

## 論説

# 社債権者集会決議による社債の元金減免の可否と 社債権者の合理的意思決定

2010年4月入学

岩間郁乃

## I. はじめに

## II. 社債の元金減免についての見解の対立

## 1 基本的な見解の対立軸

## 2 社債の元金減免に対する否定説

(1) 否定説の根拠

(2) 倒産実務における対応

## 3 社債の元金減免に対する肯定説

(1) 文理上の解釈

(2) 社債権者に対する手続的な保護

(3) 社債権者集会の沿革・趣旨

(4) 平成5年改正等の影響

a 社債権者集会の開催の円滑化

b 合理的な判断を担保する手続の補強  
——社債管理者

c 自己責任原則と社債権者集会の権限

## 4 社債権者集会決議認可事例

(1) 元金減免決議の認可事例の紹介

(2) 上場廃止の意思表示の効力停止等仮処分申立事件

(3) 損害賠償請求事件

(4) 小括

## 5 本稿の立場

## III. 私的整理手続の一環としての社債の元金減免

## 1 立法試案の内容

(1) 立法試案の目的

(2) 債権者平等原則と清算価値保障原則

(3) 代表社債権者の調査権

## 2 個別的な検討

(1) 「社債権者集会」の開催単位

(2) 裁判所の審査能力

(3) 社債権者の利益代表

(4) 反対社債権者の社債買取請求権

a 買取価格決定の困難と元金減免決議の成立可能性

b 株式買取請求権との比較の観点

c 少数社債権者の保護のあり方

## 3 立法試案の位置づけ

(1) 今後の立法試案の方向性

(2) 倒産法的な考え方

IV. 一般的な元金減免と社債権者の合理的  
意思決定

## 1 一般的な元金減免への可能性

(1) ケネディクスの事例——資金繰り行き詰まりへの対応

(2) 社債の元金減免を認める有用性

(3) 社債権者集会による元金減免が認められることの明文化

## 2 会社法上の社債権者集会の意義

## 3 社債権者の合理的な意思決定に向けて

(1) 社債権者集会における情報開示

(2) 社債権者集会の定足数

(3) 社債管理者の活性化と課題

a 社債権者集会において期待される社債管理者の役割

b 社債管理者制度の課題

(4) 代表社債権者への着目

## V. おわりに

## I. はじめに

社債権者集会において社債の元金減免は可能か。従来、開催することや決議を取ることの難しさからその利用が避けられてきた社債権者集会<sup>1)</sup>が私的整理の局面で注目を浴びている。それは、私的整理にあたって、金融機関の債権カットのみならず、社債権者集会決議による社債の元金減免を行って、より実効的な事業再生が行えないかという問題意識が生じているからである<sup>2)</sup>。このような問題意識を受けて、事業再生研究機構主催のシンポジウムにおいて、社債の元金減免を可能とする立法試案（以下、「立法試案」という。）が提案された。

しかし、そもそも社債権者集会については議論の蓄積が少なく、いまだ明らかになっていないことも少なくない<sup>3)</sup>。そこで、本稿は社債権者集会における社債の元金減免について、社債権者集会の意義と絡めながら広く論じたものである。

本稿では、まず、現行法の解釈として社債権者集会による社債の元金減免が可能かどうかについて論じた（II）。次に、立法試案について、その詳細を紹介した後に、立法試案から生じる個別的な問題について論じた（III）。最後に、立法試案のような私的整理の局面に限らず、一般的に社債権者集会による社債の元金減免を認めることの有用性を述べた後、社債権者集会の「社債権者の合理的な意思決定を可能とする場」としての意義につ

いて論じ、その意義を実現するための方策について検討した（IV）。

本稿で一貫しているのは、一見すると社債権者にとって不利益となるような社債の元金減免であっても、社債発行会社が経営破綻の危機に瀕し社債の価値が毀損されているような場合には、社債権者の経済的利益<sup>4)</sup>の最大化を図る手段として、社債の元金減免を積極的に捉えることが可能であるとの視点<sup>5)</sup>である。さらに、本稿では社債権者集会をこのような社債権者の経済的利益の最大化のための合理的・実質的な意思決定を可能とするための場として定義し、機能させることの重要性を強調したい。

本稿の価値は、第一に、商法学説でほとんど認識されてこなかった社債権者集会決議による社債の元金減免が可能かどうかという問題を論じた点にある。実際に地裁の支部で社債の元金減免を行った社債権者集会決議に対して認可が出されていることは注目に値する。第二に、会社法上で社債権者集会決議による社債の権利内容の変更が認められている意義について、「社債権者の経済的利益を最大化するための合理的意思決定を可能とするための場」というひとつの視点を提示したことである。

本稿において、社債権者集会の法的意義についての議論に一石を投じることができ、社債権者の権利保護のあり方について、そのあるべき姿をより一層追究していくことができれば幸甚である<sup>6)</sup>。

---

1) 藤田友敬「社債権者集会と多数決による社債の内容の変更」鴻常夫古稀『現代企業立法の軌跡と展望』217頁、218頁（商事法務研究会、1995）、大杉謙一ほか「座談会 会社更生手続と社債をめぐる諸論点（1）」金法1635号6頁、8頁〔田頭章一発言〕（2002）、同14頁〔瀬戸英雄発言〕。

2) 社債権者集会の活用事例として、元金減免ではないものの社債権者集会決議を利用した社債のリスケジュール（以下、「リスケ」という。）の事例が報告されている（井出ゆり「事業再生における社債権の変更について」NBL960号12頁、13頁（2011））。

3) 藤田・前掲注1)218頁。

4) この「利益」は、社債権者ごとの個別的利益ではなく、社債権者の共同の利益を指す（鴻常夫『社債法』174頁（有斐閣、1958））。

5) 経営破綻の危機に瀕している発行会社の社債の元金減免に応じることにより発行会社が救済され、結果として社債権者の利益につながることを指摘するものとして、江頭憲治郎編『会社法コンメンタール16——社債』146頁〔藤田友敬〕（商事法務、2010）、上柳克郎ほか編集代表『新版注釈会社法（10）社債（1）』169頁〔神田秀樹〕（有斐閣、1988）、田頭章一「社債発行会社のディフォルトと投資家の権利保全・行使（下）」金法1466号18頁、20頁（1996）、具体例として藤田・前掲注1)220頁がある。

6) なお、本稿においては、国内普通無担保社債を念頭に議論を進める。

## Ⅱ. 社債の元金減免についての見解の対立

Ⅱでは、まず社債権者集会決議による社債の元金減免を認めるかどうか見解の対立があることを示し(1)、その上で、すでにされている議論に加えて、関連する議論も援用して、社債権者集会による元金減免を否定する見解(2)と肯定する見解(3)について想定されうる議論を論ずる。また、下級審裁判例の事実認定を通じて社債の元金減免を行った社債権者集会決議の認可があったことおよびそれに対する裁判所の態度を紹介し(4)、最後に本稿の立場を明らかにする(5)。

### 1 基本的な見解の対立軸

社債権者集会決議による元金減免が現行法で可能かどうかについては、否定する見解と肯定する見解との両方がありうるが、この問題は、社債権者集会の権限に社債の元金減免が含まれているのかという問題に帰着する。

社債の元金減免は、文言上明確には社債権者集会の決議事項とはされていない(会社法(以下、法令名を省略する。))716条、724条2項1号、706条1項)。そのため、社債権者集会の特別決議事項とされている「当該社債の全部についてするその支払の猶予、その債務の不履行によって生じた責任の免除又は和解」(706条1項1号)が何を指すのかが問題となる。

社債権者集会のあり方と元金減免に対する捉え方についても、肯定説と否定説の間で見解の対立がある。社債権者集会の権限には原

則として制約がないと考えるのが、前者の見解であり、仮に事前の同意があったとしても、元金減免は社債権者の基本的な権利の侵害であるとして多数決により行うことは許されないと考えるのが後者の見解である<sup>7)</sup>。

## 2 社債の元金減免に対する否定説

### (1) 否定説の根拠

元金減免に対して否定的な見解は、「債務の不履行によって生じた責任」とは、素直に読めば遅延損害金のみを指し、元金を含まないとする<sup>8)</sup>。また、「和解」が、社債管理者に包括的な和解権限を与えることを指すと考えれば、元金減免も社債権者集会決議でできるように思われるが、この点についても「債務の不履行によって生じた責任の……和解」と読み、和解の権限を限定して考える。

否定説で大きな根拠として挙げられることは、多数決によって、少数社債権者の同意なくして社債権者の基本的・中心的権利である社債の元金減免をすることは許されないということである。裁判所の認可制度によって、少数社債権者の利益の保護が図られているものの、一般的な問題として、裁判所が社債の元金減免の認可をする際にどの程度まで判断能力を発揮できるのかという問題がある。また、個々の権利者に判決手続を保障せずに、非訟手続に基づく裁判所の認可のみで元金に対する権利を奪えるか疑問があるといった指摘が考えられる<sup>9)</sup>。

会社法が「支払の猶予」(706条1項1号)には特別決議を要求しているにもかかわらず、社債権者の権利制約の程度がより大きい元金減免については、社債権者集会の特別決

7) 須藤英章「私的整理か民事再生か」事業再生研究機構編『民事再生の実務と理論』278頁、285頁(商事法務、2010)。投下資本の回収に関する手続的な権利の個別行使は社債権者の中心的な利益であるとして、これを社債権者集会決議で制限することに反対する見解として、松下淳一「社債管理会社の地位・権限と民事手続法との関係について」学習院大学法学部法学会雑誌31巻1号35頁、53-54頁(1995)。上述のシンポジウムにおいては、社債権者集会での社債の元金減免の可否について、明言を避けたものの、これを否定する前提に立って、立法試案が提案されている(井出・前掲注2)14頁)。

8) 立案担当者は、『不履行二因リテ生ジタル責任ノ免除』とは、社債の償還期限を徒過したことによる履行遅滞の損害賠償責任の全部または一部を無償で消滅させる単独行為である(民五一九条。)と説明している(吉戒修一『平成五年・六年 改正商法』286頁(商事法務研究会、1996))。

9) 松下・前掲注7)54頁、57頁。少数社債権者の個別の権利行使という手続的利益の制約に関する指摘だが、元金の減免という実質的権利の制約の場面にあっても妥当する指摘であると考えられる。

議の対象として明示的に書かれていないことは、元金減免を認めない趣旨だとする見解もある<sup>10)</sup>。

なお、古い学説では、社債権者集会の権限については、これを一応無制限としつつ、その権限の限界を画するものとして社債権者の基本的権利ないし固有権につき、法がこれを明定していくことが望ましいとする見解がある<sup>11)</sup>。もっとも、この基本的権利ないし固有権についてどの程度のものが想定されているのかは明らかではない<sup>12)</sup>。

## (2) 倒産実務における対応

元金減免に対して、倒産事件を多く扱う実務家は慎重な態度を取ることが多い。それは、II 2(1)で挙げた根拠に加えて、そもそも問題自体に対する認知度が低く定説がないため法的安定性に欠けるといった懸念や社債権者集会の開催そのものに莫大なコストがかかるといった実務的な配慮<sup>13)</sup>があるからだと思われる。なお、法的安定性の問題については、倒産実務家の慎重な態度から社債権者集会決議による元金減免が私的整理の手段として選択されないために、裁判所の判断が示されることもなく、問題が解消されないという状態が生じているように思われる<sup>14)</sup>。

以下で紹介するアイフルとウィルコムの場合では、社債の元金減免はできないとの前提に立ち、処理が行われた。

まず、アイフルの事業再生 ADR 手続においては、社債以外の金融債権について権利変更をしつつ、社債の権利変更はなされなかった。その結果、2009年10月、事業再生 ADR 手続申請後も、アイフルの社債は額面通り償還された。

次にウィルコムの場合、事業再生 ADR 手続による処理が試みられていたものの、社債の権利変更が困難であったことが、最終的に会社更生手続が選択される要因のひとつとなった<sup>15)</sup>。すなわち、社債権者集会での元金減免ができないとなると、社債債務の減免について個別の同意が必要となるが、社債権者が債権者である場合には、流動性が高いことから、社債権者が誰であるかを特定することが難しく、個別の同意を全員から得ることは困難が予想される。さらに、事業再生 ADR 手続は債務者が金融支援を依頼する債権者全員の同意が必要であるため、社債権者がひとりでも反対すると、事業再生 ADR 手続全体が成立しなくなり、結果として事業再生ができなくなるおそれがあったためである。

## 3 社債の元金減免に対する肯定説

### (1) 文理上の解釈

商法学説においても、この問題についてははっきりと言及したものは少ない<sup>16)</sup>。以下

10) 須藤・前掲注 7)285 頁。こうした指摘があることについて、西村あさひ法律事務所＝フロンティア・マネジメント株式会社編『私的整理計画策定の実務』637 頁〔濱田芳貴〕(商事法務, 2011)。

11) 鴻・前掲注 4)175 頁。

12) アメリカにおいては、信託証券法 316 条 b 項が、期限の到来した元金の支払を受け、支払を求める訴えを提起する各社債権者の権利は、当該社債権者の同意なく侵害できないとしており、元金支払について社債権者による個別の権利行使を保障している(藤田・前掲注 1)223 頁、神作裕之「社債管理会社の法的地位」鴻古稀・前掲注 1)183 頁、202 頁)。また、ドイツでは、倒産手続開始前は、元本の放棄は認められず、債権者の権利の放棄または制限については、支払不能または倒産手続の開始を回避するため、かつ 3 年以内という時間的制限のもとでのみ権利を放棄・制限することができるとの規定だった(大杉謙一ほか「座談会 会社更生手続と社債をめぐる諸論点 (2)」金法 1636 号 32 頁、41-42 頁〔神作裕之発言〕(2002))。しかし、2009 年の社債法改正により、社債権者集会の特別決議をもって、元利金の減免やデット・エクイティ・スワップ等、社債のリストラクチャリングに必要なほぼすべての権利変更を行うことができることになった(ドイツ社債法の 2009 年改正については脱稿後に触れた井出ゆり「ドイツの 2009 年社債法——社債権者集会決議による社債の元本減免を認めた立法例」事業再生研究機構編『事業再生と社債——資本市場からみたリストラクチャリング——』212 頁(商事法務, 2012)に拠っている)。

13) 大杉ほか・前掲注 12)35 頁〔小柳志乃夫発言〕。

14) 須藤・前掲注 7)285 頁では、裁判所も同様に社債の元金の減免を社債権者集会の権限とすることについて否定的であるとされる。

15) 井出・前掲注 2)12 頁。

16) あえて挙げるとすれば、大杉ほか・前掲注 12)37-38 頁〔藤田友敬発言〕が、社債権者集会による社債の元金減免を肯定することを前提とする発言をしている。



では、必ずしも明示的に社債の元金減免について論じたものではないが、これを肯定する解釈として考えられうるものも対象として、社債権者集会決議による社債の元金減免を肯定する見解を検討する。

まず、社債権者集会による元金減免を「和解」(724条2項1号、706条1項1号)に読み込む見解がある。「そ(筆者注:社債)の債務不履行によって生じた」が「和解」に係るといった読み方をすべき必然性はなく、債権者と債務者が債務の不履行を未然に防ぐためにする債務の減額と残債務の履行条件等に関する合意は、和解の一種として行われるものであるとする見解である<sup>17)</sup>。

仮に文言上社債の元金減免が特別決議の対象として含まれていないとしても、会社法が、社債権者集会の権限を「この法律に規定する事項及び社債権者の利害に関する事項」とだけ定めており(716条)、元金減免に対する禁止規定がない以上、原則として可能であると解すべきである。このとき、社債権者への影響が大きいことからすると、724条2項1号の類推適用により、社債の元金減免を行うには特別決議が必要であると考えることが適切である。

実務上、社債の元金減免はなされていないものの、利息の減免は頻繁に行われている。仮に利息の減免は許されると考えているならば、どちらも社債権者の重要な権利であるにもかかわらず元金の減免だけが許されないとする理由が明らかでない。

## (2) 社債権者に対する手続的な保護

社債権者集会には、強行法規として、様々な社債権者保護規定があり、手続的な保護が図られている(715条～742条)。

社債権者集会は招集手続が定められ、知れ

ている社債権者への通知(720条1項,2項)、参考書類および議決権行使書面の交付義務が定められている(721条)。社債権者への影響が大きい事項については特別決議が必要とされ、議決権者の5分の1以上の賛成を必要とする(724条2項)。社債権者集会後の検証可能性を確保するために議事録作成義務も定められている(731条1項)。

さらに、社債権者集会決議を裁判所の後見的機能の下に置く目的で、社債権者集会の効力要件として裁判所の認可が要求されている(734条)<sup>18)</sup>。このように手続的に一定の合理性が社債権者集会決議で確保されるように工夫されている<sup>19)</sup>。

これらの手続的配慮は、社債の権利内容の変更を認めることにより生じる弊害を防止するためのものだといえ、現行法はある程度強度の権利内容の変更を想定していると考えられる。そうであるならば、支払の猶予や「債務の不履行によって生じた責任の免除」と区別して、社債権者集会決議での社債の元金減免を認めないとするには合理的な理由がなく、社債権者集会決議で認められる社債の権利内容の変更の対象として、元金減免まで含んでいたとも考えられる。

## (3) 社債権者集会の沿革・趣旨

社債権者集会の制度は、社債権者の自主的・団体的意思決定を可能にすることによってその保護を図るという大陸法系の立法である<sup>20)</sup>。社債権者集会制度は、債権の一部放棄等社債契約の内容の変更につき全社債権者の同意を得ることは、社債権者が多数にのぼる例が多く、また集合行為としての弊害が出やすいため困難なので、多数決によりそれを可能とする制度<sup>21)</sup>として捉えられている。特に、社債発行会社が危機的状況に陥ったと

17) 西村あさひ法律事務所＝フロンティア・マネジメント株式会社編・前掲注10)637頁〔濱田芳貴〕。この見解に対しては、支払の猶予も「合意」に含まれるにもかかわらず、なぜ別に示されているのか、といった疑問が生じうる。

18) 鴻・前掲注4)188頁、上柳ほか編代・前掲注5)171頁〔神田秀樹〕。

19) なお、本記述は、会社法上の建付として、裁判所の判断が適正であるという前提のもとに、裁判所の認可が社債権者保護に一定の役割を担っているため、会社法が社債権者集会による元金減免を肯定していると理解できるといふ議論であり、実際の裁判所の判断能力への疑義は後述する(III 2(2))。

20) 神作・前掲注12)185頁、鴻常夫『社債法の諸問題 I 商法研究第三巻』148頁(有斐閣、1987)。

21) 江頭憲治郎『株式会社法(第3版)』744-745頁(有斐閣、2009)、鴻・前掲注4)168-169頁、藤田・前掲注1)219-225頁、大杉ほか・前掲注12)32-33頁〔神作裕之発言〕。

きに、当該会社の救済のために社債の権利内容の変更を認めた制度と考えられており、その制度趣旨から考えると社債の元金減免まで可能とすることを会社法は想定していたと考える方が自然である<sup>22)</sup>。

また、社債権者集会決議の効力要件となっている裁判所の認可は民事再生法の前身である和議法にならった制度であること<sup>23)</sup>や、「決議が社債権者の利益に反するとき」(733条4号)として清算価値保障原則(民事再生法174条2項4号等参照)が定められている<sup>24)</sup>ことから、社債の元金減免まで想定して、現行法の社債権者集会の制度は作られたと考えられる<sup>25)</sup>。

#### (4) 平成5年改正等の影響

##### a 社債権者集会の開催の円滑化

平成5年改正から一連の流れとして、書面による社債の議決権行使制度の導入(726条)、議決権の不統一行使制度の導入(社債の信託利用への対応のためである、728条)、定足数の廃止<sup>26)</sup>(724条参照)、無記名式債権の供託制度の廃止(723条3項参照)等の措置が順次取られている。従前、社債権者集会の開催に多数の困難があったため、社債権者集会の利用がなされてこなかった。これらの改正は、その反省を踏まえて、社債のデフォルトが実際に発生した場合、または発生のおそれがある場合に、社債権者集会をより

開催しやすくし、その決議をより円滑に成立させるために行われたものである。このような改正の流れの中では、社債権者集会の権限を制限的に捉えることはそぐわないと考える。

##### b 合理的な判断を担保する手続の補強 ——社債管理者

また、平成5年改正では新たに社債権者保護の制度として社債管理者制度が定められた(702条～714条)。社債権者集会は、社債権者が自治的判断をすることにより、社債権者の利益を守る制度とされてきたが、情報に通じない一般投資家である社債権者に高度な判断を期待することには無理があるととして、社債権者集会の限界が指摘されていた<sup>27)</sup>。

英米法系諸国は、信託の法理を利用して、社債の管理を主として受託者(受託会社、trustee)に委ねている。信託とは、ある者が専門的知識等を有することを理由に、他者から信頼を受けて、権限と裁量を与えられ、当該他者の利益のために行動するという関係であり、英米法系諸国では、社債権者と社債発行会社との間に受託者を介入させ、受託者に社債権者の利益保護を担わせている<sup>28)</sup>。これにならって、わが国でも、社債受託会社の制度を廃止して、社債管理者の設置強制が定められた<sup>29)</sup>。社債管理者は、信託の受託者の地位<sup>30)</sup>に立ち、社債権者に対し、社債

22) 同旨の指摘として、西村あさひ法律事務所＝フロンティア・マネジメント株式会社編・前掲注10)637頁〔濱田芳貴〕。

23) 鴻・前掲注4)194頁。

24) 江頭編・前掲注5)240頁。清算価値保障原則の内容についての詳細は後述する(Ⅲ1(2))。

25) 清算価値保障原則に違反するかについて判断するにあたって、社債権者の不利益となるような措置であっても、会社が更生して社債権者の利益となる可能性について言及し、すべての事情を実質的に考察するべきだとするものとして、上柳ほか編・前掲注5)169頁〔神田秀樹〕がある。

26) 会社法制定前は、特別決議に定足数として総社債権者の議決権の3分の1以上という定足数が要求されており、それを確保することが実務上難しかった。そこで、会社法では定足数を廃止することとし、その代わりに、上述の要件が定められた。5分の1以上という基準は、従来の定足数の下限(3分の1)に、決議要件の下限(3分の2)を乗じた数(約22.2%)を参考にしたものである(野村修也「新会社法における社債制度」ジュリ1295号119頁、127頁(2005))。

27) 上柳ほか編・前掲注5)9頁〔鴻常夫〕、同・147頁〔江頭憲治郎〕、鴻・前掲注4)79頁、166頁、鴻・前掲注20)147-149頁。その他多数決の構造的問題点について広く論じたものとして藤田・前掲注1)225-238頁。

28) 上柳ほか編・前掲注5)9頁〔鴻常夫〕、鴻・前掲注4)139頁、鴻・前掲注20)148頁。

29) わが国の社債管理者制度と信託法理に基づく社債管理制度の比較について、神作・前掲注12)193-201頁。

30) 吉戒・前掲注8)273-274頁は、社債管理委託契約を第三者のためにする契約とするが、それは同契約を信託的な性質を持つ契約と捉えることとならん相互排他的な関係にあるわけではない(神作・前掲注12)195頁)。現行法では、社債権そのものが信託に付されているわけではなく、あくまで比喩にすぎない。もっとも、社債管理者制度は、社債権者に信託の受託者のような保護を与えるべきだとする発想から採用され(鴻・前掲注4)166頁、江頭憲治

管理に関する公平・誠実義務（704条1項、信託法33条参照）および善管注意義務（704条2項、信託法29条2項参照）を負う。これは、無担保社債の社債管理者も、信託の受託者である担保付社債の受託会社に類似する義務（社債権者に対する一種の忠実義務、信託法30条参照）を負うとの法思想の表れであり<sup>31)</sup>、社債管理者には社債権者全体のために適切な判断を下すという大きな役割が会社法上で期待されている。

このような社債権者の利益を代表するための主体が設置された以上は、社債権者集会の権限を初めから限定するよりは、社債管理者の権限行使の適正化を図っていくという手段によって、社債権者の利益保護を図るべきである<sup>32)</sup>。すなわち、社債管理者の設置によって社債権者集会における社債権者の実質的な利益判断が可能になったといえ、それに伴って社債権者集会の権限を広く認めるという方向性も十分にありうると考える<sup>33)</sup>。

#### c. 自己責任原則と社債権者集会の権限

格付制度の定着に伴い、投資家の自己責任原則を適用するための環境が整備されてきている<sup>34)</sup>。すなわち、かつては社債がデフォルトした際には、社債発行会社のメインバンクがすべて社債を買取っていた<sup>35)</sup>。しかし、銀行の体力の低下<sup>36)</sup>、メインバンク制度の変容<sup>37)</sup>や投資家がリスクを負担してで

もより多くのリターンを得ることを望むようになったこと等により、こうした事実上の元本保証はなくなり、投資判断に失敗した場合には投資家が直接その損失を負担することが求められるようになった。金融の自由化が進められた金融ビッグバンや投資家への情報開示を目的のひとつとする金融商品取引法（金融商品取引法1条）が整備されたこともこの流れの一環である<sup>38)</sup>。

そして、この流れを社債権者集会決議による社債の元金減免に照らし合わせて考えるならば、社債権者自身の判断で、元金減免に応じるというリスクを負担してでも会社の再建に協力し、最終的な弁済額の増大といった自らの利益の最大化を図ろうとすることも十分に考えられる。それにもかかわらず、社債権者集会の権限から社債の元金減免を除くという自己抑制的な態度を法が採用し、社債権者が自らの経済的利益を考えた結果、社債の元金減免に応ずるという選択肢を排除することは、自己責任原則による適切なリスク分配を通じて投資の活性化を図る流れと合致しないようにも思われる<sup>39)</sup>。

## 4 社債権者集会決議認可事例

### (1) 元金減免決議の認可事例の紹介

次に、裁判所が社債権者集会の元金減免決

郎「社債の管理に関する受託会社の義務と責任」鴻常夫選暦『八十年代商事法の諸相』105頁、109頁（有斐閣、1985）、また、実際の運用においても信託の概念を利用した考察が行われている（「金融取引におけるフィデューシャリー」に関する法律問題研究会「金融取引の展開と信託の諸相」金融研究29巻4号179頁、182頁、222-234頁（2010）（<http://www.imes.boj.or.jp/research/papers/japanese/kk29-4-9.pdf>、2011年12月18日最終閲覧）。

31) 江頭憲治郎「社債法の改正」ジュリ1027号34頁、37頁（1993）、近藤弘二「社債の発行」鴻古稀・前掲注1)173頁、177頁。

32) 江頭・前掲注31)39頁では、改正法の下では、重大事項の決定の実質的責任は社債管理者・受託会社にあり、社債権者集会は一般社債権者に対するディスクロージャーの機会であるとの位置づけの下に、集会開催の抜本的容易化が図られるべきだったのではないかと、との提案もなされている。

33) 神作・前掲注12)203頁も、個別的権利行使という手続的権利についてであるが、「社債管理会社の、総社債権者のための管理機関的な位置づけがより明確になった結果、そのかぎりにおいて社債の団体が強まったと解される可能性がでてきた」と指摘しており、この指摘は元金減免についても妥当すると考える。もっとも、社債管理者制度の課題について後述（IV 3(3) b）。

34) 江頭・前掲注31)35頁、近藤・前掲注31)176頁。

35) 大杉ほか・前掲注1)9頁〔松尾順介発言〕。

36) 大杉ほか・前掲注1)13頁〔瀬戸英雄発言〕。

37) 西村あさひ法律事務所＝フロンティア・マネジメント株式会社編・前掲注10)635頁〔濱田芳貴〕。

38) 山本和彦「倒産法と消費者」ジュリ1139号116頁、117頁（1998）。

39) 投資における自己責任について、西村あさひ法律事務所＝フロンティア・マネジメント株式会社編・前掲注10)635頁〔濱田芳貴〕、マネタリー・アフェアーズ現代社債投資研究会編著・徳島勝幸監修『現代社債投資の実務（第3版）』321-323頁（財経詳報社、2008）。

議をどのように扱っているのか検討する。しかし、そのような社債権者集会決議の効力が直接争いとなった事案は管見にして見つからなかったため、裁判例の事実認定の中で、社債権者集会決議での社債の元金減免に対して裁判所の認可が与えられている事案を紹介する<sup>40)</sup>。

## (2) 上場廃止の意思表示の効力停止等仮処分申立事件

本件は、社債権者からの債務免除によって、ジャスダック証券市場の株券上場廃止基準第2条第4号（上場会社が債務超過の状態となった場合において、1か年以内に債務超過の状態でなくならなかったとき）に該当しなくなったとして、債権者（株式会社ペイントハウス）が上場廃止処分の効力の停止を求めたのに対し、債務者（株式会社ジャスダック証券取引所）がこれを争った事件である<sup>41)</sup>。

裁判所が認定した社債権者集会決議に関する事実は下記のとおりである。

ペイントハウスの第1回無担保転換社債について、平成17年8月3日の第1回社債権者集会において、社債権の額面のうち90%に相当する総額117億円の債務免除を内容とする決議が可決承認され、同月22日、同決議の認可決定がされた。

これを受けて、上記決議に基づく和解契約が締結され、同年10月21日債権者は、和解金13億円を支払っている。

「債権者の主張する……趣旨は、実質的に平成17年8月期において、和解内容が確定しており、……、13億円を支払えば債務免除になり、債務超過状態が解消されることが明らかであったというものと解される。そして、実質的に考えると、13億円の支払いが即時可能な状況にあり、これを支払いさえすれば債務免除益が生じることがほぼ確定していたとすると、この時点において債務免除益が生じたと解釈したとしても、あながち不合

理ではないということが出来る。しかし、……、その時点においては、未だ13億円の支払いを受けることによりその余の債務を免除する旨の意思表示はされていなかったと評価せざるを得ないのであり、そうすると、平成17年8月期において、近い将来債務免除益が生じる相当高度の蓋然性があったということはできるとしても、やはり、債務免除益が発生していたとみることは困難である。」（※下線筆者）

裁判所は、上場廃止基準に触れるかどうかの判断に必要な範囲でしか判示していないため、社債権の元金減免を内容とする社債権者集会決議およびその認可の効力について明言はしていない。しかし、下線部から考えると、債務免除を内容とする社債権者集会決議およびその認可から、直ちに債務免除の法的効果が生じるとすることについては慎重な姿勢を取っているが、債務免除の効果が生じること自体は否定していないように思われる。

もっとも、本事案はこの後、上場廃止の意思表示無効確認等請求事件<sup>42)</sup>として争われているが、この第1回社債権者集会決議は、認可決定が確定した場合に社債権者が本件債務免除を内容とする和解契約を締結するについての権限を社債管理会社であるUFJ銀行に付与するという内容にすぎないと事実認定されている。

## (3) 損害賠償請求事件

上記東京地決平成18年と同じ社債についての事案で、社債権者が社債権管理会社に対して、その責務を果たさなかったとして、社債券面額相当の損害賠償を請求した事案である<sup>43)</sup>。

社債権者集会についての事実関係は下記のとおりである。

A（社債発行会社、以下同じ。）は、横浜地方裁判所相模原支部より社債権者の利害に重大なる関係を有する事項について決議を行う許可を得て、元金130億円のうち13億円

40) なお、社債権者集会決議への裁判所の認可に対しては、公告が義務付けられている（735条）が、官報に掲載された公告の大部分は、支払期限の猶予や利息の改定を内容とする社債権者集会決議であった。

41) 東京地決平成18年7月7日判タ1232号341頁。

42) 東京地判平成19年4月27日判例集未掲載（平成18年（ワ）第14207号）。

43) 東京地判平成19年6月11日判例集未掲載（平成18年（ワ）第18942号）。



を受領するのと引換に、その余の支払義務を免除する内容の和解契約の締結権限を社債管理会社に授与する旨の議案について、平成17年8月、Aの本社において、第1回社債権者集会を開催した。当該議案は可決され、横浜地方裁判所相模原支部において認可決定がされ、確定した。

これに対して、社債権者は、社債管理会社がその当然の義務として、期限の利益喪失の意思表示をしたのであれば、Aの資産が減少する前に直ちに法的整理を強行すべきであったにもかかわらず、Aが本件社債債務免除による事業再建計画を明らかにするまでの間、何も有効な法的整理の手段を取ろうとはしなかったとして、善管注意義務違反を主張した。そのため、社債管理会社の社債権者集会における行動が問題となった。

この点について、裁判所は「被告は、……、社債権者集会にあたって、社債権者宛に議案の賛否についてはAから配布された資料を参照し、あるいは直接問い合わせるなどして慎重に判断してほしい旨及びAが本件社債について90%の債務免除を受けると債務超過でなくなる可能性があり、本件社債権者以外の債権者の債権回収可能性が現状よりも高まる可能性がある旨記載した意見書を提出したことが認められる。これらの事実を照らせば、被告は、社債管理会社として、本件社債の期限の利益喪失を前提に全額についての支払を求めようとする行動しており、他方、Aは再建策の一環として本件社債について社債権者集会を開催して90%の債務免除を受けようとする議案を提出し、これに対して、本件社債権者らが社債権者集会において上記議案を可決した結果、本件社債について90%の債務免除の効果が発生したものといえる。」との判断を示した。(※下線筆者)

このように裁判例は再建策の一環としての社債権者集会の決議による債務免除を肯定した上で、社債管理会社として取るべき法的措置を取らなかったとはいえないとした。あくまで社債管理会社の対応が争点となっているため、社債権者集会の決議の効力を全面的に認めたとはいえないが、少なくとも社債管理会社が社債権者に対して情報提供をし、社債

権者に慎重な判断を呼びかける等の適切な対応を取った場合には、社債権者集会の決議による社債の元金免除を認めている。

#### (4) 小括

上記事実認定のとおり社債の元金減免を内容とする社債権者集会決議に対して認可を出した裁判所は存在する。

もともと、社債権者集会決議による社債の債務免除の効力を直接争った裁判例は管見の限りでは見当たらなかった。上記二判決のように同一の社債権者集会についても、その決議の効力については事案によって態度に差があり、いまだ裁判所の考えは判断がつかぬ。しかし、少なくとも元金減免決議の認可の効力自体を問題とはしていないことから、社債権者集会決議による元金減免に対して否定的とはいえないように思われる。

## 5 本稿の立場

以上を踏まえて、社債権者集会による元金減免について私見を述べたい。

社債権者集会による元金減免についての否定説は、少数社債権者の権利をその同意なくして制限することを問題としていた。

しかし、「権利の制限」についてももう少しその実質に踏み込んで検討してみたい。社債権者集会による元金減免が問題となるような社債は、社債の元金減免がなされなければ破綻に陥るような発行会社の社債であり、実質的な経済的価値は券面額から大きく下落している場合がほとんどであると考えられる。すなわち券面額が実質を伴っていない社債について、その券面額をどうするかが争いになっているのである。

その場合には、社債の券面額を維持することが必ずしも社債権者の「権利保護」であるとはいえないのではないかという問題がある。社債権者の最終的な目的が弁済総額等の経済的利益の最大化であるとするれば、むしろ社債権者が社債の元金減免に応じて発行会社の破綻を防ぐことに協力し継続的な弁済を得ることの方が、結果的に社債権者の利益になることは十分に考えられる。

そして、社債権者の利益ということを考え

たときに、追求されるべきはその経済的利益であり、社債の券面額の維持も元金減免も最終的な弁済額の増大に向けたひとつの手段にすぎないであろう。実際にそのような場面におかれた社債権者の身になって考えたときに、すでに発行会社の経営不振により社債の価値が毀損されている以上、社債の元金減免によって新たな権利制約がなされていると感じるよりも、元金減免に応じるのと応じないのとどちらが自らの経済的利益に適うかを判断する方が先に立つのではないだろうか。

つまり、社債権者集会による元金減免について問題となっているのは、少数社債権者に対する同意なき権利制約の可否という制度レベルの話ではなく、具体的状況の下で元金減免を行う場合とそうでない場合とでどちらが社債権者の経済的利益の増大に資するかという、事案レベルの話なのである。

そうであるとするれば、社債の元金減免を直ちに社債権者の権利制約であると捉えて、社債権者集会による元金減免は多数決による少数社債権者の同意なき権利制約であるから認められないとするよりも、社債権者が自らの経済的利益の最大化を図るための選択肢を広げるという観点から社債権者集会による社債の元金減免を肯定的に捉え、その上で社債権者が自らの経済的利益を図るための合理的意思決定を可能にするための環境を整えるべきであると考ええる。

したがって、本稿は少数社債権者の権利制約を理由として社債権者集会での社債の元金減免をア・プリオリに否定する見解は失当であると考え、現行法の枠内でも社債権者集会決議による社債の元金減免は認められると考える。もっとも、後述(IV 3)するように、

現行法の社債権者保護には不十分な点も存在し、社債権者が経済的利益の最大化を図るという社債権者集会の機能を十分に発揮させるためには社債権者保護制度、とりわけ社債権者の合理的意思決定を可能とするための環境整備がなされることが望ましい<sup>44)</sup>。

### Ⅲ. 私的整理手続の一環としての社債の元金減免

Ⅲでは、事業再生研究機構が主催したシンポジウムで提案された立法試案についてその内容を紹介し(1)、次いで、社債権者の保護という観点から個別の事項について検討する(2)。そして、最後にこのような立法試案の意義と必要性をあらためて確認した後に、立法試案についての議論がより深まることを求めるものである(3)。

#### 1 立法試案の内容

##### (1) 立法試案の目的

実務では、上述(Ⅱ 2(2))したように、社債の元金減免に否定的な見解が少なくなく、社債の存在が私的整理手続を用いた事業再生の障害となると認識されている。そこで、事業再生研究機構が主催したシンポジウム<sup>45)</sup>では、社債権者集会の特別決議によって社債の元金減免<sup>46)</sup>を可能とするために、ひとつの試みとして下記のような立法試案が提案された<sup>47)</sup>。

##### 立法試案<sup>48)</sup>

1 「社債権者集会」の特別決議により、  
会社が発行する全部又は一部の社債に

44) この点について、仮に現行法の保護が不十分であれば、社債権者集会による元金減免を認めるべきでないとする指摘もありうる。しかし、社債権者が自らの経済的利益の最大化のために元金減免決議をしたならば、わざわざ現行法の保護の不十分さを理由として、当該元金減免決議の効力を認めないとするのは、社債権者保護のあり方として本末転倒であるようにも思われる。

45) シンポジウム「事業再生と社債——資本市場からみたストラクチャリング」(2011年5月28日開催)井出・前掲注2)12頁。

46) 立法試案では、社債の元金のみならず、利息の減免も立法の対象としているが、元金と利息について、シンポジウムでも別異に捉えられていないため、本稿内では表記の統一の観点から、「元金減免」の問題として取り扱う。これは、利息の減免の問題について元金減免と分けて取り扱う趣旨ではない。

47) 立法試案の詳細について、脱稿後に触れた事業再生研究機構編・前掲注12)所収の論文が出典となる場合には、当該論文を挙げる。

48) 井出・前掲注2)14頁。

ついてその元本及び利息の減免をすることができる。

- 2 前項に掲げる行為についてした社債権者集会の決議は、以下の条件を満たす場合に限り、認可することができる。
  - ① 当該権利変更は、一般に公表された債務処理を行うための手続についての準則に従い又はこれに従った債務処理手続とともに行われるものであること
  - ② 当該権利変更の内容が、会社の他の債権者が受ける権利変更の内容と実質的に衡平なものであること
  - ③ 当該権利変更後の社債権者の権利が、会社を清算した場合に社債権者が受けるべき弁済を下回らないこと
- 3 第736条に定める代表社債権者が選任された場合、代表社債権者は、第1項に掲げる行為をするために必要があるときは、裁判所の許可を得て、社債発行会社の業務及び財産の状況を調査することができる。

この立法試案の眼目は、社債発行会社でも事業再生ADR手続の利用を可能とすることである。すなわち、現状では法的整理手続によらない社債の元金減免は不可能であると考えられているため、事業再生ADR手続を含めた私的整理手続を利用するためには、社債を発行していない、もしくは、社債金を償還できるだけの資金を有している会社であることが必要であり、ウィルコムのように未償還の社債を大量に抱える会社は事実上事業再生ADR手続を利用することができない<sup>49)</sup>。し

かし、法的整理手続を利用するか私的整理手続を利用するかは、本来、事案の性質を総合的に判断して決められるべき問題であって、社債発行の有無もその考慮要素のひとつに過ぎず、社債を発行しているとの一事をもって、私的整理手続の利用が不可能となることは妥当ではない。立法試案は、このような事態を打開し、社債発行会社であっても、社債権者集会による社債の元金減免を可能とすることによって、事業再生ADR手続を利用できるようにするために提案されたものである<sup>50)</sup>。

立法試案2項1号の「一般に公表された債務整理を行うための手続についての準則」とは、事業再生ADR手続その他の制度化された私的整理手続<sup>51)</sup>（以下、「事業再生ADR手続等」という。）を指し、この手続の中で、または、これと並行して、社債の元金減免を目指すものである。そのため、清算型手続や事業再生ADR手続等を利用しない私的整理手続の場合に用いることは想定されていない。

社債権者集会による社債の元金減免を一般的に可能とする立法も考えられうるが、立法試案は、少数社債権者の権利を個別の同意なく変更するということの重要性に鑑みて、事業再生ADR手続等を利用する場合に限って、社債の元金減免を認めるとしたものである<sup>52)</sup>。「一般に公表された債務整理を行うための手続についての準則」という文言は、法人税法施行令24条の2第1項第1号にならったものである<sup>53)</sup>。同項は、再生計画認可決定があったことに伴い評価益の益金算入がなされる場合を定めた規定（法人税法25条3項）を受けたものであり、同項の中で事

49) 須藤・前掲注7)284-285頁でも、多額の公募社債を発行していないことが私的再生手続を利用するための条件として挙げられている。その他、理由ははっきりとしないが、多数の社債権者の存在が私的整理の障害となることを指摘したものとして、大杉ほか・前掲注12)38頁〔高木新二郎発言〕。

50) 井出ゆり「社債の元金減免に関する立法試案の概要」事業再生研究機構編・前掲注12)200頁、204頁、松下淳一「事業再生における社債権の変更に関する立法試案について」事業再生研究機構編・前掲注12)215頁、215-216頁（商事法務、2012）。

51) 事業再生ADR手続に限らず、私的整理に関するガイドライン、中小企業再生支援協議会、RCC（整理回収機構）企業再生スキーム、企業再生支援機構（ETIC）もこれに当たる。

52) この点、本稿と社債の元金減免に対する捉え方が異なるが、あくまで立法試案の前提としての考え方であることについて注意を促しておく。

53) 井出・前掲注2)15頁、井出・前掲注50)204頁。

業再生 ADR 手続等が評価益の益金算入の対象となっているということは、(下位法令ではあるが) 法的に事業再生 ADR 手続等が適正な再建型手続であると認められたことを示す。そのため、立法試案においては、同じ文言を用い、このような手続の適正さが確保されたと考えられている事業再生 ADR 手続等と同時にされる社債の元金減免は正当化できると考えられている<sup>54)</sup>。

立法試案は、具体的には事業再生 ADR 手続等に関する特別法として、現行法の社債権者集会とは別の制度として設計することを想定している。

## (2) 債権者平等原則と清算価値保障原則

次に、立法試案 2 項 2 号、3 号に示された債権者平等原則と清算価値保障原則について検討したい。

債権者平等原則は、倒産法制における基本原則であり、また倒産手続の指導理念ともいえるものである(破産法 194 条 2 項、民事再生法 155 条 1 項、会社更生法 168 条)<sup>55)</sup>。ここでは、同一種類の社債権者間にとどまらず、事業再生の局面において権利変更を受けるすべての債権者間の平等を問題にしている<sup>56)</sup>。

清算価値保障原則は、再建型手続の概念であり、民事再生手続および会社更生手続において破産手続による配当より低い弁済しか受けられないということはないことを保障する原則である。個々の再生債権者から見ると、予想破産配当額は個別の同意なしに奪われることのない利益とする建前である。清算価値保障原則を定めた民事再生法 174 条 2 項 4 号

の「再生債権者の一般の利益」とは、破産による清算が行われた場合の弁済(配当)額を意味する<sup>57)</sup>。これは、再建型手続の基本原則であり、事業再生を目的とする社債権者集会での元金減免を認めるためには、欠くことのできない原則である。

これらの債権者平等原則および清算価値保障原則の遵守については、私的整理にすべてを委ねることはできず、多数決における少数社債権者の保護のための最後の砦として裁判所によるチェックが必要であると考えられ、裁判所の認可事由とされた<sup>58)</sup>。

## (3) 代表社債権者の調査権

立法試案 3 項の調査権は、代表社債権者(736 条)に社債管理者と同様の調査権(705 条 4 項)を与えたものである。多数決による権利変更の前提として、少なくとも他の金融機関債権者と同等に、社債権者に対する十分な情報開示と実質的な協議および交渉の機会が保障されていなければならない。そこで、立法試案では、法的に情報開示の機会を保障するために、代表社債権者に調査権限を付した。

あえて代表社債権者に調査権限が付された趣旨は、現状では社債管理者不設置債(FA 債<sup>59)</sup>)が多く<sup>60)</sup>、社債管理者制度が機能していないために、代表社債権者に調査権限の行使を期待したものである<sup>61)</sup>。

## 2 個別的な検討

### (1) 「社債権者集会」の開催単位

立法試案における「社債権者集会」は、会

---

54) 松下淳一「事業再生における社債権の変更に関する立法試案メモ」NBL960 号 17 頁、17 頁(2011)。

55) 伊藤眞『破産法・民事再生法(第 2 版)』12 頁(有斐閣, 2009)。

56) 井出・前掲注 50)204-205 頁。

57) 松下淳一『民事再生法入門』149 頁(有斐閣, 2009)。

58) 松下・前掲注 54)17 頁。

59) 社債管理者に代えて財務代理人(Fiscal Agent)を置くことからこう呼ばれる。財務代理人は、社債発行会社の代理人であり、社債権者に対して責任を負わない(マネタリー・アフェアーズ現代社債投資研究会編著・徳島監修・前掲注 39)124-125 頁)。

60) 2008 年度に発行された公募社債のうち、不設置債は額面ベースで約 6 割を占める(「金融取引におけるフィデューシャリー」に関する法律問題研究会・前掲注 30)223 頁)。江頭編・前掲注 5)130 頁[藤田友敬]、西村あさひ法律事務所=フロンティア・マネジメント株式会社編・前掲注 10)640 頁[濱田芳貴]、マネタリー・アフェアーズ現代社債投資研究会編著・徳島監修・前掲注 39)121 頁等。

61) 井出・前掲注 50)206 頁。もっとも、代表社債権者制度もほとんど利用されていないため、代表社債権者の調査権を認めることにどれだけ意味があるのかは疑問が残る(マネタリー・アフェアーズ現代社債投資研究会編



社法上の社債権者集会と異なりうる。すなわち、会社法上の社債権者集会は、社債の種類ごとに開催される（715条）が、立法試案における「社債権者集会」は、事業再生ADR手続等の一環、すなわち倒産手続における債権者集会・関係人集会の延長として捉えられうることも視野に入れており<sup>62)</sup>、社債の種類ごとではなく、社債権者をひと括りにして社債の種類を問わない「社債権者集会」の可能性を認めている。倒産手続においては、債権者集会の開催にあたって、破産債権者や再生債権者の有する債権ごとに手続を分けるといったことはしないのが通常であること（破産法135条以下、民事再生法114条以下等）に加え、社債の種類ごとに社債権者集会を開催することは、手続的に煩雑であり、仮にひとつの社債権者集会でも決議が否決された場合には、事業再生ADR手続等が頓挫するため、手続遂行の困難度が増すからである<sup>63)</sup>。

しかし、立法試案にあるような社債の元金減免の決議を認める「社債権者集会」を、社債の種類を問わないで開催することは適切でないと考えられる。なぜならば、種類を異にする社債権者の間には、ひと括りの社債権者集会を認めるべき社会・経済的基礎があるとはいえないからである<sup>64)</sup>。社債は発行回数によって担保の有無、償還時期や契約内容（特に財務上の特約（コベナンツ））の差が大きい<sup>65)</sup>。それにもかかわらず、社債の種類を問わない「社債権者集会」の決議で足りるとすることは、異なる種類間で社債権者に生じうる利害対立を軽視しすぎているように思われる。同じ種類の社債権者間でも、個々の利害関係の違いは生じうるが、少なくとも社債契約の内容は同じであり、会社法上当然に利

害の対立が生じるとはいえない。しかし、異なる種類の社債権者間では、利害対立が生じる蓋然性が高い。したがって、社債権者をひと括りにして扱う「社債権者集会」の決議で元金減免を可能にすることは、本来保護すべき社債の種類ごとの社債権者の利益を無視するものであり、妥当でないと考えられる。

また、事業再生ADR手続においては、個別の債権者の同意を得ることが条件とされている<sup>66)</sup>。社債権者集会決議によって社債の元金減免を可能とする場合、社債権者集会の決議を社債権者の同意に代替させていると考えられるが、上述のように社債は種類ごとに大きく利害関係が異なるため、社債権者であるというだけで、個々の社債の種類を問わない「社債権者集会」の決議を個別の債権者の「同意」と同視することは、仮にこれらの社債権者集会が事業再生ADR手続と並行的に行われるとしても、「全債権者の同意」を得るという事業再生ADR手続の精神に悖り、立法提案としても、その正当化はできないのではないかと考えられる。

立法試案が社債権者をひと括りにする「社債権者集会」の可能性を認めた理由は、手続の簡易化を図り、事業再生ADR手続等をより成立させやすくするためである。しかし、必ずしもそうなるとは限らないと考える。私的整理手続において、社債の種類に応じて権利変更の内容に差をつける場合を考える。仮に元金減免を受けない社債権者が存在した場合には、「社債権者集会」として社債権者をひと括りにすることによって、かえって特別決議を得るための分母となる社債の金額の合計額が増えてしまうため決議の成立が難しくなる<sup>67)</sup>。したがって、社債権者をひと括り

著・前掲注39)130頁)。

62) 井出・前掲注2)15頁において、社債権者の多数決を会社法上の社債権者集会の延長として捉えるか、それとも倒産手続における債権者集会・関係人集会の延長として捉えるか、との松下淳一教授による指摘が示されている。

63) 井出・前掲注50)209-210頁、松下・前掲注50)217-218頁。

64) 鴻・前掲注4)173頁。

65) 江頭・前掲注21)745頁、上柳ほか編・前掲注5)205-206頁〔神田秀樹〕。

66) 仮に、不同意の債権者がいれば、事業再生ADR手続は終了する。その後は、特定調停の手続に移ることも、法的整理に移行することもある（事業再生実務家協会『事業再生ADR活用ガイドブック』9頁（2008）（<http://www.turnaround.jp/adr/index.html>、2011年12月18日最終閲覧））。

67) ある種類の社債にはリスクを行うが、別の種類の社債は額面が大きすぎるため、リスクでも償還できないとして元金の減免をしようとする場合等を想定している。特に元金の減免をされない社債権者は自らの利害に開

にした「社債権者集会」が、会社法上の社債権者集会を要求することよりも、常に手続的に容易であるとはいいがたいのではないか。

## (2) 裁判所の審査能力

裁判所の関与については、法的倒産手続によらない迅速な事業再生を実現するという観点から、裁判所の審査対象は手続規制を中心とし、権利変更の内容の適正といった実質にわたる事項については、立法試案2項に規定されている要件を満たす限り、裁判所がそれ以上積極的に探知すべきものではないという指摘がある。すなわち、事業再生ADR手続等の制度化された私的整理において、社債権者以外の金融債権者が真剣に交渉した結果、同意した権利変更との実質的公平が確保されており（立法試案2項2号）、かつ、清算価値保障原則が満たされていれば（立法試案2項3号）、そのような権利変更は、少数社債権者に強制するだけの合理性のある権利変更であるという推定が可能であるという<sup>68)</sup>。

しかし、この点には疑問がある。単なる元金減免のみではなく、エクステンジ・オファー（交換募集）やデット・エクイティ・スワップを伴う等、権利内容の変更が複雑であった場合には、実質的公平を裁判所が形式的にだとしても審査することができるのか。エクステンジ・オファーやデット・エクイティ・スワップの目的物となる社債や株式の価格の算定には専門的知識が必要であり、また、これらの算定を正確に行うためには時間を要することが考えられ、かえって事業再生ADR手続等の長所のひとつである迅速性を損ねるおそれがある。このような裁判所の判

断能力の限界から社債の権利内容の変更については複雑な条項を付けられないのではないか。また、金融債権者の真剣な交渉があったとしても、社債権者の知識・判断能力の不足や、裁判所の審査能力の限界を利用して、社債権者以外の金融債権者が通謀して、社債権者に負担を押し付けることが考えられるため、形式審査では十分とはいえない。仮に迅速性等の観点から形式審査で足りるとするのであれば、あくまで後述のように社債権者の利益を代表する者の手続関与が必要であると考える<sup>69)</sup>。

## (3) 社債権者の利益代表

実質的な協議・交渉の機会を確保する<sup>70)</sup>ためには、多数にのぼる社債権者が一致した行動を取ることは困難であるから、何らかの者が社債権者全体の利益を代表して、交渉を行うことが望ましい。社債権者集会での元金減免決議は、事業再生ADR手続の枠内で行うとすれば手続実施者の、並行して行うならば社債管理者または社債権者が選任した代表社債権者（736条1項）のイニシアティブによることが考えられる。

しかし、事業再生ADR手続の手続実施者は事業再生実務家協会（JATP）が選定した者<sup>71)</sup>であり、その職務は債権者と金融機関等との間の和解の仲介である。したがって、必ずしも社債権者の利益を代表する者とはいえない。資産および負債に関する情報についての中立的な第三者がいれば足りるとする考え方もありうる<sup>72)</sup>が、社債権者の保護という観点からは中立的な第三者であるだけでは足りず、明確に社債権者の利益を代表する者

---

係がないとして、元金の減免についての「社債権者集会」には出席しないことが考えられる。

68) 井出・前掲注2)15頁、松下・前掲注50)217頁。

69) 会社法上の社債権者集会決議の不認可条件について詳しく検討したものとして、上柳ほか編代・前掲注18)168-170頁〔神田秀樹〕、西村あさひ法律事務所＝フロンティア・マネジメント株式会社編・前掲注10)638頁〔濱田芳貴〕。逆に、社債権者の合理的意思決定を尊重するために、裁判所の実質審査による後見的機能を排除すべきであるとして、社債権者集会決議に裁判所の認可を要求すること自体に疑問を提起するものとして、藤田・前掲注1)239-240頁、243頁がある。

70) その必要性は上記シンポジウムで繰り返し指摘された（井出・前掲注2)15頁）。

71) 具体的には、会社更生事件の管財人や民事再生事件の監督委員・管財人を務めた経験のある弁護士、私的整理ガイドラインの専門家アドバイザー経験を有する弁護士・公認会計士等事業再生の専門家が想定されている（事業再生実務家協会・前掲注66)15頁）。

72) 井出・前掲注2)15頁、松下・前掲注54)17頁。松下・前掲注50)216-217頁は、代表社債権者の調査権を中立な第三者の関与の亜種として位置づけるが、社債権者の利益代表を重視する本稿の立場からは適当でないと考えられる。

が必要であると考え<sup>73)</sup>。

社債管理者に会社法上期待されている職務は、まさにこのような社債がデフォルトの危機に瀕している場合に社債権者全体の利益を図ることであるが、社債管理者不設置債が多く、また社債管理者が設置されていたとしても、社債管理者に就任するのは多くが発行会社のメインバンクであり、事業再生 ADR 手続等の成立に大きな利害関係を有しているため<sup>74)</sup>、必ずしも社債権者の利益のために働くことを期待できるとはいえない。

したがって、立法試案が適用されたとしても、社債の元金が減免されようとする局面にあって、社債権者の利益を適切に代表する者がいない。立法試案では、代表社債権者に調査権を認めることでそれを解決しようとしているが、代表社債権者制度はこれまで実績がなく、代表社債権者の選任自体に社債権者集会の決議が必要であるため、その利用には実際上困難が多いといわれているため、このような重要な判断局面において社債権者の保護として十分であるかは未知数である。

そこで、立法試案を適用して、社債の元金減免をしようとする局面では、少なくとも現行法の枠内では社債管理者の設置が不可欠ではないかと考える。このとき、既発の社債管理者不設置債は社債管理者がいないために社債権者集会決議による社債の元金減免ができないように思われる。しかし、事後的に社債管理者を設置する方法もありえ<sup>75)</sup>、仮に社債権者集会決議による元金減免をするにあたって厳格に社債管理者の設置を要求したとしても、事後的に社債管理者を設置することにより、もともと社債管理者不設置債であった社債でも元金減免をすることが可能である

と考える<sup>76)</sup>。

#### (4) 反対社債権者の社債買取請求権 買取価格決定の困難と元金減免決議の a 成立可能性

社債権者集会での反対社債権者の保護のために、反対株主の株式買取請求権（116条、117条、469条、785条、786条等）にならって、社債権者に社債買取請求権を付与することが提案されることがある。

しかし、反対社債権者による社債買取請求権が適用される場面を考えたとき、社債権者集会が開催されるのは、会社の信用が揺らぎ、社債の償還が困難になった場合である。そのようなデフォルトの危機に瀕している場合に、社債買取請求権といった発行会社に出捐を義務付ける仕組みは妥当とはいえない。

また、仮に反対社債権者の社債買取請求権を認めたとして、その場合の買取価格をどうすべきか。券面額での買取をすることは、過大な保護を当該社債権者に与えることになる。市場価格であったとしても、リスク回避的な個人投資家が殺到して、多額の償還資金が必要になり、結果として元金減免決議を行う意味が損なわれるおそれがある。さらに、買取価格の決定に技術的判断を要するとすると、紛争の火種を後に残して、事業再生の障害となるおそれがある。

次に、決議の成立可能性という観点から考える。社債買取請求権という形で、券面額もしくは市場価格による一定の補償がなされるとすると、元金減免に応じて発行会社の経営再建に協力することにより先の読めない社債の償還を待つよりも、社債買取請求権を行使した方が得だとして、ほとんどの社債権者が事業再生計画の社債の元金減免決議に対して

73) 大杉謙一ほか「座談会 会社更生手続と社債をめぐる諸論点 (3・完)」金法 1637 号 44 頁, 53 頁〔藤田友敬発言〕。

74) 従来、社債管理者と社債権者の利益相反の問題は指摘されている。マネタリー・アフエアーズ現代社債投資研究会編著・徳島監修・前掲注 39)126 頁, 北村雅史「社債管理会社の義務と責任——利益相反関係を中心として」ジュリ 1217 号 10 頁, 11-13 頁 (2002), 神作・前掲注 12)206 頁, 「金融取引におけるフィデューシャリー」に関する法律問題研究会・前掲注 30)222 頁。

75) 設置義務に反して、社債管理者を設置していない場合だが、事後的な社債管理者の設置方法として、714 条 1 項の類推適用により、社債権者集会の同意を得る、もしくは同意に代わる裁判所の許可を得ることを指摘するものとして、上柳克郎ほか編集代表『新版注釈会社法 第 2 補巻 (平成 5 年改正)』168 頁〔神田秀樹〕(有斐閣, 1996)。

76) ただし後述 (IV 3 (3) b) するように、社債管理者を事後的に設置した場合であっても、社債権者保護の観点からはなお課題は残る。



反対の決議をすることも考えられる。この場合には社債権者集会決議が成立せず、事業再生ADR手続等を遂行することができない。このような社債権者の行動を誘発しかねない社債買取請求権は事業再生の局面において適切とはいえないのではないか。

#### b 株式買取請求権との比較の観点

次に、株式買取請求権の対象となっている行為との均衡から考えた場合にも、社債の元金減免について反対社債権者に社債買取請求権を認めることは妥当でないと考える。

たしかに、株式買取請求権と社債買取請求権は、多数決によって犠牲にされた少数者の保護という点では構造が同じであるように見える<sup>77)</sup>。しかし、株式買取請求権が認められる対象は、定款変更(116条、117条)、事業譲渡(469条、470条)と組織変更(785条、786条等)であり、特に、本稿で問題としている社債買取請求権が多数決を行った際の少数社債権者の保護を目的としていることを考えれば、社債買取請求権との比較の対象にすべきなのは、定款変更のうち、ある(種類)株式が譲渡制限株式となる場合(116条1項1号、107条1項1号および116条1項2号、108条1項4号)と全部取得条項付株式となる場合(116条1項2号、108条1項7号)であろう<sup>78)</sup>。譲渡制限株式は譲渡という株式の投下資本回収の原則的な方法(127条参照)を制限した株式であり、全部取得条項付株式は100%減資のために用いる等、対象となる株式の株主の同意なく株主としての地位を奪うことを可能とする株式である。すなわ

ち、事業譲渡や組織再編といった会社のあり方に大きく関わる場合や、そもそも種類株主総会が省略されており多数決による意思決定の機会すらない場合(116条1項各号、322条2項)には株式買取請求権が広く認められているが、株主としての地位や株式の権利内容自体が議決の対象となっているような定款変更の場合については、株式買取請求権の対象となる定款変更の内容は、投下資本の回収方法を著しく制限する場合と同意なき株主の地位の剥奪を可能とする場合に限られているのである。これは、株式の権利内容自体を変更する旨の株主総会決議については原則として当該株主総会決議を尊重するべきであり、わざわざ少数株主の保護を図る必要はなく、株主の権利に対する影響が極端な場合に限り少数株主の保護を図ったものといえるのではないか<sup>79)</sup>。

そうだとすれば、社債の元金減免がこのような社債権者の権利に対する影響が極端な場合といえるかについては疑問の余地がある。すなわち、元金の全額免除の決議がなされる場合は別として、一部減免のみであれば、あえていえば株式の剰余金の配当についての定款変更(108条1項2号)<sup>80)</sup>に相当し、社債買取請求権を認める必要性があるほどの権利変更とはいえないのではないか。元金の全部免除であれば社債権者の権利に対する影響が極端といえるかもしれないが、社債権者が経済合理性に従うならば元金減免決議に応じることにより最終的な弁済総額の増大を目指すのであり、弁済が全くなされなくなる元金の

77) 株式買取請求権は従来、少数株主の保護をその目的としてきたとされている(酒巻俊雄=龍田節編集代表『逐条解説会社法第2巻 株式・1』134頁〔岡田昌浩〕(中央経済社、2008)、森本滋編『会社法コンメンタール18—組織変更、合併、会社分割、株式交換等(2)』95-96頁〔柳明昌〕(商事法務、2010))。

78) 同じ株式買取請求権であっても、その目的とする行為によって、その趣旨は異なりうる。組織再編(事業譲渡を含む。以下同じ。)においては少数株主の保護に加えて、組織再編行為に対する株主によるチェック機能が重視されてきている(森本編・前掲注77)96頁〔柳明昌〕、藤田友敬「新会社法における株式買取請求権」江頭憲治郎選『企業法の理論(上)』261頁、276頁(有斐閣、2007))。藤田・同も組織再編の局面で生じる株式買取請求権と組織再編以外の局面で生じる株式買取請求権を区別している。また、定款変更の中でも種類株主総会の省略が定款で定められているときに当該種類株主に損害が生じるおそれがある行為をする場合(116条1項各号、322条2項)の趣旨は、種類株主総会の省略されることの代償として捉えられている(酒巻=龍田編代・前掲注77)136頁〔岡田昌浩〕)。

79) 株式買取請求権一般についてであるが、何が株式買取請求権の対象となる「会社の基礎的変更」であり、いかなる基礎的変更により株式買取請求権を認めるべきか理論的には必ずしも明確ではないことを指摘するものとして、森本編・前掲注77)94頁〔柳明昌〕。なお、本稿の趣旨を外れるため、定款変更に対して株式買取請求権の行使が限定されている趣旨をより深く検討することは避ける。

80) 種類株式の剰余金の配当についての定款変更は株式買取請求権の対象として認められていない。



全部免除については決議がなされることはないと考えられるので、問題とならないであろう。したがって、株式買取請求権が認められている定款変更の場合と比較して、社債の元金減免決議に対して少数社債権者の社債買取請求権を認めることは広きに失し、適当ではないと考える。

### c. 少数社債権者の保護のあり方

上述のような社債買取請求権の行使価格にまつわる困難、社債権者に対し元金減免に反対するインセンティブを与えてしまうことや株式買取請求権の対象となる定款変更との比較の観点から、社債買取請求権を社債の元金減免決議にあたって認めることは、社債権者集会における少数社債権者の保護手段としては不適切であると考えられる。

社債の元金減免が認められるのは、あくまで実質的には社債権者全体の経済的利益が増大する場合であるので（むしろそのような場合でなければならない）、社債権者全体の経済的利益が増大するための手続的・制度的保障がなされるならば、少数社債権者の保護はその意味ですでに図られているといえる。したがって、社債買取請求権という形で社債権者集会で反対した少数社債権者の個別的な保護を図るよりも、このような社債権者集会決議が社債権者全体の経済的利益の増大に資する合理的選択となることをそもそも目指すべきであろう。

## 3 立法試案の位置づけ

### (1) 今後の立法試案の方向性

事業再生 ADR 手続等の私的整理を行った際に、社債権者のみが全額償還されるのは、社債権者と同じく金融債権者である金融機関が債権カットを迫られることと比べて優遇されている感が強い<sup>81)</sup>。特に金融機関の債権

には担保が付されて、法的には無担保社債権者よりも優先されるべき場合が多いことを考えると<sup>82)</sup>、社債権者の数が多いことや社債権者の捕捉が困難ということのみで、金融機関の債権よりも社債が事実上優先されることには違和感がある。また、仮に金融機関がこのような不公平感を強く持った場合には、社債の元金減免をしない私的整理手続への同意が得られず、私的整理手続の交渉が長引いたり、法的整理を余儀なくされたりするおそれがある。

社債発行会社の裾野の広がりにより、社債発行会社が経営危機に陥る例も増えているが、仮に社債発行があるという一事によって、事業再生 ADR 手続等が使えないこととなれば、企業が社債の発行をためらうおそれがあり、資金調達の一手段として社債制度を設けた趣旨が損なわれる。その点で、上記立法試案の必要性にはうなずける。

立法試案は社債の元金減免の可能性を認める問題提起として重要であり、今後その内容についてはより深く検討されるべきであろう。

特に、情報開示の点については、代表社債権者に調査権を認めるだけでなく、社債権者集会において法定開示事項を定め、社債権者が事業再生 ADR 手続等に伴う再建計画や他の債権者の債権の減免率等について正確な情報を得ることができるよう配慮するべきだと考える<sup>83)</sup>。

### (2) 倒産法的な考え方

最後に、立法試案の検討の視点として、社債権者集会の多数決を会社法上の社債権者集会の延長として捉えるか、それとも倒産手続における債権者集会・関係人集会の延長として捉えるかという問題があり、その背後に会社法と倒産法の思想の違いが存在することについて触れたい<sup>84)</sup>。

81) 前述のアイフルの事例（II 2(2)）がこれにあたる。同旨の指摘について、西村あさひ法律事務所＝フロンティア・マネジメント株式会社編・前掲注 10)635 頁〔濱田芳貴〕。

82) 法的再生手続が利用された場合には、社債権者は再生債権者（民事再生法）、更生債権者（会社更生法）となるが、担保を有する債権者は別除権者（民事再生法）、更生担保権者（会社更生法）として優先権を得る。

83) 田頭・前掲注 5)21 頁。社債権者への情報提供を評価したと見られる判例として、東京地判平成 19 年 6 月 11 日前掲注 43)。

84) 社債については、社債権者集会や社債管理者が承認されている等倒産法制全般にわたって会社法のルールが入り込んでいることを指摘するものとして、大杉ほか・前掲注 12)33-34 頁〔藤田友敬発言〕。

法的整理手続において、債権カットが可能となるのは、権利の減免を受ける債権者の多数決という自律的な決定に根拠がある<sup>85)</sup>。そのため、ひと括りの「社債権者集会」の決議で足りるとする考え方は、個々の社債権者の合理的意思に基づいた多数決による自律的決定が可能であることを前提としていると思われる。しかし、そもそも会社法上の社債権者集会が導入された趣旨は、一般投資家が権利者となる社債においては、個々の社債権者に判断を委ねると合理的な判断ができないおそれがあるため、まずは利害関係を同じくする同種類の社債権者内での団体的意思決定により合理的な判断を可能としようとした点にある。そうであるとすれば、多数決による自律的決定といっても社債権者個人の合理的意思決定を前提とした立法試案の「社債権者集会」と会社法上の社債権者集会は、大きくその発想を異にするといえる<sup>86)</sup>。

また、倒産手続の前倒しと考えると、事業再生の面を重視することになり、簡便性・迅速性のために、同じ優先順位の債権者を等しく扱うことを強制する<sup>87)</sup>ことになり債権者の権利保護は相対的に軽くなる。再生手続あるいは更生手続であれば、他の種類の債権もまとめて1つの組で決議を行うことになり、そのような決議では否決に持ち込めるだけの議決権を有していない債権者に、立法提案のスキームの中であらためて事実上拒否権を付与する必要はないのではないか、という考え方もある。

しかし、私的整理の段階においては、公平性を保つ工夫は重ねられているものの、それは債権者間での相互監視に依存しており最終的には債権回収競争となる側面を否定できな

い。仮に私的整理の局面になったときに、債権者の中に社債権者がいた場合、社債権者は一般投資家も簡単になることができ、企業の経営状態に関する情報収集や債権回収のノウハウについて他の債権者よりも劣っているために、私的整理手続の中で事実上劣後することが容易に想像できる。また、社債権者の数が多数にのぼることから意思決定の遅れ、不合理な意思決定の可能性も十分に考えられる。これらの事態が頻発すれば、一般投資家は社債への投資を敬遠することになり、ひいては、社債発行会社の社債による資金調達に支障を来すおそれがある。このような資金調達という目的達成とのバランスから、あくまで私的整理手続の段階では、社債権者の保護を第一の目的とする会社法上の社債の規律<sup>88)</sup>を原則とすることが適当ではないだろうか<sup>89)</sup>。

#### IV. 一般的な元金減免と社債権者の合理的意思決定

IIIでは、立法試案を中心に、社債の元金減免について論じた。しかし、立法試案のような事業再生ADR手続等を利用する場合に限られず、より広く一般的に社債の元金減免を認める余地はないだろうか。IVでは、より一般的な社債の元金減免を可能にするための有用性を検討し(1)、それを踏まえて、会社法上の社債権者集会の意義について考察する(2)。そして、最後に、社債権者の経済的利益を最大化するための合理的・実質的意思決定をより一層促進するための方策について検討する(3)。

---

85) 松下・前掲注54)17頁。

86) 会社更生手続において社債権者が主体的に手続参加するというイメージについて、違和感を表明するものとして、大杉ほか・前掲注73)46頁〔藤田友敬発言〕。また、社債権者の方が、一般的な債権者に比べて受動的な性格が強いと考えるものとして、同52頁〔大杉謙一発言〕。

87) 大杉ほか・前掲注73)47頁〔松下淳一発言〕。

88) 鴻・前掲注4)165頁、江頭編・前掲注5)5頁〔江頭憲治郎〕。

89) 会社更生手続においては、管財人が裁判所の監督下で行動するため、社債権者も平等・合理的な扱いがなされることが高い蓋然性で期待されることを根拠として、社債権者集会での社債権者の団体的意思形成や社債管理者を通じた権利実現にこだわる必要はないとする見解がある(大杉ほか・前掲注73)47頁〔大杉謙一発言〕。私的整理手続にこのような高い蓋然性が認められないとすれば、やはり社債権者集会での団体的意思形成や社債管理者を通じた権利実現にこだわるべきなのではないか。

## 1 一般的な元金減免への可能性

### (1) ケネディックスの事例——資金繰り行き詰まりへの対応

転換社債（外債でありわが国の会社法が適用されない）ので、社債権者集会の利用はできなかった）の繰上償還期日における資金繰りに問題を有していたケネディックスは、公募増資によって調達する資金によって社債の一部を償還し、社債の残額部分については償還期限を延長した新たな転換社債に交換するエクステンション・オファーを行った<sup>90)</sup>。

このように、事業再生の場面に限らず、社債償還の資金繰りに行き詰まった会社の対応策として、社債の元金減免を認めることがありうる。特に、好況時に、株式となって償還の必要がなくなることを期待して転換社債を大量に発行した会社が、昨今の株価の低迷により思ったように株式への転換が進まず、社債償還のための大量の資金需要により資金繰りに窮する例が多いが、社債を除けば財務状況は良好である会社にとっては社債権者集会による社債の元金減免が可能になることは、抜本的な再建のために有益なことであり得る。

### (2) 社債の元金減免を認める有用性

一般的な社債の元金減免を認めた結果、濫用事例が頻発して、安易な社債発行を招いたり、社債の信用性を低下させたりすることは適当ではない。しかし、事業を順調に継続で

きる会社が一時の資金繰りの悪化で直ちに法的整理に至るよりは、事業をそのまま継続した方が、弁済の継続により社債権者の経済的利益が最大化することも十分に考えられるように思われる<sup>91)</sup>。

すなわち、社債権者としても、法的整理手続による割合的弁済（その弁済額が低いことは十分に考えられる。）しか得られない<sup>92)</sup>よりは、元金減免に応じて、最終的な償還額を多くできる可能性を残した方がその利益に適う。社債権者の保護は、元金減免が行われるのが社債権者の経済的利益の最大化に適う場合に限定されるよう環境整備をしていくことで図るべきである。

社債権の権利内容の変更を全く不可能とする立法もありうる<sup>93)</sup>が、そのような立法をしているアメリカにおいてもエクステンション・オファーによって実質的な権利内容の変更が行われており、社債の権利内容の変更を可能とすることへの要請は強いと考えられる<sup>94)</sup>。特に、一般に投資家の自己責任原則が浸透した現在<sup>95)</sup>においては、元金減免やデフォルトの危険は高い利率によって賄われると考えられ、社債を必ず全額償還される投資対象として定義する必要性は低い。

もっとも、エクステンション・オファー等の市場原理による解決<sup>96)</sup>を先決とし、少数社債権者の権利をその同意なく制限する手段が最後の手段とされるべきことは当然である<sup>97)</sup>。また、社債権者集会決議による社債の元金減免が最終的に可能であるということ

90) 井出・前掲注 2)13 頁。アメリカでは社債の元金の減免が禁止されていることもあり盛んに行われている（藤田・前掲注 1)223-224 頁）。ケネディックス株式会社「第 15 期報告書」8-10 頁（[http://www.kenedix.com/cms/doc4/20100330\\_165038eKgH.pdf](http://www.kenedix.com/cms/doc4/20100330_165038eKgH.pdf), 2011 年 12 月 18 日最終閲覧）に当該会社の側から見たエクステンション・オファーの様子、意義が掲載されている。

91) 特定社債の償還期限のみが迫っているような場合には、特に他の債権者との間での債権者平等原則等を考慮する必要はない。

92) 倒産手続に入った場合の債権の回収率は極めて低い。会社更生手続においても更生計画において債権額をかなりカットされるのが通常である（神作・前掲注 12)185 頁）。また、法的倒産手続固有のコストに言及するものとして、藤田・前掲注 1)219-220 頁。

93) 藤田・前掲注 1)245-246 頁に指摘されている。

94) 藤田・前掲注 1)223-224 頁。

95) 田頭・前掲注 5)21-22 頁、マネタリー・アフェアーズ現代社債投資研究会編著・徳島監修・前掲注 39)25-27 頁。

96) もっとも、国内債においては技術的にエクステンション・オファーが難しいとの指摘がある（井出・前掲注 2)14 頁）。なお、株式についてはあるがエクステンション・オファーの難しさを説明するものとして、弥永真生『会社法の実践トピックス 24』99 頁（日本評論社、2009）。

97) 井出・前掲注 2)15 頁。また、社債権者集会決議による元金減免は決議が可決されるか否決されるかしかなく、可決されることがほぼ確実な場合を除いて、元金減免がなされるかどうかについて不透明性があることや、

は、社債発行会社から社債権者に対する譲歩を迫るための圧力材料となることが十分考えられるため、その点についての配慮が必要である<sup>98)</sup>。

### (3) 社債権者集会による元金減免が認められることの明文化

社債権者集会決議による社債の元金減免を事業再生の場面に限らず一般的に認める有用性は高く、それが社債投資のあり方にもふさわしいものとする。もっとも、本稿は現行法の解釈上も社債権者集会による社債の元金減免は可能であるとするが、実務上は必ずしもそう捉えられておらず、社債の元金減免について今後の法的安定性を確保するためには明文化が必要であるとする。具体的には、「元金の減免」を706条1項1号に加えることが考えられよう<sup>99)</sup>。さらに、後述するような社債権者保護の仕組みをより一層充実させ、社債権者が適切に自らの利益を実現できるようにすることが必要である。

明文化は、社債権者の予測可能性<sup>100)</sup>を高め、発行会社の経営危機の際には社債権者にとってその経済的利益を最大化するための選択肢が広がることになるので、社債の価値を高めることにつながる。同時に、社債発行会社にとっても、財務戦略の選択肢を増やすことになり、より柔軟な経営が可能になる。このように、社債の元金減免の可否を明文で明らかにすることは、社債権者と社債発行会社双方にとってメリットとなり、ひいては社債市場の発展にもつながりうる<sup>101)</sup>。

## 2 会社法上の社債権者集会の意義

社債権者集会の会社法上の意義は何か。上記のような社債権者集会での一般的な社債の元金減免を認める有用性とは別に、これを正当化する根拠は何か。それは社債の元金減免があくまで社債権者の経済的利益の最大化に貢献するということである。

社債権者集会決議による元金減免に対する否定説の根拠は、社債権者の個別の同意なくして、その権利を侵害することは許されないということであった。それは社債の元金減免が「権利の侵害」であることを前提としている。しかし、それは前述(II 5)のとおり適切な理解ではない。

たとえば、事業再生の場面について考えると、社債の元金減免を不可能とし、①法的再生手続と②社債を除いた私的再生手続との選択肢しか認めないか、社債の元金減免を認め、③社債を含めた私的再生手続の選択肢まで認めるかという問題になる。この場合、①②を取ったとしても、会社が再建されるならば、社債の元金減免を認めないことが社債権者の利益になるが、③に比べて①②の方が、社債発行会社が事業再生できず④清算手続に至る危険性は高い。したがって、④清算手続に至るリスクを織り込むと、必ずしも社債の元金減免を否定することが社債権者の保護につながるとはいえない。そうだとすると、社債の元金減免は社債権者の「権利の侵害」と位置づけることは妥当ではなく、むしろ社

---

社債権者集会決議を開催するにあたっては、その旨の公表が必要であり市場へのレピュテーションリスクがあること等を考慮すると、エクステンジ・オファー等を先行して行うことが現実的である。

98) その対策としては、裁判所による認可制度を十分に機能させることや後述(IV 3(2))のように社債権者集会決議の定足数を厳格にすることが考えられる。

99) 本来、706条1項は社債管理者の権限に関する規定であるため、社債管理者の権限として「元金の減免」を可能とするものの可否も問題となるが、社債権者集会決議(706条1項柱書)がある場合には、社債権者の利益のために、社債管理者に社債の元金減免をすることも認めてよいと考える。

100) 社債権者の予測可能性の観点からは社債契約に明記することも考えうる。しかし、社債契約に信用低下を前提とした記述をすると、社債がデフォルトに陥る可能性があるとして市場から判断されて、社債発行時の格付けが低下する等の不利益を被るおそれがあるため、社債契約への明記は社債発行会社が現実的に取れる手段とはいえない。

101) かねてからわが国の社債市場の低調が指摘されているが、社債がデフォルトした際の社債権者の債権保全についての共通の理解の形成や、コスト負担のあり方等の検討が進んでいないことが、わが国の社債市場の発展を阻害する要因のひとつとして指摘されている(日本証券業協会社債市場の活性化に関する懇談会「社債市場の活性化に向けて」4頁(2010年6月22日)([http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shasai\\_kon/files/100622\\_r1.pdf](http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shasai_kon/files/100622_r1.pdf), 2011年12月17日最終閲覧))。



債権者の経済的利益の最大化を図るための積極的な戦略として位置づけることができる。

このような経済的利益の最大化を図るための実質的な判断は、内容自体が高度であるため、元金減免という表面的な不利益に捕らわれず、冷静にどの選択が自らの経済的利益の最大化につながるのかといった合理的な判断が求められる。同時に、仮に社債権者の一部が同意したとしても、全体で同意しなければ会社の再建が不可能であるといった具合に統一的意思決定ができなければ意味がない。したがって、社債権者集会という形で社債権者を団体的に扱うことにより、専門家からの助言を容易に得る機会を提供し、社債権者間の議論を促すことで合理的な意思決定を可能にすること、さらに多数決による決定を社債権者全体に及ぼすことによってその意思決定を実効的なものとするのが社債権者集会の意義であると考えられる。すなわち、社債権者に対して自らの経済的利益の最大化を図るための合理的な意思決定を可能とさせ、その意思決定に対し実効性を持たせるための場として社債権者集会を定義することができる。

しかし、現状ではこのような社債権者集会の意義が広く認識され、その機能を十分に果たしているとはいいがたい。そこで、以下では、このような社債権者集会の意義を実現するために求められる規律について検討する。

### 3 社債権者の合理的な意思決定に向けて

#### (1) 社債権者集会における情報開示

どのような権利変更を行うとしても、社債権者集会決議による権利変更がなされる前提として、少なくとも他の債権者と同じ程度に、社債権者に対する十分な情報開示と実質的な協議・交渉の機会の保障がなされていなければならない。

現行法では、社債権者集会の開催にあたって、社債権者集会参考書類の交付が義務付けられている(721条)が、その他の事項については社債管理者の職責や社債権者と発行会社の直接の交渉に委ねられており、社債権者が合理的な判断をするための情報開示に対する配慮が見られない<sup>102)</sup>。現在、社債発行規制が緩和され、社債権者の自己責任が問われるようになったが、自己責任原則の前提は、判断の基礎となる適切な情報の開示である。社債権者集会は、全社債権者が唯一集合することができる場であり、情報を得る重要な機会であることを重視して、社債管理者や発行会社の説明義務(314条参照)を検討すべきではないか<sup>103)</sup>。

#### (2) 社債権者集会の定足数

社債権者集会の定足数は、決議の取得を容易にするために平成17年改正で撤廃された<sup>104)</sup>。しかし、社債権者集会での社債の権利内容の変更にあたっては、社債権者による議論の場を確保するという観点と社債発行会社のモラルハザードを防ぐという観点から、やはり社債権者集会の議決を採るに際して定足数は必要だと考える。

すなわち、社債権者集会の決議が社債権者の合理的な意思決定であるというためには、議論が尽くされることが必要であり、実質的な議論を可能とするためにはある程度の議論への参加者が必要だと考える。しかし、定足数を不要とすることは議論がされない可能性が高まることを許容したことになる。社債権者集会決議を社債権者の自治的判断というならば、一定数の賛成で足りるとするのはなく、実質的な議論を確保するための定足数という観点も必要ではないか。

次に、定足数を要求しない現行法では、特別決議であっても、議決権総額の5分の1以上の賛成が集まれば、社債権者集会決議を得ることができる(724条2項)。仮に、社債

102) もっとも、少なくとも更生手続に至った場合には、社債権者集会の場で、社債管理者から詳細な意見陳述書が出るようである(大杉ほか・前掲注73)53頁〔瀬戸英雄発言〕。

103) 大杉ほか・前掲注12)33頁〔神作裕之発言〕、江頭・前掲注31)39頁。社債権者への情報提供について、提供すべき情報の内容、その開示・伝達方法についてさらなる検討を要するという指摘をするものとして、大杉ほか・前掲注73)54頁〔高木新二郎発言〕。

104) 野村・前掲注26)127頁。

権者集会の出席者に、議決権総額の5分の1以上を占める賛成者がいる場合、賛成の決議を阻止するためには、10分の1以上の反対者の出席が必要である。これは、反対の意思表示をする方法として、社債権者集会の欠席という手段がなくなることを意味する。社債権者集会は通常、社債権者にとって不利になる場合に開かれることが多い。このようなときには、社債権者は社債発行会社に対して不信感を持っているため、必ずしも社債権者（特に決議への反対者）が出席するとは限らない。そして、このような社債権者が社債権者集会の仕組みを正確に理解しているとも限らない。社債発行会社は、これを利用して、5分の1以上の賛成者を集めることで足りるとして、社債権者全体の利益を図らずに社債権者集会決議を得ようとするおそれがある<sup>105)</sup>。このような社債発行会社のモラルハザードを防ぐためには、一定程度の定足数が必要であると考えられる。仮に社債権者集会への一定数の出席も見込めないような、社債の元金減免計画しか定められないならば、公平性が確実に担保される法的手続に移行するべきであろう<sup>106)</sup>。

### (3) 社債管理者の活性化と課題

#### 社債権者集会において期待される社債管理者の役割

a

社債権者集会による団体的自治の限界はたびたび指摘されている<sup>107)</sup>。そこで、社債権者集会における合理的意思決定がスムーズにできるように、社債権者集会において社債管理者制度の活性化を図れないだろうか。

会社法は、社債管理者という英米法系の制度と社債権者集会という大陸法系の制度の両方を取り入れている。これはわが国の社債管

理制度の大きな特色であり<sup>108)</sup>、両者を上手く組み合わせて社債権者の保護を図ることが法の趣旨に合う<sup>109)</sup>。

まず、社債権者集会の多数決の欠陥を克服するという役割を社債管理者に期待できる。すなわち、多数決による意思決定については、細分化した社債権しか有しないために社債の管理コストが、得られる利益を上回り、社債権者が「合理的無関心」に基づく行動を選択するという問題点や、他の社債権者が自分と同じ適切な行動を取らないことをおそれて、社債発行会社への猶予を必要以上に拒絶するという「戦略的行動」を取りがちになるという問題点がある。このふたつの問題点に対して、誰かひとりまたは少数の人間に管理を委ねれば管理コストを節約でき、さらには、個別社債権者の「戦略的行動」を制約することができるので、社債管理者に積極的な意義が認められる<sup>110)</sup>。

また、社債管理者には、前述(II 3(4)b)のとおり専門的知識を有する者としての受託者の役割が期待できる。専門的判断を社債権者に提供することにより、社債権者は大衆性を乗り越えて、自らの議決権の行使にあたって、その経済的利益の最大化につながる判断をすることが可能になる。

#### b 社債管理者制度の課題

以上のように、社債権者集会において、社債管理者に期待される役割は大きい。しかし、社債管理者の設置は原則として強制されているものの、設置強制の例外規定(702条但書)を利用した社債管理者不設置債の発行が実際には多い。そのため、現状としては社債管理者に頼ることができるとは必ずしもいえない状況となっている。

105) 株主総会の定足数について同旨のものとして、大杉ほか・前掲注12)38-39頁〔神作裕之発言〕。社債権者集会開催の困難さと社債権者の保護の調和を図るために、一律に社債権者の割合で定足数を定めるのではなく、社債権者数(社債の総額を当該種類の各社債の金額の最低額で除して得た数(会社法施行規則169条))ごとに定足数を定めることも考えうる。

106) 大杉ほか・前掲注12)34頁〔大杉謙一発言〕。

107) 神作・前掲注12)184頁、上柳ほか編代・前掲注5)147頁〔江頭憲治郎〕。

108) 大陸法系諸国においても、英米法の精神・長所を取り入れる傾向が見られ、ベルギー会社法およびアルゼンチン社債法は、その典型例といえる(鴻・前掲注4)79頁、166頁)。

109) 社債管理者と社債権者集会のうち効率的に機能するどちらかの制度で足りると考えることも可能であるとする指摘もある(「金融取引におけるフィデューシャリー」に関する法律問題研究会・前掲注30)234頁)。

110) 藤田友敬「社債の管理と法」公社債引受協会編『公社債市場の新展開』336頁、337-338頁(東洋経済新報社、1996)。

社債管理者不設置債が多い理由としては、社債発行会社の側からは、社債管理者設置の効果が曖昧な割には、手数料が高い<sup>111)</sup>ということが指摘されている。しかし、1996年から1999年までの間に発行された社債を対象とした実証研究によると、不設置債は他の社債と比べて応募者利回りが高く設定されており、この高めの利回りは、デフォルトの際の債権回収リスクの高さや社債発行会社に対するモニタリングの弱さに対する市場の評価という観点からも理解できるという<sup>112)</sup>。したがって、社債管理者設置債はリスクが低い分、利率を抑えることができるため、発行会社にとっては低い利率で資金調達できるというメリットがある。この点を捉えれば、発行会社には社債管理者を設置するインセンティブがあると評価することができる<sup>113)</sup>。

また、社債管理者の側からは、社債管理者が行行使できる権限の範囲が明らかでないにもかかわらず、善管注意義務違反に対して損害賠償責任が問われること(710条1項)からすると、リスクが大きすぎるとい問題点がある<sup>114)</sup>。特に社債の元金減免等形式的には明らかに社債権者の損失となる行為については、社債管理者がその判断に対する責任を問われかねず、社債管理者の判断を萎縮させる可能性を否定できない。

さらに、社債管理者不設置債が多いという現状に加えて、社債管理者が存在した場合にも、問題が生じうる。

社債管理者には社債発行会社のメインバンクがなることが多いが、これらのメインバンクは社債発行会社に対して自らも融資をしていることが多く、債権回収の場面において、

社債権者と利益相反の関係に容易に立ちうる。その対策として、近年サービサー法の制定および施行によって、わが国でも債権回収の専門会社が活躍する場が整備されてきたので、債権回収専門会社が社債管理者に就任するという方向性を模索することがありうる<sup>115)</sup>。

メインバンクが社債管理者となることのもうひとつの問題点として、メインバンクは社債発行会社の経営を指導していることが多く、社債権者からは社債発行会社と同様に責任を負う存在と捉えられやすいことが挙げられる<sup>116)</sup>。そうすると、仮に社債の元金減免が社債権者にとって実質的な利益になるとしても、社債管理者から社債の元金減免を提案することは非常に困難になる。

社債管理者に義務違反があった場合に、社債権者による責任追及がどのような態様でなされるかも問題となる。例えば、社債管理者が義務に違反した場合に、社債権者が個別にその責任を追及または免除できるのか、それともそのような場合にも社債の団体的法的制約が及びうるのか。会社法は社債管理会社の責任を追及するにあたって、具体的な規定を置いておらず問題である<sup>117)</sup>。また、社債管理者に報酬を支給するのが社債発行会社であるとする、社債をデフォルトにさせたくないというインセンティブの歪みが生ずるおそれがある。すなわち、社債発行会社が危機的状況に陥っても、できるだけ長期にわたって手数料収入を得るため、また社債発行会社の意を汲んでできるだけデフォルトを先延ばしにすることが十分に考えられる<sup>118)</sup>。

そして、最後に社債の元金減免のような、

111) マネタリー・アフエアーズ現代社債投資研究会編著・徳島監修・前掲注39)122-123頁、「金融取引におけるフィデューシャリー」に関する法律問題研究会・前掲注30)228頁。

112) 江頭編・前掲注5)130頁〔藤田友敬〕が紹介している。

113) 市場が社債管理者の設置を価格形成に織り込むかについて言及したものとして、藤田・前掲注110)340頁。

114) 江頭編・前掲注5)140頁〔藤田友敬〕。

115) マネタリー・アフエアーズ現代社債投資研究会編著・徳島監修・前掲注39)127頁。イギリスでは、受託専門会社が社債管理者を引き受けており、メインバンクが社債の受託会社になることは避けられている(神作・前掲注12)200頁)。

116) 大杉ほか・前掲注12)35頁〔瀬戸英雄発言〕、同36頁〔大橋正春発言〕。

117) 社債権者が個別的に社債管理者に責任追及できるかを問題とするものとして、神作・前掲注12)211頁。社債管理者の責任の範囲が明らかでないことを問題とするものとして、「金融取引におけるフィデューシャリー」に関する法律問題研究会・前掲注30)228頁がある。

118) 「金融取引におけるフィデューシャリー」に関する法律問題研究会・前掲注30)229頁。

形式的には社債権者の不利益になるが実質的にはその経済的利益の増大につながるという判断をすることが社債管理者に可能なのか、ということが疑問として挙げられる。社債管理者の社債発行後の機能としては、元金の受領（705条1項）に加えて、財務状況や財務上の特約の履行および充足状況の監視を行っている。そして財務状況の変化に応じて、担保付社債への切り替え等の債権保全措置を実施することもある<sup>119)</sup>。しかし、社債管理者は、社債権者から善管注意義務違反を問われないようにということを中心に行動しているように見えるという指摘<sup>120)</sup>があり、仮にこれが事実だとすると、善管注意義務に違反しないために、社債管理者は原則としてリスク回避的行動を取ることが考えられる。そうだとすると、形式的には不利益となるが実質的には経済的利益の増大となる社債の元金減免に応じるかどうかといった社債権者の実質的利益を図るための判断は、財務上の特約に係る判断を除いて社債管理者には期待できないことになる。

#### (4) 代表社債権者への着目

社債権者とは全く別の主体である社債管理者に、実質的意思決定を委ねることの限界は上述のとおりである。そのため、社債管理者に代わって、代表社債権者の制度（736条）を社債権者集会での社債権者の合理的意思決定をするためにもっと有効に活用することも検討すべきであると考えられる。すなわち、社債管理者には、デフォルトの危機発生時の社債権者集会の開催のみを義務付け、その社債権者集会の中で代表社債権者を選任し、その代表社債権者が実質的判断を行うといったことも考えられる<sup>121)</sup>。社債管理者に比較して、自身が直接の権利者である分だけ、上記の利益相反の問題や実質的判断を避けるといったおそれが少ない。代表社債権者の能力の担保

や代表社債権者が社債とは別の債権を発行会社に対して有していた場合等の新たな問題は起こりうるが、より社債権者全体の実質的利益を図ることにつながる可能性も十分にある。

従前、公募債の社債権者は一般投資家であると考えられていたため、社債権者の議決権の10%以上を要求する代表社債権者の選任は困難であると考えられていたが、信用が揺らいだ企業においては、一般投資家が有する社債は流通市場に放出され、合理的な数の投資家に集約していく場合もあるとの報告がある<sup>122)</sup>。そうだとすれば、従前考えられていたほど、代表社債権者の選任は困難ではなく、社債権者の保護の手段としてその有効性を検討されるべきものであると考える<sup>123)</sup>。

## V. おわりに

従来、利用されることが少なかった社債権者集会について、事業再生研究機構による立法試案を足がかりとして、解釈での社債の元金減免の可否、立法試案の内容、一般的な元金減免を認める可能性について検討した。本文中で述べたとおり、基本的には現行法の解釈でも社債権者集会決議による社債の元金減免は可能だと考えるが、倒産実務の元金減免に対する慎重な態度は看過できないように思われる。立法試案を提案するほどに至った社債権者集会決議による社債の元金減免のニーズを正確に汲み取り、社債権者集会による元金減免が可能であることの明文化を図るべきである。そして、明文化にあたっては、立法試案のように事業再生ADR手続等と併用される局面に限らず、社債権者の経済的利益の最大化に資し、その実質的な利益となるならば広く社債権者集会決議による社債の元金減免は認められるべきである。しかし、現行の

---

119) 大杉ほか・前掲注1)18頁〔小柳志乃夫発言〕。

120) 大杉ほか・前掲注1)19頁〔瀬戸英雄発言〕。もともと、善管注意義務違反に問われないように行動することと社債権者保護は基本的に矛盾しないという反論がある（同20頁〔小柳志乃夫発言〕）。

121) 江頭・前掲注21)749-750頁がこの点の議論を紹介している。

122) 井出・前掲注2)13頁。

123) 鴻・前掲注4)196頁、西村あさひ法律事務所＝フロンティア・マネジメント株式会社編・前掲注10)636頁〔濱田芳貴〕、マネタリー・アフェアーズ現代社債投資研究会編著・徳島監修・前掲注39)130-131頁。



社債法の規定は社債権者の合理的・実質的判断を確保するのに必ずしも十分とはいえないことも否定できない。したがって、情報開示、定足数、社債管理者、代表社債権者と種々の考えられる方策を本文中で検討したが、これらを含めてさらに社債権者保護についての議論が深められ、より一層の社債制度の充実が図られることを希望する。

社債は、考えられるだけでも、集団性、大衆性、定型性、市場性と他の会社債権とは大きく違う特色を有する。これらの特色が社債の処理を難しくしている。新会社法が平成17年に制定されて、条文が整備されたが、いまだ社債法は平成5年商法改正で大きな改正があったのみで、規律が十分に行き届いているとはいえないように思われる。

本文中でも触れたが、かねてから日本の社債市場の低調が指摘されており、これらの規律の整備をすることは、社債をより魅力的な投資商品とするために不可欠であると考ええる。日本経済の停滞がいわれて久しいが、社債は個人や機関投資家の有力な金融商品であり、また企業にとっては重要な資金調達手段のひとつである。このような社債をより使いやすくしていくことは、地道な日本再生への一歩となると考える。

なお、脱稿後に事業再生研究機構編『事業再生と社債——資本市場からみたストラクチャリング——』（商事法務、2012年3月30日）に触れた。同書に本稿のテーマに関する箇所は多々あるが、補正段階では2009年のドイツ社債法の改正と立法試案の詳細についてのみ、本書を出典として補足することとした。

## 謝辞

本稿のもととなったリサーチペーパーの指導教員である藤田友敬先生に心から御礼申し上げます。ご多忙にもかかわらず、リサーチペーパーの面談を熱心にしてくださり、拙い私の論稿に対して多数のご指導を賜りました。本稿に見るべき点があるとすれば、すべて藤田先生のご指導によるものです。

また、本稿はサマーインターンシップ中に鈴木学先生からいただいた示唆に基づくものです。篤く御礼申し上げます。

その他名前を挙げることはできませんが、多数の教員・実務家の方に本稿のテーマについてお話を伺いました。本当にありがとうございました。

最後に、私の法科大学院生活を支えてくれた両親・友人・先輩後輩に御礼を申し上げます。周囲の皆さまのおかげで、法科大学院生活を楽しく送り、本稿を書き上げることができました。心からの感謝とともに筆を擱きます。

(いわま・あやの)