

令和 5 年 6 月 16 日現在

機関番号：14501

研究種目：若手研究

研究期間：2018～2022

課題番号：18K12678

研究課題名（和文）事業再生における社債権者の意思決定に係る法的規律

研究課題名（英文）Bondholders' decision-making in corporate bond restructurings

研究代表者

行岡 睦彦（Yukioka, Mutsuhiko）

神戸大学・法学研究科・准教授

研究者番号：20734693

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,300,000円

研究成果の概要（和文）：本研究では、社債の発行会社が財務的な苦境に陥り、財務的リストラクチャリング（債務の支払期限延長や元利金の減免等による財務的な負担の軽減）を必要とする状況となった場合における、社債権者の意思決定に関する法的問題および法的規律のあり方を研究した。具体的には、社債権者の意思決定のあり方として、個別同意による方法と資本多数決による方法の利害得失を検討するとともに、事業再生に係る交渉局面において社債権者の利益を代弁する仕組みとしての社債管理のあり方（社債管理者・社債管理補助者や社債契約のあり方等）を検討した。

研究成果の学術的意義や社会的意義

この研究では、従来必ずしも十分な議論の蓄積がなかったテーマについて、基本的な分析視角を提示するとともに、具体的な解釈論・立法論的な提言を行った。学術的には、多数の投資家が集合的な意思決定を行う場合における法的規律のあり方、金融契約に基づく債務の履行が事後的に困難となったために再交渉が行われる場合における法的規律のあり方、事業再生における様々なタイプの権利者の処遇に関する法的規律のあり方について、理論的な観点から研究を深化させることに貢献した。また、社会的にも、社債の発行・管理に関する将来の実務の発展に一定の貢献をなしているものと考えている。

研究成果の概要（英文）：In this study, I analyzed legal issues related to decision-making by bondholders in a situation where a bond issuer falls into financial distress and needs to undergo financial restructuring. Specifically, I considered the advantages and disadvantages of individual consent rule and voting rules. I also examined how corporate bonds should be managed in relation to the financial restructuring.

研究分野：会社法

キーワード：社債 事業再生 資本市場 契約の再交渉 会社法 金融商品取引法

## 1. 研究開始当初の背景

本研究を開始した当初、本研究課題に関しては、社債発行会社の事業再生(とりわけ、法的倒産手続を利用しない、いわゆる私的整理)における社債権者の取扱いや、社債発行会社が破綻した場合における社債の管理(とりわけ、社債管理者を設置しない、いわゆる不設置債におけるそれ)のあり方について、実務的な問題意識が醸成されつつあったものの、これらの問題に対する学術的な議論は、さほど活発でない状況であり、こうした実務的な問題意識の理論的な意義についても、殆ど研究がなされていない状況であった。

本研究の開始後ほどなくして、これらの実務的な問題意識を受けて、社債の管理のあり方に関する会社法改正の議論が始まった。これは、大きく二つの点に分けることができる。第一は、社債権者集会の決議事項(会社法 716 条、706 条 1 項参照)として社債の元利金の減免を追加するという改正であり、第二は、社債管理者設置義務の要件(会社法 702 条参照)を満たさない社債に任意で設置しうる新たな社債管理機関の制度(社債管理補助者制度)を創設するという改正である。これらは、上記の および の問題意識に、それぞれ概ね対応するものであり、その後、令和元年会社法改正として実現した。

これらの改正項目は、いずれも、本研究が対象とする、社債の発行会社が財務的な苦境に陥った場合における社債権者の意思決定のあり方と密接に関連するものである。従来から存在した、社債法制に関する実務的な問題に対して会社法改正によって対応するというものであり、理論的な観点からの分析・検討が望まれるところであった。ところが、これらの改正について、学術的な議論が活発になされていたとは言いがたく、これらの改正の理論的な意義や問題について、十分な検討がなされているとは言いがたい状況であった。

具体的には、上記第一の改正項目に関しては、社債の元利金の減免という、社債権者の権利の重要な内容を、社債権者集会決議(すなわち社債権者の資本多数決)で変更できるようにすることで、どのような問題が解決され、逆にどのような新たな問題を生じるのか、かかる新たな問題に対してどのような対処法が考えられるのか、社債権者集会決議に対する裁判所の認可制度は理論的にどのような意義を有し、どのような限界があると考えられるのか、などといった基本的な問題についての理論的・実務的な検討が不十分な状況であった(以下、これを「本研究が取り組む第一の問題」という)。

また、上記第二の改正項目に関しては、そもそも社債の管理としてどのようなあり方が望ましいのかについて、将来的な低格付社債(いわゆるハイ・イールド社債)市場の生成・発展の可能性をも見据えながら、現行法上原則として設置が強制されている社債管理者という制度の意義や限界をも含めた包括的な検討が望まれるところ、これらの点についての学術的な議論も、必ずしも活発でなく、議論が十分になされているとはいえない状況であった(以下、これを「本研究が取り組む第二の問題」という)。

## 2. 研究の目的

本研究は、上記 1 で述べた背景を踏まえて、令和元年会社法改正の改正項目とされた上記二つの点について、理論的な意義や問題の分析を行うとともに、望ましい制度のあり方を探求することを目的としている。すなわち、社債権者が、元利金の減免を含むその重要な権利内容の変更について、社債権者集会決議(つまり社債権者の資本多数決)により行うことの理論的な意義と問題を明らかにすること、および、社債発行会社の事業再生局面を念頭に置いて、社債管理の制度の望ましいあり方について検討を深めることを目的としている。

また、本研究は、そうした分析・探求を行うことを通じて、多数の投資家が集合的な意思決定を行うこと一般に伴う問題の理論的な分析と法的な対処法の検討を行うこと、金融契約が事後的に履行困難な状況になった場合における契約再交渉(renegotiation)のあり方について、法的観点からの検討を行うこと(たとえば、事後的な再交渉を容易にすることで、事前的なコミットメントが弱まる可能性があるという時間的不整合の問題にどのように対処するべきかという理論的問題などの、契約再交渉に関する経済学的知見をも踏まえた法的分析を行うこと)、会社の事業再生局面における権利者間の協議・交渉(ひいては、それによる企業価値の再配分)の望ましいあり方(ひいては、より一般的な企業倒産法制の望ましいあり方)についての理論的な分析を深化させること、を副次的な目的としている。

さらに、より大局的な観点からいうと、本研究は、資本市場法制と倒産法制の交錯、あるいは会社法制と倒産法制の交錯領域における理論的な問題の分析に取り組むことで、これらの領域にまたがる学際的研究の契機とすることを狙いとしている。

### 3. 研究の方法

本研究は、上記1で述べた問題について諸外国がどのような法的対応を講じているかを分析することを通じて、上記2の目的を達成することを試みた。

具体的には、本研究が取り組む第一の問題について、異なる制度モデルを採用する複数の法域の制度を比較検討し、それぞれの利害得失を分析することを通じて、わが国に望ましい法制度のあり方を見出すことを試みた。その際には、それぞれの国における倒産法制のあり方にも留意することを心掛けた。

また、本研究が取り組む第二の問題について、わが国と相当異なるタイプの社債管理のあり方を体現する複数の法域の制度と実務を比較検討し、かかる制度・実務とわが国の制度・実務の利害得失を分析することを通じて、わが国における制度・実務の将来の方向性について一定の示唆を獲得することを試みた。

### 4. 研究成果

現時点における本研究の主な成果は次のとおりである。

本研究が取り組む第一の問題に関連するものとして、学会報告「事業再生における社債権者の意思決定の法的規律」(私法学会・個別報告)では、主として米独との比較法的分析を用いて、事業再生局面における社債権者の集会的な意思決定のあり方、ひいてはそれに関する望ましい法制度のあり方について分析した。具体的には、社債権者の集会的な意思決定のあり方として、社債権者の個別的な同意を必要とする制度(たとえば米国)と、社債権者の資本多数決を可能とする制度(たとえばドイツ・日本)という大きく二つの方向性がありうるどころ、それぞれに内在する理論的な課題を析出・検討し、わが国において望ましい制度のあり方の方向性を示した。なお、この報告の概要は、論文「事業再生における社債権者の意思決定の法的規律」私法81号164頁として公表され、その英文要旨である「Majority Voting or Voting Prohibition: Corporate Bond Restructuring in Financial Distress」も同誌上で公表された。

本研究で取り組む第二の問題に関連するものとして、拙稿「社債の管理に関する一試論」資本市場研究会編『企業法制の将来展望2019年度版』所収では、英米における社債管理に関する制度・実務を詳細に分析することで、わが国の社債管理のあり方に一定の示唆を獲得することを試みた。わが国の社債管理者制度は、リテール投資家の保護を目的としてメインバンクならではの役割を社債管理者に期待するものであったところ、それと異なる発想の制度設計のあり方も考えられることを指摘した。また、かかる制度における社債権者保護のあり方として、社債契約におけるコベナンツが重要な役割を果たし得ることも指摘した。

本研究で取り組む第一および第二の問題の両方に関連するものとして、拙稿「令和元年会社法改正の意義(7)社債の管理に関する会社法改正の意義と課題」旬刊商事法務2235号13頁では、これまでに概要を述べてきた比較法分析の成果を踏まえつつ、わが国の令和元年会社法改正の理論的な意義と課題を明らかにした。本研究で取り組む第一の問題に関しては、社債契約の変更について、全員一致ルール(個別同意ルール)を採用する場合には、何も工夫しなければ「ただ乗り」(フリーライド、ホールドアウト)の問題により、動機づけの工夫をすれば「強圧性」の問題により、社債権者の意思決定が歪められるおそれが生じること、令和元年会社法改正は、社債の元利金減免を社債権者集会の決議事項として明文化することで、かかる問題を解消するという意義があること、他方でもなお理論的・実務的な問題は残されていること等を指摘した。本研究で取り組む第二の問題に関しては、令和元年会社法改正で導入された社債管理補助者制度の理論的な意義を明らかにするとともに、今後の実務における利用の可能性として、英米における社債管理の制度・実務から得られた知見を踏まえつつ、社債管理補助者がコベナンツ管理において一定の役割を果たし得るであろうことを指摘した。

さらに、本研究における副次的な目的に関連するものとして、事業再生局面における権利者間の交渉のあり方に関する検討を行うものとして、論文「倒産手続における優先順位からの逸脱に関する一考察: Czyzewski v. Jevic Holding Corp. 判決を題材として」神戸法学雑誌68巻1号193頁(板持研吾准教授と共著)では、アメリカの最高裁判例を素材として、権利者間の動的な交渉のフォーラムとしての倒産手続において、権利の優先順位(priority)がどのような役割を果たしうるのかという理論的な問題を検討し、事業再生における権利の優先順位のあり方についての考察を深めた。また、いわゆる第二会社方式による事業再生にしばしば利用される会社分割がいかなる場合に詐害行為取消権・否認権の対象となりうるかという問題についても研究を進めた(その成果は2023年度中に公開される予定である)。

## 5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計4件（うち査読付論文 0件／うち国際共著 0件／うちオープンアクセス 1件）

1. 著者名 行岡睦彦	4. 巻 42
2. 論文標題 証券投資信託のガバナンス構造について	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 信託研究奨励金論集	6. 最初と最後の頁 246-284
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -
1. 著者名 行岡睦彦	4. 巻 2235
2. 論文標題 令和元年会社法改正の意義(7)社債の管理に関する会社法改正の意義と課題	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 旬刊商事法務	6. 最初と最後の頁 13-22
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -
1. 著者名 行岡睦彦	4. 巻 81
2. 論文標題 事業再生における社債権者の意思決定の法的規律	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 私法	6. 最初と最後の頁 164-171
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -
1. 著者名 板持研吾・行岡睦彦	4. 巻 68巻1号
2. 論文標題 倒産手続における優先順位からの逸脱に関する一考察 Czyzewski v. Jevic Holding Corp. 判決を題材として	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 神戸法学雑誌	6. 最初と最後の頁 193-231
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

〔学会発表〕 計1件（うち招待講演 0件 / うち国際学会 0件）

1. 発表者名 行岡睦彦
2. 発表標題 事業再生における社債権者の意思決定の法的規律
3. 学会等名 日本私法学会
4. 発表年 2018年

〔図書〕 計2件

1. 著者名 資本市場研究会編	4. 発行年 2020年
2. 出版社 資本市場研究会	5. 総ページ数 418
3. 書名 企業法制の将来展望 資本市場制度の改革への提言 2020年度版（担当部分は「第3章 発行開示規制の基礎的研究」）	

1. 著者名 資本市場研究会編	4. 発行年 2018年
2. 出版社 資本市場研究会	5. 総ページ数 436
3. 書名 企業法制の将来展望 資本市場制度の改革への提言 2019年度版（担当部分は「第11章 社債の管理に関する一試論」）	

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------