支払わない⁽¹⁶⁴⁾。したがって、保険会社は違法で過剰な会社補償をチェックする機能を果たしている⁽¹⁶⁵⁾。

また、取締役を保護する保険について、保険料負担に関する Bishop の見解に対して反論した。すなわち、取締役が支払った保険料を会社が後で補償することを防ぎようがないし、第三者責任であれ、株主代表訴訟であれ、会社が負担することを取締役の報酬として正当化できるとした⁽¹⁶⁶⁾。

最後に、Bishop と同様に、D&O 保険の適法性を争う方法を示した。第一に、保険料の支払いをめぐる株主代表訴訟である⁽¹⁶⁷⁾。しかし、D&O 保険購入自体は公表されない、または、たとえ公表されていても保険料の金額が少ないため株主代表訴訟を起こす価値がないといった問題がある⁽¹⁶⁸⁾。第二に、州保険監督官 (state insurance commissioner) の行政処分をめぐる訴訟が考えられる⁽¹⁶⁹⁾。なぜなら、公序違反は保険監督官が保険約款を認可しない根拠の一つであるからである⁽¹⁷⁰⁾。しかし、多くの州では約款の認可は形式的なものに過ぎない⁽¹⁷¹⁾。また、保険約款条項に関する州規制の主要な目的は、基本的には被保険者を曖昧な約款条項や厳しすぎる手続要件などから保護することにある⁽¹⁷²⁾。そのため、州保険監督官は、D&O 保険購入が適法であるか否か、また、保険約款がどの程度民事責任の抑止を減殺させるかについては審査しないであろう⁽¹⁷³⁾。また、今までそれらの根拠で約款を認可しなかったことはない⁽¹⁷⁴⁾。第三に、保険会社と被保険会社間の訴訟である⁽¹⁷⁵⁾。ある損害を補填できるか否か、または、補償できるか否か、といった争点は争えるとしても、会社が取締役のために D&O 保険を購入することに關する適法性は争えない⁽¹⁷⁶⁾。

3 保険料負担に関する問題と実務対応

取締役のための D&O 保険の購入は会社の利益にならないため、かかる保険料を会社が支出することは会社の能力外 (ultra vires) であるという批判がある⁽¹⁷⁷⁾。また、制定法や判例は会社が取締役を補償できる範囲に制約を課しているため、弁護士や経営者は取締役を保護する部分の保険の保険料については取締役が支払うべきであると理解していた⁽¹⁷⁸⁾。これらの問題を受けて、保険会社は保険料を会社と取締役の間で 9 対 1 という割合で分配することによって、取締役を保護する部分の保険の保険料は会社による資金で支払っていないと主張した⁽¹⁷⁹⁾。なぜ適切な保険料分配が必要かという点、適切ではない保険料の分配によって適切な保険料との差額を支払うよう株主が取締役に対し株主代表訴訟を提起する恐れもあるし、保険会社が多額の損害を填補したくない場

合、意図的に公序違反を理由に無効を主張し保険金支払いを拒絶する可能性もあるためである⁽¹⁸⁰⁾。9対1という割合の根拠は、取締役らに対する訴訟の大半において、取締役が防御に成功し、当該防御費用は会社補償によって補償され、そして、会社は会社補償保険によって補償されるからである⁽¹⁸¹⁾。9対1という割合の保険料分配以外の対策として、取締役を保護する保険のみを購入することも可能であるが、2つの問題がある。一つは、取締役を保護する保険の保険料は既に複合型保険の保険料の約8割であるため、取締役が自ら全額負担するとすれば取締役にとってはかなり高い金額となることである⁽¹⁸²⁾。より深刻なもう一つの問題は、取締役を保護する保険のみを購入すると、会社補償の場合は保険でカバーされなくなるということである⁽¹⁸³⁾。そうすると、特に会社が補償できるか否かが明確ではない場合、取締役にとっては、会社または保険会社、どちらが訴訟費用を支払うべきかを巡る訴訟を提起せざるを得ないかもしれない⁽¹⁸⁴⁾。

しかし、学説では9対1という保険料分配対策に対する批判もあった。すなわち、取締役の潜在的な責任は保険の全体的な保護の1割を超えるため、9対1という保険料分配の割合は非現実的であり、会社は実際取締役のために保険を購入しているのではないかという批判である⁽¹⁸⁵⁾。D&O 保険購入の適法性と保険料負担に関する問題は、最終的には立法によって解決された。

4 小括

初期の学説の中心は、D&O 保険の適法性に関する議論である。本稿の関心である抑止効果の問題は、この時期の学説において活発的に議論されていた。学説では、抑止効果減殺問題への対策として主に次の3つが重視されていた。

第一に、意図的行為、忠実義務違反、自己取引などによる損害填補を免責とする免責事由である。抑止効果との関係では、とりわけ故意・意図的行為を免責とすることが重視されているように見える。また、一般論として、公序との関係で、ある損害を填補できるか否かは当該責任ルールの目的が抑止なのか、損害填補なのかという基準で判断すべきという点においてもこの時期の見解が一致していたように思われる。

第二に、コインシュランスとディダクティブルである。もっとも、見解によって、コインシュランスとディダクティブルの強調の程度が異なる。すなわち、

過失による責任などについてコインシュランスとディダクティブルをD&O保険の適法要件とすべきであるという見解もあれば、単なる抑止効果減殺問題の対策措置として言及するにとどまる見解もある。

第三に、保険会社の役割を期待する見解も見られる。例えば、Harvard Law Review Note (1963)は、D&O保険の適法性を確保するために保険契約更新の拒絶や保険料増加を重視した。また、Harvard Law Review Note (1967)は、違法行為の過失の有無を特定できない場合、意図的行為を填補してしまうという抑止効果に関する問題があるが、解決策として保険会社に任せれば良いとした。

本章では、この時期で指摘されたD&O保険の適法性および会社の保険料負担に関する問題が州の制定法により解消されたことを確認する。しかし、抑止効果減殺問題への対処については、州によって規制方法が異なっている。

(13) James H. Cheek, III, *Control of Corporate Indemnification: A Proposed Statute*, 22 VAND. L. REV. 255, 255 (1969). アメリカにおける会社補償とD&O保険の誕生のきっかけについて検討する先行研究として、例えば、竹内・前掲注(2)11-13頁がある。

(14) *Ibid.*

(15) *Ibid.*

(16) *Ibid.*

(17) *Id.* at 256.

(18) *Ibid.*

(19) See Martin J. Greenberg & David B. Dean, *Protecting the Corporate Executive: Director and Officer Liability Insurance Reevaluated*, 58 MARQ. L. REV. 555, 555 (1975).

(20) *Ibid.*; See also, Note, *infra* note 93, at 648.

(21) See Greenberg & Dean, *supra* note 19, at 556.

(22) See Cheek *supra* note 13, at 256-7.

(23) Greenberg & Dean, *supra* note 19, at 558. 特に、証券取引所法10(b)条とRule 10b-5は証券取引に関する民事責任の訴訟の増加をもたらした。*Id.* at 558-9.

(24) See Milton P. Kroll, *Some Reflections on Indemnification Provisions and S.E.C. Liability Insurance in the Light of Barchris and Globus*, 24 BUS. LAW. 681, 681 (1969).

(25) *Id.* at 681-682.

(26) See *ibid.*

(27) See Note, *infra* note 93, at 648.

(28) See Greenberg & Dean, *supra* note 19, at 557-558.

(29) *Id.* at 556-7.

- (30) *See id.* at 561.
- (31) *See* Cheek *supra* note 13, at 271 (Employer's Group of Boston 保険会社は、1967 年において、22 件 (1.1 億ドル) を販売したのに対して、1968 年の前半のみにおいて、40 件 (約 2 億ドル) を販売した)。
- (32) *Id.* at 271 fn.58.
- (33) Note, *Indemnification of Directors: The Problems Posed by Federal Securities and Antitrust Legislation*, 76 HARV. L. REV. 1403, 1403 (1963)[hereinafter Harvard Law Review Note (1963)].
- (34) *Id.* at 1403-1404.
- (35) *See Id.* at 1428-1429.
- (36) *Ibid.*
- (37) *Id.* at 1428.
- (38) *Ibid.*
- (39) *Ibid.*
- (40) *Id.* at 1428-1429. そうすると、保険料は少ないため、ただの報酬の増加として見る事ができる。また、保険料はディスカウントの増加によって引き受ける保険会社が負担することになるため、株主と取締役との間の公平 (equity) のバランスの問題はなくなる。*Ibid.*
- (41) *Id.* at 1429. 会社補償の適法性は会社と株主との公平 equity のバランスにしか依存していないという従来の見解は責任ルールの機能を無視した。*Ibid.*
- (42) *Ibid.*
- (43) *Ibid.*
- (44) *See Ibid.*
- (45) *See Ibid.*
- (46) *Ibid.*
- (47) *Ibid.*
- (48) *Ibid.*
- (49) *Ibid.*
- (50) *Ibid.*
- (51) Joseph W. Jr. Bishop, *New Cure for an Old Ailment: Insurance against Directors' and Officers' Liability*, 22 BUS. LAW. 92, 106 (1966).
- (52) *Id.* at 106-107.
- (53) *Id.* at 107, 110.
- (54) *Id.* at 107-108.
- (55) *See id.* at 110.
- (56) *Ibid.*
- (57) *Ibid.*
- (58) *See id.* at 111.
- (59) *See id.* at 112.

- (60) *Ibid.*
- (61) *Ibid.*
- (62) *Ibid.*
- (63) *See id.* at 113.
- (64) *Id.* at 114.
- (65) *Ibid.*
- (66) *Ibid.*
- (67) *Ibid.*
- (68) *Ibid.*
- (69) *Ibid.*
- (70) Note, *Public Policy and Directors' Liability Insurance*, 67 COLUM. L. REV. 716, 717 (1967) [hereinafter Columbia Law Review Note (1967)].
- (71) *Id.* at 717.
- (72) *Ibid.*
- (73) *See id.* at 717-718.
- (74) *See id.* at 729.
- (75) *Id.* at 729.
- (76) *See id.* at 729.
- (77) *Id.* at 727-8.
- (78) *Id.* at 727.
- (79) *Ibid.* 株主の経営者をコントロールする手段が欠けているため、取締役が任務懈怠しないように訴訟は唯一の効果的な手段かもしれない。 *Ibid.*
- (80) *Ibid.*
- (81) *Ibid.* 過失による行為が補填されることを認識すると、廉潔な取締役でも怠けてしまう。
Ibid.
- (82) *Ibid.*
- (83) *Id.* at 727-728.
- (84) *Id.* at 728.
- (85) *Id.* at 728 f.n.72.
- (86) *Id.* at 728.
- (87) *Id.* at 719.
- (88) *Id.* at 722.
- (89) *Ibid.*
- (90) *Id.* at 728.
- (91) *See id.* at 728-729.
- (92) *Id.* at 729.
- (93) Note, *Liability Insurance for Corporate Executives*, 80 HARV. L. REV. 648, 699 (1967) [hereinafter Harvard Law Review Note (1967)].

- 94) 例えば、「取締役としての立場において行った行為」の填補範囲などが指摘された。See *id.* at 650, 669.
- 95) 例えば、過剰報酬を巡る株主代表訴訟、意図的な行為、刑事裁判に関する訴訟費用などを補填しないことが指摘された。See *id.* at 661-662, 669.
- 96) See *id.* at 666-667, 669.
- 97) *Id.* at 664-665.
- 98) See *id.* at 667-668.
- 99) *Id.* at 650.
- 100) *Ibid.*
- 101) See *id.* at 651.
- 102) See *ibid.*
- 103) See *ibid.*
- 104) 費用保険と責任保険の違いは、被保険者が破産した場合、費用保険においては保険者が保険金を支払う義務がないと指摘された。See *id.* at 652-3.
- 105) See *id.* at 653.
- 106) *Ibid.*
- 107) *Ibid.*
- 108) *Ibid.*
- 109) *Ibid.*
- 110) *Ibid.*
- 111) *Ibid.*
- 112) See *id.* at 654.
- 113) *Ibid.*
- 114) *Ibid.*
- 115) *Ibid.*
- 116) *Id.* at 655.
- 117) See *ibid.* 一般的に意図的な行為を補填する保険は公序違反とされており、この理屈は D&O 保険の場合にも当てはまるとされる。See *ibid.*
- 118) *Ibid.*
- 119) *Id.* at 655-656.
- 120) *Id.* at 656.
- 121) *Ibid.*
- 122) *Ibid.*
- 123) *Ibid.*
- 124) *Id.* at 657.
- 125) *Ibid.*
- 126) See *ibid.*
- 127) *Ibid.*

(128) *Ibid.*

(129) *Ibid.*

(130) *Ibid.*

(131) *Ibid.*

(132) *Id.* at 657-658.

(133) *Id.* at 658.

(134) *Ibid.*

(135) *Ibid.*

(136) *Ibid.*

(137) *Ibid.*

(138) *Ibid.*

(139) *Ibid.*

(140) *Ibid.*

(141) *See id.* at 660.

(142) *See ibid.*

(143) *Ibid.*

(144) *Ibid.*

(145) *Ibid.*

(146) *Id.* at 660-661.

(147) *Id.* at 661.

(148) *Ibid.*

(149) *Ibid.*

(150) *Ibid.*

(151) *See id.* at 662. 保険会社はこれらの請求について防御に成功した場合の訴訟費用を免責事由とする理由がない。*Ibid.*

(152) *See ibid.*

(153) *Id.* at 663.

(154) *Id.* at 664.

(155) *Ibid.*

(156) *Ibid.*

(157) *Id.* at 664-665.

(158) *Ibid.*

(159) *Ibid.*

(160) *Ibid.*

(161) *Ibid.*

(162) *Ibid.*

(163) *Ibid.*

(164) *Ibid.*

(165) *Ibid.*

(166) 第三者責任については、保険料は報酬増加と同様に合理的な報酬であれば、会社補償で填補できない損害でも問題がない。また、保険料は報酬として過剰になる可能性は少ない。取締役一人当たりの保険料は数百ドル程度であり、裁判所も金額より誠実さ (good faith) で判断するため、問題にならないであろう。

株主代表訴訟については、Bishop の見解は、事前に支払った保険料を会社が貰う損害賠償額から差し引けば、損害賠償額が実質的に減ると批判した。しかし、保険料は経営者の合理的な報酬の一部として正当化できる。また、過失を保険で保護するとしても経営者は注意を払わなくなるというわけではないだろう。弊害があるとしても、破産した取締役から回収できない損害から会社を保護するというメリットによって相殺する。See *id.* at 666-667.

(167) *Id.* at 667-668.

(168) *Id.* at 668.

(169) *Ibid.*

(170) *Ibid.*

(171) *Ibid.*

(172) *Ibid.*

(173) *Ibid.*

(174) *Ibid.*

(175) *Ibid.*

(176) *Ibid.*

(177) See Greenberg & Dean, *supra* note 19, at 566. また、ultra vires という言葉を用いていないが、取締役が保険料を自分で負担すべきとした見解もある。See Bishop, *supra* note 51, at 112.

(178) See David M. Mace, *Directors and Officers Liability Insurance*, 85. BANKING L. J. 39, 54 (1968).

(179) See Note, *Indemnification of the Corporate Insider: Directors' and Officers' Liability Insurance*, 54 MINN. L. REV. 667, 681 (1970).

(180) Mace, *supra* note 178, at 52.

(181) See *Id.* at 50-51; William E. Knepper, *Officers and Directors: Indemnification and Liability Insurance-An Update*, 30 BUS. LAW. 951, 961(1975). しかし、会社が全額負担しているという会社もある。See Mace, *supra* note 178, at 51.

(182) Mace, *supra* note 178, at 52.

(183) *Id.* at 52.

(184) *Id.* at 52-53.

(185) See Note, *supra* note 179, at 681; Bishop *supra* note 51, at 107.

Ⅲ D&O 保険に関する制定法の導入（1960年代後半～1970年代）

前章では、1960年代後半に、学説でD&O保険に関する適法性および保険料負担に関する問題が指摘されたことを確認した。それらの問題を解消するために、1960年代後半に各州の会社法がD&O保険に関する規定を導入し始めた。本章では、D&O保険に関する制定法の内容・趣旨及びそれに関する学説を考察する。

1では、D&O保険に関する制定法・規定の内容を確認した上で、規制方法の類型を整理する。2では、それぞれの規制方法の趣旨を分析する。3では、それぞれの規制方法を評価するアメリカの学説を紹介しつつ、検討を加える。

本章の検討により、アメリカのD&O保険の抑止効果減殺問題へ規制方法の類型とその趣旨が明らかにされる。

1 D&O 保険に関する規制の内容

本項では、D&O保険に関する規制の内容を考察する。立法の動きは1967年の模範会社法（Model Business Corporation Act）の改正⁽¹⁸⁶⁾から始まった⁽¹⁸⁷⁾。同年にデラウェア州は似た内容の規定を設けた。ほとんどの州は、デラウェア州の規定か模範会社法の規定を踏襲している⁽¹⁸⁸⁾。米国法律協会（American Law Institute）（以下、「ALI」という）のコーポレート・ガバナンス原則も似た規制を設けている。また、米国証券取引委員会（U.S. Securities and Exchange Commission）（以下、「SEC」という）もD&O保険に関する情報の開示を要求している。以下では、州会社法、ALI、SECのD&O保険に関する規定を考察した上で、D&O保険に関する規制方法を整理する。

(1) 州会社法

ここでは、まず、デラウェア州とニューヨーク州のD&O保険に関する規定を考察する。ニューヨーク州を取り上げる理由は、同州は他の州と異なり、D&O保険に関する内容規制と開示規制も設けている唯一の州であるからである。そして、その他の州における特徴的規定や制定法を導入していなかった州の状況を簡単に紹介する。

① デラウェア州

デラウェア会社法第 415 条 (g) は、会社がその責任につき補償する権限を有するか否かを問わず、会社は取締役や役員などを保護するための保険を購入、かつ、それを維持する権限を有すると定めている⁽¹⁸⁹⁾。この規定は、D&O 保険が会社補償によって補填できない損害を填補することは違法であるという批判と会社が保険料全額を負担できるか否かという問題を解決するためのものであると考えられる。

② ニューヨーク州

デラウェア州や他の州の規定と比べて、ニューヨーク州の規定は最も詳細なものである。ニューヨーク州も、デラウェア州と同様に、会社が D&O 保険を購入・維持する権限を有していると定めているが、それに加えて次の特徴がある。

第一に、填補範囲について詳細な規定が置かれている。次の項目について、応訴費用以外は填補できないとしている。これらは、ニューヨーク州の保険法に基づき保険に付することを禁止されているものである⁽¹⁹⁰⁾。被保険者たる取締役に不利な判決その他の終局判決 (final adjudication) において、この者の積極的かつ故意の不誠実な行為 (active and deliberate dishonesty) がこのように宣告された訴訟原因にとって重要であった場合、または、この者は自己が法的には取得できない経済的利益その他の利益⁽¹⁹¹⁾を個人的に実際に取得した場合である⁽¹⁹²⁾。これらは、標準的な約款の免責条項とあまり変わらないと思われる。

第二に、公序との関係で D&O 保険の適法性を正面から認めている。すなわち、ニューヨーク州または連邦政府を含む他の法域のいかなる一般法または特別法にもかかわらず、本条は会社経営者のリスクを分散するために認められるニューヨーク州の公序であると明示している⁽¹⁹³⁾。州の公序についてこのように定めることによって、D&O 保険が公序に反するという訴訟の可能性を排除する⁽¹⁹⁴⁾。

第三に、株主への情報開示を要求している。すなわち、会社は、会社が締結し、または、更新した保険に関し、保険業者名、契約日、保険料、保険を付した会社の役職、および、補償保険契約に基づき支払われたものの、株主への書面において前もって報告されていないすべての金額、といった項目を説明する

書面を郵送しなければならない⁽¹⁹⁵⁾。なお、支払限度額は開示の対象外である。その理由はおそらく支払限度額を開示することによって会社が訴訟を防御する際不利な立場に陥るかもしれないからである⁽¹⁹⁶⁾。

第四に、コインシュランスとディダクティブルについて強行規定を設けている。すなわち、コインシュランスとディダクティブルについて保険監督官に認容される方法で定めなければならないとしている⁽¹⁹⁷⁾。保険監督官に認容されるコインシュランスとディダクティブルがいくらかは、当時明確ではなかったようである。学説では、立法者が想定しているのはこの規定が導入された時期の標準的な水準である20,000ドルのディダクティブルと5%のコインシュランスであるという見解がある⁽¹⁹⁸⁾。また、保険監督官は通常仲介者(broker)を規制しているため、被保険者が何を購入できるかを保険監督官が規制することは適切ではないと批判した見解もある⁽¹⁹⁹⁾。

2002年時点のニューヨーク州保険規則集(New York State Insurance Code of Regulations)の規則11は、通常の会社の場合、会社の資産額によって、個人取締役の会社が補償できない責任について、個人のディダクティブルを2,000ドルから5,000ドル、損害額の最初の1,000,000ドルについてのコインシュランスを0.2%から0.5%定めなければならないとしている⁽²⁰⁰⁾。詳細は以下の表の通りである。

会社の類型	最低限のディダクティブル		最低限のコインシュランス
	個人(ドル) (individual)	総計(ドル) (aggregate)	
(a) 事業会社法(Business Corporation Law (B.C.L.))または銀行法(Banking Law (B.L.))が適用される会社(保険会社、郵送会社などを含め)			
(1) 資産は\$20,000,000を超える場合	5,000	50,000	0.5%
(2) 資産は\$10,000,000を超えるが、\$20,000,000以下の場合	4,000	40,000	0.4%
(3) 資産は\$5,000,000を超えるが、\$10,000,000以下の場合	3,000	30,000	0.3%
(4) 資産は\$5,000,000以下の場合	2,000	20,000	0.2%
b) 協同組合法(Cooperative Corporations Law)が適用される会社	100	1,000	0.1%
(c) 宗教会社法(Religious Corporations Law)が適用される会社	100	1,000	0.1%
(d) 非利益会社法(Not-for Profit Corporation Law (N-PCL))が適用される会社	100	1,000	0.1%

ディダクティブルについては、すべての取締役の個人ディダクティブルの合計が総計ディダクティブルを超えた場合、それぞれの取締役の最低限の個人ディダクティブルは総計ディダクティブルを取締役の人数で割った額になる⁽²⁰¹⁾。しかし、最低限の個人ディダクティブルは上記の図で定められている額の 75% 以下に下げられてはいけない⁽²⁰²⁾。

コインシュランスについては、D&O 保険は損害額の最初の 1,000,000 ドルについて上記の図のとおり、最低限のコインシュランス以上のコインシュランスを定めなければならない⁽²⁰³⁾。しかし、1,000,000 ドルを超える部分の損害のコインシュランスについては、保険者と会社の合意によって決められる⁽²⁰⁴⁾。

ただし、次の場合において、ディダクティブルまたはコインシュランスは要求されていない⁽²⁰⁵⁾。①会社が取締役または役員を補償できる場合、②保険が会社自身のために発行された場合、③保険が会社の取締役または役員に直接発行された場合である⁽²⁰⁶⁾。また、外国会社に発行された D&O 保険ではディダクティブルまたはコインシュランスが要求されていない場合がある⁽²⁰⁷⁾。

また、注意すべきなのは、損害額の最初の 1,000,000 ドルを超える部分については、コインシュランスを定める必要がないという点である。そうすると、仮にすべての取締役が最低限のディダクティブルとコインシュランスを希望するとすれば、上記の規定から取締役の責任の上限も窺える。例えば、資産が 20,000,000 ドルを超える会社の場合、普通取締役は 5,000 ドルのディダクティブル、損害額の最初の 1,000,000 ドルについて 0.5% のコインシュランス、それをを超える部分についてはコインシュランスなし、という約款条項を希望するわけである。そうすると、損害賠償額はいくら高くても、大雑破な計算では、当該取締役の個人責任の上限は 502,500 ドルになる ($5,000 + (995,000 \times 0.5\%)$)。

③ その他の州

他の州の特徴的な規定をいくつか紹介する。ミネソタ州は、会社補償で補填できない損害を填補する D&O 保険は違法であるという批判を受けて、そのような D&O 保険の購入を禁止する規定を設けた⁽²⁰⁸⁾。これに対して、D&O 保険の購入や会社の保険料全額負担を（正面からではなく）間接的に認める州もある。例えば、オハイオ州は、明示的に D&O 保険の購入を認めるのではなく、

会社補償の規定は会社が購入した保険で保護されている権利を除外しないことのみを定めている⁽²⁰⁹⁾。また、コネチカット州は、会社は取締役との合意により保険料負担を分配できると定めている⁽²¹⁰⁾。

1975年の時点では、33州はD&O保険の購入を認めていたが、数多くの州ではD&O保険に関する規定はまだ制定されていなかったため、それらの州ではD&O保険が公序に反するか否かについてまだ議論されていた⁽²¹¹⁾。例えば、州が制定しておらず、暗黙しているというのは、保険を拒否するという解釈もありうる⁽²¹²⁾。また、制定していない州においてD&O保険を購入できるか否かは、会社補償の規定が排他的(exclusive)か非排他的(non-exclusive)かによるという見解もある⁽²¹³⁾。制定していない州における実務の対応としては、前述のように、取締役を保護する部分だけを購入することも考えられるが、問題がある⁽²¹⁴⁾。

しかし、様々な事情により、D&O保険は会社補償で補填できない損害を補填しても公序に反しないという意見や会社が保険料を全額負担しても良いという意見の方が有力になったように思われる。学説では、次の理由が挙げられていた。第一に、D&O保険は有能な経営陣を確保するための報酬の一種にすぎない⁽²¹⁵⁾。第二に、D&O保険は会社の利益になる⁽²¹⁶⁾。すなわち、会社補償と同様に有能な取締役の人材を確保するというメリットもあり、株主代表訴訟において会社が取締役から損害賠償を回収できる確率も高まる⁽²¹⁷⁾。第三に、税務局(Internal Revenue Service)は、D&O保険は会社の利益になるため保険料を会社の支出として認めた⁽²¹⁸⁾。第四に、SECは会社補償については問題視したが、D&O保険については特に反対しなかった⁽²¹⁹⁾。第五に、D&O保険の違法性を論じるBishopも、会社の保険料全額負担への反対を撤回した。その理由は、取締役の過失による会社に対する責任は実際全体的なリスクの1%もないため、会社が保険料を100%支払っても問題がないからである⁽²²⁰⁾。第六に、D&O保険を購入するか否かは経営判断の一つであるため、期待リスクとコストを比較しなければならない⁽²²¹⁾。取締役を保護する目的以外、会社にとっては、取締役や第三者への高い支払いから保護するというメリットもある⁽²²²⁾。第七に、当時販売されていた約款に織り込まれているディダクティブルとコインシュランスによって公序に関する問題がかなり少なくなった⁽²²³⁾。

(2) 米国法律協会のコーポレート・ガバナンス原則 (ALI's Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations)

ALI のコーポレート・ガバナンス原則の § 7.20(a)(4) は、デラウェア州と同様に、会社が当該責任または費用を補償できるか否かにかかわらず、会社が当該責任または費用を填補する取締役のための保険を購入する権限を有すると定めている⁽²²⁴⁾。しかし、デラウェア州と異なり、免責条項について若干の制約を課している。唯一の明示的な制約は、悪意かつ有責な法律の違反および法律上許されない重大な金銭的利益にかかわる行為についての責任に対する保険保護を与えられてはならないというものである⁽²²⁵⁾。

(3) SEC の規制

SEC は、少なくとも 1970 年代から、届出書 (registration statement) 上に D&O 保険加入の有無と一般的な効果 (general effect) の開示を要求している⁽²²⁶⁾。「一般的な効果」には D&O 保険約款条項の内容が含まれているという解釈も可能であるが、基本的には、実務では、会社は D&O 保険約款条項の内容を明らかにしない曖昧な表現を使っている⁽²²⁷⁾。

また、従来から、SEC は D&O 保険と会社補償とで異なる扱いをしている。すなわち、SEC は、会社による証券法上の責任の補償は公序違反になるとする⁽²²⁸⁾。これに対して、D&O 保険のコストは会社、被保険者、またはその他の者により負担されても、公序違反にならず、ウェーバー (waivers) と約束 (undertakings) は必要がないとする⁽²²⁹⁾。

(4) 規制方法の類型

以上、アメリカの D&O 保険に関する規定を確認した。上記の州会社法、ALI、SEC の D&O 保険に関する規制方法を 3 つに分類できると思われる。

第一に、形式的規制である。デラウェア州をはじめとするほとんどの州は、抑止効果減殺問題について特に実質的規制を設けていない。このような規制方法を「形式的規制」という。形式的規制は 2 つの目的を持つ。第一に、会社補償の規定との関係について、会社補償で填補できない損害を填補する D&O 保険の適法性を肯定することである。第二に、会社が保険料を全額負担することを授權することである。

第二に、実質的規制（内容規制）である。「実質的規制（内容規制）」とは、D&O 保険の約款条項を規制するものである。ニューヨーク州のみは、免責事由、コインシュランス、ディダクティブルといった D&O 保険の約款条項の内容まで制約を課している。なお、ALI も免責事由（保険保護範囲）について制約を課している。

第三に、開示規制である。「開示規制」とは、D&O 保険の約款条項などに関する情報の開示を要求するものである。ニューヨーク州と SEC の規定は開示規制を採用している。

2 アメリカの規制方法の趣旨

本項では、アメリカの規制方法の趣旨を考察する。特に、なぜデラウェア州とほとんどの州は、形式的規制を採用しているのかという点に焦点を当てる。その手がかりを得るために、以下では、デラウェア州会社法第 145 条 (g) の解釈論と立法趣旨に関する議論、模範事業会社法と ALI のコメント、当時の学説を検討する。

結論を先に述べれば、デラウェア州をはじめとするほとんどの州が実質的規制ではなく形式的規制を採用したのは、D&O 保険による抑止効果減殺問題への対処について、公序と保険会社・保険市場に任せることとしたからである。

(1) デラウェア州会社法第 145 条 (g) の解釈論と立法趣旨

デラウェア州が同州会社法に第 145 条 (g) を導入した後に、当該条文の解釈が議論された。すなわち、当該条文の文言からは特に制約が設けられていないようにも読めるため、公序に違反した D&O 保険約款の購入も認められるか否かについて議論されていた。また、デラウェア州会社法第 145 条 (g) と抑止効果減殺問題に関する議論も見られる。

以下では、デラウェア州会社法第 145 条 (g) に関する解釈論と抑止効果減殺問題に関する議論に分けて紹介する。以下のデラウェア州の立法者の見解からは、デラウェア州が免責事由の設計と保護範囲について特に実質的規制を設けなかったのは、公序（保険法）と保険会社に任せればよいという考え方に基づくものであったことがうかがえる。

① デラウェア州会社法第 145 条 (g) の解釈論：公序違反の保険まで認めるのか

デラウェア州会社法第 145 条 (g) の解釈論をめぐって、学者である Bishop とデラウェア州の立法者の一人である Arsht の見解は以下のように対立している。

Bishop の見解⁽²³⁰⁾

Bishop は、デラウェア州会社法の第 145 条と模範会社法の第 5 条の会社補償と D&O 保険に関する規定は経営者に優しすぎると批判した⁽²³¹⁾。また、これらの規定が連邦証券取引法の政策に整合的であるか否かを検討した⁽²³²⁾。ここでは D&O 保険に対する批判のみを紹介する。

D&O 保険について、Bishop は、デラウェア州会社法の 145 条 (g) を、保険会社が作成してくれる限り、会社はいかなる内容の保険でも購入できるとしたものと解釈した⁽²³³⁾。確かに保険会社は意図的な行為を補填することは望まないと考えられるが、現在市場で販売されている D&O 保険約款、特に免責事由はひどく作成され、過剰報酬などのような自己取引または利益相反も補填してしまっている⁽²³⁴⁾。デラウェア州の立法者は取締役の意図的な違法行為を補填する保険も認めるつもりかもしれないが、デラウェア州または他の州の裁判所は、デラウェア州会社法 145 条 (g) が意図的な違法行為を補填する保険を認めないという伝統的なコモン・ロー上の政策 (policy) を覆すものであるとは判断しないであろう⁽²³⁵⁾。仮にデラウェア州最高裁判所が、デラウェア州会社法 145 条 (g) の意味について、保険会社が作成してくれる限り、デラウェア州の公序はいかなる内容の保険の購入をも認めるものと解釈しても、連邦証券法違反に基づいた責任を填補する約款が適法であるかは疑問がある⁽²³⁶⁾。証券取引法に関しては、Bishop は結局当該条文の目的が抑止なのか一般投資家の損害填補なのかで判断すべきであると述べたにとどまる⁽²³⁷⁾。

また、Bishop の見解の数年後に、理由づけが若干異なるものの、デラウェア州会社法の 145 条 (g) の解釈について Bishop と同じ読み方をした学説がある⁽²³⁸⁾。具体的には、デラウェア州会社法の 145 条 (g) の広範な文言からは、コモン・ロー上の心境の区別 (state of mind distinction)、すなわち過失と意図

的な行為の区別は適用されず、忠実義務や私的な利益、インサイダー取引なども補填できると解釈した⁽²³⁹⁾。その読み方の根拠は、有能かつ責任感があるビジネスマンが経営者として就任するようにするためという会社補償規定の立法目的は、D&O保険の規定の立法目的でもあるかもしれないからである⁽²⁴⁰⁾。そのため、デラウェア州の立法者はD&O保険はいかなる責任でも補填できると明示的に認めた⁽²⁴¹⁾。良い経営者を確保するためというデラウェア州の選択肢を尊重すべきである⁽²⁴²⁾。

Arsht の見解

Arsht は、上記の Bishop の会社補償と D&O 保険の規定に対する批判に反論した。ここでは D&O 保険に関する見解のみを紹介する。Arsht は、Bishop のデラウェア州会社法 145 条 (g) の解釈論に対し次のように反論した。

すなわち、145 条 (g) は保険法ではなく会社法の規定であるため、この条文を起草した立法者は、保険法および保険会社の実務を変えるつもりではなかった⁽²⁴³⁾。取締役の意図的な違法行為を補填することは公序違反であると、起草者は分かっている⁽²⁴⁴⁾。また、法律が禁止しなくても、保険会社はそのような保険約款を作成しないであろう⁽²⁴⁵⁾。したがって、立法者は、保険会社が意図的な違法行為を補填する約款を作成してはならないという規定を会社法上に設ける必要がないと判断したのである⁽²⁴⁶⁾。145 条 (g) がなければ作成できなかった約款条項を作成する権限を保険会社に授権したわけではない⁽²⁴⁷⁾。145 条 (g) が制定される前は填補できない損害は、制定後も填補できない⁽²⁴⁸⁾。D&O 保険は医師や弁護士の責任保険および自動車賠償責任保険と同様に過失による違法行為しか補填できない⁽²⁴⁹⁾。

結局、デラウェア州会社法 145 条 (g) は、会社が D&O 保険の保険料を全額負担することを授権するのみである⁽²⁵⁰⁾。その背景には、制定前の実務における 9 対 1 という保険料の分配は、会社補償で直接補償できない損害を間接的に填補するものであると批判される可能性がある⁽²⁵¹⁾。デラウェア州では、このような状況は非現実的であり、ナンセンスであると認識するようになった⁽²⁵²⁾。なぜなら、取締役が払った保険料は取締役会に参加するための旅費 (travel expense) と変わらず、取締役を務めるにあたって発生する合理的な費用であ

るため、会社が取締役の旅費と同様に負担すべきであるからである⁽²⁵³⁾。したがって、立法者は保険料負担を取締役に分配し、その分を補償するために後で報酬として引き上げるというやり方を排除しようと決めた⁽²⁵⁴⁾。会社が後で取締役を補償するのではなく、最初から保険料を負担することを許すべきである⁽²⁵⁵⁾。

② 抑止効果減殺問題

Arsh はデラウェア州会社法 145 条 (g) の解釈論のみならず、D&O 保険は株主代表訴訟と第三者責任訴訟による違法行為の抑止効果を減殺させるという懸念に対しても反論した。D&O 保険が違法行為の抑止を減殺させるという懸念に対する Arsh の反論は、大きく 2 つに分けることができる。第一に、この公序の問題は、D&O 保険契約の免責条項によって解決される⁽²⁵⁶⁾。すなわち、例えば、私的な利益、不誠実な行為、自己取引、意図的な行為、忠実義務などが免責事由とされている⁽²⁵⁷⁾。こういった行為は被保険者がコントロールできるので、補填されてしまうと違法行為を促進するのみであるため、こういった行為は填補されることはないであろう⁽²⁵⁸⁾。そうすると、D&O 保険が機能する範囲はかなり限定的であり、一定の影響が及ぶのは過失による行為である⁽²⁵⁹⁾。しかし、意図的ではない行為を填補しても民事責任の抑止効果は減殺されない⁽²⁶⁰⁾。取締役や役員等の過失を補填することは、弁護士と医師の責任保険と類推することによって正当化できる⁽²⁶¹⁾。第二に、良い経営陣の人材の確保、また、ある程度会社および第三者を違法行為による損害から保護する必要性があるため、違法行為の抑止という公的利益とバランスを取るべきである⁽²⁶²⁾。

(2) 模範事業会社法と ALI

ここでは、模範事業会社法と ALI の解説やコメントなどから、形式的規制と実質的規制の規制方法の趣旨に関する手がかりを得ることとする。

まず、模範事業会社法は、D&O 保険に関して、実質的規制を特に設けていない⁽²⁶³⁾。すなわち、デラウェア州などと同様に、形式的規制を導入している。模範事業会社法の公式コメント (official comment) では、次のように述べられている。「この条文の目的は、会社が購入できる保険の限界を設定する (set the

outer limit) ことではなく、むしろ、取締役等のために保険を購入・維持することができるかどうかに関する疑問を晴らすことである⁽²⁶⁴⁾。また、「基本的には、D&O 保険は、不誠実 (bad faith)、自己取引 (self-dealing)、不誠実 (bad faith)、証券法を意図的に (knowing violations of the securities act)、その他の意図的 (other willful misconduct) などといった填補できないもの (uninsurable matter) をカバーしない」⁽²⁶⁵⁾。

このように、公式コメントでは、模範事業会社法が実質的規制を設けなかった理由について特に言及されていないが、当時の標準約款の免責事由の内容に対する言及からは、D&O 保険の免責事由の設計や保護範囲については、保険会社や公序に任せればよいという考えがうかがえるように思われる。

他方で、ALI のコーポレート・ガバナンス原則は模範事業会社法やデラウェア州と異なり、実質的規制を設けている。すなわち、免責事由に関する内容規制を設けており、D&O 保険の保護範囲に制約を課している。具体的には、ALI は「悪意かつ有責⁽²⁶⁶⁾な法律の違反 (knowing and culpable violation of law)」または「取締役または役員が法律上許されない重大な金銭的利益⁽²⁶⁷⁾の取得 (obtaining a significant pecuniary benefit to which the director or officer is not entitled)」に直接的に関わった行為についての責任に対する保険保護を禁止している⁽²⁶⁸⁾。

ALI のコメントによれば、ALI は以上の保険保護範囲に関する制約以外、免責条項、コインシュランス、デダクティブルの設計については、商業用の保険市場 (commercial insurance market)、保険法、および公序に委ねるとされた⁽²⁶⁹⁾。当時の D&O 保険約款は、基本的に、自己取引、不誠実な行為 (bad faith)、法令違反に認識しながら行った行為 (knowing violation of law)、または、その他の故意による違法行為 (willful misconduct) などといった一定の行為を免責事由として定めている⁽²⁷⁰⁾。モラルハザードの懸念から、こういった免責条項は存在し続けるだろう⁽²⁷¹⁾。そのため、市場の行動は広範な規制の必要性を除去する⁽²⁷²⁾。しかし、この理屈は商業用の保険市場外の保険約款 (insurance arrangements not made in the commercial market) に適用しないため、保険市場外の約款の補填範囲と免責条項が商業用の保険市場で販売されている保険の内容と異なるか否かについて裁判所が慎重に審査すべきである⁽²⁷³⁾。このように、ALI は上記の免責事由に関する内容規制以外、免責条項、

コインシュランス、ディダクティブルの設計については、商業用の保険市場、保険法、および公序に委ねる。

(3) 学説と検討

それでは、当時のアメリカの学説では、D&O 保険の規制方法の趣旨について、いかに議論されていたのであろうか。この論点について論じた論文はあまり見当たらなかったが、1本の該当があった。それは、SCHAEFTLER の見解 (1976)⁽²⁷⁴⁾ である。SCHAEFTLER は次のように述べた。立法が D&O 保険約款条項をコントロールしないのは、公序と競争圧力 (competitive pressure) が許す限り、保険会社が保険による保護を制限したり、条件を自由に決めたりすることができるからである⁽²⁷⁵⁾。すなわち、実質的規制を設けなかったのは、公序と保険市場の競争に任せたからであるということがうかがえる。

このように、デラウェア州の立法者と学者との議論、模範事業会社法と ALI のコメント、SCHAEFTLER の見解を合わせて考慮すれば、形式的規制の背景には、抑止効果減殺問題への対処については、公序と保険会社・保険市場に任せているからであるということが言えると思われる。具体的には、保護範囲については公序と保険会社・保険市場の免責事由に、ディダクティブルとコインシュランスについては保険会社・保険市場に、それぞれ任されている。

3 アメリカの規制方法に関する学説と検討

前項では、デラウェア州をはじめとするほとんどの州が D&O 保険について実質的規制を設けなかったのは、抑止効果減殺問題への対処について、公序と保険会社・保険市場に任せたからであるということが明らかにされた。それでは、形式的規制、実質的規制、開示規制といった D&O 保険の規制方法については、アメリカの学説ではどのように評価されたのであろうか。学説では、D&O 保険の規制方法を分析する学説はあまり見当たらなかったが、次の2つの見解がある。New York Law Review Note の見解 (1975)⁽²⁷⁶⁾ と SCHAEFTLER の見解 (1976)⁽²⁷⁷⁾ がある。

結論から言えば、この2つの見解は形式的規制にやや否定的な立場をとっているように思われる。すなわち、D&O 保険の約款条項の設計を公序と保険会社・保険市場に任せるべきではなく、他の州もニューヨーク州のように開示規

制やダイダクティブル規制を導入すべきであると主張された。具体的には、SCHAEFTLERは、マーケットの影響に着目して、D&O保険の約款条項を公序と保険会社に任せるべきではないと指摘した。また、他の州もニューヨーク州のように開示を導入すべきであるとも主張した。New York Law Review Noteの見解(1975)は、他の州や連邦はニューヨーク州のダイダクティブル規制を導入すべきであると主張した。

以下では、まず、SCHAEFTLERの見解(1976)を紹介する。そして、州法上のD&O保険に関する規定の立法当時前後(1960年代後半~1970年代)のD&O保険のマーケット状況について考察する。なぜなら、抑止効果減殺問題への対処を保険会社・保険市場に任せるのであれば、立法は当時のD&O保険マーケット状況を前提にした可能性があるため、立法当時のD&O保険市場はどのような状況なのかを考察することは有益であると考えからである。最後に、New York Law Review Noteの見解(1975)を紹介する。

(1) SCHAEFTLER(1976)の見解

前述のように、SCHAEFTLERの問題意識は、立法がD&O保険の約款条項をコントロールしていないため、保険会社は、公序と競争圧力(competitive pressure)が許す限り、保険による保護を制限したり、条件を自由に決めたりすることができるという点にある⁽²⁷⁸⁾。問題は、D&O保険の保護の範囲を保険会社の裁量に任せて良いのかということである⁽²⁷⁹⁾。SCHAEFTLERの結論は、D&O保険の保護範囲について公序と保険会社に任せるのは望ましくないため、保険の保護範囲の下限と上限を保険法ではなく会社法で定めるべきであるというものである⁽²⁸⁰⁾。

D&O保険の保護範囲の下限を設けるべきとしたのは、SCHAEFTLERが、当時の約款条項は被保険者である取締役の期待に応えないと判断したからであると思われる⁽²⁸¹⁾。すなわち、当時の約款条項は不十分であり、保険料も高すぎる⁽²⁸²⁾。契約期間や告知義務についても取締役が満足できる内容ではない⁽²⁸³⁾。免責事由も広すぎる⁽²⁸⁴⁾。その背景には、保険会社のD&O保険の引受経験が浅く、コストも不確実であるため、保険会社が慎重に審査するということがある⁽²⁸⁵⁾。その結果、1969年には、申込者の50%は保険会社に拒否され、申込者の25%は保険料が高すぎて、購入しないことにした⁽²⁸⁶⁾。保険会社と交

渉し、標準的な約款を修正することも難しい⁽²⁸⁷⁾。しかし、SCHAEFTLER は、これが D&O 保険自体ではなく当時の現状に対する批判に過ぎないと留保した⁽²⁸⁸⁾。保険会社が経験を積み、裁判所が約款条項を解釈し始めることにつれて、不確実性から生まれた短所は減る⁽²⁸⁹⁾。保険会社は免責事由などの約款条項を改定し、保険料を下げるかもしれない⁽²⁹⁰⁾。また、最低限を定めることは契約自由原則に違反するという批判もありうるが、政府は昔から保険業界をコントロールしてきている⁽²⁹¹⁾。また、保険契約は附従契約（contract of adhesion）であるため、政府による介入は保険会社と被保険者との均衡を取り戻す一方である⁽²⁹²⁾。

以上のように批判しつつ、当時のマーケット状況のメリットも指摘した。すなわち、厳しい引き受けプロセスは、間接的に会社と株主の利益のためになるかもしれないと指摘した⁽²⁹³⁾。厳しい更新条件を満たすために、会社は良い業績を目指し、努力する⁽²⁹⁴⁾。また、保険会社が更新を拒否する、または、マーケットの平均保険料より遥かに高い保険料に引き上げる場合、経営者は株主から質問されるかもしれない⁽²⁹⁵⁾。この点、ニューヨーク州は D&O 保険の購入・更新・保険料の開示を要求する唯一の州である。他の州もニューヨークと同様に D&O 保険に関する情報の開示を要求すべきである⁽²⁹⁶⁾。開示することによって、悪い経営による保険料の大幅な増加に対し、株主が株主代表訴訟を起こすかもしれない⁽²⁹⁷⁾。したがって、投資者や株主は D&O 保険の保険料を見て経営の質や会社の成功を判断することが可能である⁽²⁹⁸⁾。

これに対して、D&O 保険の保護範囲の上限を設けるべきとした理由は、D&O 保険と公序との関係について規定を設けていない州や立場がまだ曖昧である州はまだ多くあると評価したからであると思われる⁽²⁹⁹⁾。SCHAEFTLER は、D&O 保険に関する規定を設けていない州については、D&O 保険の適法性は会社補償の規定が排他的か否かなどによって違ってくるとした⁽³⁰⁰⁾。また、曖昧な約款条項を解釈する判例が欠けるという問題もある⁽³⁰¹⁾。そのため、D&O 保険の保護範囲の上限が何かに関する混乱と不確実性を減らすために、保険による保護範囲の制約という公序の問題は保険会社や裁判所の解釈に委ねるべきではなく、会社法で解決すべきである⁽³⁰²⁾。

(2) 1960年代後半～1970年代のマーケット状況

それでは、制定法が導入された1960年代後半において、D&O保険市場はどのような状況だったのであろうか。

まず、1960年代後半までのマーケットを考察する。D&O保険は1930年代後半から販売され始めたが、1960年代の半ばまではほとんど購入されていなかった⁽³⁰³⁾。マーケットは非常に限定されており、London Underwritersが保険者、または、(この分野に参入した米国会社の)再保険者の立場としてマーケットをコントロールしていたため、保険者は十分な料率および条件を維持することができていた⁽³⁰⁴⁾。この状況と低い損害の発生率(low incidence of loss)とが相まって、D&O保険を扱うことは保険会社にとって割りが良かった⁽³⁰⁵⁾。

州法が立法された1960年代後半において、保険会社はD&O保険の引受経験が浅く、コストも不確実であったため、保険会社は慎重に審査していた⁽³⁰⁶⁾。その結果、1969年に申込者の50%は保険会社に拒否され、申込者の25%は保険料が高すぎて、購入しないことにした⁽³⁰⁷⁾。保険会社と交渉し、標準的約款を修正することも難しい⁽³⁰⁸⁾。このように、1960年後半の立法当時では、D&O保険市場はややハードであったように思われる。D&O保険に関する制定法が導入された当時(1967年)に販売されていたD&O保険の標準約款では、20,000ドルのデッドクティブルとそれを越えた部分についての5%のコインシュランスが約定されていた⁽³⁰⁹⁾。そのため、立法はややハードマーケット状況のD&O保険の約款条項を前提に制度設計をした可能性があるようにも思われる。

1970年代の半ばから後半までには、次のような理由により、幾つかの保険者がマーケットに参入し、D&O保険のマーケットはかなり拡大した。第一に、高い保険料がまだ得られていた⁽³¹⁰⁾。第二に、保険者は、D&O保険は非常に割りが良い保険であると一般的に理解していた。すなわち、保険料を得てから損害賠償の支払請求が発生するまでの期間は長く、大きな投資機会があった⁽³¹¹⁾。第三に、当時保険会社は一般に事業の拡大を図っており、D&O保険の領域は、今後成長が期待できた⁽³¹²⁾。第四に、安価で豊富な再保険の取得が可能であった⁽³¹³⁾。このように、1970年代に入って、D&O保険市場が初めてソフトになったと考えられるが、立法当時は今後マーケット状況がソフトになることは予想されていなかった可能性があるように思われる。

(3) New York Law Review Note の見解 (1975)

この論稿は、有能な取締役の確保、違法行為の抑止、連邦法との整合性という3つの基準で D&O 保険に関する規定、特にデラウェア州、カリフォルニア州、ニューヨーク州の規定を評価するものである。結論としては、ニューヨーク州の規定は3つの基準を満たしており、他の州もニューヨーク州の規定のようにディダクティブルを導入すべきであるとした。すなわち、過失の場合でも抑止効果を保つためにディダクティブルを強制すべきであるという趣旨である。ただし、後述のように、この論稿のデラウェア州やニューヨーク州の条文の読み方や Globus 判決の理解は正しくないかもしれないため、留意する必要がある。

この論稿は、デラウェア州の規定については、前述の Bishop の見解と同様に、これを意図的な行為を填補する保険の購入でも認めるものであると解釈した上で、抑止の観点からは望ましくないと批判した⁽³¹⁴⁾。また、カリフォルニア州の規定については、曖昧であり、具体的な制約や制限を設けていないことは有能な取締役の確保の観点からも違法行為の抑止の観点からも望ましくないと批判した⁽³¹⁵⁾。

これに対して、ニューヨーク州の規定は3つの基準とも満たしており、一番優れていると評価した。一番大きな理由はディダクティブルとコインシュランスに関する規定があるからである。

まず、ニューヨーク州の規定もデラウェア州やカリフォルニア州と同様に、公序が適用されるか否かは曖昧であると批判した⁽³¹⁶⁾。確かに、ニューヨークの規定は意図的な行為を填補してはならないような定め⁽³¹⁷⁾があるが、問題がある⁽³¹⁸⁾。すなわち、故意の不誠実な行為 (deliberate dishonesty) は過失より証明することが難しいと思われるため、抑止効果を保つ措置としては効果的ではない⁽³¹⁹⁾。また、この規定は終局判決 (final adjudication) を要求しているため、和解の場合には適用されないという問題もある⁽³²⁰⁾。そうすると、原告と取締役の馴れ合いの可能性がある⁽³²¹⁾。こういった問題があるものの、ディダクティブルについて保険監督官の認可を要求することで、取締役は免責金額を超えた部分の責任を負わないため、有能な取締役の確保という観点からは望ましいし、ディダクティブルの部分の金銭的な責任があるため、違法行為の抑止にもなる⁽³²²⁾。

また、連邦法との整合性という最後の基準にも満たしている。すなわち、この論稿は連邦法の政策は何かについて、当時注目が集まっていた Globus 判決を参考にした⁽³²³⁾。Globus 判決からすれば、連邦法の政策は 2 つある。一つは抑止効果である⁽³²⁴⁾。しかし、連邦法の抑止効果の目的は、過失と意図的な行為の区別だけに依存してはならず、全ての違法行為を抑止すべきである⁽³²⁵⁾。もう一つは損害の填補である⁽³²⁶⁾。連邦法のこの 2 つの目的は、ディダクティブルによって達成できる。

しかし、ディダクティブルに対する批判もありうると指摘した⁽³²⁷⁾。ディダクティブルは保険を購入した時点で設定されるため、生じた損害との関連性がない⁽³²⁸⁾。だが、その金額は抑止になるのに十分な金額であるし、保険当局の認可も必要である⁽³²⁹⁾。また、裁判所は、ディダクティブルが低すぎる場合、裁判所は保険金を全額認めることを否定するかもしれない。合理的なディダクティブルの金額の設定は、裁判所にとって刑事事件の料金の認定よりは難しくはないはずである⁽³³⁰⁾。また、保険法がディダクティブルを強制することや取締役の違法行為の程度と連動するディダクティブル (variable deduction scale) を要求することも考えられる⁽³³¹⁾。この方法は取締役には様々な義務違反によって制裁の程度が変わることが伝わるというメリットがある⁽³³²⁾。コインシュランスについては、実損額と結びついているが、取締役の違法行為の程度を反映していないため、取締役の違法行為の程度と金銭的な責任との連動性を妨げる⁽³³³⁾。

結論として、この論稿は、制定法は保険の適法性の範囲について明確に定めておらず、その曖昧さによって、有能な取締役の確保、違法行為の抑止、および損害填補目的が妨げられるため⁽³³⁴⁾、D&O 保険の範囲を明確にする必要があるとする⁽³³⁵⁾。理想としては、他の州もニューヨーク州のディダクティブル制度を導入すべきであり⁽³³⁶⁾、連邦政府が主導を握るべきであると主張した⁽³³⁷⁾。すなわち、連邦規制またはすべての規制に基づいた責任について、ニューヨーク州と同様の規制を設けることを強制する法律が望ましく⁽³³⁸⁾、SEC が全ての連邦証券取引法違反について同様の規制を導入することも考えられるとした⁽³³⁹⁾。

4 小括

以上、アメリカの D&O 保険に関する規定の内容を考察した上で、その規制方法、趣旨、およびそれに関する学説を検討した。

抑止効果減殺問題への対処という観点からは、アメリカの D&O 保険に関する規定の規制方法を形式的規制、実質的規制（内容規制）、開示規制の3つに分類することができる。ほとんどの州が形式的規制を採用したのは、抑止効果減殺問題への対処を公序と保険会社・保険市場に任せたからである。具体的に言えば、抑止効果減殺問題への対策として初期の学説で最も重要視された約款条項であるコインシュランス・ディダクティブルと免責事由の設計が公序と保険会社・保険市場に任されている。他方で、ニューヨーク州はコインシュランス・ディダクティブルと免責事由の設計について実質的規制を設けている。SEC とニューヨーク州は D&O 保険に関する情報の開示を要求している。

この3つの規制方法の評価に関するアメリカの学説はあまり見当たらなかったものの、当時のアメリカの学説では、ニューヨーク州のようにディダクティブルと開示規制を導入すべきであるという見解が見られる。また、立法当時のマーケット状況について考察した結果、1960年代後半のマーケット状況はややハードであったことが明らかになった。そのため、形式的規制がハードマーケット状況での D&O 保険の約款条項などを前提にした可能性があるようにも思われる。そのため、形式的規制という規制方法を評価するために立法当時以降のマーケットがどのように変遷してきたのかを引き続き検討する必要がある。次章から VI まで、立法以降、D&O 保険の市場が近年に至るまでどのように変遷してきたのかということや、D&O 保険市場のマーケット状況が D&O 保険に関する議論にどのように影響するのかなどを考察していく。

(186) ABA-ALI MODEL BUS. CORP. ACT 5 (g)(1969).

(187) See Greenberg & Dean, *supra* note 19, at 566.

(188) 2011年時点では、The District of Columbia と Puerto Rico 以外、全ての州は明示的に D&O 保険の購入・維持を認めている。See WILLIAM E. KNEPPER AND DAN A. BAILEY, LIABILITY OF CORPORATE OFFICER AND DIRECTORS § 23.02 (8th ed. 2010) [hereinafter KNEPPER & BAILEY(2010)].

(189) DEL. CODE. ANN. TIT. 8 § 145(g)(Supp.1968).

(190) See N.Y. BUS. CORP. L. § 726(b).

- (191) 「その他の利益」(“or other advantage”) という文言を入れることは忠実義務を想定していると指摘される。See KNEPPER & BAILEY (2010), *supra* note 188, at § 23.02.
- (192) N.Y. BUS. CORP. L. § 726(b).
- (193) See N.Y. BUS. CORP. L. § 726(e).
- (194) しかし、この規定は連邦制定法などを無効にする、または、影響することはできない。See KNEPPER & BAILEY (2010), *supra* note 188, at § 23.02. また、ニューヨーク州の規定は Bishop が指摘した保険の適法性に関する疑問を答えるために、ニューヨークの公序はリスクを分散することであると明示した。See William E. Knepper, *Corporate Indemnification and Liability Insurance for Corporation Officers and Directors*, 25 SW. L. J. 240, 250 (1971).
- (195) N.Y. BUS. CORP. L. § 726(d).
- (196) See Greenberg & Dean, *supra* note 19, at 568.
- (197) See N.Y. BUS. CORP. L. § 726(a)(3).
- (198) See Elten Diehlmann, Vincent J. Stahl and Stanley L., *Principal Areas of Insurance Coverage: Markets; Applications; Public Policy Consideration; Other Forms*, in PRACTISING LAW INSTITUTE, PROTECTING THE CORPORATE OFFICER AND DIRECTOR FROM LIABILITY, 282-283 (1970)(DIEHLMAN'S Remark)(Stahl's Remark).
- (199) See *id.* at 283 (Stahl's Remark) (ニューヨークの仲介者は保険法に従わない保険約款を販売できないわけである。仲介者が違反した場合、仲介者は処罰の対象になるが、保険による保護自体には影響がない)。
- (200) See NEW YORK INS REG 110, 11 NYCRR § 72.4.
- (201) See NEW YORK INS REG 110, 11 NYCRR § 72.2.
- (202) See *ibid.*
- (203) See NEW YORK INS REG 110, 11 NYCRR § 72.3.
- (204) See *ibid.*
- (205) See NEW YORK INS REG 110, 11 NYCRR § 72.1(b).
- (206) See *Ibid.*
- (207) See NEW YORK INS REG 110, 11 NYCRR § 72.1(d).
- (208) See MINN. STAT. ANN. 301.095(7)(1969); Greenberg & Dean, *supra* note 19, at 582; Herbert C. Brook, *Directors' Indemnification and Liability Insurance*, 21, 26 N. Y. L. F. (1975).
- (209) See OHIO REV. CODE ANN. 1701.13(E)(7)(1973); Greenberg & Dean, *supra* note 19, at 567.
- (210) See CONN. GEN. STAT. ANN. 33-320a(f)(sup. 1975); Brook, *supra* note 208, at 26.
- (211) See Brook, *supra* note 208, at 26; SCHAEFTLER, *infra* note 278, at 115.
- (212) See SCHAEFTLER, *infra* note 278, at 116.
- (213) See SCHAEFTLER *infra* note 278, at 114-116 (非排他的である場合、会社補償で許される範囲で保険を購入できる。他方で、排他的である場合、会社が保険料を払うことを禁止するが、取締役が自分で保険料を払えば、問題がない)。
- (214) See Mace, *supra* note 178, at 52.

- 215) See Johnston F. Jr. Johnston, *Corporate Indemnification and Liability Insurance for Directors and Officers*, 33 BUS. LAW. 1993, 2013, 2029 (1977-78); Brook, *supra* note 208, at 26.
- 216) See Brook, *supra* note 208, at 26.
- 217) *Id.* at 26-27.
- 218) 税務局は、「取締役と役員は法的なリスクを恐れずに経営判断を下せるように、違法行為による責任を制限することによってビジネスを守る」ために会社が保険料を払っても良いと述べた。See REV. RUL. 491, 1969-2 Cum. Bull. 22. See also Knepper, *supra* note 194, at 25; Brook, *supra* note 208, at 27.
- 219) Brook, *supra* note 208, at 27-28.
- 220) See Joseph W. Jr. Bishop, *Types of Liabilities to Which Corporate Directors and Officers Are Subject and Methods of Protecting Against such Liability*, in PRACTISING LAW INSTITUTE, *supra* note 198, at 330-331.
- 221) See Brook, *supra* note 208, at 28.
- 222) See Brook, *supra* note 208, at 28; Greenberg & Dean, *supra* note 19, at 585.
- 223) Greenberg & Dean, *supra* note 19, at 585.
- 224) See AMERICAN LAW INSTITUTE, PRINCIPLE OF CORPORATE GOVERNANCE: ANALYSIS AND RECOMMENDATIONS, § 7.20(a)(4)(1994).
- 225) “liability for conduct directly involves a knowing and culpable violation of law or obtaining a significant pecuniary benefit to which the director or officer is not entitled.” *Id.* at § 7.20(b)(2).
- 226) See REGULATION S-K ITEM 702, 17 CFR 229.702. この SEC の規定が正確にいつ導入されたかは確認できなかったが、少なくとも 1976 年の論文では既に紹介されている。See SCHAEFTLER, *infra* note 278, at 155.
- 227) See BAKER & GRIFFITH, *supra* note 3, at 208.
- 228) See KNEPPER & BAILEY (2010), *supra* note 188, at 20-61 to -62. SEC が D&O 保険を禁止しなかった理由は定かではないが、例えば、Kroll, *supra* note 24, at 689 では、次のような理由が指摘される。SEC は、会社が取締役・役員を被保険者として含めるための追加保険料は低わりに保険を禁止することに伴う弊害の方が大きい。それらの弊害は、引き受け会社が小規模の会社の引受を拒絶する可能性が増加することや、社外取締役になりたい人材が減ることなどである。
- 229) See KNEPPER & BAILEY (2010), *supra* note 188, at 20-62.
- 230) See Frederic J. Klink; Seymour H. Chalif; Joseph W. Jr. Bishop; S. Samuel Arshat, *Liabilities Which Can Be Covered under State Statutes and Corporate By-Laws*, 27 BUS. LAW 109, 121-124 (1972); Joseph W. Jr. Bishop, *New Problems in Indemnifying and Insuring Directors: Protection Against Liability. Under the Federal Securities Laws*, 72 DUKE LJ, 1153, 1159-1161 (1972).
- 231) 会社補償については、実体法ではなく手続要件について批判した。すなわち、第一に、有責判決がない場合、取締役の行為が行為基準 (statutory standard) を満たしているか否

かについて誰が判断するかという問題がある。具体的には、和解の場合を含めて、常に裁判所の許可を要求すべきであるとした。現在、和解の場合、会社補償を授権できるのは株主、当該訴訟に関わっていない取締役、独立弁護士であるが、公開会社の取締役が株主からの授権を求めるのは考え難いし、訴訟に関わっていない取締役や独立弁護士についても実際に独立性を有しているか否かは疑問である。第二に、デラウェア州の規定は、会社補償が行われた場合の株主への情報開示を要求していない。See Klink, Chalif, Bishop & Arsh, *supra* note 230, at 120-121.

232 See *id.* at 120.

233 See *id.* at 122.

234 *Ibid.*

235 *Ibid.*

236 *Ibid.*

237 問題は、責任および費用を取締役から会社または保険会社に移転することが証券取引法の公序に反するかどうかということである。SEC は、会社補償は公序違反になるとしてきた。結局当該条文の目的は抑止なのか損害填補なのかで判断すべきである。抑止目的であれば、公序は会社補償を禁止する。これに対し、一般投資家を填補する目的であれば、D&O 保険は一般投資家が賠償される確率を高めるため、少なくとも公序は D&O 保険を好むであろう。いくつかの判例からすれば、意図的な違反の場合を除き、10(b) 条や 16(b) 条などは基本的には損害填補目的である。Bishop は結論をはっきり述べていないが、10(b) 条や 16(b) 条などは損害填補目的のため、D&O 保険で補填できると考えているように読める。See *id.* at 124.

238 See, Note, *infra* note 314.

239 *Id.* at 1127, 1130.

240 *Id.* at 1130.

241 *Id.* at 1130. そのため、条文上は [any liability] という文言を用いている。*Ibid.*

242 *Id.* at 1129.

243 S. Samuel Arsh, *Indemnification under Section 145 of the Delaware General Corporation Law*, 3 DEL. J. CORP. L. 176, 179-180 (1978).

244 *Id.* at 180.

245 *Ibid.*

246 *Ibid.*

247 Klink, Chalif, Bishop & Arsh, *supra* note 230, at 127.

248 *Ibid.*

249 Arsh, *supra* note 243, at 180.

250 Klink, Chalif, Bishop & Arsh, *supra* note 230, at 126.

251 *Id.* at 127.

252 Arsh, *supra* note 243, at 180.

253 *Id.* at 180-181.

- 254) *Id.* at 181.
- 255) *Ibid.*
- 256) See Klink, Chalif, Bishop & Arsht, *supra* note 230, at 130.
- 257) See *Ibid.*
- 258) *Ibid.*
- 259) 経営判断原則も従来から取締役の経営判断の過ちを保護してきた。また、デラウェア州裁判所の立場として、取締役の不作为についても現実的な限界を設けるべきであると認識した。*Ibid.*
- 260) *Ibid.*
- 261) *Ibid.*
- 262) See Klink, Chalif, Bishop & Arsht, *supra* note 230, at 129-130. 公序との関係について、いかなる保険を検討するにあたって、会社および第三者を違法行為による損害から保護する必要性のような考慮要素は不可欠である。*Ibid.*
- 263) See AMERICAN BAR ASSOCIATION, MODEL BUS. ACT. ANN, § 8.57.
- 264) See AMERICAN BAR ASSOCIATION, MODEL BUS. ACT. ANN, § 8.57, 8-122 (2002 edition).
- 265) See *ibid.*
- 266) ALI のコメントによれば、「culpable」(有責)とは、一般的な基準において道徳的に非難されるべき (morally reprehensible) 行動である。当該法律の範囲や有効性は合法的かどうかについて争いがあった場合に法律を遵守しなかったことが正当化されるため、「有責」にならない。例えば、顧問弁護士のアドバイスを誠実に依存した場合、たとえその依存は法律違反への防御にならないが、当該法律違反は「有責」ではない。See AMERICAN LAW INSTITUTE, *supra* note 224, at § 7.20 Comment h. 「knowing」(悪意)と「culpable」(有責)といった文言の意味の詳細については、See *id.* at § 7.20 Comment h, at 271-272. また、畠田公明「取締役の責任の制限及び免除」福岡大学法学論叢 44(3) 577-578 頁 (2000 年) も参照。
- 267) 「pecuniary benefit」とは、ALI のコーポレートガバナンス原則の公正取引義務 (duty of fair dealing) 違反により得た重大な利益の吐き出しが要求されたものである。See AMERICAN LAW INSTITUTE, *supra* note 224, at § 7.20 Comment h.
- 268) *Id.* at § 7.20(b)(2).
- 269) *Id.* at § 7.20 Comment i.
- 270) *Ibid.*
- 271) *Ibid.*
- 272) *Ibid.*
- 273) *Ibid.*
- 274) See SCHAEFTLER, *infra* note 278.
- 275) SCHAEFTLER, *infra* note 278, at 166-167.
- 276) Note, *infra* note 314.
- 277) SCHAEFTLER, *infra* note 278.

- (278) See MICHAEL A. SCHAEFTLER, THE LIABILITIES OF OFFICE: INDEMNIFICATION AND INSURANCE OF CORPORATE OFFICERS AND DIRECTORS, 166-167 (1976).
- (279) See *id.* at 167, 224.
- (280) See *ibid.*
- (281) See *id.* at 224.
- (282) See *id.* at 228.
- (283) See *id.* at 224.
- (284) See *ibid.*
- (285) See *id.* at 153.
- (286) WILLIAM E. KNEPPER, LIABILITY OF CORPORATE OFFICERS AND DIRECTORS, 440-441 (2nd ed. 1973) (as cited in *id.* at 154).
- (287) SCHAEFTLER, *supra* note 278, at 157.
- (288) See *id.* at 159.
- (289) *Id.* at 158.
- (290) *Ibid.*
- (291) *Id.* at 167.
- (292) *Ibid.*
- (293) See *id.* at 155.
- (294) *Ibid.*
- (295) *Ibid.*
- (296) *Ibid.*
- (297) *Id.* at 155-156.
- (298) *Id.* at 156.
- (299) *Id.* at 109-118.
- (300) *Id.* at 113-118
- (301) *Id.* at 156.
- (302) *Id.* at 226-227.
- (303) Middleton, *A Broker's View of the Directors' and Officers' Market and Placing Risks*, in DIRECTORS' AND OFFICERS' LIABILITY INSURANCE AND SELF INSURANCE 429, 431 (1986).
- (304) *Ibid.*
- (305) *Ibid.*
- (306) SCHAEFTLER, *supra* note 278, at 153.
- (307) KNEPPER, *supra* note 286, at 440-441 (as cited in *Id.* at 154).
- (308) *Id.* at 157.
- (309) See Columbia Law Review Note (1967), *supra* note 70, at 72.
- (310) *Ibid.*
- (311) *Ibid.*
- (312) *Ibid.*

- 313) *Ibid.*
- 314) See Note, *Liability Insurance for Corporate Officers and Directors: The Search for a Model Enabling Statute*, 50 N.Y.U. L. REV. 1120, 1131 (1975).
- 315) See *id.* at 1133.
- 316) See *id.* at 1134.
- 317) 「被保険者たる取締役に不利な判決その他の終局判決 (final adjudication) において、この者の積極的かつ故意の不誠実な行為 (active and deliberate dishonesty) がこのように宣告された訴訟原因にとって重要であった旨、または、この者は自己が法的には取得できない経済的利益その他の利益を個人的に実際に取得した旨である」 See N.Y. BUS. CORP. L. § 726(b).
- 318) Note, *supra* note 314, at 1135-1136.
- 319) *Id.* at 1136.
- 320) *Ibid.*
- 321) *Ibid.*
- 322) *Ibid.*
- 323) See *id.* at 1139-1142.
- 324) *Id.* at 1140-1142.
- 325) *Ibid.*
- 326) *Id.* at 1142.
- 327) See *id.* at 1146.
- 328) *Ibid.*
- 329) *Ibid.*
- 330) *Id.* at 1146-1147.
- 331) *Id.* at 1147.
- 332) *Ibid.*
- 333) *Id.* at 1147 f.n.112.
- 334) See *id.* at 1147.
- 335) See *id.* at 1148.
- 336) See *ibid.*
- 337) See *ibid.*
- 338) See *ibid.*
- 339) See *ibid.*

IV D&O 保険危機 (1980 年代)

多くの州が 1960 年代後半に D&O 保険に関する規定を設けた後、D&O 保険が学説および実務で再び注目されたのは、1980 年代の半ばごろに起きた D&O 保険危機のときである。本章では、D&O 保険危機について検討する⁽³⁴⁰⁾。

以下、**1**では、D&O 保険危機前後のマーケット状況を確認する。**2**では、D&O 保険危機の原因について探る。**3**では、D&O 保険危機に対応するための立法的対応について検討を加える。

本章の検討により、次のようなことが明らかになる。まず、D&O 保険危機は極端なハードマーケットであるため、ハードマーケットが D&O 保険の約款条項にどのように影響するのかを知ることができる。また、ハードマーケットと取締役の責任リスクを高める出来事との相互関係も明らかにされる。すなわち、社外取締役に厳しい Van Gorkom 判決が出たのはハードマーケットの時期であったため、D&O 保険の需要と保護範囲の拡大のニーズが高まったものの、その結果、経営萎縮および社外取締役のなり手不足問題が生じた。このように、D&O 保険市場が機能しなかった場合における経営萎縮および社外取締役のなり手不足問題について、会社法がどのように対応するのかについても明らかになる。さらに、被保険者に有利な解釈をめぐる判決がハードマーケットのときに出された場合に、保険会社がどのように対応するのかも明らかになる。

1 D&O 保険危機前後のマーケット状況

ここでは、1980 年代の D&O 保険のマーケット状況を考察する。まず、1980 年代前半には、D&O 保険の数が増加した⁽³⁴¹⁾。新しい事業を確保し、競争に打ち勝つために、各保険会社は保険料を引下げ、填補範囲を拡大した⁽³⁴²⁾。これは新しい参入者がよく利用する手段であるが、既存の保険会社もマーケット・シェアを確保するために同じ戦略をとった⁽³⁴³⁾。つまり、1978 年から 1984 年半ばまでの期間はソフトマーケット状況であるように思われる。

次に、1985 年～1987 年の D&O 保険危機におけるマーケット状況を考察する。調査の時期などによって数値は若干異なるものの、D&O 保険危機のときには次のような変化があった。第一に、D&O 保険市場から撤退した保険会社が数多く現れた⁽³⁴⁴⁾。第二に、保険料は大幅に急騰した⁽³⁴⁵⁾が、支払限度額は減少した⁽³⁴⁶⁾。第三に、免責事由の範囲が拡大した。公害訴訟、既存の訴訟及び係属中の訴訟 (pending and prior litigation) などといった伝統的な免責事由が織り込まれている約款が増加した⁽³⁴⁷⁾。その上、被保険者対被保険者 (insured vs. insured) 免責事由、M&A に関する訴訟の免責事由、監督機関による訴訟の免責事由などといった新しい免責事由も現れた⁽³⁴⁸⁾。第四に、保険

会社は被保険者の選別をより厳格に行うようになった⁽³⁴⁹⁾。第五に、契約期間が短くなった⁽³⁵⁰⁾。第六に、被保険者の5%のコインシュランスは何年間も廃止されていたが、これが復活した⁽³⁵¹⁾。他方で、ディダクティブルについては、1984年から1987年まで、会社補償のディダクティブルは著しく上昇した(平均1,326%)が、個人取締役のディダクティブルは少ししか高騰しなかった(平均44%)⁽³⁵²⁾。

以上のマーケット状況により、D&O 保険のキャパシティー (capacity) が減少するという問題が生じた。キャパシティーとは、保険会社が保険を引き受けることができる余力のことである⁽³⁵³⁾。D&O 保険のキャパシティーが減少したことにより、D&O 保険の入手・更新が困難となった。その結果、経営萎縮および社外取締役のなり手不足問題が生じた。すなわち、D&O 保険を入手・更新できないことによる法的責任の恐怖によって、社外取締役が辞任する、または取締役会への就任を辞退するケースが増え⁽³⁵⁴⁾、大規模な会社の取締役会における社外取締役の割合が低下した⁽³⁵⁵⁾。

2 D&O 保険危機の原因

不法行為を填補する賠償責任保険の危機の原因について分析した論文は多数ある⁽³⁵⁶⁾が、D&O 保険危機の原因に着目し、最も徹底的に分析したのは Romano の論文であると思われる⁽³⁵⁷⁾。そのため、以下、Romano の見解を取り上げる⁽³⁵⁸⁾。Romano は D&O 保険危機の原因を3つに大別した。

(1) ビジネス環境と D&O 責任リスク⁽³⁵⁹⁾

M&A、新規株式公開 (IPO)、倒産といった3つの1980年代のビジネス状況と株主代表訴訟との間には高い相関関係があるため、1980年代のビジネス状況は取締役に対する請求の増加を部分的に説明できるかもしれない⁽³⁶⁰⁾。

まず、1980年代には最も大きな M&A の波の一つが訪れた。株主が M&A 取引に関する条件、開示、防衛策をめぐって取締役に対して訴訟を起こすことが多かったため、M&A ブームが D&O 保険の危機の主要な原因であると言われている⁽³⁶¹⁾。次のような保険者の行動などは、この主張をある程度裏づける⁽³⁶²⁾。保険の申込書には、過去および将来の M&A に関する質問があり、買収による損害が免責事由とされることが多い⁽³⁶³⁾。D&O 保険契約の更新に当

たつて、被保険者が買収防衛策に関する免責事由を要求するケースが多くなり、買収のターゲットとなった被保険者の契約が解約された⁽³⁶⁴⁾。また、1980年代の会社法のリーディング・ケースの多くはM&Aに関係するものということからは、1980年代におけるM&Aに関する訴訟の増加がうかがえる⁽³⁶⁵⁾。

次に、1980年代の強い株式市場は特にハイテク産業の株式公開(public offering)を促進した⁽³⁶⁶⁾。そして、株式公開後に株価が下落した場合、投資家が証券取引法に基づき損害を回収しようとした⁽³⁶⁷⁾。

最後に、1980年代に企業破綻(特に石油会社と銀行)の数が増えた⁽³⁶⁸⁾。倒産した会社の取締役は、破産管財人または株主に訴えられることが多い⁽³⁶⁹⁾。

こうしたビジネス環境による取締役責任リスクの分担の変更は、D&O保険危機の一面である保険料の大幅な増加は説明できるが⁽³⁷⁰⁾、キャパシティーの制限および保険会社の市場からの撤退は説明できない⁽³⁷¹⁾。保険会社の撤退というのは、保険会社がリスクを填補できない(uninsurable)と捉えたことを示唆するが、倒産、M&A、IPOの増加は予想できるため、保険会社は保険料算定の調整で対処できるはずだったからである⁽³⁷²⁾。

(2) マーケット構造⁽³⁷³⁾

一般的な責任保険の危機については、保険業界は独占禁止法の適用が除外されることから、保険会社間の馴れ合い(collusion)が保険危機の原因であるという指摘があるが、D&O保険については、業界の集中度などからすれば、馴れ合いの可能性は低い⁽³⁷⁴⁾。

D&O保険と再保険市場との結びつきはD&O保険危機の原因の一つである⁽³⁷⁵⁾。D&O保険のほとんどは再保険に出されているため、再保険はD&O保険の保険利率に多く影響する⁽³⁷⁶⁾。1980年代の半ばには、世界的に再保険市場が厳しくなっており、1985年の更新にあたり、米国の保険会社は安価な再保険を入手できなくなっていた。その結果、保険者は以前より多くのリスクを抱えることを余儀なくされると同時に、D&O保険のキャパシティーを減らした⁽³⁷⁷⁾。しかし、Romanoは、再保険の入手困難がキャパシティーの制限をもたらすことについて若干の疑問を呈した⁽³⁷⁸⁾。なぜなら、再保険の入手が困難になっても、保険会社は保険料で調整すればよく、撤退する必要はないからである⁽³⁷⁹⁾。しかし、実際、D&O保険の保険料が増加したのみならず、いくつか

の会社はいくら保険料を払っても保険を入手できないという状態も生じた⁽³⁸⁰⁾。そのため、新しい保険会社や再保険会社の参入を妨げるような障害があれば説明がつくが、そのような障害はなかった⁽³⁸¹⁾。もっとも、会社が単により高い保険料の支払いを望まなかったにすぎない可能性もあり⁽³⁸²⁾、キャパシティーに制限があったわけではない可能性もある⁽³⁸³⁾。

Romano は、保険会社間の馴れ合いおよび再保険市場といった説明よりも、危機は単に競争サイクル (competitive cycle) のピークであるという説明が最も説得力があるとした⁽³⁸⁴⁾。保険周期は一般責任賠償保険危機の原因の一つであると言われている⁽³⁸⁵⁾。保険周期の理論に従い、Romano は次のように説明した。D&O 保険周期は保険料が高かった時期である 1970 年代後半から始まり、1980 年代には高い保険料によって新しい参入者が増加した⁽³⁸⁶⁾。競争が増すとともに、保険料が下がった⁽³⁸⁷⁾。同時に、金利が上昇していたため、より高い利率の所に投資するための保険料をより多く得るために、保険者が保険料をコスト (the expected loss) より低く設定した⁽³⁸⁸⁾。しかし、1984 年、金利が下がったため、低い保険料の D&O 約款は不採算 (unprofitable) になった⁽³⁸⁹⁾。金利が下がると、保険料を受領・投資した時期から損害賠償の支払い請求が発生するまでの期間における利益を保険者が得られなくなるからである⁽³⁹⁰⁾。その結果、市場から撤退した保険会社が現れ、市場に残っている会社は保険料を引き上げた⁽³⁹¹⁾。これにより、保険料の高騰とキャパシティーの縮小といった危機の要件が満たされた⁽³⁹²⁾。1986 年後半には高い保険料に誘引された新しい参入者が増加し、保険料の上昇が減速し、保険料が低下する時期の兆候が現れた⁽³⁹³⁾。

保険周期の理論によれば、一般的には D&O 保険の保険料が低い 1982~1984 年の間は意図的なりスクの過小評価 (a deliberate underpricing of risks) の時期として、保険料がより高い時期はコストの再調整 (a realignment in accord with cost) の時期として扱われている⁽³⁹⁴⁾。高金利によって保険者が保険料を引き下げるインセンティブが生じる⁽³⁹⁵⁾。しかし、Romano は、保険周期の理論では D&O 保険の保険料の高騰の全てを説明できないと述べた⁽³⁹⁶⁾。すなわち、実質金利 (real interest) を見れば、1980 年代において実質金利がずっと高金利のため、D&O 保険の保険料受領時と保険金支払時のギャップでは保険料の高騰を全て説明できない⁽³⁹⁷⁾。

(3) 法的な要因

① 実体法・会社法

一般賠償責任保険危機の原因は不法行為法理と損害賠償の変化であるという説明には説得力があるが、Romano は、この説明は D&O 保険の場合に直接は当てはまらないと述べた⁽³⁹⁸⁾。なぜなら、1970 年以来株主による訴訟に関する実体法の法理 (substantive doctrine) に大きな変化や拡大がなかったからである⁽³⁹⁹⁾。Van Gorkom 判決⁽⁴⁰⁰⁾は取締役の過失による責任を拡大したと言われているが、Van Gorkom 判決は実体法上の責任ルールの基準を変更しなかった⁽⁴⁰¹⁾。Van Gorkom 判決はむしろ責任ルールの適用に関する不確実性をもたらした⁽⁴⁰²⁾。責任ルールの基準変更のみならず、責任ルールの適用も不確実性をもたらしたことは損害予測を難しくし、保険市場に影響を及ぼしうる⁽⁴⁰³⁾。したがって、Van Gorkom 判決からは、行為基準が変わらないにもかかわらず、D&O リスク算定の不確実性が高まったことも保険料の増加をもたらす⁽⁴⁰⁴⁾。しかし、Van Gorkom 判決が下された 1985 年には、保険危機は既に進んでいた⁽⁴⁰⁵⁾。

② 保険契約の解釈 (insurance contract construction)⁽⁴⁰⁶⁾

1980 年代の半ばまでは、保険会社は D&O 約款条項をめぐって減多に訴訟を起こさなかったため、D&O 保険約款に関する裁判は非常に少なかった⁽⁴⁰⁷⁾。

訴訟を起こすことは D&O 保険市場の新しい参入者の機能かもしれないが、このことは D&O 保険危機の原因の一つかもしれない⁽⁴⁰⁸⁾。なぜなら、裁判所は保険契約を解釈する際にリスクを保険者に負担させる傾向があるからであるといった点や、裁判所が保険契約を事実上書き直したら、保険会社が既に受領した保険料では実際抱えているリスクに見合わなくなるため⁽⁴⁰⁹⁾、保険会社は新しい約款において、同じ約款条項でありながら、高い保険料、より低い支払限度額を要求する必要があるからである⁽⁴¹⁰⁾。しかも、厳しい条項条項に修正しても裁判所がまた被保険者に有利な解釈をするため、こうしたリスクは制限できない⁽⁴¹¹⁾。したがって、一見すれば、裁判所は保険保護範囲を拡大させようとしているように見えるが、実際は縮小させている⁽⁴¹²⁾。なぜなら、保険会社は増加している新しいビジネス・リスクに向き合うのではなく、市場から撤退するからである⁽⁴¹³⁾。

具体的には、Romano は次のような判決を例として挙げている⁽⁴¹⁴⁾。当該行為が保険でカバーされなくても保険者は防御費用を負担しなければならないとする判決や⁽⁴¹⁵⁾、有責判決が出ずに和解によって済んだ場合、保険者が不誠実免責事由の適用について争えないとする判決⁽⁴¹⁶⁾である。しかし、数少ないが、保険者に有利な判決もある。例えば、重大な告知義務違反 (material misrepresentation) があった場合、保険者が全ての被保険者に対して無効を主張できるとした判決がある⁽⁴¹⁷⁾。

また、裁判所は、新しい種類の危険を保険者に負担させるように解釈してきた⁽⁴¹⁸⁾。Romano は Seafirst 判決⁽⁴¹⁹⁾を例として取り上げた。新しい取締役責任訴訟から生じたリスクについては、多くの場合に被保険者の方が情報を有しているし、被保険者がコントロールできるリスクも多いにもかかわらず、こうしたリスクは保険者が負担させられる⁽⁴²⁰⁾。そのため、このような裁判所の契約解釈は、被保険者と保険者間の情報非対称性から生じたモラルハザードと逆選択問題を悪化させる⁽⁴²¹⁾。Seafirst 判決のようなケースにおけるリスクに対処するために、多くの新しい D&O 保険には被保険者対被保険者 (insured vs. insured) 免責事由が織り込まれている⁽⁴²²⁾。すなわち、裁判所の責任を拡大させる判断による逆選択問題に対処するために、保険会社は免責事由を利用する⁽⁴²³⁾。しかし、Seafirst のようなケースに対処するために、必要以上に広範な免責事由を導入することもあり、逆に保険のアベイラビリティを軽減させることになる⁽⁴²⁴⁾。

結論として、Romano は、保険危機の様々な要因のうち、裁判所による D&O 保険契約のリスク再分配は最もコントロールできる要因であるため、裁判所はこのような解釈の仕方をやめるべきであるとする⁽⁴²⁵⁾。被保険者に有利な解釈は、確かに契約作成者に情報の優位性がある標準的な契約の場合においては合理的である⁽⁴²⁶⁾。しかし、D&O 保険の場合には、会社は個々の約款条項について交渉するために専門のブローカーを雇う結果、契約当事者の両側は洗練された企業 (sophisticated enterprise) となるため、そのような懸念がないからである⁽⁴²⁷⁾。

D&O 保険危機の原因が何かについては、Romano は、データが限られていることなどを理由に結論を留保しつつ、少なくとも D&O 保険危機の原因は複数ある (multicausal) ということは言えると述べた⁽⁴²⁸⁾。

(4) 若干の検討

Romano の見解の意義は、次のとおりである。第一に、実務では、Van Gorkom 判決がハードマーケットの大きな原因であると認識されていたが、Romano は、Van Gorkom 判決が下されたときには保険危機が既に進んでいたと反論した。第二に、他の見解は責任ルールの変化、マーケット、およびビジネス環境などが D&O 保険危機の原因であると指摘したが、Romano は、さらに裁判所の保険契約の解釈をめぐる裁判例も原因として指摘した。また、Romano は被保険者に有利な保険契約の解釈をめぐる裁判例とハードマーケットとの相互関係についても指摘した。すなわち、被保険者に有利な判決がハードマーケットのときに出た場合には、保険会社がそれに対応するために新しい免責事由の新設などを通じて保険保護を縮小させたり撤退したりする。

3 立法的対応

D&O 保険危機による経営萎縮および社外取締役のなり手不足問題に対応するためにアメリカの州会社法は様々な立法的対応を導入した。これらは2つに大別することができる。一つは、取締役の責任を免除・軽減するための様々な措置である。もう一つは、実務が導入した D&O 保険の代替的救済手段への規制である。すなわち、経営萎縮および社外取締役のなり手不足問題に対応するために多くの会社が取締役を責任から保護するための D&O 保険の代替的救済手段を自主的に導入したが、いくつかの州会社法は、それらの救済手段について授権したり、規制を課したりした。

以下では、取締役の責任の免除・軽減に関する立法の内容を考察した上で、それらの立法対応の効果を考察する。その上で、実務が導入した D&O 保険の代替的救済手段を規制する立法対応を考察する。

(1) 取締役の責任の免除・軽減する立法⁽⁴²⁹⁾

D&O 保険危機に対応するための立法を始めて導入したのはインディアナ州(1986年4月)のようであり、その次はデラウェア州(1986年6月)である⁽⁴³⁰⁾。その後、多くの州も、取締役の金銭的な個人責任を軽減するために何らかの形の立法を次々と導入した。以下では、それらの立法の内容を紹介する。

① 定款による責任軽減・免除

定款による責任軽減・免除は、最も採用されたアプローチであり⁽⁴³¹⁾、模範事業会社法および ALI もこのアプローチを採用した⁽⁴³²⁾。ここでは、このアプローチを最初に導入したデラウェア州の規定を取り上げる。

デラウェア州一般会社法 102 条 (b) 項 (7) 号は、定款において取締役の信義務違反による金銭的損害賠償を免除・制限する規定を定めることを認めている。ただし、例外として、忠実義務違反、故意または意図的な違法行為、不当な個人的利益、違法配当、自己株式取得などについては、責任を免除・制限できないとされている。なお、デラウェア州の規定は、責任の最低限度について言及していない。

これに対し、ALI の規定は、デラウェア州とは異なり、完全な責任免除を認めるのではなく、年間報酬額を最低限としている。すなわち、ALI のコーポレート・ガバナンス原理 § 7.19 条は、取締役に対する損害賠償額を当該取締役の年間報酬額を下回らない額まで制限する定款の規定は有効である、と定めている⁽⁴³³⁾。

② 注意基準の引き下げ

注意基準の引き下げという規定を最初に導入したのは、インディアナ州である⁽⁴³⁴⁾。このアプローチは「自力執行」(self-executing) アプローチとも呼ばれている⁽⁴³⁵⁾。すなわち、株主の判断に委ねるのではなく、制定法が取締役の責任を免除する。ここでは、代表的なインディアナ州の規定を取り上げる。

インディアナ州会社法は、意図的な違法行為 (willful) または無謀な行為 (reckless) の場合を除き、取締役は、取締役として行った行為または任務懈怠について責任を負わないと規定する⁽⁴³⁶⁾。さらに、インディアナ州の規定はオプトアウトを認めていないと解釈されている⁽⁴³⁷⁾。このように、インディアナ州法は、取締役に要求される注意基準を実質的に低下させる⁽⁴³⁸⁾。言い換えれば、このアプローチは、上記の例外を除き、注意義務違反に関する損害賠償を完全に排除する。

③ 損害賠償額の上限の設定

ヴァージニア州は、損害賠償額の上限の設定というアプローチを導入した。

ヴァージニア州会社法の規定は、定款に特に定めがなければ、取締役役に課される損害賠償額を、10万ドルまたは12ヶ月間の現金報酬のうち高い方に制限する⁽⁴³⁹⁾。しかし、株主は、当該限度を定款に定められた金額に免除または引き下げることができる⁽⁴⁴⁰⁾。このように、ヴァージニア州のアプローチは、定款型と自力執行型を融合したとも言える⁽⁴⁴¹⁾。なお、ヴァージニア州は、責任の最低限度については言及していない。

④ 会社補償範囲・非排他的規定 (non-exclusivity provision) の拡大

会社補償規定拡大というアプローチには、具体的に2つの方法がある。第一は、会社補償範囲を株主代表訴訟に関する判決額、和解額、費用に拡大するものである。従来、会社との訴訟については、防御に成功した場合には訴訟費用の補償は受けられるが、敗訴した場合には裁判所によって認められる場合のみ訴訟費用の補償が認められ、また判決額自体の補償は認められないというのが一般的な解釈であったからである⁽⁴⁴²⁾。会社補償範囲を会社との訴訟に拡大することは支払いの循環性を認めたことになる⁽⁴⁴³⁾。第二は、従来の排他的 (exclusive) 規定を非排他的 (non-exclusive) 規定に改正するものである。すなわち、非排他的規定は、原始定款、付属定款、取締役会決議、契約、その他の方法による補償も認める⁽⁴⁴⁴⁾。ニューヨーク州は、両方の方法を用いて、補償に関する規定を改正した⁽⁴⁴⁵⁾。

⑤ 株主以外の利害関係者利益規定 (non-stockholder-constituency statutes)

10以上の州は、取締役は買収などについて株主以外のステークホルダーの利益を考慮すべきである (または考慮することができる) とする規定を導入した⁽⁴⁴⁶⁾。これは、会社の取締役としての経営判断上の考慮要素を広げることに より取締役を責任から保護しようとするものである。具体的には、取締役が会社の最善の利益 (corporation's best interests) を考慮しなければならないと規定する州がほとんどである⁽⁴⁴⁷⁾。また、適用範囲について、全ての判断を対象とするのか、買収提案に対する判断のみを対象とするのかは、州によって異なる。

なお、学説では、以上の立法以外にも、取締役のリスクを軽減する方法が提

案された。例えば、取締役会メンバーの責任を排除するために、伝統的な取締役会を諮問取締役 (advisory board) に変更すべきという提案がある⁽⁴⁴⁸⁾。すなわち、この制度の下で、諮問取締役会は元取締役から構成されているが、元取締役は無償で勤務しており、会社方針に関する決定権が与えられていない⁽⁴⁴⁹⁾。最高経営責任者 (CEO) しか最終的な決定権を有しないため、理論的には取締役は経営判断に関し責任を負わなくなる⁽⁴⁵⁰⁾。また、損害防止プログラム (loss prevention program) を提案する見解もある⁽⁴⁵¹⁾。支払限度の減少、ディダクティブの上昇、保険入手困難により、会社が損害防止を導入する経済的なインセンティブが生じるからである⁽⁴⁵²⁾。

(2) 責任免除・軽減の立法対応の効果

では、上記の立法対応には、いかなる効果があるのだろうか。D&O 保険市場への影響と経営萎縮および社外取締役のなり手不足問題への影響に分けて検討する。

① D&O 保険市場への影響

では、上記の責任免除・軽減の立法対応は、D&O 保険市場にどのような影響を与えるのであろうか。理論的には、責任を免除・軽減することにより、D&O 保険の保険料の引き下げおよび D&O 保険のオペラビリティの拡大といった影響を D&O 保険市場に与えることが考えられるが、学説上は、立法方法によって D&O 保険市場に対する効果が異なるものの、全体的には立法対応の D&O 保険市場への影響は限定的であるという否定的な見解のほうが多く見受けられる。例えば、保険危機の原因は明確ではなく、法制度は必ずしも危機の原因ではないため、法改正は保険業界の問題を解決できるわけではないという見解がある⁽⁴⁵³⁾。以下、それぞれの立法方法について、個別に検討する。

まず、会社補償範囲が拡大されても、保険会社は保険料を引き下げたり、保険をより入手しやすくしたりするインセンティブを持たない⁽⁴⁵⁴⁾。なぜなら、D&O 保険は補償できる損害および補償できない損害を両方ともカバーするためである⁽⁴⁵⁵⁾。

次に、定款による責任軽減・免除については、理論的には請求の数や損害額を減らすことにより保険市場に良い影響を与える可能性があるが、学説では否

定的な見解が多く見られる。その理由としては、次のようなものが挙げられている。

第一に、多くの州の規定において、忠実義務違反、証券取引法違反、役員(officer)の注意義務違反が適用除外されているが、損害賠償額は証券取引法違反の訴訟の方が株主代表訴訟より高額である傾向があるからである⁽⁴⁵⁶⁾。

第二に、当該規定の有効性は、裁判所の解釈にかかっているからである⁽⁴⁵⁷⁾。裁判所がこの規定を回避し、取締役役に責任を負わせるために、過失の行為を意図的な行為として扱う可能性がある⁽⁴⁵⁸⁾。一方で、裁判所は保険契約を解釈する際に被保険者に有利な解釈をする傾向があるが、明示的なサンクションがある責任制限・免除規定を解釈する際にそれほど株主に有利な解釈をしないかもしれないという指摘もある⁽⁴⁵⁹⁾。

第三に、原告が取締役に責任を負わせるために過失の代わりに意図的な違法行為または無謀な行為を主張する可能性がある⁽⁴⁶⁰⁾。その上、原告の弁護士(plaintiff's bar)がこの新しい規定に反対しなかったことは、この規定が訴訟の数や結果に大きく影響しないということを示唆するかもしれない⁽⁴⁶¹⁾。しかし、被告のD&O保険は株主代表訴訟における損害賠償に賄うための主要な資金源であるが、意図的な違法行為はD&O保険でカバーされないため、過失の代わりに意図的な行為を主張することは原告にとっては決して良いことではない⁽⁴⁶²⁾。

第四に、定款に責任軽減・免除を入れるために株主の同意が必要であることや取締役が防御費用をまだ負担する必要があることから、D&O保険のコストは減らないだろうという指摘もある⁽⁴⁶³⁾。

もっとも、この規定が訴訟を排除することにより、訴訟費用を払う必要がなくなり、その意味において、訴訟費用の削減は保険料の低下につながる可能性がある⁽⁴⁶⁴⁾。

株主以外の利害関係者利益規定については、D&O保険市場に対する影響を検証するのは困難であるという指摘がある。すなわち、裁判所がこの規定の内容を解明したり、解釈したりするまでは、この規定により訴訟費用が減るのかは明確ではない⁽⁴⁶⁵⁾。当該規定は買収などの場面において株主の訴訟提起を防止するのではなく、単に取締役の防御を強化するのみである⁽⁴⁶⁶⁾。また、当該規定が広く導入される前においても、保険会社は既に企業買収から生じた損害

を免責事由としていた⁽⁴⁶⁷⁾。

その他の救済手段については、肯定的な見解も散見されるが、具体的な根拠は示されていない場合が多い。例えば、損害賠償金額の上限の設定は、保険会社の引受リスクを大幅に減らすかもしれないため、D&O 保険のアベイラビリティに大きく影響するという見解がある⁽⁴⁶⁸⁾。注意基準の引き下げについても、D&O 保険の供給を大きく増やすと指摘されているが、その根拠は示されていない⁽⁴⁶⁹⁾。

1988 年には、保険料は有意義に低下しなかったが、D&O 保険は増え始めた。しかし、立法がこのことに貢献したのかを判断することは困難であるという指摘がある⁽⁴⁷⁰⁾。D&O 保険の保険者が申請書の中に、会社が責任免除の定款変更をしたか、または、自力執行法令が適用されるかという質問を入れていることから、保険業界は立法改正をネガティブに捉えていないことが示唆される⁽⁴⁷¹⁾。D&O 保険危機の後に保険料が徐々に下がり、アベイラビリティが増えたことの原因は、立法的対応以外には、単純に保険周期の影響があるように思われる⁽⁴⁷²⁾。

また、学説では、D&O 保険のアベイラビリティを重視した場合には、以上の立法対応では不十分であり、追加的な立法が必要であるという見解もある。すなわち、自動車保険制度に倣って、D&O 保険の引受を拒否された会社でも保険を入手できるように、D&O 保険のリスクを州にある全ての保険会社を分担させることにより、経済的には保険会社が D&O 保険を大幅に引き受けられるようになる⁽⁴⁷³⁾。

② 経営萎縮および社外取締役のなり手不足問題

責任を免除・軽減する立法の D&O 保険市場への影響が限定的なのであれば、それらの立法の狙いは何であろうか。会社法上の立法対応の目的は、D&O 保険危機やハードマーケット状況を解消したり、市場に影響を与えたりするというよりは、D&O 保険以外の様々な救済手段を取締役に与えることにより、社外取締役なり手不足問題および経営の萎縮の問題という問題を解消することであると思われる。

このことは立法趣旨からもうかがえる。例えば、デラウェア州 102 条(b) 項(7)号の摘要はこのように述べている。「この規定は取締役保険市場の最近の変

化への立法的対応である。このような保険は、取締役にとっての比較的に標準的な雇用条件となってしまっている。伝統的な保険契約が利用不可能であることを含み、デラウェア会社の運営の質と安定性を脅かしている。なぜなら、取締役は、多くの事例では、このような保険が与える保護なしでは勤務するのを嫌うようになっているし、また、他の事例では、保険が利用できないために、企業家的決断を思い留まろうとするからである。今回の修正は、デラウェア会社がその取締役に様々な形で代わりの保護を与え、また、一定の事情の下で取締役の責任を制限することを許すのを目的としている。」⁽⁴⁷⁴⁾。

(3) D&O 保険の代替的救済手段への規制

① D&O 保険の代替的救済手段

以上の立法的対応以外にも、実務では、経営萎縮および社外取締役のなり手不足問題に対応するためにD&O保険の代替的救済手段を自主的に導入した。次のような手段が見られる。

第一に、基本定款または付属定款を変更することにより、会社が取締役に与える補償を最大限にするという方法が提案された。具体的には、定款規定を「会社が取締役に補償することができる (may)」ではなく「法律が許す範囲内で、最大限の補償をしなければならない (shall)」のような文言に変更するという方法や⁽⁴⁷⁵⁾、定款上、補償を取締役・会社間の「契約」として定めること、または個々の取締役と個別に補償契約を締結することにより、会社の支配権が移転した場合に会社が一方的に当該規定を変更・排除することを防止するという方法である⁽⁴⁷⁶⁾。しかし、以上の対応については、法的な問題も指摘された。すなわち、補償規定との関係で、会社補償を全ての場合において自動的・義務的に授権するという定め方は、会社補償をケース・バイ・ケースで判断することを要求する多くの州法上の補償規定に反する可能性がある⁽⁴⁷⁷⁾。また、仮に会社に会社補償に補うための資金や資産がなければ、上記の対応の意味がなくなるため、会社補償のための別途の信託資金 (trust fund) の設立や銀行の信用状の用意なども必要であるという指摘がある⁽⁴⁷⁸⁾。

第二に、D&O保険を引き受けることを目的とした子会社、いわゆるキャプティブ保険会社 (captive insurance subsidiary) を設立することである。しかし、この方法についても幾つかの問題がある。まず、親会社による保険料支払

いが連邦所得税において控除されないという問題がある⁽⁴⁷⁹⁾。次に、会社補償規定との関係で、この方法は州法や公序に反し、適法性が問題となりうる。すなわち、親会社と子会社の密接な関係をもって、裁判所が子会社の法人格を否定し、会社が直接取締役を補償できない場合にも関わらず補償を与えるものと判断する可能性がある⁽⁴⁸⁰⁾。また、キャプティブ保険会社による保険はリスクを分担させないため、例えば、デラウェア州会社法 145 条の「保険」の定義に該当せず、補償として扱われる可能性がある⁽⁴⁸¹⁾。そのため、これらの問題を回避するためにキャプティブ保険会社について様々な工夫が提案された⁽⁴⁸²⁾。また、キャプティブ保険会社の代わりに、共同保険契約 (insurance pooling arrangement) によってリスクをより分散させることも考えられる⁽⁴⁸³⁾。しかし、キャプティブ保険会社であれ、共同保険契約であれ、専門の保険会社でも潜在的損害を正確に予測できない訴訟が盛んである当時の環境の中で、自家保険が実際に上手く行くか否かについて疑問を呈した見解がある⁽⁴⁸⁴⁾。

② D&O 保険の代替的救済手段による補償の授権⁽⁴⁸⁵⁾

前述のように、自家保険については、会社補償の規定に反する可能性があるなどといった懸念がある。そのため、D&O 保険危機に対応するために、10 数州は、D&O 保険購入・維持の授権以外にも、自家保険や会社補償より広い他の種類の金銭的保護の購入・維持を授権した⁽⁴⁸⁶⁾。

州によっては、リスク移転 (risk shifting) とリスク分散 (risk distribution) という要件が要求される。その場合には、当該州法は、当該会社が株式を全部保有しているキャプティブからの保険を容認しないかもしれない⁽⁴⁸⁷⁾。換言すれば、当該会社が部分的にしか保有しないキャプティブからの保険しか容認しない⁽⁴⁸⁸⁾。たとえば、カリフォルニア州はキャプティブ保険会社からの保険購入を正面から認めつつ、保険会社が保険購入者に支配されていないことや保険発行者と会社間で一定のリスク分配 (risk sharing) があることといった一定の条件も設けている⁽⁴⁸⁹⁾。逆に、明示的な州法の授権がない場合には、自家保険はリスク移転とリスク分配がないため、明らかに補償できない請求についてカバーすることができないという指摘もある⁽⁴⁹⁰⁾。

もっとも、これらの制定法はキャプティブが従来補償できない州法に基づいた請求をカバーすることを容認するのみであり、連邦法に基づいた請求を容認

するわけではないかもしれない⁽⁴⁹¹⁾。また、一般的には、これらの手段による補償を賄うための資金は最終的には会社が負担するため、結果的には、株主は取締役の違法行為による経済的なりスクを負うことになる。

4 小括

本章の検討により、次の点が明らかにされた。

まず、ハードマーケットのときにD&O保険の約款条項が取締役に厳しくなる傾向があることが分かった。

また、取締役の責任リスクに関する認識を高める判決とハードマーケットとの相互関係についても明らかになった。すなわち、取締役の責任リスクに関する認識を高めるVan Gorkom判決により、D&O保険の需要および補償内容拡大のニーズが高まったが、当該判決はハードマーケットのときに出たものであるため、保険会社が保険保護を広げなかった。その結果、経営萎縮および社外取締役のなり手不足問題が深刻となった。このように、D&O保険に関しては、抑止効果減殺問題のみならず、とりわけ取締役の責任リスクを高める出来事がハードマーケットのときに起きた場合に経営萎縮および社外取締役のなり手不足問題も生じうる。経営萎縮および社外取締役のなり手不足問題に対応するために、州会社法は2つの立法的対応をとった。一つは、取締役の責任を免除・軽減するための様々な措置である。もう一つは、D&O保険の代替的救済手段への規制である。すなわち、経営萎縮および社外取締役のなり手不足問題に対応するために多くの会社がキャプティブ保険などといったD&O保険の代替的救済手段を自主的に導入したが、いくつかの州会社法はそれらの救済手段について授権したり、規制を課したりした。

さらに、ハードマーケットとD&O保険の約款条項の解釈をめぐる判決の相互関係も明らかになった。すなわち、被保険者に有利なことで著名なSeafirst判決がハードマーケットのときに出たため、裁判所による保険会社の責任範囲の拡大による逆選択問題に対処するために、保険会社は保護範囲を縮小させるべく被保険者対被保険者免責事由を導入したようである。すなわち、被保険者対被保険者免責事由の開発は、ハードマーケットとD&O保険の約款条項の解釈をめぐる判決の相互関係による産物とも言える。

- ③40 アメリカにおける D&O 保険危機を検討する先行研究として、近藤・前掲注(2)がある。
- ③41 Middleton, *supra* note 303, at 432.
- ③42 *Ibid.*
- ③43 *Ibid.*
- ③44 近藤・前掲注(2)44 頁。
- ③45 保険契約を更新した会社の 8 割以上は、1985 年半ばから 1986 年末まで保険料上昇を経験し、その半分以上は 200%以上の保険料増加を報告した。See The Wyatt Co., 1987 Wyatt Directors and Officers Liability Insurance Survey 75 (1987) (as cited in Romano, *infra* note 358, at 14).
- ③46 例えば、1986 年の第一四半期において支払限度額が平均 50%減少したという報告があった。See The Wyatt Co., 1987 Wyatt Directors and Officers Liability Insurance Survey 57 (1987) (as cited in Romano, *infra* note 358, at 12).
- ③47 これらの免責事由は 1984 年から 1987 年に約 2 倍増えた。See The Wyatt Co., 1987 Wyatt Directors and Officers Liability Insurance Survey 68 (1987)(as cited in Romano, *infra* note 358, at 10-11).
- ③48 これらの免責事由は 1986 年に 10%以上の約款に織り込まれていた。See The Wyatt Co., 1987 Wyatt Directors and Officers Liability Insurance Survey 68-69, 73-74 (1987)(as cited in Romano, *infra* note 358, at 11).
- ③49 近藤・前掲注(2)44 頁。
- ③50 契約期間が 3 年間から 1 年間に変更された (近藤・前掲注(2)44 頁)。
- ③51 See L. William Caraccio, *Void Ab Initio: Application Fraud as Ground for Avoiding Directors' and Officers' Liability Insurance Coverage*, 74 CAL. L. REV. 929, 941 (1986).
- ③52 See The Wyatt Co., 1987 Wyatt Directors and Officers Liability Insurance Survey 75 (1987)(as cited in Romano, *infra* note 358, at 9).
- ③53 キャパシティーとは、具体的には、保険会社が引受に当てる剰余金 (surplus) であり、会社の資産と負債の差である。保険者がどれくらいの保険を引き受けることができるかは、剰余金対保険料の割合を規制する法令によって制限されている。例えば、剰余金と保険料の割合は 1 対 3 の場合、1 ドルの剰余金で保険者が 3 ドルの保険を引き受けることが可能である。See Ronald E. Mallen & David W. Evans, *Surviving the Directors' and Officers Liability Crisis: Insurance and the Alternatives*, 12 DEL. J. CORP. L. 439, 441 (1987).
- ③54 1984 年以降、社外取締役が保険を入手できないことを理由に辞退したケースは 10 件報告された。“The Job Nobody Wants” Business Week, September 8, 1986, at 56 (as cited in AMERICAN LAW INSTITUTE, *supra* note 224, at § 7.19 Reporter's Note 3).
- ③55 Heidrick & Struggles 社の調査によれば、最も大きい製造企業 (industrial corporation) 1000 社の取締役会における社外取締役の割合が 1985 年に 63.2%から 57.5%に下がった。これは 1966 年以降初めての減少である。“The Job Nobody Wants” Business Week, September 8, 1986, at 57 (as cited in AMERICAN LAW INSTITUTE, *supra* note 224, at § 7.19 Reporter's Note 3).

- (356) See e.g., Priest, *The Current Insurance Crisis and Modern Tort Law*, 96 YALE L.J. 1521 (1987); Trebilcock, *The Social Insurance-Deterrence Dilemma of Modern North American Tort Law: A Canadian Perspective on the Liability Insurance Crisis*, 24 SAN DIEGO L. REV. 929(1987).
- (357) See generally John A. Cottingham, *The D&O Insurance Crisis: Darkness at the End of the Tunnel*, 39 S.C. L. REV. 653, 696-702 (1988); Vanessa Finch, *Personal Accountability and Corporate Control: The Role of Directors' and Officers' Liability Insurance*, 57 MOD. L. REV. 880, 894-897(1994); Mallens & Evans, *supra* note 353, at 439-444.
- (358) Roberta Romano, *What Went Wrong with Directors' and Officers' Liability Insurance?*, 14 DEL. J. CORP. L. 1, 9 (1989).
- (359) Cottingham は D&O 請求の多様性も原因の一つであると指摘した。Wyatt の調査によれば、4 つの最も数多い請求は、虚偽記載 (21%)、雇用契約違反 (14.2%)、少数株主に対する義務違反 (13.9%)、公民権 (civil right) 違反 (13.9%) であるが、この 4 つ以外にも、83 種類の請求が報告された。そのため、こうした請求の多様性によって、免責事由が激増し、保険料が高くなるのは当然である。See Wyatt Co., 1987 Wyatt Directors and Officers Liability Insurance Survey 31 (1987) (as cited in Cottingham, *supra* note 357, at 699).
- (360) Romano, *supra* note 358, at 13.
- (361) *Id.* at 13-14.
- (362) *Id.* at 14.
- (363) *Ibid.*
- (364) *Ibid.*
- (365) *Ibid.*
- (366) *Ibid.*
- (367) *Ibid.*
- (368) *Ibid.*
- (369) *Id.* at 14. FDIC (Federal Deposit Insurance Company) が破綻した銀行の D&O 保険の保険金目当てで銀行の取締役を訴えることも多い。*Ibid.*
- (370) *Id.* at 15.
- (371) *Ibid.*
- (372) *Ibid.*
- (373) 保険市場が D&O 保険危機の原因であると指摘した見解として、See also Mallens & Evans, *supra* note 353, at 439-444; Middleton, *supra* note 303, 431-434; Cottingham, *supra* note 357, at 697-698.
- (374) Romano, *supra* note 358, at 15-16.
- (375) *Id.* at 18.
- (376) *Ibid.*
- (377) *Ibid.*
- (378) See *Ibid.*

- (379) *Ibid.*
- (380) *Ibid.*
- (381) *Id.* at 19.
- (382) *Ibid.*
- (383) *Ibid.*
- (384) *See Ibid.*
- (385) *See Priest, supra* note 356, at 1529-32.
- (386) Romano, *supra* note 358, at 19.
- (387) *Ibid.*
- (388) *Id.* at 19-20.
- (389) *Id.* at 20.
- (390) *Ibid.*
- (391) *Ibid.*
- (392) *Ibid.*
- (393) *Ibid.*
- (394) *Ibid.*
- (395) *Ibid.*
- (396) *See ibid.*
- (397) *Id.* at 21.
- (398) *See ibid.*
- (399) *Ibid.*
- (400) Smith v. Van Gorkom, 488 A. 2d 858 (Del. 1985). Van Gorkom 判決以前、デラウェア州において、注意義務違反が肯定された事例はあまりなかった。しかし、Van Gorkom 判決では、デラウェア州最高裁判所は、取締役たちは合併の承認に関して、十分な情報を取得していなかったとして、重大な過失があると認定した上で、取締役は経営判断の原則による保護を受けることができないと判示した。
- (401) Romano, *supra* note 358, at 23-24.
- (402) *Id.* at 24-25.
- (403) Romano, *supra* note 358, at 24.
- (404) *See Romano, supra* note 358, at 25.
- (405) *See Romano, supra* note 358, at 23. *See also* Michael Bradley & Cindy A. Schipani, *The Relevance of the Duty of Care Standard in Corporate Governance*, 75 IOWA L. REV. 1, 50 f.n. 334, 49-57 (1989) (1984 年の第 4 四半期において、保険料が (108%) 大幅に高騰した。Van Gorkom 判決が 1985 年 1 月 29 日に下されたため、Van Gorkom 判決が当該増加の原因ではない。この増加は保険料の周期的な性質による部分もあるかもしれない。しかし、Van Gorkom 判決は保険市場に対する影響がないわけではない。本論文実証研究によれば、Van Gorkom 判決後に D&O 保険の保険料が大幅に増加した。しかし、同時に D&O 保険の保険会社の市場価値 (market value) も増加した。これは、D&O 保険者は Van Gorkom

判決の効果を利用し、当該判決が損害を拡大した分以上に保険料を引き上げたことを意味する)。

(406) 填補される損害のみならず防御費用を支払う義務を保険者に負わせる判決も保険料増加の原因の一つであると指摘する見解として、See also Cottingham, *supra* note 357, at 700-701.

(407) Romano, *supra* note 358, at 29.

(408) *Ibid.*

(409) *Ibid.*

(410) *Ibid.*

(411) Romano, *infra* note 454, at 1159.

(412) *Ibid.*

(413) *Ibid.*

(414) Romano, *supra* note 358, at 25-26.

(415) Okada v. MGIC Indemnity Corp., 795 F. 2d 1450 (9th Cir. 1986); Pepsico, Inc. v. Continental Casualty Co., 640 F. Supp. 656 (S.D.N.Y. 1986).

(416) Pepsico, Inc. v. Continental Casualty Co., 640 F. Supp. 656 (S.D.N.Y. 1986).

(417) Shapiro v. American Home Assurance Co., 584 F. Supp. 1245 (d. Mass. 1984); Bird v. Penn Central Co., 341 F. supp. 291 (E.D. Pa. 1972).

(418) Romano, *supra* note 358, at 26.

(419) National Union Fire Insurance Co. v. Seafirst Corp., No. C85-396R (W.D. Wash. Mar. 19, 1986). 原告は National Union Fire Insurance Company (以下、「National Union」という)であり、被告は Seafirst Corporation と Seattle-First National Bank (以下、「Seafirst」という)である。Seafirst は National Union から 5.5 千万ドルのエクセス D&O 保険 (以下、「本件 D&O 保険」という)を購入した。巨大な損失により、Seafirst の取締役・役員に対して株主代表訴訟が提起された。National Union は、本件 D&O 保険は Seafirst の自らの取締役・役員に対する直接訴訟をカバーする意図がないことを認定する宣言判決を求め、裁判所に申立書を提出した。裁判所は、本件 D&O 保険の約款条項の文言を慎重に精査した結果、本件 D&O 保険は Seafirst の自らの取締役・役員に対する直接訴訟を明確に (plainly and unambiguously) カバーすると判断した。その理由は、約款条項によれば、National Union は取締役・役員に対する「いかなる請求」(“any claim or claims”)により発生した損害を補償しなければならないからである。「いかなる請求」という文言には、明確に直接訴訟が含まれており、また、直接訴訟をカバー範囲から除外するために当該文言の範囲を制限する他の約款条項も存在しない。

(420) Romano, *supra* note 358, at 27.

(421) *Ibid.*

(422) *Id.* at 28.

(423) *Ibid.*

(424) *Ibid.*

(425) *Id.* at 32-33.

- (426) *Id.* at 29.
- (427) *Ibid.*
- (428) *Id.* at 32.
- (429) アメリカの取締役責任制限を検討する日本語の文献として、畠田公明「取締役の責任の制限及び免除」福岡大学法学論叢 44(3), 568-583 頁 (2000 年), 伊東尚美「アメリカにおける取締役の責任制限」北大法学研究科ジュニア・リサーチ・ジャーナル, 4-7 頁 (1994 年) などがある。
- (430) See James J. Hanks, Jr., *Evaluating Recent State Legislation on Director and Officer Liability*, 43 BUS. LAW. 1207, 1209 (1988).
- (431) 1988 年時点では、30 州以上はこのアプローチを採用している。See Hanks, *supra* note 430, at 1210.
- (432) See MODEL BUSINESS CORPORATION ACT § 2.02(b)(4); DELAWARE GENERAL CORPORATION LAW § 102(b)(7).
- (433) See AMERICAN LAW INSTITUTE, *supra* note 224, § 7.19.
- (434) See Hanks, *supra* note 430, at 1216.
- (435) See Hanks, *supra* note 430, at 1210.
- (436) See IND. CODE ANN. § 23-1-23-1(e).
- (437) See Hanks, *supra* note 430, at 1216.
- (438) See Thomas C. Lee, *Limiting Corporate Directors' Liability: Delaware's Section 102(b)(7) and The Erosion of the Directors' Duty of Care*, 136 U. PA. L. REV. 239, 269 (1987).
- (439) See VA. CODE ANN. § 13.1-692.1.
- (440) *Ibid.*
- (441) See Hanks, *supra* note 430, at 1219.
- (442) See *id.* at 1221.
- (443) See AMERICAN LAW INSTITUTE, *supra* note 224, § 7.19.Comment a.
- (444) See Hanks, *supra* note 430, at 1224.
- (445) See NEW YORK BUS. CORP. LAW § 721; NEW YORK BUS. CORP. LAW § 722 (c) (和解額と訴訟費用は認められたが、判決額は認められない)。
- (446) 1988 年時点では、14 州がこのような規定を導入している。See Hanks, *supra* note 430, at 1227.
- (447) しかし、ニューヨーク州は、「会社および株主の長期的な利益、および、短期的な利益を考慮することができる」という文言を用いている。See Hanks, *supra* note 430, at 1227.
- (448) See Sara R. Slaughter, Note, *Statutory and Non-Statutory Responses to the Director and Officer Liability Insurance Crisis*, 63 IND. L.J. 181, 196 (1987).
- (449) See *id.* at 196.
- (450) *Id.* at 196-197. しかし、この提案に対し、幾つかの問題も指摘されている。例えば、諮問取締役のメンバーが法的な責任を負わないのであれば、注意をもって経営判断をせざる。また、最高経営責任者が唯一の責任を負うものになれば、最高経営責任者が萎縮し、

リスクをとらなくなる可能性がある。さらに、裁判所が諮問取締役会について特別扱いをせずに通常通りに諮問取締役会のメンバーに責任を負わせる可能性もある。 *Ibid.*

(451) See Mallen & Evans, *supra* note 353, at 468-472.

(452) *Id.* at 468.

(453) See Lee, *supra* note at 438, at 253.

(454) See Roberta Romano, *Corporate Governance in the Aftermath of the Insurance Crisis*, 39 EMORY L.J. 1155, 1163 (1990).

(455) *Ibid.*

(456) *Id.* at 1161.

(457) *Ibid.*

(458) See *id.* at 1161; Hanks, *supra* note 430, at 1245 (全ての責任軽減・免除規定には例外があるため、本当に酷いケースにおいては、裁判所は取締役役に金銭的損害を負わせる方法を見出すだろう); Robert H. Rosh, *New York's Response to the Director and Officer Liability Crisis: A Need to Reexamine the Importance of D & O Insurance*, 54 BROOK. L. REV. 1305, 1347 (1989) (請求が責任制限・免除規定の適用除外と判断される可能性がある)。

(459) Romano, *supra* note 454, at 1162.

(460) See Romano, *supra* note 454, at 1162; Cottingham, *supra* note 357, at 666-667 (このような規定により、忠実義務違反を主張するケースが多くなると予想した見解もあるし、デラウェア州の裁判所は当該規定を回避するために「注意義務」を以前より限定的に用いているという指摘もある)。

(461) See Romano, *supra* note 454, at 1162.

(462) *Ibid.*

(463) See Rosh, *supra* note 458, at 1347 (Rosh はニューヨーク州会社法 402(b) を念頭に置いて分析した)。

(464) Romano, *supra* note 454, at 1168. *But see* Cottingham, *supra* note 357, at 705 (責任制限・免除は保険料の低下に影響がないが、D&O 保険のアーベイラビリティを増やす可能性がある)。

(465) See Romano, *supra* note 454, at 1164.

(466) *Ibid.*

(467) *Ibid.*

(468) See Bennet L. Ross, *Protecting Corporate Directors and Officers: Insurance and Other Alternatives*, 40 VAND. L. REV. 775, 806 (1987).

(469) Rosh, *supra* note 458, at 1350.

(470) See Hanks, *supra* note 430, at 1243.

(471) See *ibid.*

(472) See *ibid.* (D&O 保険には他の種類の保険と同様にサイクルがあるため、D&O 危機後に保険料が下がり、アーベイラビリティが増えるだろう)。

(473) See Rosh, *supra* note 458, at 1351-1354.

(474) AN ACT TO AMEND TITLE 8 OF THE DELAWARE CODE RELATING TO THE DELAWARE GENERAL

CORPORATION LAW 1986 (as cited in 長浜洋一「デラウェア一般会社法の改正」商事法務 1098号 (1986年) 14頁).

(475) Olson, “*The D&O Insurance Gap: Strategies for Coping*” Legal Times, March 3, 1986, at 32(as cited in Dennis J. Block, Nancy E. Barton & Alan E. Garfield, *Advising Directors on the D&O Insurance Crisis*, 14 SEC. REG L.J. 130, 139 (1986)).

(476) *Ibid.*

(477) See Block, Barton & Garfield, *supra* note 475, at 140.

(478) See *id.* at 142-143. しかし、バランスシートがよく、補償の支払い能力がある会社しか銀行の信用状を得ない、および信託資金が許害的譲渡に当たらないかといった問題がある。
Ibid.

(479) See *id.* at 144.

(480) See *ibid.*

(481) E. Norman Veasey, Jesse A. Finkelstein, and C. Stephen Bigler, *Delaware Supports Directors with a Three-Legged Stool of Limited Liability, Indemnification, and Insurance*, 42 BUS. LAW. 399, 420 (Feb. 1987).

(482) 例えば、次のような4つの工夫が挙げられている。第一に、子会社は十分な資金をもつことで親会社に資金的に依存することを避ける。第二に、子会社は支払請求の決定をコントロールする独立の経営者をもつ。第三に、子会社の業務を一定の取引慣行に従って行う(例えば、保険統計の方法で保険料を算定したり標準的約款を利用する)。第四に、株式を第三者に発行し、第三者による再保険を求める。See Block, Barton & Garfield, *supra* note 475, at 145.

(483) 共同保険契約 (insurance pooling arrangement) とは、幾つかの会社が共同でそれぞれの会社のために保険を提供することを目的とした保険会社を設立することである。See *ibid.*

(484) Lewin, “Director Insurance Drying Up,” N.Y. Times, March 7, 1986, at D4, col. 4. (as cited in *id.* at 146).

(485) また、保険業界への規制として、D&O 危機に対応するために保険業界への規制を導入した州もあるようである。例えば、ウェストバージニア州では、D&O 保険を解約する前に事前に延長通知をしなければならない (must give extended advance notice) などという、保険会社の行動 (約款条項) を制限する規定が導入された。

(486) KNEPPER & BAILEY (2010), *supra* note 188, at 23-5, 20-78.

(487) *Id.* at 20-78.

(488) See *ibid.*

(489) 一定の要件とは、①当該保険会社は準拠地の保険に関する法令に従い、免許取得・管理・経営が行われていること②保険会社は保険購入者に支配されていないこと、③保険発行者と会社間で一定のリスク分配 (risk sharing) があることが挙げられている。See CAL. CORP. CODE § 317(i).

(490) See KNEPPER & BAILEY (2010), *supra* note 188, at 20-83.

(491) See *id.* at 20-78.

V SIDE C の誕生 (1980年代後半～1990年代)

D&O 危機後に D&O 保険市場が安定しつつある中、1990年代に SIDE C が誕生した。本章では、SIDE C 誕生の経緯について検討する。1980年代の半ばから、会社および取締役・役員が被告となっている場合、従来の SIDE A および SIDE B の保険は会社の責任についてカバーしないため、取締役・役員と会社との間で、防御費用、和解額、判決金額をいかに分配するかという問題が、D&O 保険約款条項の最も厄介な問題になっていた⁽⁴⁹²⁾。これは、「分配問題 (allocation problem)」と呼ばれている⁽⁴⁹³⁾。SIDE C は、分配の問題を解決するために開発されたものである。SIDE C は 1995～1996 年ごろに初めて販売されたが、早くも 2002 年の時点では、既に 9 割以上の D&O 被保険者が SIDE C に加入しているという報告がある⁽⁴⁹⁴⁾。

以下では、**1**では、分配問題について考察する。**2**では、1980年代後半～1990年代のマーケット状況を考察する。**3**では、SIDE C の誕生の要因について分析する。

1990年代のマーケットは基本的にはソフトであったため、本章の検討により、ソフトマーケットがどのように D&O 保険の約款条項などに影響するのか、および、ソフトマーケットにおいては、D&O 保険の約款条項の解釈をめぐる被保険者に有利に解釈する判決に対して保険会社がどのように対応するのかも明らかになる。

1 分配問題

(1) 問題の所在

分配問題には 3つの類型がある。①「被保険者」対「無保険者」(insured v. non-insured party)、②「有責損害賠償請求」対「無責損害賠償請求」(insured v. non-insured claims)、③「被保険者としての地位」対「被保険者以外としての地位」(insured v. non-insured capacity)⁽⁴⁹⁵⁾。

和解金額の分配については、裁判所が 3つの原則を採用してきた。第一に、「相対的な潜在的責任の原則」(Relative Exposure Rule)である。相対的な潜在的責任 (relative exposure) とは、比較過失 (comparative fault) でもなく、相対的責任 (relative liability) でもなく、和解の時点における当事者の潜在的責

任 (potential liability) のことである⁽⁴⁹⁶⁾。裁判所が分配を決めるにあたり、各当事者に不利な判決の可能性、各当事者が不利な判決に対応する能力、和解金に賭うための資金源、各当事者が晒されるリスクなどの様々な要素を考慮する⁽⁴⁹⁷⁾。この原則は、基本的には保険者と被保険者間の公正な分配をもたらすものであるが、各事例ごとに特有の判断 (fact specific) であること、および適用するのに主観的な判断が必要であることにより、いくつかの裁判所がこの原則を批判し、より客観的な基準である「より大きな分配確定の原則」(The Larger Settlement Rule) を選択した⁽⁴⁹⁸⁾。この原則の下では、会社が被告となることにより和解金額が高くなったという証拠がない限りは、基本的には会社への配分はない⁽⁴⁹⁹⁾。要するに、「より大きな分配確定の原則」は被保険者に有利な判断基準であるのに対し、「相対的な潜在的責任の原則」は保険者に有利な判断基準である。以下で取り上げる SIDE C のきっかけとなった判決は、全てこの判断基準を採用している。第三に、各当事者が同額に分配される「比例分配の原則」(Pro rata rule) である。すなわち、和解額をそれぞれに按分する。この原則は、おそらく一番原始的な分配の根拠であるが、2000 年代の判例は減多にこの原則を採用していない⁽⁵⁰⁰⁾。

(2) SIDE C 開発のきっかけとなった判決

以下に紹介する 2 つの判決は、全ての分配問題を解決するための一般論を示したのではなく、あくまで当該事件の問題となった約款に関する問題を解決しようとした事例判断に過ぎない⁽⁵⁰¹⁾。それにもかかわらず、保険会社に対する影響は小さくなかったと思われる。以下、Nordstrom 判決および Safeway 判決を取り上げる⁽⁵⁰²⁾。この 2 つの判決を取り上げる理由は、この 2 つの判決の判旨の中では、被保険者を保護するための保険契約解釈の原則である「合理的な期待原則」について言及している部分があるからである。この原則がいかなる機能を持っているのかは、本稿の関心の一つである。

① Nordstrom 判決 (1995 年)

[事案の概要]

本件の D&O 保険契約においては、Federal 保険会社 (以下、「Federal」という) が保険者であり、Nordstrom 社 (以下、「Nordstrom」という) の取締役・

役員が被保険者である。Nordstrom の株主が、Nordstrom および取締役・役員 6 人に対して、1934 年証券取引所法の 10 条 (b) 項 5 号違反などを理由として、クラスアクション証券訴訟を起こした。この訴訟においては、750 万ドルで和解が成立した。この和解調書には、会社と取締役・役員が和解について連帯して責任を負う旨が定められていた。Nordstrom は和解が妥当であるとして承諾したが、和解における配分について訴訟を提起する権利を留保した。

しかし、Federal は、取締役・役員（被保険者）および会社（無保険者）が両方被告となっているから、会社にも損害の一部に責任があることを理由に和解額の半分（375 万ドル）の支払いしか認めなかった。和解の際、防御費用の分配について合意しなかったが、その後、Federal は防御費用についても半分しか応じなかった。本件の D&O 保険約款には、会社および取締役・役員が被告となった場合における「適切な防御費用の分配」(appropriate allocation of defense cost) は定められているが、和解額の分配に関する定めは特になかった。

Nordstrom は、和解額と防御費用の全額の支払いを求めて、保険者に対して訴訟を提起した。地方裁判所は、Nordstrom の請求を認め、保険者は和解額と防御費用の全額を支払う義務があると判示した⁽⁵⁰³⁾。そのため、Federal が第 9 巡回区控訴裁判所に対し控訴した。

Federal の主な主張は、約款には会社に対する請求を補償するという定めがないことである⁽⁵⁰⁴⁾。Federal は、Nordstrom への 5 つの請求のうち 4 つにおいて会社が共同被告人であるため、和解額のうち、会社の分の責任はいかなる割合なのかを決める必要があり、和解額を会社と取締役・役員の相対的な関わりによって分配すべきであり⁽⁵⁰⁵⁾、たとえ取締役・役員が全ての請求において責任があるとされたとしても、取締役・役員の責任から独立した会社に対して責任を負わせる根拠 (independent basis) さえあれば、会社にも和解額を分配する必要があると主張した⁽⁵⁰⁶⁾。これに対して、Nordstrom は、会社に和解額を分配する必要があるのは、会社の行為によって和解額が増加した場合、すなわち、責任が会社のみに戻る場合、または、会社が連帯責任を負いながら独立した責任を負い、かつ、会社の責任が取締役・役員の責任を超えた場合のみであるとして、「より大きな分配確定の原則」を採用すべきであると主張した。⁽⁵⁰⁷⁾

〔判旨〕

第9巡回控訴裁判所は、全ての D&O 保険の和解にどのような原則を適用すべきかについて判断するのではなく、本件の約款条項を検討した上で、いかなる原則が当事者の合理的な期待および意思 (reasonable expectation and intention) を最も反映するかを判断すると述べた⁽⁵⁰⁸⁾。本件の約款は、被保険者が違法行為により法的な責任を負うことになった場合における全ての損害について保険保護を与えると明示的に定めている⁽⁵⁰⁹⁾。この規定によれば、当事者は、会社が独立の理論 (independent theory) に基づいて請求に関して併存する責任を負う (concurrently liable) ことを裁判所によって判断されたかどうかにかかわらず、Federal は取締役・役員の違法行為または不作為に帰する責任の額について支払義務を負うと当事者は期待するのであろう⁽⁵¹⁰⁾。つまり、取締役・役員が法的に損害賠償賠償を支払う義務が生じた場合、保険会社は必ず支払わなければならない。言い換えれば、取締役・役員に責任がないが、会社に責任がある場合、および会社の責任が損害を増加させた場合のみ、当該判決額または和解額は Federal が法的に支払うべき金額を超えてしまう⁽⁵¹¹⁾。結論として、本件の D&O 約款について、「より大きな分配確定の原則」が当事者の合理的な期待を最も適切に反映する⁽⁵¹²⁾。それゆえに、会社の責任が独立しており (independent)、かつ、取締役・役員の責任と並存的責任 (non-concurrent) ではない場合のみ、分配が必要であるとした⁽⁵¹³⁾。しかし、本件においては、裁判所は、Nordstrom 社の責任が独立しており、かつ、並存的ではないと結論づけた⁽⁵¹⁴⁾。すなわち、Nordstrom 社の責任は取締役・役員の責任と併存するため、分配する必要がない。

② Safeway 判決 (1992 年)

〔事案の概要〕

本件の D&O 保険契約において、Safeway Inc. (以下、「Safeway」という) の取締役・役員が被保険者であり、National Union Fire Insurance Company of Pittsburg (以下、「National Union」という) が保険者である。Safeway は、LBO (leveraged buyout) をめぐって、株主により6つのクラスアクション訴訟を提起された。全ての請求の根拠は、合併を承認した取締役・役員の善管注意義務違反である。原告と Safeway との間で5つのクラスアクションについ

て和解が成立した後、SafewayがNational Unionに対しD&O保険による補償を求めた。National Unionに対する幾つかの請求のうち、分配が問題となったのは、約180万ドルの原告弁護士費用等（以下、「本件和解額」という）および約230,000ドルの防御費用および弁護士費用（以下、「本件防御費用」という）である。地方裁判所は、本件和解額および本件防御費用の4分の1をSafewayに分配すると判示した⁽⁵¹⁵⁾。そのため、Safewayが控訴した。分配問題について、第9巡回区控訴裁判所は、地方裁判所の略式判決を覆し、National Unionが和解額および防御費用を全額支払わなければならないと判示した。

〔判旨〕

本件和解額（約180万ドルの原告弁護士費用等）の分配について、第9巡回区控訴裁判所は以下のように述べた⁽⁵¹⁶⁾。

本件と事実関係が似ているNordstrom判決において、この裁判所（第9巡回区控訴裁判所）は「より大きな分配確定の原則」を採用したため、Nordstrom判決を考慮すべきである⁽⁵¹⁷⁾。

Nordstrom判決の判断基準を本件の事実当てはまると、「より大きな分配確定の原則」はSafewayおよびNational Unionの合理的な期待および意図を最も反映する（“best effectuates the reasonable expectation and intentions”）⁽⁵¹⁸⁾。SafewayのD&O保険約款条項の文言はNordstromのD&O保険の約款条項に似ているが、保護範囲はNordstromの約款条項より広範である⁽⁵¹⁹⁾。本件和解額には取締役・役員の責任から独立した会社責任（independent liability）が含まれていないため、和解額をSafewayに分配することはできない⁽⁵²⁰⁾。

National Unionは、本件のD&O保険約款は会社と取締役・役員の分配を要求すると主張した⁽⁵²¹⁾。確かに本件の約款には、当事者が公正・妥当な分配の決定について最善の努力をする⁽⁵²²⁾という条項が定められているが、この条項は分配に関する検討を要求する（“require an allocation analysis”）のみであり、分配自体が必ず必要というわけではない⁽⁵²³⁾。

(3) 若干の検討

以上の2つの判決が採用した「より大きな分配確定の原則」は、被保険者に

有利な原則である。この原則が採用された根拠の一つは、当該事件において、この原則が「当事者の合理的な期待および意思」を最も反映するということである。さらに、この原則を初めて採用した Harbor 判決や初期の Nodaway 判決の判旨を見ても、被保険者の合理的な期待の保護が考慮されていることが明らかである⁽⁵²⁴⁾。これは、一般的な保険契約の解釈原則である「合理的な期待原則」と似ていると思われる。IVで検討したように、Romanoの見解によれば、「合理的な期待原則」という保険契約解釈の原則は保険市場に対して大きな影響を与えた D&O 保険危機の原因の一つとされている⁽⁵²⁵⁾。また、後述のように、この原則も「Full Entity Coverage」⁽⁵²⁶⁾の誕生のきっかけの一つであると思われる。このように、「合理的な期待原則」などの裁判所の保険契約解釈は、D&O 保険市場、D&O 保険約款の形成、実務などに大きな影響を与えよう。

2 マーケット状況

1980年代半ばのハードマーケットは数年しか続かなかった。1990年代の初め頃、D&O 保険市場は安定し始めた⁽⁵²⁷⁾。以下のような約款条項の変化からは、1990年代のマーケット状況は全体的にソフトマーケットであったと思われる。

(1) 1990年代における約款条項

1990年代に保険者の合計支払限度額キャパシティーは大きく上昇した⁽⁵²⁸⁾。1990年代の最初の6年間において、D&O 請求の頻度と激しさ(Severity)が増加していたものの、全体的に保護範囲が拡大し、保険料が下がった⁽⁵²⁹⁾。1984年から1990年の間に新しい制限と免責事由が増加していたが、1990年以降、D&O 保険の保護が毎年徐々に拡大しており、D&O 保険市場は非常に競争的であった⁽⁵³⁰⁾。1995年および1996年の初めごろには、マーケットに数多くの新しい約款が出てきた⁽⁵³¹⁾。例えば、SIDE C や、非公開会社や新規株式公開(IPO)をする予定がある会社のために特別的に設計された約款などが挙げられている⁽⁵³²⁾。また、1990年代にはヘルスケア関係機関や非営利法人向けのD&O 保険も誕生した⁽⁵³³⁾。

さらに、この時期には、コインシュランスおよびディダクティブルが削除さ

れたり、軽減されたりする傾向がある。すなわち、1990年代においては、約款を修正し、SIDE A 個人填補のコインシュランスを削除したり、州法が許す範囲内で軽減されることがかなり一般的になったと言われている⁽⁵³⁴⁾。例えば、1992年の調査では、ディダクティブルを超えた部分の5%のコインシュランスがある約款は多少あったが⁽⁵³⁵⁾、1995年においては、個人填補のみならず、全てのコインシュランスが削除された約款が存在したようである⁽⁵³⁶⁾。

1990年代には、個人についてのディダクティブルがない約款が増える傾向にある。すなわち、1988年以来、調査報告書によれば個人填補のディダクティブルは5,000ドルであった⁽⁵³⁷⁾。この金額は、会社の業種や資産規模により変化することはなかった⁽⁵³⁸⁾。1992年において、個人についてのディダクティブルを削除する傾向があり、D&O保険を購入している会社の66%には個人についてのディダクティブルがない⁽⁵³⁹⁾。1995年の調査によれば、ディダクティブルについて、D&O保険を購入している会社の84%、特にハイテック産業、人材事業サービスは、個人填補のディダクティブルがない契約を締結している⁽⁵⁴⁰⁾。1997年においては、個人についてのディダクティブルがないD&O保険を購入している会社が92%に増加した⁽⁵⁴¹⁾。

これに対し、会社補償部分のディダクティブルは非常に増加した。1992年において、多くの調査対象会社は、会社補償部分のディダクティブルが非常に高いとしている⁽⁵⁴²⁾。さらに、ほとんどのプライマリーレイヤーの約款には、補償推定条項(Presumptive Indemnity Clause)がある⁽⁵⁴³⁾。この条項において、全ての請求について、仮に会社補償が認められる、または、要求されるが、会社が会社補償を与えなかった場合(where indemnification is permissible or required but is not provided)、会社補償がなされたとみなされるため、そういった請求に関しても会社補償のディダクティブルの対象となる⁽⁵⁴⁴⁾。この条項の機能は、会社がディダクティブルによる自己負担分を嫌って、会社補償できるにもかかわらず補償せず、その代わりに役員にディダクティブルのないSIDE Aに保険金請求をさせてディダクティブルを負担することから逃れる事態を回避することにある⁽⁵⁴⁵⁾。そのような場合に保険者は、たとえSIDE Aに保険金請求されたとしても、SIDE Bとしてディダクティブルを超える金額のみを保険金として支払うことになる⁽⁵⁴⁶⁾ため、被保険者にとっては厳しい約款条項であるわけである。なお、会社補償ディダクティブルの増加と会社補償範囲を

拡大しようとする立法の動きには相関関係があるかもしれないという指摘がある⁽⁵⁴⁷⁾。なぜなら、そういった立法により、損害を会社補償部分に移転する効果があるからである⁽⁵⁴⁸⁾。要するに、会社補償のディダクティブルの増加および補償推定条項 (Presumptive Indemnity Clause) の使用の増加は、個人ディダクティブルの削除という傾向と同時に起こっていた⁽⁵⁴⁹⁾。

(2) 1990 年代後半のソフトマーケットの原因

1996 年ごろには、濫訴 (frivolous) および理由のない (non-meritous) 証券クラスアクションを減らす目的とした私的証券訴訟改革法によって、棄却される請求が増え、和解額が減り、全体的に訴訟による費用が減り、D&O 保険商品の利益が益々増加すると保険業界が予測した⁽⁵⁵⁰⁾。その結果、1996 年から 2001 年ごろにかけて、参入障壁が引き下げられ、市場が非常に競争的になり、D&O 保険の保険料が大きく下がり、被保険者に有利な約款条項が増え、契約期間が 3～5 年間に延長され、保護範囲が広範になった⁽⁵⁵¹⁾。しかし、2001 年の前半から保険料が上がり始め、マーケット状況がハードになり始めた。2001 年以降のマーケット状況の詳細についてはⅥの 1 と 2 で紹介する。

3 SIDE C 誕生の経緯

(1) SIDE C の誕生に至るまでの経緯

SIDE C は、1990 年代のソフトマーケットになりつつある状況の中で、分配問題を解決するために開発された。なぜ分配問題がそれほど深刻な問題になっていたのか。確かに、D&O 保険について、「被保険者」対「無保険者」や「有責損害賠償請求」対「無責損害賠償請求」といった分配問題が従来から常に存在したが、この問題が深刻になったのは 1980 年代の半ばからである⁽⁵⁵²⁾。取締役・役員に対する損害賠償額 (特に連邦証券取引法のクラスアクションの場合)、および、保険者と被保険者のこの問題への積極性がともに増加したため、僅かな分配割合の変更でも当事者にとって経済的・精神的にも重要になってくるようになった⁽⁵⁵³⁾。さらに、適切な分配を決めるための概念や方法は曖昧かつ理論的であるため、様々な分配問題に関する訴訟と判決が増えていた⁽⁵⁵⁴⁾。1995 年の調査では、被保険者と保険会社の間における請求に関する支払問題の中で、分配問題が争いの大部分 (62%) を占めている⁽⁵⁵⁵⁾。また、会社が取締

役・役員と共に被告となっているケースも増えており、1995年の調査では訴訟上の請求の80%~90%を占めている⁽⁵⁵⁶⁾。

1993年から、分配問題を事前に解決するために、幾つかのD&O保険会社は2つの種類の特約(policy endorsement)を導入した⁽⁵⁵⁷⁾。一つは、Chubbが1993年に導入した、分配割合を事前に定める方法(pre-allocation clause)である⁽⁵⁵⁸⁾。最初は防御費用に限定されていたが、1994年に範囲を拡大し、証券訴訟における防御費用、和解、判決額の分配を全て事前に定めることとされた⁽⁵⁵⁹⁾。

もう一つが、1993年後半にNational Unionが初めて導入したSIDE Cである⁽⁵⁶⁰⁾。もっとも、当時のSIDE Cは、現在のSIDE Cと異なり、会社または一人以上の取締役・役員が被告となっている場合のみ発動されるものであった⁽⁵⁶¹⁾。このため、取締役・役員が共同被告でない場合には、保険保護が与えられないことになる。こうした「共同被告要件(co-defendant requirement)」は、ジレンマの状態をもたらす⁽⁵⁶²⁾。すなわち、取締役への請求が棄却され、取締役が請求から外されてしまったら、SIDE Cによる保護は受けられなくなる⁽⁵⁶³⁾。全ての取締役・役員を個人責任から保護するという目的を達成するためには、取締役を請求から外さなければならないが、同時にもう一つの目的である、保険会社から防御費用および和解額・判決額を受けることを犠牲にせざるを得ない⁽⁵⁶⁴⁾。そのため、こうした約款条項に対する初めての修正は、言うまでもなく、取締役への請求が棄却されても、SIDE Cによる保護をまだ受けられるような条項への修正であった⁽⁵⁶⁵⁾。しかし、修正版のSIDE Cでも、取締役が最初から被告とならない限り保険保護が与えられなかったため、保険を発動させるために原告が個人取締役・役員を被告とするインセンティブはまだ存在した⁽⁵⁶⁶⁾。

証券請求の頻度および激しさが増しつつあるため、被保険者が会社保護についてより充実している保険を求めている中、私的証券訴訟改革法が制定されることを見越し、1995年の5月にFull Entity Coverageが導入された⁽⁵⁶⁷⁾。Full Entity Coverageとは、会社が個人取締役・役員と一緒に被告となっていない場合でも発動するものである⁽⁵⁶⁸⁾。その上、2で取り上げた分配問題に関する1995年と1996年の判決の後に、被保険者とブローカーとの間で、D&O保険約款に関する認識が以前より非常に高まり、分配に関する訴訟をいかに回避する

かなどについて議論がなされていた⁽⁵⁶⁹⁾。Nordstrom 判決およびこれに類似する判決を受けて、約款条項の分配条項を修正し、会社も分配を一部負担しなければならないことをはっきりさせる保険会社もある一方、他の保険会社はこれを市場機会と捉えて約款を修正し、Full Entity Coverage に変更した⁽⁵⁷⁰⁾。その後、間も無く全ての保険会社が Full Entity Coverage を販売するようになった⁽⁵⁷¹⁾。真実ははっきりしないものの、この一連の判決も Full Entity Coverage を普及させた大きな原因であると言える。

要するに、SIDE C は Nordstrom 判決といった一連の判決の後に 1995-1996 年ごろに出てきたとよく言われているが⁽⁵⁷²⁾、1995-1996 年ごろに出てきたのは、正確には Full Entity Coverage であり、証券請求のための SIDE C は 1993 年後半に特約条項 (endorsement) として既に出ていたのである⁽⁵⁷³⁾。

(2) SIDE C の誕生の原因に関する分析

では、Full Entity Coverage が誕生した要因は何だろうか。本稿は、Full Entity Coverage の誕生のきっかけとなったのは、ソフトマーケットと一連の保険者に厳しいとされた D&O 保険の約款条項の解釈をめぐる判決であるように考えられる。まず、分配問題に関して保険者が 100% 負担しなければならないと判断した 3 つの判決の影響が大きかったと思われる。しかし、それ以上に、それらの判決が出されたマーケット状況の方が大事だと思われる。すなわち、分配問題に関して保険者が 100% 負担しなければならないとした 3 つの判決がソフトマーケットの時に出されたからこそ、保険会社は Full Entity Coverage を提供したように思われる。SIDE C が開発される前に、保険者と被保険者の分配割合は一般的に 50% から 70% になっていたが、SIDE C を導入することで D&O 保険業界は 2 倍ほど保護範囲を拡張したにも関わらず、保険会社は保険料を上げなかった⁽⁵⁷⁴⁾。このことから、保険会社が SIDE C の分を保険料算定に入れなかったことがうかがわれる⁽⁵⁷⁵⁾。ハードマーケットのときであれば、保険会社はそのような行動を取らないはずである。要するに、保険者に厳しいとされた D&O 保険の約款条項の解釈をめぐる判決がハードマーケットの時にあれば、保険会社は保険保護を狭めるのに対して、ソフトマーケットの時にあれば、保険者は保険保護を広げるのである。

4 小括

本章の検討を通じて、次の点が明らかにされた。第一に、ソフトマーケットのときには、D&O 保険の約款条項は被保険者である取締役・役員に有利になることが明らかになった。とりわけ、抑止効果の観点から重要であるコインシュランスは、1990年代のソフトマーケットのときに削除されることが一般的であったことが分かった。第二に、ソフトマーケットと被保険者に有利な D&O 保険約款条項の解釈をめぐる裁判例の相互関係が明らかにされた。すなわち、D&O 保険約款条項を被保険者に有利に解釈した一連の裁判例がソフトマーケットのときに出たため、保険会社がそれらの裁判例に対応するために保険保護を広げた結果、SIDE C が開発された。要するに、SIDE C は、ソフトマーケットと被保険者に有利な D&O 保険約款条項の解釈をめぐる一連の裁判例との相互関係の産物であると言える。

しかし、SIDE C などを導入することにより、被保険者の保険保護が拡大することになることは、被保険者にとっては良いわけであるが、Entity Coverage による保険保護拡大に伴う弊害がないわけではない。次章では、Entity Coverage により個人取締役の保護が薄まるといった問題や、Entity Coverage 購入によるエージェンシー問題があることが明らかにされる。

(492) See KNEPPER & BAILEY (2010), *supra* note 188, at 21-1.

(493) アメリカの D&O 保険における配分問題について検討した日本語の文献として、甘利・前掲注(1)などがある。

(494) See John C. Coffee Jr., *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation*, 106 COLUM. L. REV. 1534, 1570 fn.132 (2006).

(495) 山越誠司「アメリカ型 D&O 保険の発展経緯と課題」商事法務 2154 号 (2017 年) 29 頁。

(496) See *e.g.*, *Safeway Stores, Inc. v. National Union Fire Ins. Co.*, 1993 U.S. Dist. LEXIS 2006 (N. D. Cal., Feb.4, 1993).

(497) See *ibid.*

(498) KNEPPER & BAILEY (2010), *supra* note 188, at 21-23.

(499) *Id.* at 21-26.

(500) *Id.* at 21-37.

(501) *Id.* at 21-26.

(502) この 2 つの判決以外、SIDE C 開発のきっかけとなった判決として、*Caterpillar, Inc. v. Great American Ins. Co.*, 62 F.3d 955 (7th Cir. 1995) も挙げられている。

- 503 Nordstrom, Inc. v. Chubb & Son, Inc., 820 F. Supp. 530 (W.D. Wash. 1992).
- 504 Nordstrom, Inc. v. Chubb & Sons, Inc., 54 F.3d 1424, 1429-30 (9th Cir. 1995).
- 505 *Id.* at 1430.
- 506 *Id.* at 1432.
- 507 *Ibid.*
- 508 *Ibid.*
- 509 “all loss…which the Insured Person has become legally obligated to pay on account of any claim…for a Wrongful Act committed…such Insured Person has become legally obligated to pay in account of any claim…for a Wrongful Act committed…such Insured Person(s)” *Ibid.*
- 510 *Id.* at 1433.
- 511 *Ibid.*
- 512 *Ibid.*
- 513 *Ibid.*
- 514 *Ibid.*
- 515 Safeway Inc. v. National Union Fire Insurance Co., 805 F. Supp. 1484 (N.D.Cal. 1992).
- 516 防御費用については省略する。
- 517 Safeway Stores, Inc. v. National Union Fire Insurance Co., 64 F.3d 1282, 1287 (9th Cir. 1995).
- 518 *Id.* at 1288.
- 519 Nordstrom の約款条項では“all loss…which the Insured Person has become *legally obligated to pay on account of any claim…for a Wrongful Act…*”と定められている。一方、Safeway の約款条項では“This policy shall…pay on behalf of the Company…Loss…arising from any claim…against…a Director or Officer…of the Company, by reason of any Wrongful Act”と定められている。See *id.* at 1288.
- 520 *Id.* at 1288.
- 521 *Id.* at 1289.
- 522 “use their best efforts to determine a fair and proper allocation of the settlement amount as between the Company and the Insured” *Id.* at 1289.
- 523 *Ibid.*
- 524 Nodaway Valley Bank v. Continental Cas. Co., 715 F.Supp. 1458, 1466 (W.D.Mo.1989), aff’d 916 F.2d 1362 (8th Cir.1990) では、次のように述べられている。分配をすることは、取締役・役員 の責任の全補償を与えるべき保険を購入した被保険者の合理的な期待を損なうことになる。単なる会社の派生的責任 (merely derivative corporate liability) は、primary wrongdoer と vicarious wrongdoer (代位責任) の間の分配を正当化できない。この結論は、保険約款の保護範囲を不当に拡大するのではなく、単に D&O 保険保護の効果を最大に与えるだけである。Harbor Ins. Co. v. Continental Bank Corp., 922 F.2d. 357, 368 (7th Cir. 1990) では、取締役の責任と取締役の行為から生ずる会社の派生的責任の間の分配を認めるのは、

会社が購入した保険の保護を奪うことになる」とされている。

525 IV-2 (3)②を参照。

526 本章 3 を参照。

527 JOHN F. OLSON, JOSIAH O. HATCH, III & TY R. SAGALOW, DIRECTOR AND OFFICER LIABILITY: INDEMNIFICATION AND INSURANCE, § 12:2, at 12-5 (ed. 2003).

528 JOSEPH WARREN BISHOP, JR., THE LAW OF CORPORATE OFFICERS AND DIRECTORS: INDEMNIFICATION AND INSURANCE § 8.01, at 8-4 (rev. ed. 2003)[hereinafter BISHOP(2003)].

529 See OLSON, HATCH & SAGALOW, *supra* note 527, § 12:2, at 12-5.

530 1998 Tillinghast-Tower Perrin Directors and Officers Liability Survey at 2 (as cited in *id.* § 12:2, at 12-5 to -6)

531 See OLSON, HATCH & SAGALOW, *supra* note 527, § 12:2, at 12-6.

532 *Ibid.*

533 *Ibid.*

534 See *id.* § 12:2 at 12-51 (ニューヨーク州保険規則集の規則 11 (NEW YORK INS REG 110, 11 NYCRR § 72.4) のみにおいて、個人の補償できない請求 (nonindemnifiable claim) について、約款は、コインシュランスを 0.1%-0.5% の間に定めなければならない)。

535 1992 Wyatt Directors & Officers Liability Survey (as cited in WILLIAM E. KNEPPER & DAN A. BAILEY, LIABILITY OF CORPORATE OFFICERS AND DIRECTORS VOLUME 2, § 27-8, at 498 (5th ed. 1993) [hereinafter KNEPPER & BAILEY (1993)]).

536 National Union 1995 Policy Form (as cited in OLSON, HATCH & SAGALOW, *supra* note 527, § 12:21, at 12-51 f.n. 4).

537 1995 Watson Wyatt Directors and Officers Liability Survey (as cited in 甘利・前掲注 (493) 193 頁)。

538 *Ibid.*

539 1992 Wyatt Directors and Officers Liability Survey (as cited in KNEPPER & BAILEY (1993), *supra* note 535, § 27-8 at 498-99).

540 1995 Watson Wyatt Directors and Officers Liability Survey (as cited in 甘利・前掲注 (484) 193 頁)。

541 1997 Watson Wyatt Worldwide Directors and Officers Liability Survey Report (as cited in WILLIAM E. KNEPPER & DAN A. BAILEY, LIABILITY OF CORPORATE OFFICERS AND DIRECTORS VOLUME 2, at § 27-8, at 512 (6th ed. 1998) [hereinafter KNEPPER & BAILEY (1998)]).

542 場合によっては、第一次保険 (primary insurance) の支払限度額が違う場合もある。すなわち、平均は 247,211 ドルから 2,495,246 ドルの間である。1992 Wyatt Directors and Officers Liability Survey (as cited in KNEPPER & BAILEY (1993), *supra* note 535, § 27-8, at 498).

543 1992 Wyatt Directors and Officers Liability Survey (as cited in KNEPPER & BAILEY (1993), *supra* note 535, § 27-8, at 498).

544 *Ibid.*

- 545) Neil C. Posner et al, *D&O Insurance Coverage for Financial Institutions: An Insured's Perspective*, ABA Section of Litigation Insurance Coverage Litigation Committess 5 (2012) (as cited in 山越誠司「D&O 保険と会社補償制度の相関補完」商事法務 2168 号 (2018 年) 37 頁).
- 546) 山越・前掲注 (545) 37 頁。
- 547) See 1992 Wyatt Directors and Officers Liability Survey (as cited in KNEPPER & BAILEY (1993), *supra* note 535, § 27-8, at 498).
- 548) *Ibid.*
- 549) *Ibid.*
- 550) OLSON, HATCH & SAGALOW, *supra* note 527, § 12:2, at 12-6.
- 551) See OLSON, HATCH & SAGALOW, *supra* note 527, § 12:2, at 12-6; BISHOP(2003), *supra* note 528, at 528, at 8-4; National Union, *infra* note 574, at 9.
- 552) See KNEPPER & BAILEY (2010), *supra* note 188, at 21-1.
- 553) *Ibid.*
- 554) *Ibid.*
- 555) 1995 Watson Wyatt Directors and Officers Liability Survey (as cited in 甘利・前掲注 (493)204 頁) (これまでのワイアット社の調査報告書によれば, 訴訟上の請求のうち 80 パーセントから 90 パーセントの範囲で, 会社とその取締役や役員ともに被告となっている。1995 年の調査では, 773 件の請求のうち 86% に, 当たる 665 件で会社が被告となっている。また, そのうちで特定の請求について支払の問題が発生したかどうかという質問に対して, 785 件の請求のうち 18 パーセントに当たる 140 件で問題が発生したという回答があった。問題発生の原因は, 配分問題が 62 パーセント, 填補問題が 30 パーセント, 不実表示 1 パーセントおよびその他が 7 パーセントである。損害賠償責任の配分の問題が争いの大部分に占めていることがわかる)。
- 556) 1995 Watson Wyatt Directors and Officers Liability Survey (as cited in 甘利・前掲注 (493) 204 頁)。
- 557) KNEPPER & BAILEY (2010), *supra* note 188, at 24-7. この 2 つの方法以外にも, Direct D&O Coverage Only と Ad Hoc Allocation といった方法もある。 *Id.* at 21-58 to -59.
- 558) KNEPPER & BAILEY (2010), *supra* note 188, at 24-7.
- 559) *Ibid.*
- 560) *Ibid* ; OLSON, HATCH & SAGALOW, *supra* note 527, § 12:36, at 12-88 fn. 4.
- 561) OLSON, HATCH & SAGALOW, *supra* note 527, § 12:36, at 12-87.
- 562) *Id.* § 12:36, at 12-88.
- 563) *Ibid.*
- 564) *Ibid.*
- 565) *Ibid.*
- 566) *Ibid.*
- 567) *Id.* § 12:36, at 12-88 to -89.

568) *Id.* § 12:36, at 12-88.

569) See KNEPPER & BAILEY (2010), *supra* note 188, at 21-51.

570) BAKER & GRIFFITH, *supra* note 3, at 224.

571) *Id.* at 224.

572) See *id.* at 21-54 (5月1995年にNational UnionがSIDE Cを初めて導入した).

573) See OLSON, HATCH & SAGALOW, *supra* note 527, § 12:36, at 12-87.

574) National Union, D&O Insurance White Paper 2002, at 10 [hereinafter D&O Insurance White Paper].

575) See *ibid.*

VI Enron 事件と Worldcom 事件以降 (2001 年以降)

前章で検討したように、1990年代において、D&O保険市場のマーケット状況はずっとソフトであった。しかし、2000年代には、様々な原因によりD&O保険市場に急激な変化があった。2001年から2003年まではハードマーケットである。しかし、2004年からは、マーケット状況がまたソフトになりはじめた。そして、このソフトマーケットの間に、Enron事件とWorldcom事件の和解において、社外取締役が高額の出捐を負担することが大きく報道されることなどにより、社外取締役の責任リスクに対する懸念が高まった。他方で、EnronとWorldcomの不祥事を受けて、2000年代においては、D&O保険と抑止効果に関する議論が1960～1970年代以来30～40年ぶりに再び活発的になり、D&O保険の保険会社の機能不全やEntity Coverageに関する問題などを指摘した有力な学説が現れた。また、公的機関もより積極的に個人負担を要求するようになり、公的機関との和解の条件としてD&O保険による損害填補の使用を禁止する事例も見られるようになった。

以下では、**1**では、2001年～2003年のハードマーケットの状況を検討する。**2**では、2004年～2007年のソフトマーケットと社外取締役の責任リスクに関する認識の向上を検討する。**3**では、D&O保険と抑止効果減殺問題に関する議論を検討する。**4**では、Entity Coverageに関する問題を考察する。

本章の検討により、次の点が明らかにされる。まず、2000年代においては、マーケット状況がハードになったり、ソフトになったりしたため、ハードマーケットとソフトマーケットがどのようにD&O保険の約款条項を影響するのか

を再確認することができる。また、IVでは、ハードマーケットと取締役の責任に関する認識を高める出来事との相互関係が明らかにされたが、本章ではソフトマーケットと取締役の責任に関する認識を高める出来事との相互関係が明らかにされる。その上で、D&O 保険と抑止効果減殺問題との関係について、今まで指摘されなかった Entity Coverage をめぐる問題や公的機関の役割が明らかにされる。

1 ハードマーケット状況

本項では、2001～2003年のハードマーケット状況を考察する。ハードマーケットにおける D&O 保険の約款条項の変化、ハードマーケットの原因、ハードマーケットへの対応を検討する。

(1) ハードマーケットの原因

2001年からハードマーケットになった背景としては、1990年代後半の出来事まで遡らなければならない。1995年に私的証券訴訟改革法（Private Securities Litigation Reform Act of 1995 (PSLRA)）が導入された。1996年以降は、保険会社が私的証券訴訟改革法により濫訴などが減るだろうと予測したため、マーケットが競争的になった⁽⁵⁷⁶⁾。保険会社は、D&O 保険は割りがいい商品だと予測し、新規参加が増えたため、競争的な環境が生まれた⁽⁵⁷⁷⁾。この結果、保護範囲が拡大され、保険料が急に下がった⁽⁵⁷⁸⁾。

しかし、私的証券訴訟改革法には良い意図があるが、実際は、私的証券訴訟改革法が制定された後に和解額・役員に対する責任追及訴訟の頻度が増加した⁽⁵⁷⁹⁾。1996年から2001年にかけて、証券訴訟提起は300%増加し、和解額は150%増加したという報告もある⁽⁵⁸⁰⁾。和解額・D&O 請求の頻度の増加の原因は様々であるが⁽⁵⁸¹⁾、注目すべきなのは、Entity Coverage の存在が和解額の増加の原因の一つであるという指摘である⁽⁵⁸²⁾。

確かにSIDE Cの目的は、会社と取締役のいずれも填補することで保険者と被保険者の利益を一致させることであるが、このことは、意図せずに、訴訟がいかに解決されるかに関する会社の経済的な利益を失わせた⁽⁵⁸³⁾。SIDE Cがなかった時代においては、会社の填補されていない責任・損害がかなりの部分を占めているため、最も低い和解額に引き下げるために交渉する経済的な利益

を会社が有していた⁽⁵⁸⁴⁾。しかし、それらの責任が填補されることによって、会社の関心は、単にいかにD&O保険の支払限度額以内に和解を落とすかということになるわけである⁽⁵⁸⁵⁾。保険会社が和解額を100%負担することで、会社が勝訴する見込みがあっても、または合理的でない金額であっても、長引いており、コストがかかる訴訟に直面している会社には、早く和解に応じるインセンティブが生じる⁽⁵⁸⁶⁾。実証するのは困難であるが、このインセンティブの歪みは、和解額の急騰および著しく高額な和解をもたらしたかもしれない⁽⁵⁸⁷⁾。

これは、防御費用への制限がないことと相まって、D&O保険産業の経済面にも多大なマイナス影響を与えたが⁽⁵⁸⁸⁾、保険業界は、上記の傾向を予想できなかった。後知恵で見れば、1996年から保険会社が保険料を過少に算定していた。2001年時点の保険料は1996年時点の保険料の約半分であるが、1996年ごろから2001年頃までに保険業界全体の予測損害(Entity Coverageの影響を含めて)は約1000%も増加した⁽⁵⁸⁹⁾。また、倒産申請の増加、およびEnron, Adelphia, Tycoなどの不祥事により、1998年から2000年までに保険業界は約40億ドルの保険金を支払ったものの、保険業界は15億から20億ドルの収益しか得なかったという指摘もある⁽⁵⁹⁰⁾。また、SIDE Cが幅広く導入されたとき、保険料が50%以上上がったため、多くの保険会社がSIDE C部分の保険料を保険料算定に入れていなかったことが明らかであるという指摘もある⁽⁵⁹¹⁾。

このような保険会社の保険料の過少算定が、2001年から2003年にかけてのハードマーケットの大きな原因の一つである⁽⁵⁹²⁾。また、保険金支払いの増加は、2000年後半の米国の経済全体の停滞と相まって、保険料を大いに上昇させた⁽⁵⁹³⁾。その他には、再保険業界が今回のハードマーケットの原因の一つであるという指摘もある⁽⁵⁹⁴⁾。

(2) ハードマーケットにおける約款条項の変化

以上の様々な事情により、2001年から2003年にかけて、D&O保険市場がハードマーケットになった。ハードマーケットにおいて、D&O保険の約款条項には次のような変化が見られる。保険料が急増し、保険による保護が縮小した。2002年の調査では、保険料が25%から500%増加した⁽⁵⁹⁵⁾。2003年もこの傾向が継続した⁽⁵⁹⁶⁾。

また、より長い契約期間、より低いデイクティブル・より高い支払限度額などといった 1990 年代に盛り込まれた取締役に有利な約款条項もなくなったようである⁽⁵⁹⁷⁾。とりわけ、主要な保険会社が、1990 年代にはほとんどなくなっていたコインシュランスを復活させた⁽⁵⁹⁸⁾。保険会社は 15% から 25% のコインシュランスを要求するだろうという予測がある⁽⁵⁹⁹⁾。この復活の理由は、コインシュランスがないと、会社は保険金を「ただの和解金 (free settlement money)」として捉えて、和解金を減らすインセンティブを持たないため、理由があまりない請求 (relatively weak claim) でも和解に応じてしまうからである⁽⁶⁰⁰⁾。また、損害についてのより詳細な情報の要求や、グレーゾーンの保険保護についてのより厳しい引受審査なども見られる⁽⁶⁰¹⁾。また、ソフトマーケットのときには、保険者がクライアントとの好関係を維持するために、カバレッジ問題について被保険者に有利な方向に解決する傾向があるが、2001 年～2003 年のハードマーケットにおいては、D&O 保険者がソフトマーケットのときより頻繁に保険保護を否定するという指摘があった⁽⁶⁰²⁾。D&O 保険者は、特に証券詐欺について、私的な利益の免責事由、偶然性の要件 (fortuity)、付保不可能などの理由で、保険保護を否定しようとした。その背景には、私的証券訴訟改革法が施行された後に証券詐欺に関する請求の金額と頻度が増加しているという事情があったようである⁽⁶⁰³⁾。

また、2000 年に、2 つの大手保険会社が倒産したため、多くの取締役と役員が D&O 保険による保護を受けられなかった⁽⁶⁰⁴⁾。

(3) ハードマーケットにおける個人取締役の保険保護の不十分さとそれへの対応

基本的には、ハードマーケットのときは、D&O 保険の保険料は高く、かつ、保護範囲は狭いため、保険による保護が不十分になる可能性が高いと思われる。そのため、経営萎縮および社外取締役のなり手不足問題が生じうる。D&O 保険危機のときには、経営萎縮および社外取締役のなり手不足問題を解消するために、立法的対応と非立法的対応がなされた。しかし、2001 年から 2003 年にかけては、D&O 保険危機のときと異なり、ハードマーケットに対応するための立法的対応は見られず、信託資金 (Indemnification Trust) やキャプティブ保険会社などといった D&O 保険の代替的な救済手段⁽⁶⁰⁵⁾ という実務的対応し

か見られなかった。立法的対応がなされなかった理由は、おそらく経営萎縮および社外取締役のなり手不足問題がそれほど深刻ではなかったからである。なぜ経営萎縮および社外取締役のなり手不足問題がそれほど深刻にならなかったかは明らかではないが、今回のハードマーケットにおいては取締役の責任リスクへの懸念がそれほど高まっていないということや、D&O 保険危機のときに導入された立法的対応で問題が緩和されたということなどが考えられると思われる。

しかし、2001年から2003年にかけてのハードマーケットにおける保険保護の不十分さの原因は、D&O 保険の保護範囲の縮小だけではなかったようである。すなわち、今回のハードマーケットにおいては、実務では、個人取締役に対する保護の不足は、ハードマーケットの状況によるものだけではなく、ソフトマーケットにおける保険保護の拡張の副作用として個人取締役の保護が希釈化したことによるものであるという問題が指摘された。

まず、Entity Coverage は、本来保険保護の拡張の結果であるが、以下の理由から D&O 保険の本来の目的である個人取締役の保険保護を希釈化させる。まず、支払限度額は、基本的には包括的なものであるため、損害が発生したときに、会社の責任に当てるために支払限度額が全部使われてしまい、個人取締役を責任から保護するのに不十分となる可能性が高くなる。また、倒産局面において、会社が破産宣告している場合には、D&O 保険の保険金が破産財団に属する財産なのか、防御費用に当てるための取締役・役員の財産なのかという問題が生じる。多数の裁判所は、当該問題について、Entity Coverage があるかどうかを重視した。すなわち、SIDE A しかない場合は、保険金は破産財団に属しないかもしれないが、Entity Coverage があれば、保険金は破産財団に属する可能性が高くなる⁽⁶⁰⁶⁾。これらの裁判例は、Entity Coverage の存在により、破産財団の価値が高くなることを前提としている⁽⁶⁰⁷⁾。このような裁判例の運用からは、Entity Coverage の存在が会社倒産時の個人取締役による保険金の受け取りを妨げることになる。

その他には、次のような被保険者に有利なはずの約款条項も、個人取締役の保護を薄める可能性がある。例えば、不誠実免責事由の発動条件として確定判決 (final adjudication) を要求することは、基本的には個人取締役に有利なはずであるが、確定判決が出るまで支払限度額を会社または有責者 (bad actor) の

防御費用に全部使われてしまう恐れがあるため、有責ではない個人取締役の保護が薄まる可能性がある⁽⁶⁰⁸⁾。また、コインシュランスがない Entity Coverage も基本的には被保険者に有利なはずであるが、コインシュランスがないことが和解額を増加させることにより、社外取締役保護のために使う支払限度額が希釈化される可能性がある⁽⁶⁰⁹⁾。

このため、今回のハードマーケットにおいては、個人取締役の D&O 保険による保護の不足への対応として、D&O 保険の代替的救済手段のみならず、後述のように、上記のような不適切な約款条項の設計による個人取締役の保護の希釈化に対応するための約款条項の修正も提案されていた。

2 社外取締役の責任リスクに関する認識の向上とソフトマーケット

2000 年代前半以降、証券法に関する請求の頻度と和解額の増加などといった様々な理由により社外取締役の責任リスクへの懸念が向上した⁽⁶¹⁰⁾。しかし、社外取締役の責任リスクを最も向上させたきっかけは、おそらく社外取締役の和解への出捐が要求された 2005 年の Enron 事件と Worldcom 事件の和解であるように思われる。しかし、当時の D&O 保険市場のマーケット状況はソフトであったため、保険会社はその責任リスクへの懸念に対応するために保険保護を拡大した。

以下では、まず、Enron 事件と Worldcom 事件の和解内容とそれに関する学説を考察する。そして、2004 年以降のソフトマーケット状況を確認した上で、社外取締役の責任リスクの向上に対応する約款条項の工夫を検討する。最後に、若干の検討を加える。

(1) Enron 事件と Worldcom 事件の和解と社外取締役の責任リスクの向上

① Enron 事件の和解と Worldcom 事件の和解の内容

Enron 事件の和解と Worldcom 事件の和解において社外取締役個人が和解額の一部の支払いを要求されたことが大体的に報道されることにより、米国中の上場会社の社外取締役は、個人財産が危険に晒されると心配するようになった⁽⁶¹¹⁾。

Enron 事件では、2001 年に Enron が破産申請をし、2004 年に Enron の社外取締役が原告代表であるカリフォルニア大学と和解した⁽⁶¹²⁾。和解では、社外

取締役が1300万ドルを出捐し、D&O保険会社が18700万ドルを支払い、和解当事者ではない取締役の将来の訴訟費用のために1300万を備えるというものとなっていた⁽⁶¹³⁾。社外取締役の出捐は、取締役らが不正会計により株価が上昇したときに売却した株式から得た利益の10%に相当する⁽⁶¹⁴⁾。原告代表は、当該和解を株式売買による不当利得の吐き出しとして捉えた⁽⁶¹⁵⁾。

Worldcom事件は、経営者が不正会計に関わることにより、最終的には当時史上最大の倒産事件となった⁽⁶¹⁶⁾。2005年に、全ての被告が原告代表である機関投資家との間で6,000万ドル以上の和解に応じた⁽⁶¹⁷⁾。D&O保険の保険会社が3,500万ドルを支払ったことに加えて、12人の社外取締役が2,475万ドルの出捐に応じた⁽⁶¹⁸⁾。社外取締役の出捐は取締役らの合計財産の20%に相当するとのことである⁽⁶¹⁹⁾。

この2つの和解において、機関投資家である原告代表が取締役の出捐を要求したことは、取締役に対して「メッセージを送る」(send a message)という要素がある⁽⁶²⁰⁾。Worldcomの原告側は、社外取締役が個人的に責任の一部を負担することは非常に大事なことであり、経営者らに対して法的な義務を果たすことの大切さに関するメッセージを送ることになるだろうと期待していると述べた⁽⁶²¹⁾。これに対して、Enron事件の和解では、原告代表は目的についてはっきり述べていないが、Worldcom事件の原告と同じ目的があると思われると指摘された⁽⁶²²⁾。

② 社外取締役の責任リスクの向上

上記の2つの和解を受けて、ビジネスや法律などの評論家の間では、他の機関投資家、特に公的年金基金もWorldcom事件の原告代表に倣うため、社外取締役が個人財産を失うリスクが高いと言われていた⁽⁶²³⁾。

だが、学説では、Black, Cheffins & Klausner⁽⁶²⁴⁾は、次の理由から、社外取締役のリスクは、実際にはそれほど高まっていないと反論した。第一に、Worldcom事件とEnron事件の和解により、社外取締役が直面している個人的な責任のリスクを取り巻く環境に大きな変化があったわけではない⁽⁶²⁵⁾。なぜなら、Black, Cheffins & Klausnerの調査によれば、1980年から2005年までの25年の間において、社外取締役が実際に金銭的な責任を負った事例は非常に稀である(13件のみ)からである。Black, Cheffins & Klausnerは、社外取締役の

出捐が非常に稀である原因は、社外取締役に責任法制⁽⁶²⁶⁾、会社補償、「最先端」の D&O 保険⁽⁶²⁷⁾と 3つの保護があることおよび和解に関するインセンティブ⁽⁶²⁸⁾であると分析した。そして、社外取締役がどのような場合に出捐したのかに関しては、Black, Cheffins & Klausner は、社外取締役が出捐した 13 件を 2つの類型に分類した。それは「勝つための費用を出せない」(Can't Afford to win)⁽⁶²⁹⁾と「完全な嵐」(Perfect Storm)⁽⁶³⁰⁾である。

第二に、Black, Cheffins & Klausner は、Worldcom 事件と Enron 事件の和解は、原告の「メッセージを送る」(send a message)という意図だけでは社外取締役の個人責任を追及できなかつたはずであるとする⁽⁶³¹⁾。すなわち、Black, Cheffins & Klausner は、Worldcom 事件と Enron 事件の和解において原告代表が社外取締役に出捐させることができたのは、Worldcom 事件と Enron 事件の場合も上記の「完全な嵐」または「完全な嵐に近い」(near-perfect-storm)の場合に当てはまるからであると分析した⁽⁶³²⁾。そのため、2つの事件とも、原告は取締役に対して、出捐を拒絶すればトライアルに進むと脅すことが可能であった⁽⁶³³⁾。また、損害賠償額が、社外取締役が倒産するほど巨額になる可能性も高かつた⁽⁶³⁴⁾。このような状況の下では、原告が社外取締役の出捐を強く要求しても、原告全員が賠償される総額を減らす可能性が低かつた⁽⁶³⁵⁾。換言すれば、完全な嵐という要素がなければ、原告代表は社外取締役に出席させられなかつたはずである⁽⁶³⁶⁾。

以上の理由から、Black, Cheffins & Klausner は、この2つの和解により、社外取締役が直面している個人的な責任のリスクを取り巻く環境に大きな変化があったというわけではないと結論づけた⁽⁶³⁷⁾。

(2) ソフトマーケットの状況 (2004 年～2006 年)

Worldcom 事件と Enron 事件の和解が公表された 2005 年ごろは、D&O 保険市場のマーケット状況はソフトになっていた。マーケット状況は、2004 年からソフトになり始めた。請求の頻度と和解額の平均は 2004 年にはまだ増加していた⁽⁶³⁸⁾ことから、マーケット状況がソフトになった原因は、請求の数の減少ではなく、新しい参入者が資金を投入したことにより、キャパシティーが増加したことにあると思われる⁽⁶³⁹⁾。

ソフトマーケットになったことにより、D&O 保険の約款条項に次のような

変化が見られる。2003年の後半と2004年の前半において保険料が10%下がり⁽⁶⁴⁰⁾、1999年以来初めて下がった⁽⁶⁴¹⁾。また、2004年は前年より、免責事由が少なくなり、支払限度額が高くなった⁽⁶⁴²⁾。金融、ヘルス・サービス、不動産といった分野についてはまだハードマーケットであった⁽⁶⁴³⁾。

2005年にもマーケットのソフト化が続いており、営利法人(for-profit corporation)の保険料が9%下がった⁽⁶⁴⁴⁾。全体的な平均保険料の指数が18%縮小した⁽⁶⁴⁵⁾。請求の頻度や金額(severity)が増加したにもかかわらず、2004年から2005年に支払限度額が9%上昇し、免責事由が減り続けた⁽⁶⁴⁶⁾。2006年もソフトマーケットであった⁽⁶⁴⁷⁾。それ以降も保険料が下がり続けた。良い経済状況、より安定な株式市場、Sarbanes-Oxley法により、ガバナンスの向上などが貢献したと指摘された。また、ガバナンスや健全性の向上により2006年に訴訟の数が減った⁽⁶⁴⁸⁾。

2008年には金融危機が起こった。確かに、株式市場の崩壊後の株主代表訴訟により、保険会社にとっては保険料を引き上げるチャンスであった⁽⁶⁴⁹⁾。しかし、金融危機がD&O保険市場に大きな影響を与えなかったため、D&O保険市場はハードマーケットにならず、ソフトマーケットの状況が続いていた⁽⁶⁵⁰⁾。2010年と2011年においてもソフトマーケットの状況が続いていた⁽⁶⁵¹⁾。2012年が過渡期(transition)であり、保険料が上がり始めた⁽⁶⁵²⁾。

(3) D&O保険の構造・約款条項の工夫

Enron事件の和解とWorldcom事件の和解による社外取締役の責任リスクへの認識の向上を受けて、個人取締役、特に社外取締役の保護を拡大するための様々なD&O保険の構造や約款条項の工夫が見られる。保険会社が保険保護を拡大したのは、2004年以降のマーケット状況がソフトであったためであると思われる。しかし、約款条項の工夫の中には、保護範囲の拡大とは言えないものも見られる。すなわち、ソフトマーケットにおける保護拡大による取締役個人の保護の希釈化という問題に対応するための工夫も見られる。以下では、保険保護の拡大による工夫と保護範囲の拡大以外の工夫に分けて紹介する。

① 保護範囲の拡大

Excess Coverage SIDE A Only

1990年代において、取締役に対する著名な会社補償対象外の損害賠償請求が比較的になかったため、SIDE A の人気は高くなかった⁽⁶⁵³⁾。しかし、2002年に、Enron, Worldcom, Adelphia は破産申請をした。これらの会社の D&O 保険の約款には Entity Coverage があるため、倒産局面において、保険金が破産財団に属する可能性が高くなるため、これらの会社の個人取締役が保険金を容易に受けられなかった⁽⁶⁵⁴⁾。それに加えて、Enron 事件の和解と Worldcom 事件の和解において社外取締役個人が多額の和解額の一部の支払いを要求されたことは、通常の D&O 保険約款条項による個人取締役の保護が不十分であるという印象を与えた⁽⁶⁵⁵⁾。以上の様々な事情により、2003年から Excess SIDE A Only⁽⁶⁵⁶⁾の需要が急に高まった⁽⁶⁵⁷⁾。

Excess SIDE A Only は通常約款に上乘せする SIDE A であり、SIDE A の延長とも言える。Excess SIDE A Only は、通常約款の支払限度額が全部使われた場合のみに発動する⁽⁶⁵⁸⁾。基本的には Excess SIDE A Only は解除不可能 (non-rescindable) である⁽⁶⁵⁹⁾。

Excess SIDE A Only には、さらに次のような機能もつけることができる。まず、Excess Broad Form Side A というさらなる工夫がある。Excess Broad Form Side A の最大のメリットの一つは、drop down 機能である。drop down 機能は、プライマリー保険・エクセス保険が何らかの理由で個人取締役・役員に保険保護を与えない場合に、取締役・役員個人のために保険保護を与えるという機能である⁽⁶⁶⁰⁾。すなわち、通常の Excess SIDE A Only は支払限度額が全部使われてから発動するが、Excess Broad Form Side A は通常の約款による保護がない場合などにおいても発動する。例えば、通常約款の幾つかの免責事由について、Excess Broad Form Side A がプライマリー保険になることができる⁽⁶⁶¹⁾。また、Excess Broad Form Side A は、会社が会社補償を否定した場合や、倒産局面などにおいて支払限度額が全部使われる前のタイミングに発動することもある⁽⁶⁶²⁾。また、Excess Broad Form Side A には SIDE B や SIDE C が含まれていないため、Excess Broad Form Side A の保険金が破産財団に属することになるという問題も生じない⁽⁶⁶³⁾。

また、difference in conditions という機能もつけることができる。difference in conditions とは、通常約款あるいは stand-alone Side A より保護範囲が広いことを意味する⁽⁶⁶⁴⁾。例えば、免責事由が削除されたり、緩くなったりすることがある⁽⁶⁶⁵⁾。保険者が SIDE A only について通常より広範な保護範囲を提供できるのは、SIDE A でカバーされる損害（会社補償で補償できない損害）が発生する頻度と損害の金額が基本的には SIDE B より低いためである⁽⁶⁶⁶⁾。

このように、SIDE A Only は、会社のために支払限度額が全部使われてしまう恐れや、倒産局面における問題、保険が解約されるリスクなどに対応するために有益である。しかし、次の理由から、Excess SIDE A はそれほど購入されていないようである。すなわち、確かに Excessive SIDE A は有能な社外取締役を確保するのに必要であるが、会社に直接役に立たないものであるため、取締役が Excessive SIDE を購入するために過剰にお金を費やすことを避けるべきであるという指摘がある⁽⁶⁶⁷⁾。また、SIDE A は SIDE B・SIDE C と異なり、取締役の利益にしかならないため、SIDE A を過剰に購入することが株主に対する信任義務違反になる可能性があるという指摘もある⁽⁶⁶⁸⁾。そのため、D&O 保険をいくら購入するのかということのみならず、SIDE A Only と会社のバランス・シートを保護する Entity Coverage をどの割合で購入するのかというバランスの問題も生じる⁽⁶⁶⁹⁾。SIDE A が発動するのは、会社が法的・金銭的に取締役を補償できない場合のみであるため、実際のところ SIDE A が発動する場面は少ない⁽⁶⁷⁰⁾。そのため、財政的に安定している会社は、むしろ会社のバランス・シートを守るための保険を購入したほうが良いかもしれない⁽⁶⁷¹⁾。特に、倒産していない健全な公開会社にとっては、会社を揺らがせるような大型の証券訴訟の危険の方が大きいのが、SIDE A はこの危険をカバーしない⁽⁶⁷²⁾。

Independent Director Policies

2000年代から大型な D&O 請求が大きく報道されたこともあり、社外取締役のみを保護する約款への関心が高まった⁽⁶⁷³⁾。これは“SIDE A Independent Director Liability”（以下、「IDL」という）と呼ばれるものである。IDL は、主に2つの側面において、社外取締役に追加保護を提供する。一つは、会社の経

営に関わり・認識が多いことにより晒されるリスクが高い役員の損害により、支払限度額が使われないということである⁽⁶⁷⁴⁾。もう一つは、通常の broad form SIDE A より免責事由が少なく、かつ、免責事由が狭いということである⁽⁶⁷⁵⁾。例えば、不誠実個人利益免責事由がない IDL もある⁽⁶⁷⁶⁾。しかし、IDL を購入した会社は少ないようである。

その他の工夫

その他にも、例えば、機関投資家が和解において社外取締役の個人財産による出捐を要求するというやり方に対抗するために、消失 (vanishing) D&O 保険が提案された⁽⁶⁷⁷⁾。すなわち、和解または判決が個人取締役の財産による出捐を要求した場合、D&O 保険の保護が消えるというものである⁽⁶⁷⁸⁾。また、告知義務違反の分譲条項に関する重要性も認識されるようになった⁽⁶⁷⁹⁾。

また、2000 年代には、被保険者間請求 (Insured vs. Insured) 免責事由に関する問題⁽⁶⁸⁰⁾が深刻であった。被保険者間請求免責条項は、馴れ合い訴訟を防止するために、ある被保険者が他の被保険者に対して請求する場合を免責とする。会社の倒産局面においては、管財人 (trustee) または占有継続債務者 (debtor-in-possession) が倒産会社を代表して取締役・役員に対して提訴した場合には、馴れ合い訴訟として捉えることもありうるので、被保険者間請求免責条項に該当するかが問題となる⁽⁶⁸¹⁾。このような問題に対応するために、倒産会社を代表しての請求を被保険者間請求免責事由から除外すべきと提案された⁽⁶⁸²⁾。

② 保護範囲の拡大以外の約款条項上の工夫

ソフトマーケットにおける保護拡張による取締役個人の保護の希釈化という問題に対応するために、次のような D&O 保険の保護範囲の拡大以外の約款条項上の工夫が見られる。

まず、SIDE C の存在により、会社の責任に当てるために支払限度額が全部使われてしまい、個人取締役を責任から保護するのに不十分である可能性が高くなる。この問題に対応するために、Entity Coverage を廃止し、事前分配条項 (Preset Allocation Provision) に戻すこと⁽⁶⁸³⁾や、SIDE A に関する請求はより他の請求より保険金が先に支払われるために取締役と会社間の保険保護の支

払優先順位条項 (Priority-of-payment provision) を取り入れることなどが推奨されている⁽⁶⁸⁴⁾。

また、不誠実免責条項について有責判決を要求することで、有責者 (Bad actor) が自身の違法行為の有責判決が下される前に支払限度額が減額してしまうという問題を解決するために、免責事由の発動条件の文言をより厳しい文言である in fact または written admission of plea に変更することが提案されていた⁽⁶⁸⁵⁾。

さらに、コインシュランスがない Entity Coverage が和解額を増加させる結果として社外取締役保護のための支払限度額が少なくなるという問題に対処するために、Entity Coverage のコインシュランスをもっと促進すべきとする見解がある⁽⁶⁸⁶⁾。

③ 若干の検討

第一に、今回の社外取締役の責任への懸念の向上は、Van Gorkom 判決以来のものである。Van Gorkom 判決のときはハードマーケットが進んでいたため、D&O 保険の市場はその懸念に対応せず、その結果、立法的対応が必要となった。しかし、今回の2005年のEnron事件とWorldcom事件の和解のときはソフトマーケットであったため、保険会社が約款条項で対応した。

第二に、今回の社外取締役の責任への懸念の向上に対応するために、単なる保険保護の拡大のみならず、保険保護の拡張以外にも、不適切な設計により個人取締役の保護の希釈化という問題に対処するための約款条項の工夫も見られる。

第三に、Worldcom事件とEnron事件の和解の後に社外取締役の責任リスクへの認識が向上していたと言われているが、学説では、社外取締役の責任リスクが実際高まっていないと反論されている。この認識の違いは、人間は目立つ出来事や記憶しやすい出来事を過大に評価しがちであるという「利用可能性ヒューリスティック (heuristic availability)」により説明できると思われる⁽⁶⁸⁷⁾。すなわち、実務家はWorldcom事件とEnron事件の和解のような目立つ出来事や記憶しやすい出来事を過大に評価したように思われる。

3 D&O 保険と抑止効果に関する動き

Enron と Worldcom の不祥事を受けてガバナンスが強化される中で、次の2つの動きに見られるように、D&O 保険と株主代表訴訟などの抑止効果との関係が再び注目されるようになった。

第一に、D&O 保険会社の役割に着目した上で、D&O 保険会社が機能しないことが株主代表訴訟の抑止効果が弱まる原因であると指摘した有力な学説である BAKER & GRIFFITH の論文⁽⁶⁸⁸⁾が現れた。D&O 保険による抑止効果減殺問題が注目されるのは、初期の学説（1960～1970 年代）以来、30～40 年ぶりのことである。BAKER & GRIFFITH 論文の背景には、Enron と Worldcom などの一連の不祥事があったように思われる。すなわち、学説では、監査法人、債務格付会社、証券アナリスト、投資銀行、弁護士、特に外部監査役などといったゲート・キーパーが不祥事の原因という見解は少なくないが、Griffith は D&O 保険の保険者が見逃されたゲート・キーパーであると指摘した⁽⁶⁸⁹⁾。また、BAKER & GRIFFITH は、Entity Coverage に内在するエージェンシー問題についても指摘した。

第二に、Enron 事件 と Worldcom 事件後に公的機関が D&O 保険による損害等の填補の使用を禁止する事例が見られるようになった。

以下では、順に検討する。

(1) BAKER & GRIFFITH の見解

ここでは、BAKER & GRIFFITH の見解の概要を紹介するとどめる。BAKER & GRIFFITH の問題意識は、D&O 保険により取締役・役員が個人的に責任を負わなくなるため、株主代表訴訟の抑止効果・規律効果が弱まるのではないかというものである。

株主代表訴訟が違法行為を抑止するならば、仲介者である D&O 保険者は保険関係を通じてその機能を果たさなければならない⁽⁶⁹⁰⁾。なぜなら、保険者は被保険者が生じさせた損害を支払うため、保険者にはそれを牽制するインセンティブもあり、その手段もあるからである。BAKER & GRIFFITH は、保険者が保険関係を通じて会社の行動に影響を与える手法を引き受け、モニタリング、請求の和解の3つに大別した。BAKER & GRIFFITH の目的は、D&O 保険者は実際保険関係を通じてどのように影響を与えるのか、また、そのような影響は株主

代表訴訟の規律効果・抑止効果を取り戻すために十分なのか、を検証することである⁽⁶⁹¹⁾。

そこで、BAKER & GRIFFITHは、2005年から2007年にかけて、100人以上のD&O保険と証券訴訟関係者のインタビューを通じて定性的な研究を行い、上記の保険者の3つの手法が株主代表訴訟の抑止効果を保つためにどれくらい機能しているのかを検証した⁽⁶⁹²⁾。結論としては、BAKER & GRIFFITHは、保険者はそれほど機能していないとした上で、現状では、D&O保険は株主代表訴訟の規律効果を実質的に損なっていると評価した⁽⁶⁹³⁾。

もっとも、BAKER & GRIFFITHは、上記の結論について一点留保をした。すなわち、保険の引受けの全ての側面は保険周期に影響される場所、BAKER & GRIFFITHの研究対象期間(2005年～2007年)は過渡期であり、ハードマーケットの引き受けの象徴はまだ残っているが、保険料はソフトになり始めた時期である⁽⁶⁹⁴⁾。そのため、本研究は引受周期の特定の期間の実務を過度に強調している可能性がある⁽⁶⁹⁵⁾。例えば、ソフトマーケットにおいては、被保険者のリスクに基づいた保険料の差別化の機能が弱まるかもしれない。

そこで、株主代表訴訟の抑止効果を取り戻すために、BAKER & GRIFFITHは3つの提案をした。第一に、市場参加者に情報を提供するためのD&O保険約款に関する強制的な情報開示である。D&O保険の保険料算定の差別化だけではガバナンスの悪い会社を改善させるには不十分であるが、上記の情報が株価に織り込まれることにより、会社がガバナンスを改善する追加的なインセンティブが生じる。第二に、Entity Coverageについてのコインシュランスである。すなわち、会社がかつて自己負担(skin in the game)をすることにより、会社が経営者の行動をモニタリングするインセンティブ、および、会社が証券訴訟の和解についてmeritを反映するようにするインセンティブが大きくなる。第三に、請求のmeritに関する情報を市場参加者に提供するための、和解に関する情報開示(支払限度額・防御費用の財源)である。上記と同様に、そのような情報が株価に織り込まれることにより、会社にガバナンスを改善するインセンティブが生じる。

(2) 公的機関による個人負担の要求

Enron事件とWorldcom事件の和解後に、公的機関がD&O保険による損害

等の填補の使用を禁止する事例や公的機関が何らかの形で個人責任を追及する事例などが見られるようになった。

アメリカの SEC は投資家への損害填補を重視するため、従来から会社補償を禁止しているが、D&O 保険を禁止しないというスタンスをとってきた⁽⁶⁹⁶⁾。しかし、Enron 事件の和解後は、SEC や州の監督官などといった公的機関が被告人の出捐を求めることが多くなった。すなわち、機関投資家のみならず、公的機関も、取締役と役員に対して、彼らの個人財産をリスクにさらすというメッセージを送った⁽⁶⁹⁷⁾。その方法としては、SEC と州の監督官は、取締役・役員等との和解の条件として、和解額を支払うために会社補償または D&O 保険を利用しないことを要求する⁽⁶⁹⁸⁾。すなわち、D&O 保険または会社補償による填補を受ける権利があるにも関わらず、その権利を放棄させられる。

このような SEC の動きの起爆剤は、SEC の Xerox 社に対する執行手続き (enforcement action) の和解だと言われている⁽⁶⁹⁹⁾。SEC が算定した罰金 (fines)、ペナルティ (penalties)、利益の吐き出しの合計 2200 万ドルのうち、Xerox 社が 1900 万ドルを補償すると公表したからである。この事件を受けて、SEC の Chairman が、2003 年の演説で SEC の執行手続への補償について批判的な発言をした⁽⁷⁰⁰⁾。

① リサーチ・アナリストとミューチュアル・ファンド業界

SEC の執行に関する会社補償と D&O 保険による補償の禁止は、2003 年代の半ばにおける SEC とリサーチ・アナリストとのいくつかの利益相反事件の和解において、実行された⁽⁷⁰¹⁾。SEC と 10 人の被告との承諾書 (consent agreement) の中では、被告人がペナルティについて直接的にも間接的にも会社補償や D&O 保険などによる補償を求めないことに同意する旨が定められている⁽⁷⁰²⁾。また、2004 年の SEC の Lucent Technologies 社に対する執行手続きに関する和解においても、個人被告 3 人が会社補償と D&O 保険による補償の禁止に応じた⁽⁷⁰³⁾。Lucent 社との和解の特徴としては、SEC は、Lucent 社に対する執行手続きに関する防御費用の前払いに対して、罰金を課した⁽⁷⁰⁴⁾。このように、SEC は、特に SEC の執行手続きについて、会社補償と D&O 保険による補償を禁止することに加えて、防御費用の前払いという会社補償の一環についても禁止することがある⁽⁷⁰⁵⁾。

基本的には、罰金とペナルティはD&O保険の免責事由に該当するため、監督官のD&O保険禁止は理論上の禁止にすぎないものも見えるが、次のようなD&O保険の免責事由に該当しないものも監督官の禁止対象となっている⁽⁷⁰⁶⁾。第一に、罰金やペナルティを求める請求に関する防御費用は、D&O保険でカバーされるが、監督官の禁止対象となっている⁽⁷⁰⁷⁾。第二に、監督官との和解は、罰金やペナルティという形だけではなく、被害者に分配するためのファンドに対する補償的損害賠償(compensatory damage)という形も多い⁽⁷⁰⁸⁾。監督官との補償的損害賠償に関する和解はD&O保険でカバーされるが、監督官の禁止対象となりうる⁽⁷⁰⁹⁾。

Enronなどの不祥事の後に、SECと同様に、州の監督官などが被告人などの出捐を要求することも多くなった。州の公的機関もSECと同じ方法により、執行手続きに関する和解について会社補償とD&O保険を禁止・制限する。例えば、マサチューセッツ州務長官(Massachusetts Secretary of the Commonwealth)とニューヨーク州検事総長(New York Attorney General)がミューチュアル・ファンド業界への捜査に関する和解について会社補償・D&O保険を禁止・制限した事例がある⁽⁷¹⁰⁾。

② 社外取締役

以上はアナリストやミューチュアル・ファンドに関する事例であるが、それでは、公的機関が社外取締役の出捐を要求した事例はあるのであろうか。

2006年時点では、インサイダー取引を除き、SECのエンフォースメントにより社外取締役が出捐したのは1件に過ぎない⁽⁷¹¹⁾。当該事件は監視義務違反ではなく、自己取引に関するものである。Black, Cheffins & Klausnerは、理論的にはSECが社外取締役の監督義務違反についてSEC執行を通じて罰則を追及することはありうるが、SECが頻繁に追及する可能性は低いと結論づけた⁽⁷¹²⁾。なぜなら、SECは、監督義務違反について過度に厳しく責任を追及すれば有能な社外取締役の担い手がなくなることを意識しているからであるとされた⁽⁷¹³⁾。

また、アメリカの労働省のERISA法のエンフォースメントにより、社外取締役が個人的に責任を負ったのも1件に過ぎない。それはEnron事件である⁽⁷¹⁴⁾。労働省は、訴訟の趣旨は、米国の労働者の退職年金(retirement saving)

に対する信頼を取り戻すためであると説明した⁽⁷¹⁵⁾。また、労働省の個人責任追及の目的は、取締役に対して、年金基金 (pension fund) に関する信任義務を任務懈怠した場合には個人的な財産が危険になるという警告をすることである⁽⁷¹⁶⁾。Black, Cheffins & Klausner は、労働省が頻繁に個人責任を追及すれば、会社は従業員持株制度 (ESOPs) などを廃止するかもしれないとする⁽⁷¹⁷⁾。従業員持株制度を台無しにする労働大臣として知られる人がいないわけであるため、労働省は個人責任追及についてむしろ慎重になるだろうと述べた⁽⁷¹⁸⁾。

Black, Cheffins & Klausner の結論は、SEC やアメリカの労働省といった公的機関による措置は社外取締役にとってリスクになっているが、2006 年時点まではそのリスクが低かったし、公的機関には政治的な制約もあるため、公的機関の措置の頻度は低いという状況が続くだろうというものである⁽⁷¹⁹⁾。

4 Entity Coverage をめぐる問題

SIDE B と SIDE C のいずれも、被保険者と保険会社の間の問題の解決という実務上のニーズにより作られた⁽⁷²⁰⁾。Entity Coverage は良い意図により開発されたものであるが、Entity Coverage にはいくつかの問題が内在している。

本章 1 で検討したように、Entity Coverage の存在が取締役個人の保険保護を希釈化するという問題、および、コインシュランスがない Entity Coverage が和解額を増加させるという問題が指摘された。それに加えて、BAKER & GRIFFITH は Entity Coverage の購入に内在するエージェンシー問題について指摘した。以下では、BAKER & GRIFFITH の見解を紹介する⁽⁷²¹⁾。

Entity Coverage に内在するエージェンシー問題

BAKER & GRIFFITH の出発点は、経済学の視点で見た場合には、SIDE B と SIDE C の購入は株主の観点から正当化できないということである。なぜなら、会社が Entity Coverage を購入する目的は訴訟リスクを保険会社に分散することであるが、会社の所有者である株主にとっては、保険に加入するよりも分散投資をする方がリスクを安く分散できるからである⁽⁷²²⁾。株主による訴訟リスクは、マーケットリスクではなく、特定の会社に属する固有リスク (idiosyncratic risk) であるため、基本的には分散投資で対処できる⁽⁷²³⁾。他方

で、D&O 保険の保険料の中には、予想される保険金の支払い以外に、管理費及びリスクを負うことについての報酬である販売手数料 (Loading Fee) が含まれているため、保険を購入する費用 (保険料) は必ず統計的な損害の確率を上回ることとなり、D&O 保険は高価なリスク分散手段になる⁽⁷²⁴⁾。D&O 保険の場合、販売手数料は保険料の大体 2 ~ 3 割である⁽⁷²⁵⁾。以上の理由から、BAKER & GRIFFITH は会社が Entity Coverage を購入することについて疑問を呈した。

しかし、以上の問題提起を初めて提示したのは BAKER & GRIFFITH ではなかったようである。1980 年代から、Mayer & Smith を始めとする経済学者は、株主はリスクを分散できるにも関わらず、なぜ会社は保険 (D&O 保険に限らない) を購入するのかという問題への回答を試みた⁽⁷²⁶⁾。それらの説明は、節税、倒産コスト、債権コスト、外部資金コスト、モニタリング、投資家保護であるが、BAKER & GRIFFITH は、この 6 つは、必ずしも D&O 保険の Entity Coverage 購入を十分に説明できるわけではないと反論した⁽⁷²⁷⁾。

BAKER & GRIFFITH は、Entity Coverage の購入理由としては、エージェンシーコストという説明が最も説得力があると結論づけた。経営者は、株主と異なり、株式の分散保有を通じて、株主代表訴訟のリスクを排除することができない⁽⁷²⁸⁾。経営者は一つの会社に勤めており、会社が訴えられた場合、経営者は被害を受けるため、保険は唯一のリスク分散方法である⁽⁷²⁹⁾。そして、保険購入に関する判断を下すのは経営者であるため、経営者は、株主の利益ではなく、自らの利益のために保険を購入する傾向がある⁽⁷³⁰⁾。

BAKER & GRIFFITH はエージェンシーコストを経営陣のレベルとリスクマネージャのレベルに分類した。

第一に、経営陣によるエージェンシーコストである。株主と異なり、経営者の人的な投資は容易に分散できないため、会社の固有のビジネスリスク (idiosyncratic business risks) を回避することができない⁽⁷³¹⁾。多大な損失により、会社が倒産したり、買収のターゲットになったりした場合、経営陣が職を失うことになるかもしれない⁽⁷³²⁾。Entity Coverage は、経営陣をこうしたリスクから保護する⁽⁷³³⁾。しかし、損失が多大ではなくても、損失は会社成績を評価・反映する会計基準および当該会計基準と連動する報酬などに影響する。Entity Coverage は、まれで大きい損失を定期的な小さい年間の保険コストに

変えるため、企業収益の変動性を減らす。すなわち、Entity coverage は収益操作 (earning management) の一種である⁽⁷³⁴⁾。要するに、経営者は個人的にくら株式を分散保有していても、自らの職とインセンティブ報酬が株主代表訴訟のリスクに晒されるため⁽⁷³⁵⁾、経営者には報酬および職を保護するために Entity Coverage を購入するインセンティブがある。

第二に、リスクマネージャーによるエージェンシーコストである。事前に保険を購入しておかないと、会社に多大な損害が生じた場合に、リスクマネージャーが職を失うことになるかもしれない⁽⁷³⁶⁾。そのため、リスクマネージャーは、D&O 保険の純現在価値がマイナスであっても、これを購入するインセンティブを有する⁽⁷³⁷⁾。

5 小括

本章の検討により、次の点が明らかにされた。第一に、取締役の責任リスクに関する認識を高める出来事が起こったとしても、実際に責任リスクが高まるとは限らない。具体的には、この時期において、Worldcom 事件と Enron 事件の和解が公表されることにより、社外取締役の責任リスクへの認識が向上していたと言われているが、Black, Cheffins & Klausner は、社外取締役の責任リスクは、実際には高まっていないと反論した。本稿は、このような認識の違いは、人間は目立つ出来事や記憶しやすい出来事を過大に評価しがちであるという「利用可能性ヒューリスティック (heuristic availability)」により説明できると思われる。

第二に、ソフトマーケットと取締役の責任リスクを高める出来事との相互関係が明らかにされた。すなわち、2004 年～2005 年の Enron 事件と Worldcom 事件の和解が公表されたときのマーケットはソフトであり、保険会社が保護範囲を広げたため、経営萎縮および社外取締役のなり手不足問題が深刻ではなかったようである。その結果として、今回の事情は、ハードマーケットのときに出た Van Gorkom 判決のときとは異なり、立法的対応がなされなかった。

第三に、今まで指摘されていなかった D&O 保険に関する問題が明らかにされた。とりわけ、この時期において、Entity Coverage にはいくつかの問題が内在することが明らかになった。まず、Entity Coverage の存在または不適切な約款条項の設計により、取締役個人の保険保護が希釈化されるという問題が

指摘された。次に、コインシユランスが少ない Entity Coverage が和解額を増加させる原因となっていると指摘された。最後に、Entity Coverage の購入にはエージェンシー問題が内在することが明らかにされた。

第四に、D&O 保険の抑止効果減殺問題について、この時期において、学説では、保険会社の役割が注目されるようになった。また、公的機関も D&O 保険による抑止効果減殺問題に着目し、個人責任をより積極的に追及するようになった。

⁵⁷⁶ D&O Insurance White Paper, *supra* note 574, at 9.

⁵⁷⁷ *Ibid.*

⁵⁷⁸ *Ibid.*

⁵⁷⁹ OLSON, HATCH & SAGALOW, *supra* note 527, at 12-7 to -8.

⁵⁸⁰ See PricewaterhouseCoopers, 2001 Securities Litigation Study, at 6-7 (as cited in D&O Insurance White Paper, *supra* note 574, at 4).

⁵⁸¹ D&O Insurance White Paper, *supra* note 574, at 6-8 .

⁵⁸² *See id.* at 8.

⁵⁸³ *Id.* at 10.

⁵⁸⁴ *Ibid.*

⁵⁸⁵ *See ibid.*

⁵⁸⁶ *Id.* at 8.

⁵⁸⁷ *See id.* at 8, 10.

⁵⁸⁸ *Ibid.*

⁵⁸⁹ 損害額は1996年から2001年までに、427億ドルから56億ドルに上った。計算の方法は次のとおりである。1996年の平均和解額=700万ドル×50%（分配割合）×109訴えられた会社=4.27億ドル。2002年の平均和解額=1720万ドル×100%（Entity Coverage）×327訴えられた会社=56億ドル。*Id.* at 9 f.n.13.

⁵⁹⁰ BISHOP(2003), *supra* note 528, at 8-4.

⁵⁹¹ See D&O Insurance White Paper, *supra* note 574, at 10 (SIDE C が開発される前に、保険者と被保険者の分配割合は一般的に50%から70%になっていたが、SIDE C を導入することでD&O 保険業界は保護範囲を2倍ほど拡張した)。See also KNEPPER & BAILEY (1998), *supra* note 541, § 21-13, at 271 (幾つかの保険会社は非常に魅力的な約款条項を提供しており、しかも保険料を算定するときにSIDE C または事前分配条項を計算に入れていない。これらは明らかに当時のソフトマーケットの産物である。簡単な計算で言えば、長期的には、SIDE C または高い分配割合は高い追加的な保険料が伴わないわけにはいかない。例えば、従来の分配割合の平均は約65%であったが、保険会社は90%から100%の分配割合に同意すると、保険会社は事実上、D&O 保険にとって最も多い種類の請求である証券法に

基づいた請求の損害の 30%～40%増加に同意することになる。この大きい追加的損害の支払いは最終的には保険会社の利益または追加的な保険料により賄われるに間違いない。そのため、この単純な分析によれば、D&O 保険市場は長期的に追加保険料を請求せずに高い分配を提供し続けることができない。

592 See OLSON, HATCH & SAGALOW, *supra* note 527, at 12-7 to -8.

593 *Ibid.*

594 D&O Insurance White Paper, *supra* note 574, at 9.

595 See BISHOP(2003), *supra* note 528, at 157 fn. 4 (Willis Group Holding Ltd. の調査では、財政的に強い会社が 25%～40%の保険料増加を経験し、財政的に弱い会社が 400%の保険料増加を経験した会社もある。Foley and Lardner 法律事務所の報告では、全体的には 50% -500% の増加、3 年契約の場合は 100%～300% の増加が報告された。Tillinghast-Towers Perrin の 2002 年の D&O 保険に関する調査では、前年と同様に平均約 30% の保険料増加が報告された。また、2 倍か 3 倍の保険料増加を経験した会社もある)。

596 See BISHOP(2003), *supra* note 528, at 157 fn.4.50 (Tillinghast-Towers Perrin の 2003 年の D&O 保険に関する調査では、保険料が約 33%増加した。70%の調査対象者が保険料増加、19%が保険料減少を報告した。2003 年に保険料が安定し始めた。すなわち、2002 年の第 3 四半期では、契約更新の際、76%が保険料増加を報告したが、2003 年に 62%に減った)。

597 See Aon Discussion Paper, Directors & Officer Liability Marketplace Update(October 2001) (as cited in OLSON, HATCH & SAGALOW, *supra* note 527, at 12-8)

598 *Ibid.*

599 See Jonathan D. Glater, *Liability Insurers Pushing Companies to Share Risks*, NEW YORK TIMES, August 3, 2001, at C3 (as cited in OLSON, HATCH & SAGALOW, *supra* note 527, at 12-8).

600 *Ibid.*

601 OLSON, HATCH & SAGALOW, *supra* note 527, at 12-9.

602 See John E. Black Jr., *Policy Limitations on Coverage: A D&O Trend in a Hard Market* (April 2003), <https://www.irmi.com/articles/expert-commentary/policy-limitations-on-coverage-a-d-o-trend-in-a-hard-market>.

603 See *ibid.*

604 D&O Insurance White Paper, *supra* note 574, at 9.

605 See JOSEPH WARREN BISHOP, JR., THE LAW OF CORPORATE OFFICERS AND DIRECTORS: INDEMNIFICATION AND INSURANCE 2007-2008 SUPPLEMENT 158 (2007) [hereinafter BISHOP(2007)]; Richard M. Cieria& Michael J. Riela, *Protection Directors and Officers of Corporations that are Insolvent or in the Zone or Vicinity of Insolvency: Important Considerations, Practical Solution*, 2 DEPAUL BUS&COM. L. J. 295 (2004).

606 See *e.g.* In re Adelphia Communications Corp., 285 B.R. 580 (Bankr. S.D.N.Y. 2002); In re Sacred Heart Hospita; of Norristown, 182 B.R. 413 (Bankr. E.D. Pa. 1995); In re CyberMedica, 280 B.R. 12 (Bankr. D. Mass. 2002).

607 See KNEPPER & BAILEY (2010), *supra* note 188, at 22.02, 22-11.

- (608) See Michael W. Early, *Protecting the Innocent Outside Director After Enron and WorldCom*, 2 INTL J. DISCLOSURE & GOVERNANCE 177, 184 (2005). この問題への解決策として、免責事由の発動条件を「in fact」と「when there has been a written admission or plea」に変更することが考えられると指摘される。Ibid.
- (609) *Id.* at 184-185.
- (610) See *id.* at 181; KNEPPER & BAILEY (2010), *supra* note 188, at 27-2; Priya Cherian Huskins, *Why Are You Buying Side-A D&O Insurance?*, 2 INTL J. DISCLOSURE & GOVERNANCE 196, 205-206 (2005).
- (611) See Early, *supra* note 608, at 179; Huskins, *supra* note 610, at 203.
- (612) See Black, Cheffins & Klausner, *infra* note 624, at 1124.
- (613) See *ibid.*
- (614) See *id.* at 1124-1125.
- (615) See *id.* at 1125.
- (616) See *id.* at 1118.
- (617) See *ibid.*
- (618) See *ibid.*
- (619) See *id.* at 1118-1119.
- (620) See *id.* at 1112-1129.
- (621) See *id.* at 1125.
- (622) See *id.* at 1113.
- (623) See *id.* at 1061, 1113. 機関投資家は、証券訴訟の原告として、和解額を引き上げたり、被告個人が個人的に和解額の一部を負担するように要求したりする傾向があるとされている。私的証券訴訟改革法の目的の一つは、証券訴訟において機関投資家の原告としての関与を高めることであった。他の機関投資家は Worldcom と Enron の取締役の個人責任追及を真似していると言われている。See Early, *supra* note 608, at 182-183.
- (624) Bernard Black, Brian Cheffins, Michael Klausner, *Outside Director Liability*, 58 STAN. L. REV. 1055 (2006).
- (625) *Id.* at 1129.
- (626) See *id.* at 1077-1083 (例えば、証券訴訟については、アメリカ 1934 年証券取引所法 10 条 (b) の訴答条件は原告にとってハードルが高いことが挙げられる。また、1933 年証券法 11 条については、会社の責任は無過失責任であるのに対して、取締役個人の責任にはデュー・ディリジェンスの抗弁 (due diligence defenses) が認められている。そのため、原告の損害填補の観点からは、取締役より会社を被告としたほうが良い)。
- (627) 「最先端の D&O 保険」とは、次のようなものである。①免責事由に関する分譲条項がある、②告知義務違反に関する分譲条項がある、③契約期間のギャップに対処するために tail coverage が織り込まれている、④被保険者免責事由 (insured vs. insured) において倒産局面が適用除外とされている、⑤保険金が破産財団に入るという問題に対して、支払優先順位条項 (Priority-of-payment provisions) が導入されている。See *id.* at 1088 f.n. 121. また、

SIDE A Only と IDL もある。Black, Cheffin & Klausner によれば、「マーケット・プレッシャー」により、保険者はこれらの約款条項を提供しなげらななかつた。もつとも、D&O 保険は社外取締役の責任をカバーしないのは、損害賠償額が支払限度額を超えた場合、支払限度額が全部使われた場合、免責事由に該当した場合、保健会社が倒産した場合である。See *id.* at 1086-1088. 本論文は「マーケット・プレッシャー」とは何かについて言及していないが、マーケット競争が激しい時期であるソフトマーケットを指していると思われるため、「最先端の D&O 保険」をソフトマーケットの時期における D&O 保険の約款条項として捉えることができよう。

⁽⁶²⁸⁾ 以上の3つの保護に加えて、訴訟当事者の和解に関するインセンティブにより、会社、保険会社、または両者ともが和解額全額を支払うことが一般的であるため、社外取締役の責任リスクがさらに低くなった。See *id.* at 1098-1110.

⁽⁶²⁹⁾ 「勝つための費用を出せない」とは、トライアルの訴訟費用に賭うための保険が不十分の場合である。すなわち、「最先端 D&O 保険」ではない場合である。D&O 保険が不十分なのは主に3つの原因がある。第一に、D&O 保険を購入していない場合、第二に、D&O 保険の支払限度額が低い場合、第三に、D&O 保険が解約される可能性が高い（特に分譲条項がない）場合である。この状況の下では、トライアルに進むことだけにより、社外取締役が出捐することになるため、有責ではない取締役はトライアルで勝訴するよりも、Merit が弱い請求でも出捐してでも和解を好む。See *id.* at 1109.

⁽⁶³⁰⁾ 「最先端の D&O 保険」と個人出捐を回避させる和解の原動力があつても、社外取締役が責任を負う可能性もある。それは、「完全な嵐」(Perfect Storm) である。「完全な嵐」とは次のような3つの場合である。①会社が倒産しており、予想損害賠償額が支払限度額を超えている。② Merit がある証券法 11 条、証券取引所法 10(b) 条に基づいた請求が含まれている。③ 社外取締役および他の被告の有責 (culpability) と個人財産が比例する (alignment)。以上の状況の下では、特に証券訴訟において、原告は社外取締役に対して訴訟に進むと脅すことが可能になった。これに対して、社外取締役としては、訴訟に進む場合には自らが倒産する可能性もあるため、予想損害賠償額を下回る和解なら出捐する和解でも応じる。See *id.* at 1107-1109.

⁽⁶³¹⁾ *Id.* at 1129.

⁽⁶³²⁾ Worldcom の場合、Worldcom が倒産しており、D&O 保険のカバレッジも損害賠償額の見込みのほんの一部のみであり、社外取締役には資力があつた。Enron の場合、Enron が倒産しており、原告の予想損害賠償額と比べて合計支払限度額も低い。社外取締役に対する証券法 11 条に関する請求もあつた。社外取締役の有責と資産も比例する。*Id.* at 1118-1128.

⁽⁶³³⁾ *Id.* at 1128.

⁽⁶³⁴⁾ *Ibid.*

⁽⁶³⁵⁾ *Ibid.*

⁽⁶³⁶⁾ *Id.* at 1128-1129.

⁽⁶³⁷⁾ *Id.* at 1129.

- ⁶³⁸ See 2004 Directors and Officers Liability Survey, Executive Summary of U.S. and Canadian Results (as cited in BISHOP (2007), *supra* note 605, at § 8.2).
- ⁶³⁹ 2004 年に新しい参入者がマーケットに参入し、全体的なキャパシティーが増加したことにより、マーケットに若干の改善が見られる。新しい参入者が市場に資金を投入した結果、業界のキャパシティーの 11%が増加したことが保険料引き下げに繋がった。See *ibid.*
- ⁶⁴⁰ *Ibid.*
- ⁶⁴¹ See 2004 Directors and Officers Liability Survey, Executive Summary of U.S. and Canadian Results (as cited in *Directors & Officers Insurance Premiums Decline for First Time since 1999, According to Tillinghast Survey*, BUSINESS WIRE (Dec. 6, 2004), <https://www.businesswire.com/news/home/20041206005861/en/Directors-Officers-Insurance-Premiums-Decline-Time-1999>).
- ⁶⁴² See 2004 Directors and Officers Liability Survey, Executive Summary of U.S. and Canadian Results (as cited in BISHOP (2007), *supra* note 605, at § 8.2).
- ⁶⁴³ *Ibid.*
- ⁶⁴⁴ Directors and Officers Liability: 2005 Survey, Executive Summary of U.S. and Canadian Results (as cited in BISHOP (2007), *supra* note 605, at § 8.2).
- ⁶⁴⁵ *Ibid.*
- ⁶⁴⁶ *Ibid.*
- ⁶⁴⁷ 保険料が 6%下がり、調査対象者の 31%が保険保護範囲の拡大を報告した。See Towers Perrin, Directors and Officers Liability Survey: 2006 Survey of Insurance (as cited in Nancy R. Mansfield, Joan T.A. Gabel, Kathleen A. McCullough, and Stephen G. Fier, *The Shocking Impact of Corporate Scandal on Directors' and Officers' Liability*, 20 U. Miami Bus. L. Rev. 211, 234 (2012)).
- ⁶⁴⁸ Steve Tuckey, *D&O rates could "Free-Fall"*, NATIONAL UNDERWRITER PROPERTY & CASUALTY 8 (Feb 12 2007).
- ⁶⁴⁹ BAKER & GRIFFITH, *supra* note 3, at 55.
- ⁶⁵⁰ 2008 年の調査によれば、2008 年の第 3 四半期の時点では、金融機関が報道されているほど影響が大きくなかった。保険料が 5%下がり、平均免責金額 (retention) が 21%下がり、平均支払限度額が 6%増加した。もっとも、非銀行金融サービス (nonbanking financial service) が 13%の保険料増加を報告した。銀行が 10%の支払限度額の減少を報告した。
- ⁶⁵¹ 2010 年の D&O 保険市場のマーケット状況については、See KNEPPER & BAILEY (2010), *supra* note 188, at 29-1 to 29-4. 2011 年の D&O 保険市場のマーケット状況については、See Directors and Officers Liability Survey, 2011 summary of result, 12-13.
- ⁶⁵² 2012 年の調査によれば、多くの業界において保険料が上がった。保険会社は保険料を引き上げる必要があった原因としては、D&O 請求の上昇、雇用関連訴訟の増加、非公開会社・非営利法人分野の不十分な保険料算定・免責金額 (retention) などが挙げられている。See Directors and Officers Liability Survey, 2012 summary of result.
- ⁶⁵³ KNEPPER & BAILEY (2010), *supra* note 188, at 27-2.

- (654) 倒産局面における保険金問題については、本章 1 (3)を参照。
- (655) KNEPPER & BAILEY (2010), *supra* note 188, at 27-2.
- (656) 「stand-alone Side A Coverage」とも呼ばれている。See Huskins, *supra* note 610, at 197.
- (657) 2002 年に Enron, Worldcom, Adelphia などが破産申請をしたが⁵, Entity Coverage の存在により、これらの会社の保険金は破産財団に組み入れられたため、取締役は保険金を貰いにくくなった。See KNEPPER & BAILEY (2010), *supra* note 188, at 27-2. SIDE A only の購入は 2010 年が⁶ 80%, 2008 年が⁷ 41%である。See *id.* at 29-2.
- (658) Huskins, *supra* note 610, at 197.
- (659) *Id.* at 200.
- (660) Nan Roberts Eitel, *Now You Have It, Now You Don't: Directors' and Officers' Insurance after a Corporate Bankruptcy*, 46 LOY. L. REV. 585, 604 (2000).
- (661) Huskins, *supra* note 610, at 197-198.
- (662) *Id.* at 198-200.
- (663) Eitel, *supra* note 660, at 604.
- (664) Huskins, *supra* note 610, at 200.
- (665) See KNEPPER & BAILEY (2010), *supra* note 188, at 27-7 to -9.
- (666) KNEPPER & BAILEY (2010), *supra* note 188, at 27.03.
- (667) See Mary E. McCutcheon, *Directors and officers liability insurance: Tensions between corporate and individual insureds*, 3(2) INT'L J. DISCLOSURE & GOVERNANCE 148, 151 (2006).
- (668) See Huskins, *supra* note 610, at 209.
- (669) *Cutcheon, supra* note 667, at 151.
- (670) *Ibid.*
- (671) *Ibid.*
- (672) *Ibid.*
- (673) KNEPPER & BAILEY (2010), *supra* note 188, at 27.07.
- (674) *Ibid.*
- (675) *Ibid.*
- (676) *Ibid.*
- (677) Early, *supra* note 608, at 186.
- (678) *Ibid.*
- (679) *Id.* at 184-185. この問題を検討した先行研究として、木村健登「倒産局面における企業の取締役と D&O 保険による保護可能性—連邦倒産法 Chapter 11 と、民事再生法・会社更生法の比較を通じた分析」損害保険研 80 巻 2 号 153-194 頁 (2018 年) がある。
- (680) See Eitel, *supra* note 660, at 610-613.
- (681) *Ibid.*
- (682) その理由は、この条項の目的は馴れ合い的和解 (collusive settlement) の防止であるため、破産管財人ないし占有継続債務者 (debtor-in-possession ("DIP")) が倒産会社を代表して提訴した場合、この条項は適用されるべきではない。See *id.* at 610, 613. See also, Robert

P. Sieland, Craig E. Goesel, *D&O Insurance: Avoiding Traps and Keeping Coverage in a Distressed Banking Environment*, 128 BANKING L. J. 206, 213 (2011).

(683) 確かに、いくつかの会社が⁶⁸³entity coverageを廃止し、事前分配条項に戻したが、人気がある対応は、Entity Coverageを残しつつ、non rescindable side a DICを追加するというものである。Susanne Sclafane, *Brokers Face Challenges in D&O Market*, NATIONAL UNDERWRITER, 23 (2004)。事前分配条項に戻すと、次のような会社と取締役間の利害対立の問題も生じる。①個人被保険者のために別の顧問弁護士を雇うべきか(会社を代表する法律事務所の弁護士費用は保険でカバーされない)、②訴訟の早い段階で個人の被保険者を代表して和解を応じるべきか(会社の防御費用および保険による保護がなくなる)、③個人被保険者のみを外すために、dispositive motionを申し立てるのか(会社の保険による保護がなくなる)。See Cutcheon, *supra* note 667, at 152.

(684) See Sieland & Goeland, *supra* note 682, at 210-211。支払優先条項は、理論的には保険金が破産財団に属するという倒産局面における問題にも対応できるが、その有効性に関しては意見が分かれているようである。支払優先順位条項の有効性を認めた倒産裁判所の判決は、少なくとも1件ある。See *In re Laminare Kingdom LLC*, 2008 WL 1766637, at *3 (Bankr. S.D. Fla. 2008)。しかし、学説では、倒産法の回避としての支払優先順位条項の有効性は、認めるべきではないとした見解もある。See Elina Chechelnitzky, *D&O Insurance in Bankruptcy: Just Another Business Contract*, 14 (4) FORDHAM JOURNAL OF CORPORATE & FINANCIAL LAW, 825, 846-847 (2009)。

(685) See Early, *supra* note 608, at 184。しかし、In factに変更することで、役員などの詐欺・犯罪行為は会社にも帰属するため、このような文言により会社がSIDE Cによる保護を受けられなくなる可能性が高くなる。また、admissionやpleaにより免責事由に該当してしまうため、SEC・DOJとの和解に応じることに躊躇するかもしれない。See Cutcheon, *supra* note 667, at 153。

(686) See Early, *supra* note 608, at 184-185。

(687) See e.g., Dan W. Puchniak & Masafumi Nakahigashi, *Japan's Love for Derivative for Derivative Actions: Irrational Behavior and Non-Economic Motives as Rational Explanations for Shareholder Litigation*, 45 VAND. J. TRANSNAT'L L. 1, 59-62 (2012) では、日本の株主代表訴訟については、三井鉱山事件の下級審における原告勝訴判決が多くの株主や弁護士に影響を与えたが、「利用可能性ヒューリスティック (heuristic availability)」によって、誤導された株主や弁護士の行動の結果である可能性があると指摘されている。

(688) BAKER & GRIFFITH, *supra* note 3。

(689) See Sean J. Griffith, *Uncovering a Gatekeeper: Why the SEC Should Mandate Disclosure of Details Concerning Directors' and Officers' Liability Insurance Policies*, 154 U. PA. L. REV. 1147, 1148-1149 (2006)。

(690) BAKER & GRIFFITH, *supra* note 3, at 2。

(691) *Ibid.*

(692) *Id.* at 13。

(693) *Id.* at 3.

(694) *Id.* at 56.

(695) *Ibid.*

(696) See KNEPPER & BAILEY (2010), *supra* note 188, at 20-62.

(697) See KNEPPER & BAILEY (2010), *supra* note 188, at 20-62.1.

(698) *Id.* at 20-62.1.

(699) *Id.* at 20-63.

(700) W.H. Donaldson, “Remarks Before the New York Financial Writers Association”(June 5 2003) (“I’m concerned about companies that, under permissive state laws, indemnify their officers and directors against disgorgement and penalties ordered in law enforcement actions, including those brought by the Commission. In my mind, this just isn’t good public policy”).

(701) KNEPPER & BAILEY (2010), *supra* note 188, at 20-63.

(702) E.g. SEC Litigation Release No. 18115 (April. 28, 2003)(“Defendants agrees that it shall not seek or accept, directly or indirectly, reimbursement or indemnification, including but not limited to payment made pursuant to any insurance policy, with regard to the penalty amounts that Defendants shall pay pursuant to Section II of the Final Judgment, regardless of whether such penalty amounts or any part thereof are added to the Distribution Fund Account or otherwise used for the benefit of investors.”). 下線は筆者によるもの。

(703) See KNEPPER & BAILEY (2010), *supra* note 188, at 20-63.

(704) See *ibid.*

(705) See *id.* at 20-64.

(706) See *ibid.*

(707) See *ibid.*

(708) See *ibid.*

(709) See *ibid.*

(710) See *ibid.*

(711) 当該事件は監視義務違反ではなく自己取引の事件である。See Black, Cheffins & Klausner, *supra* note 624, at 1135.

(712) See *id.* at 1133.

(713) See *id.* at 1133-1134.

(714) See *id.* at 1062.

(715) See *id.* at 1138.

(716) See *ibid.*

(717) See *ibid.*

(718) See *ibid.*

(719) See *ibid.*

(720) SIDE Bは会社が取締役を補償できるか否かをめぐる問題を解決するために開発された。すなわち、SIDE Aしかない場合には、SIDE Aは取締役・役員の個人責任のみを保護するため、会社が取締役・役員の責任を補償した場合には、保険会社が補償する必要がないわけである。しかし、当時会社補償の範囲などはまだ確立していなかったため、ある損害について、会社と保険会社との間では、いずれかが補償すべきかという問題が生じる。この問題を解決するために保険会社がSIDE Bを作った。SIDE Cも同じように、被保険者と保険者間の防御費用分配問題を解決するために作られた。

(721) D&O 保険購入理由の実証研究を紹介した日本語の先行研究として、木村・前掲注(2)がある。

(722) BAKER & GRIFFITH, *supra* note 3, at 57-58.

(723) *Id.* at 58.

(724) *Id.* at 57.

(725) *Id.* at 58.

(726) See e.g., David Mayers & Clifford W. Smith, Jr., *On the corporate demand for insurance*, 55 (2) THE JOURNAL OF BUSINESS, 281-96. (1982); David Mayers & Clifford W. Smith, Jr., *Corporate Insurance and Underinvestment Problem*, 54 (1) THE JOURNAL OF RISK AND INSURANCE, 45-54 (1987).

(727) 具体的には、BAKER & GRIFFITHはこの6つの説明に対して、次のように反論した。

第一に、租税法上、市場保険は自家保険より有利に扱われることにより、節税はD&O 保険購入の理由になりうる。具体的には、保険の保険料は事業費用 (business expense) として控除できる。これに対して、自家保険の場合、積立資金に投入する資金は控除できないし、その資金から発生した収入も課税される。しかし、確かに節税により保険は自家保険より安くなるが、節税は保険を無料にするわけではない。これに対して、分散保有は無料である。また、保険に加入することに伴うモラルハザードによりリスクも増加するため、節税だけではEntity CoverageのD&O 保険の購入を正当化できない。

第二に、倒産リスクは会社の契約相手が対価を増加させるため、倒産リスクを減らす対策には、会社の様々な活動におけるコスト削減というメリットがある。しかし、D&O 保険の支払限度額は、最悪の場合の損害と比べて低い。そのため、経営者が株主を倒産によるコストから保護するためにEntity Coverageを購入するよう見える。

第三に、債権者は、保険に入っている借り手に対して有利な条件で貸付するかもしれない。保険でカバーされない高額の損害は、自己資本を減らし、債務自己資本比率 (debt-equity-ratio) を増加させるため、債権者が保険に入っている会社に対して貸付することを好むわけである。しかし、確かにレバレッジが高い会社の場合、債権コストの軽減は保険の販売手数料と相殺されるかもしれないが、上記のように、D&O 保険の支払限度額は潜在的損害と比べて相対的に低いため、債権者がD&O 保険の有無を重視することは考えにくい。

第四に、外部資金コストについては、保険には、キャッシュフローが不十分な場合および有利な条件で外部資金を調達できない場合に、資金源を保障するメリットがある。D&O 保

険の文脈では、例えば、証券詐欺が公表された後に証券クラスアクションの損害賠償に支払うための外部資金調達のコストは、証券詐欺がなかった場合より高くなる。そのため、Entity Coverage のコストが外部資金調達のコストより安い場合には、D&O 保険の購入は会社に価値を付加する。このように、Entity Coverage の購入目的は、証券請求が発生した後における不利な貸付条件から保護することである。しかし、モラルハザードにより、保険購入自体が請求クラスアクションの可能性を高めるため、資金コスト削減のメリットは減殺される。モラルハザードによるコストに加えて、D&O 保険の保険料には高い販売手数料が含まれているため、外部資金コストの削減は Entity Coverage の購入を正当化できない。

第五に、モニタリングについては、経済学者は、会社には損害防止・損害マネジメントの専門性を構築するための規模の経済がないため、株主または他のステークホルダーは会社に保険を購入させるという説明を提示した。しかし、BAKER & GRIFFITH の調査によれば、実際、保険会社は、事前的な損害防止においても、事後的なクレームの管理においても、会社である被保険者をモニタリングしていないため、モニタリング機能は D&O 保険の購入理由にならない。

第六に、投資家保護については、確かに分散保有をしている株主は株主代表訴訟のリスクを排除できるが、株主全員が分散保有をしているわけではない。そのため、Entity Coverage は分散保有をしていない株主を保護するために必要かもしれない。しかし、信託義務の解釈論として、取締役が、株主の利益を最大化するために、一部の株主が既に排除したリスク（また理論的には全ての株主が排除できるリスク）を補償する保険を購入すべきだと解釈することは困難である。

また、別の観点から言えば、分散していない投資家は、会社に関する情報を入手するために投資した、いわゆる information trader である。すなわち、information trader は会社が開示した情報に依拠するため、開示情報が間違っただけの場合には、information trader は過大に被害を受ける。また、information trader は情報収集に投資した資金を回収するために、分散保有をせずに投資を集中しなければならない。これらの理由から information trader に賠償すべきということは D&O 保険の購入を正当化できるかもしれない。しかし、実際 D&O 保険は全ての株主を平等に保護するし、D&O 保険が賠償力を高めるのは会社が倒産している場合のみである。また、証券クラスアクションの和解で実際投資家に賠償される金額は損害に比べてやや少ない。このように、D&O 保険は information trader にとって高価かつ非完全な保険となっているため、information trader は自らヘッジ取引を通じてリスクを減らす方が合理的かもしれない。BAKER & GRIFFITH, *supra* note 3, at 63-68.

(728) *Id.* at 72.

(729) *Ibid.*

(730) *Ibid.*

(731) *Id.* at 73.

(732) *Ibid.*

(733) *Ibid.*

(734) *Ibid.*

(735) *Ibid.*

(736) *Id.* at 74.

(737) *Ibid.*

Ⅶ 総括

以上、アメリカにおけるD&O保険に関する議論等の歴史的考察を行った。本章では、D&O保険の約款条項・構造を取り巻く環境、D&O保険に内在する問題の類型、アメリカのD&O保険に関する規制方法という3つの観点からまとめおきたい。最後に、残された課題を述べる。

1 D&O保険の約款条項・構造を取り巻く環境

アメリカのD&O保険の約款条項・構造は、初めて販売されたときから現在まで大きく変遷してきている。アメリカの歴史的考察からは、アメリカのD&O保険の約款条項の変遷に大きく影響する要素として、役員の実務責任リスクに関する認識を高める出来事、D&O保険約款条項の解釈をめぐる裁判例、D&O保険のマーケット状況といった3つの要素およびこれらの要素の相互関係があることが明らかになった。以下では、それぞれの要素とお互いの相互関係をまとめる。

(1) D&O保険市場のマーケット状況の約款条項に対する影響

歴史的考察からは、D&O保険の約款条項がマーケット状況に大きく影響されることが明らかになった。具体的には、ソフトマーケットのときには、D&O保険の約款条項が被保険者である取締役になんらかの傾向があるが、ハードマーケットのときには、D&O保険の約款条項が被保険者である取締役に厳しくなる傾向がある。

しかし、歴史的考察からは、アメリカのD&O保険の約款条項の変遷に影響するのはマーケットだけではないことが明らかになった。以下で検討するように、役員の実務責任リスクに関する認識を高める出来事およびD&O保険の約款条項解釈をめぐる裁判例は、D&O保険約款条項の変化・修正の重要なきっかけ・起爆剤であるとも言える。

(2) 役員の実任リスクに関する認識を高める出来事

アメリカの歴史的な考察からは、役員の実任リスクに関する認識を高める出来事が起こったときに、D&O 保険の需要および補償内容の拡大のニーズが高まったわけである。アメリカでは、現在に至るまで D&O 保険の需要および補償内容の拡大のニーズが高まったことは 3 回あると思われる。

1 回目は 1960 年代後半である。役員の実任リスクに関する認識が高まった背景には、取締役に対する連邦証券取引法および連邦独占禁止法に基づく責任の増加と裁判所が取締役の実任ルールを厳しく解釈した裁判例があった。2 回目は社外取締役の監視義務について厳しく解釈した 1980 年代の Van Gorkom 判決が出たときである。3 回目は、社外取締役に高額の出捐が要求された 2004-2005 年の Enron 事件と Worldcom 事件の和解が成立したときである。

しかし、取締役の実任リスクへの懸念が高まったときに、D&O 保険の約款条項・構造がどのように変わるのかは、上記の 3 回で異なっている。その理由は、当時の D&O 保険市場の状況が異なるからである。1 回目は、D&O 保険がアメリカで初めて注目を集め、アメリカの D&O 保険の市場が活発になるきっかけとなったと思われる。2 回目の Van Gorkom 判決が出たときは、マーケットがハードであったため、保険会社は保険保護を広げず、経営萎縮および社外取締役のなり手不足問題が深刻となった。そのため、立法が介入する必要がある。これに対し、3 回目の Enron 事件と Worldcom 事件の和解が成立したときには、マーケット状況はソフトであったため、保険会社は SIDE A Only や IDL などといった広い約款条項を提供した。そのため、立法が介入する必要がなかったように思われる。このように、役員の実任リスクに関する認識を高める出来事が経営萎縮および社外取締役のなり手不足問題をもたらすのは、そのような出来事がハードマーケットのときに起こった場合のみであるように思われる。その場合、会社法の役割としては、何らかの立法的対応をとる必要がある

もっとも、取締役の実任リスクに関する認識を高める出来事が起こったときに、取締役の実任リスクが実際に高まったとは限らない。VI で検討したように、Worldcom 事件と Enron 事件の和解の後に社外取締役の実任リスクへの認識が向上したと言われているが、有力な学説は、社外取締役の実任リスクは、実際は高まっていないと反論した。本稿は、この認識の違いの原因は、人間は目

立つ出来事や記憶ししやすい出来事を過大に評価しがちであるという「利用可能性ヒューリスティック (availability)」により説明できると考える。

(3) D&O 保険の約款条項の解釈をめぐる裁判例

アメリカには、D&O 保険の約款条項解釈をめぐる裁判例が多く存在する。これらの裁判例は、アメリカの D&O 保険の約款条項の形成に影響してきているように思われる。基本的には、アメリカの裁判所は、D&O 保険の約款条項を被保険者に有利に解釈する傾向がある。裁判所が被保険者に有利に解釈することにより、保険者が免責となると想定していた損害について止むを得ずに保険保護を与えなければならないため、それに対応するために保険者は約款条項を修正する必要がある。しかし、保険会社が裁判所の約款条項の解釈に対応するためにどのような方向に約款条項を修正するかは、その時のマーケット状況による。すなわち、一般論として、D&O 保険の約款条項の解釈をめぐる被保険者に有利に解釈された判決が、ソフトマーケットのときに出た場合には、保険会社は保険保護を広げるのに対して、ハードマーケットのときに出た場合には、保険会社は免責事由などを通じて保険保護を縮小させる。

具体例として、例えば、Vで検討したように、防御費用分配をめぐる被保険者に有利な一連の判決が出された1990年代の半ばはソフトマーケットであったため、それらの判決に対応するために、保険会社は補償範囲がより広いSIDE Cを導入した。これに対して、IVで検討したように、被保険者に有利なSeafirst判決はハードマーケットのときに出たため、裁判所の判断による保険会社の責任範囲の拡大による逆選択問題に対処するために、保険会社は免責事由を利用し、保護範囲を縮小させた。これが被保険者対被保険者免責事由 (insured vs. insured) の導入のきっかけとなったと言われている。このように、現在の標準的約款で見られるSIDE Cや被保険者対被保険者免責事由などは、D&O 保険の約款条項の解釈をめぐる被保険者に有利に解釈した判決とマーケットの状況との相互関係の産物であることが明らかになった。

なお、D&O 保険の約款条項の解釈をめぐる裁判例とマーケット状況との相互関係は、役員の実務リスクに関する認識を高める出来事と異なり、経営萎縮および社外取締役のなり手不足問題をもたらすわけではないようである。しかし、この相互関係により、D&O 保険の保険会社が必要以上に保険保護を拡大・

縮小するということが弊害として捉えることができるかもしれない。例えば、被保険者対被保険者免責事由がハードマーケットのときに導入されたことにより、ハードマーケットがより加速され、保険のオペラビリティに影響したことが、D&O 保険危機の原因の一つである。また、SIDE C についても、予測しなかった様々な問題点が指摘されるため、必要以上の保険保護の拡大と捉えることもありうる。

2 D&O 保険に内在する問題の類型

アメリカの歴史的考察からは、D&O 保険に関する問題を「D&O 保険による過小保護」という問題と「D&O 保険による過大保護」という問題に分類することができると思われる。

(1) D&O 保険による過小保護

D&O 保険による過小保護とは、D&O 保険の支払限度額が低く、カバー範囲が狭いことなどにより、損害賠償請求がなされた際、取締役個人が出損しなければならぬ金額が不適切に高いことを意味する。アメリカの歴史的考察から、D&O 保険の過小な保護に関する議論も重要視されてきたことが明らかになった。場合によっては、D&O 保険の過小な保護は、経営萎縮および社外取締役のなり手不足問題という問題につながる。とりわけ、取締役の責任リスクに関する認識を高める判決や出来事の発生と D&O 保険による過小保護が同時に起きた場合、経営萎縮および社外取締役のなり手不足問題が深刻となる。D&O 保険による過小保護という問題を、ソフトマーケットの場合とハードマーケットの場合に分けて検討する。

① ソフトマーケットにおける過小保護

基本的には、取締役や役員である被保険者には保険保護を拡大するインセンティブがあるところ、ソフトマーケットのときは、保険会社は被保険者の補償内容の拡張のニーズに応えようとするため、D&O 保険による過小保護の問題は生じないはずである。

しかし、VIで検討したように、ソフトマーケットのときに保険保護が不適切に拡大されることにより、個人取締役の保護が希釈化されるという D&O 保険

による過小保護の問題が生じうる。具体的には、ソフトマーケットのときに開発されたSIDE Cの存在により、支払限度額が全部会社補償部分のために使われてしまうという問題や、倒産局面において個人取締役が保険金を受けられないという問題などが指摘された。実務では、これらの個人取締役保護の希釈化問題に対応するために、D&O保険の約款条項・構造の修正が提案された。

② ハードマーケットにおける過小保護

基本的には、ハードマーケットのときは、保険保護が縮小されるため、D&O保険による過小保護の問題が生じやすいと思われる。しかし、ハードマーケットになる度に経営萎縮および社外取締役のなり手不足問題が生じるわけではないように思われる。すなわち、ハードマーケットのときも、取締役の責任リスクに関する認識を高める判決や出来事がなければ、経営萎縮および社外取締役のなり手不足問題はそれほど深刻とならないように思われる。例えば、VIで検討した2000年代のハードマーケットのときである。

これに対して、IVでは、取締役の責任リスクに関する認識を高めるVan Gorkom判決がハードマーケットのときに出たため、経営萎縮および社外取締役のなり手不足問題が深刻となった。その際には、立法が対応する必要がある。実際、2つの立法対応が見られる。一つは取締役の責任を免除・軽減する規定の導入である。もう一つは、キャプティブなどといったD&O保険の代替的保護手段に関する規定である。

(2) D&O保険による過大保護

アメリカの歴史的考察からは、D&O保険による過小保護のみならず、D&O保険による過大保護という問題も見られる。D&O保険による過大保護とは、D&O保険の支払限度額が高く、カバー範囲が広いことや保険会社が容易に保険金を支払うことなどを意味する。損害賠償を請求された際、このD&O保険による過大保護により、取締役個人が出損しなければならぬ金額が不適切に低かったり、経営者の地位・職場・業績連動型報酬が保護されたり、和解額が不適切に高くなったりする。具体的には、本稿は、次の3つの問題を「D&O保険による過大保護」に分類するとする。

① 取締役個人の金銭的責任（抑止効果減殺問題）

まず、D&O 保険の保護により、取締役個人が自ら行った違法行為について金銭的責任を負わなくなり、取締役個人の違法行為への抑止効果が減少するという問題である。アメリカでは、D&O 保険による抑止効果減殺問題は、D&O 保険が注目を集めた当初から議論されてきた。アメリカの初期の学説では、D&O 保険の約款条項で定められているコインシュランス、ディダクティブル、免責事由がこの問題に対処できるという見解が多かった。この問題への規制方法として、次項で検討するように、アメリカでは、形式的規制、実質的規制（内容規制）、開示規制という3つの規制方法が採用されている。

また、本稿で検討していない問題であるが、アメリカでは訴訟当事者が D&O 保険の支払限度額の範囲内で和解するという問題が指摘されている⁽⁷³⁸⁾。すなわち、支払限度額を超えた部分の損害賠償を被保険者から回収することは困難であるため、原告弁護士は支払限度額の範囲内の和解を求める傾向がある。また、被保険者である被告も支払限度額の範囲内で和解した場合には、被告が支払限度額を超えた部分の責任を負わなくなるわけである。このような訴訟当事者インセンティブの歪みにより、D&O 保険の支払限度額の範囲内で和解することが頻繁に行われていると言われている。本来、取締役個人が支払限度額を超えている部分の金銭的責任を負うべきであるが、支払限度額の範囲内の和解により、その部分の責任を負わなくなる可能性があるため、抑止効果の観点からは望ましくないわけである。このように、かかる問題もこの類型に該当すると思われる。

② Entity Coverage に内在するエージェンシー問題

アメリカでは、Entity Coverage は被保険者と保険会社間における防御費用等の分配問題という実務上の問題を解決するためという良い意図で開発されたものの、学説では、経営者が自らの地位、職場、業績連動型報酬を守るために Entity Coverage を利用しているという問題が指摘された。この問題は取締役の金銭的責任とは直接関係がないが、D&O 保険による過大保護の一種であるとも言えると思われる。アメリカ法の現状では、この問題に対処するための規制はまだ存在しないが、アメリカの学説では、この問題に対処するために Entity Coverage の加入の有無の開示規制などが提案されている⁽⁷³⁹⁾。

③ 和解額の増加・和解額の吊り上げ

前述のように、アメリカでは、Entity Coverage の存在が和解額の増加の原因の一つであると言われている。すなわち、Entity Coverage が存在しなかった時代においては、会社の責任については、会社が自ら負担しなければならないため、会社には和解額をできるだけ低く抑えるインセンティブがあるわけであるが、Entity Coverage の導入により、そのインセンティブがなくなると言われている。Entity Coverage に伴う和解額の高騰により、支払限度額の無駄遣いになり、株主の観点から望ましくない。そのため、アメリカでは、和解額の増加の問題を解決するために、被保険者である会社にもっと責任を負わせることにより、会社が和解額を抑えるインセンティブをつけることが提案されている。例えば、SIDE C の代わりに事前分配条項を利用することや、SIDE C を残すのであれば、コインシュランスをより高く設定することなどが提案された。

なお、全体の和解額が高騰することは保険市場の安定性の観点からは望ましくもないとも言える。Enron 事件と Worldcom 事件の時代のように、全体の和解額が高騰した結果、保険業界全体の保険金支払いの負担が大きくなるため、和解額の高騰がハードマーケットの要因の一つであると言われている。

また、①で述べたように、和解額がD&Oの支払限度額の範囲内に吊り下げられた場合は取締役が金銭的責任を負わなくなるため、抑止効果の観点からは望ましくない。しかし、和解額がD&O保険の支払限度額に合わせるために吊り上げられた場合もある⁽⁷⁴⁰⁾。その場合、取締役が負う金銭的責任が減るわけではないが、抑止効果の観点から望ましくないわけではない。しかし、この問題は株主の観点からは望ましくもないとも言える。すなわち、そもそもD&O保険の保険料は会社が負担しているため、和解額が吊り上げられることは支払限度額の無駄遣いになり、株主の観点から望ましくないわけである。また、保険会社が実際の損害以上に損害賠償を填補した場合には、来年度の保険料が高くなる可能性はあるため、株主にとっても望ましくない。このように、和解額の吊り上げという問題は株主の観点からは望ましくもないため、本稿は和解額の吊り上げという問題をD&O保険による過大保護問題に分類することができると思われる。アメリカの学説では、このような望ましくもない和解の問題を緩和するために、和解内容の開示が提案されている⁽⁷⁴¹⁾。

3 アメリカの D&O 保険に関する規制方法

上記の D&O 保険による過大保護の問題のうち、抑止効果減殺問題への規制方法として、アメリカの規制を4つに分類することができる。それは、形式的規制、実質的規制（内容規制）、開示規制、公的機関による D&O 保険の使用の禁止である。

(1) 形式的規制

デラウェア州をはじめとするほとんどの州会社法は形式的規制を採用している。形式的規制は2つの目的を持つ。それは、会社補償の規定との関係について、会社補償で填補できない損害を填補する D&O 保険の適法性を肯定することと、会社が保険料を全額負担することを授權することとである。デラウェア州の立法者の見解、ALI のコメント、学説などを合わせて考慮すれば、形式的規制の背景には、抑止効果減殺問題への対処については、公序と保険会社・保険市場に任せるからということが言えると思われる。具体的には、D&O 保険の保護範囲については公序と保険会社・保険市場の免責事由に、ディダクティブルとコインシュランスについては保険会社・保険市場に、それぞれ任されているとも言える。

(2) 実質的規制（内容規制）

実質的規制（内容規制）とは、D&O 保険の約款条項を規制するものである。アメリカの州会社法の中で、D&O 保険について実質的規制を採用しているのはニューヨーク州のみである。ニューヨーク州の規制はコインシュランス、ディダクティブル、免責事由に関する内容規制を設けている。州会社法ではないが、ALI のコーポレート・ガバナンス原則も D&O 保険の免責事由に関する内容規制を設けている。

(3) 開示規制

開示規制とは、D&O 保険の約款条項などに関する情報の開示を要求するものである。開示規制を採用しているのはニューヨーク州と SEC である。ニューヨーク州は保険料などの開示を要求している。他方で、SEC は D&O 保険加入の有無と一般的効果の開示を要求している。

(4) 公的機関による D&O 保険の使用の禁止

Enron 事件と Worldcom 事件の和解後に、公的機関が抑止効果減殺問題に対処するために D&O 保険による損害等の填補の使用を禁止する事例が見られるようになった。しかし、公的機関が D&O 保険の使用を禁止したのはアナリストやミューチュアル・ファンドなどに関する事例がほとんどであり、公的機関が通常の会社の社内取締役・社外取締役による D&O 保険の使用を禁止した事例は減多にない。

4 残された課題

本稿のアメリカにおける D&O 保険に関する歴史的考察により、アメリカにおける D&O 保険の約款条項・構造を取り巻く環境、D&O 保険に内在する問題の類型、D&O 保険に関する規制方法が明らかになった。しかし、日本における望ましい D&O 保険の規制方法を考えるためには、残る課題も多いと思われる。

第一に、アメリカ法上の D&O 保険に関する法的規律が日本の制度設計にどのように参考になるかを考えるためにアメリカにおける 3 つの D&O 保険の規制方法である形式的規制、開示規制、内容規制に関する機能的分析および評価を行う必要があると思われる。

第二に、アメリカ法以外にも、ドイツ法は世界的に珍しい D&O 保険に関する内容規制を採用しており、カナダ法は、過去に世界的に最も網羅的な D&O 保険に関する開示規制を採用していたため、日本にとって望ましい D&O 保険の規制方法を考えるためにこの 2 カ国の規制や学説なども視野に入れて検討することが望ましい。

第三に、上記の 2 つの検討から得られた示唆を踏まえた上で、日本法の文脈に当てはめて分析する必要があると思われる。

738) D&O 保険の支払限度額がどのように和解額に影響するののかについては、例えば、BAKER & GRIFFITH, *supra* note 3, 141-145 を参照。

739) 詳細は BAKER & GRIFFITH, *supra* note 3, 215-216 を参照。

740) D&O 保険の支払限度額がどのように和解額に影響するののかについては、例えば、BAKER & GRIFFITH, *supra* note 3, 141-145 を参照。

(74) 詳細は, BAKER & GRIFFITH, *supra* note 3, 230-233 を参照。

本稿は, 筆者が東京大学大学院法学政治学研究科に在籍した際に執筆した博士論文の一部に加筆, 修正を加えたものである。