

マイカル社債のデフォルトと個人向け社債処理の問題点

松尾 順介

はじめに

大手スーパーのマイカルが破綻して二年近くが経過したが、その間にマイカル発行の社債や資産担保証券をめぐってさまざまな問題が発生した。とくに、デフォルトに陥った個人向け社債処理については、投資家数が三〇〇〇人という空前の規模に達したため、各方面に対する波紋も大きかった。現在、同社はこれら個人向け社債の社債権者に対して、三割弁済を提案しており、この方向で決着に向かうものと思われるが、この間に同社社債のデフォルトに関しては、以下の問題点がマスコミ等によって指摘されている。デフォルトに陥った個人向け社債処理手続の面では、社債権者集会の招集や議決権行使を巡る問題である。とくに、マイカル債のように、投資家数が三八〇〇〇人に上ると、社債権者集会の招集や議決権行使は容易ではなく、手続面での課題もある。

社債管理会社の役割について、社債管理会社が融資関係を有する銀行であったために、利益相反が生じていた可能性がある。証券会社については、顧客適合性に充分配慮した販売が必ずしも行われていなかった可能性がある。格付けについては、マイカルの株価が下落する過程で、その信用度の低下が懸念されていたにもかかわらず、適切な格下げがなされていなかった可能性がある。

本稿では、これらのうちから、とくに について考察する。その際、これに関連して施行された改正会社更生法についても触れることにする。

1 マイカル社債処理の経緯

大手スーパールのマイカルが経営破綻し、民事再生法を申請したのは、二〇〇一年九月一四日であり、同一八日には開始決定が下された。しかし、その後経営陣と主力銀行の間で経営再建に向けた調整が難航したため、同年一月二二日に会社更生法を申請した。これに伴い、裁判所によって管財人が選任され、保全管理命令が下された。その後、同年二月三日、手続開始決定が下された。さらに、二〇〇二年二月二八日、第一回関係人集会が開催された後、二〇〇三年六月三〇日、更生計画案が提出された。今後は、九月三〇日に第二回および第三回関係人集会が予定されており、ここで同案は審理および決議されることになる。なお、同案において個人向け社債の弁済率として社債額面の三〇%が提案された。

マイカルが発行し、その経営破綻によってデフォルトに陥った国内社債は、第三回から第二七回までの普通社債（発行総額三二〇〇億円、残高同じ）および第五回および第九回転換社債（発行総額三〇〇億円、残高五三億五五〇〇万円）である。これらの社債のうち、社債管理会社が設置されているものは、第三丁一二回債と第二六〓二七回債であり、主な社債管理会社は三和、富士、農林中金、興銀、新生、住友信託、第一勧銀などであるが、いわゆる個人向け普通社債とされるものは、第二六〓二七回債であり、その残高は九〇〇億円である。また、引受主幹事証券会社は、野村、日興、第一勧業証、興銀証、富士証、三和証、農中証、などである。なお、これらの社債の大半は、担保提供制限等の財務制限条項が付されているものの、すべて無担保債であった。

2 マイカル社債処理の問題点

このマイカル社債のデフォルト処理に関しては、前述のように、社債権者集会の招集や議決権行使を巡る問題

が生じた。

まず、商法上の問題がある。社債権の縮減には社債権者集会の決議が必要であり、社債発行会社が会社更生手続を開始した後は、次のような手続を踏むことが考えられる。商法の定める社債管理会社設置債に関しては、第二・三回の関係人集会が開催される前に、社債管理会社によって社債権者集会が招集される。ここで社債権者が決議を行い、社債管理会社に授權を行い、社債管理会社が関係人集会で権利行使することになる。この場合には、個人の社債権者は、関係人集会ではなく、社債権者集会において権利行使することになる。ここで、社債権者集会の決議要件であるが、二〇〇二年の商法改正以前の規定では、軽微な内容に関する決議であれば、特段の定足数の要件はなく、出席した社債権者の議決権の過半数でなしうるが、支払猶予・減免などの重要事項に関する決議（特別決議）は、過半数の議決権者の出席によって成立し、議決権の三分の二の賛成によって可決されることになっていた。しかし、マイカル社債の場合、個人投資家に社債券が分散されているため、社債管理会社が各社債権者に招集通知を発送することがそもそも困難な上、通知したとしても過半数の議決権者の出席を満たすことも難しいと考えられている。さらに、個々の社債権者は集会で議決権を行使するためには、あらかじめ供託手続を社債管理会社を通して行わなければならないが、このような煩瑣な手続を個人投資家が行ってまで権利行使するとは考えにくい。なお、個人向け社債の場合は、機関投資家向けのように登録機関への登録債ではなく、本券（現物債）が発行されている場合も多く、社債権者を確定すること自体が困難である。また、販売窓口となつた証券会社は顧客情報を有していると考えられるが、転売された場合、最終保有者を確定することは困難であり、また証券会社が顧客情報を銀行である社債管理会社に提供することには難色を示すことも考えられる。

次に、会社更生法上の問題がある。前述の社債権者集会が成立しなかった場合、個々の社債権者が関係人集会

で権利行使することになるが、個人向け社債を購入した小口の社債権者が積極的に関係人集会に参加し、ここで権利行使することは考えにくい。その際、裁判所に対する債権の届出は社債管理会社によって行われているため、個人向け社債の債権額も関係人集会の議決権数を算出する際の分母に算入される。しかし、議決権が行使されない場合、反対の意思表示とされるため、賛成票の不足につながり、案が否決される可能性が大きくなる。つまり、個人向け社債の債権額が大きくなればなるほど、案の否決要因が大きくなる。マイカルの場合、個人向けの普通社債および転換社債の債権額九五三億円は、一般更生債権となり、その総額一兆二〇〇億円の七〇八%を占めている。改正前の会社更生法では、可決要件は議決権総額の三分の二以上となっており、マイカルは旧法が適用されるため、この七〇八%が自ずから反対票になることによって、賛成票の確保がその分困難になる。

3 他の事例の紹介

上記のマイカル社債処理の困難さは、個人の社債権者が広範囲に存在したことによるものであるが、同様の事例としては、一九九七年九月に会社更生法を申請したヤオハンおよび一九九八年一二月に会社更生法を申請した日本国土開発の事例があり、同様の問題に遭遇している。

まず、ヤオハン⁽³⁾の事例では、発行総額五〇〇億円の国内転換社債のデフォルト処理において、ヤオハンが額面の一〇%で自社社債を買い取って処理した。なお、更生担保権の一八%、一般更生債権の二七・七%を社債が占めていた。とくに、社債は転換社債であったため、社債権者数は相当数(約一四〇〇〇人)に達していた。

買取を行った要因としては、次の点が挙げられる。無記名の社債権者の議決権は供託によって確定するが、改正前の商法では供託先は法務局・日銀(現行の商法では、社債管理会社)となっており、法務局等の事務体制

では手間と時間がかかった。会社再建に必ずしも関心の高くない社債権者が供託手続をした上で社債権者集会に出席するかどうか疑問であり、その場合関係人集会で計画案が可決されない恐れがあった。社債権者に対する弁済を分割弁済した場合、手続が煩瑣になる恐れがあった。また、一括弁済は債権者平等の原則に反する恐れがあった。多額の社債権者集会開催費用負担は債務者企業には耐えられない。また、社債管理等の費用も継続する。なお、これらの費用を共益債権化することは問題があった。

このような買取について、国内債は、当初無担保で発行されていたが、担付切替条項によって社債総額の一〇%弱が更生担保権となっていたので、一〇%で買取が行われた。その際、買取に応じるかどうかは社債権者の自由意志にゆだねられた。さらに、債権者平等原則については、社債処理費用の削減と柔軟かつ早期の更生計画策定によって、他の債権者の利益保護を図ることで了解が得られるものと判断された。

さらに、買取後の処理としては、買い取った社債はすべてスポンサー企業に転売された。転売価格は、額面額から予想される一般更生債権および更生担保権の弁済期までの中間利息を控除した額とした。この結果、九三%の社債が買い取られ、社債権者集会は成立し、社債管理会社に対し更生計画案賛成が授權された。

次に、日本国土開発の事例では、更生担保権一五七億円、優先的更生債権七・五億円、一般更生債権三〇四〇億円、うち社債残高は五七一億円であり、その内訳は第一回無担保債二〇〇億円、第二回同一〇〇億円、第三回同一〇〇億円、第四回同一〇〇億円、第五回無担保転換社債七・八億円であった。いずれも社債管理会社または商法改正前の社債受託会社が設置されていた。したがって、社債権者集会が開催された上で処理され、更生計画で弁済された。弁済は、六%の一括弁済または一〇%の一九年分割弁済となった。

この事例での手続上の問題点としては、次の点が指摘されている。⁴⁾ スポンサーがおらず、資金不足のために、

ヤオハンのような買取処理ができなかった。 供託に手間がかかり、時間を要することが障害となった。 社債権者集会の招集について、機関投資家向けの登録債は利息の受領書によつて社債権者が確認できた（ただし、登録機関は守秘義務を理由に社債権者名を提出しなかった）が、個人投資家向けの現物債は供託されるのを待つしか、社債権者の確認方法がなかった。 わずかな供託数で社債権者集会が成立しても、社債権者集会決議として有効かどうか議論の分かれるところとなった。 したがつて、定足数の算定は発行数で行うこととなった。 更生計画案をどの程度作成してから社債権者集会を招集するのか議論の分かれるところとなった。 ここでは、機関投資家向け社債については、あらかじめ計画案の要旨を送付した上で、社債権者集会を招集した。 第一〜四回債については、社債権者は機関投資家であつたので、議決権総額の九割程度の供託がなされ、社債権者集会も成立し、議決権行使の権限を付与したが、第五回の転換社債は個人向けであつたので、二〇〇〇名を対象としたホルを用意したものの、一人出席、四三名の委任状で流会した（供託率は議決権総額の六%未満であつた）。 関係人集会に参加することを希望した個人の社債権者には、関係人集会の招集通知を出した。 なお、更生債権全体に占める第五回債の残高の割合は、相対的に小さかつたため、関係人集会で更生計画案は可決された。

他方、更生計画作成上の問題点としては、次の点が指摘されている。 少額弁済については、五〇万円以下を弁済することにした（五〇万円超の部分放棄すれば五〇万円弁済される）が、社債は一単位一〇〇万円なので、小額弁済の規定を当てはめて、すべて一〇〇万円で扱つと五〇%の弁済となつてしまふので、これを適用しなかつた。 また、三億円までの一般更生債権はすべて一〇%とし、債権者平等を図つた。 保有社債額によつて、まちまちの弁済率となる恐れがあるため、段階的弁済は、社債権者平等の観点から、社債に対して適用することは困難である。 分割弁済は、手続が煩瑣になる上、多くの社債権者も一括弁済を望む場合が多い。

4 最近の措置

前述のように、問題点は、商法上の社債権者集会に関するものと、会社更生法上の関係人集会に関するものに大別できるが、これらの問題点について、最近どのような措置がとられているかを見てみよう。

まず、商法上の社債権者集会に関しては、特別決議の成立が困難であることである。社債権者集会の特別決議は、株主総会の特別決議の成立要件を準用しており、過半数の出席が求められていた。しかし、二〇〇二年商法改正によつて、株主総会特別決議に関しては、定款で三分の一以上とすることが認められ、同じく社債権者集会特別決議に関しても、議決権の三分の一以上に引き下げられた。ところで、株主総会の場合は、定足数算定の基礎は株主総数となるが、社債権者集会の場合の定足数算定の基礎については明確な定めがなく、通説とされる鴻常夫説では、供託のない社債は、定足数算定の基礎（分母）から除外するものとされていた。⁽⁵⁾この見解によると、供託された議決権数を分母、その中で実際に行使された議決権を分子として定足数の充足の有無が判断されるが、供託手続をとりながら議決権行使を行わない社債権者は稀であることから、この見解によれば多くの場合に定足数が満たされることになる。しかし、この通説に対しては、できるだけ社債権者の総意を反映させるといふ見地からは、社債総額とすべきであるという異論も有力であり、⁽⁶⁾論者の間で必ずしも合意が形成されているわけではない。前述の日本国土開発の事例では、社債総額を定足数の算定基礎としたが、二〇〇〇年九月に民事再生法を申請した川 電気社債の事例では、供託した割合が社債残高の二一％であるにもかかわらず、裁判所は社債権者集会特別決議を認可しており、⁽⁷⁾実務ベースでも手続が確定しているとはいえないが、今後はこの川 電気の事例がひとつの先例となるものと思われる。

次に、会社更生法に定められた関係人集会における社債権者の手続参加についてである。前述のように、とく

に小口の個人の社債権者は、関係人集会に積極的に参加し、議決権行使を行わないために、更生計画案自体が否決される可能性がある。これについては、旧会社更生法では、届出された社債権に議決権が認められていたために、個人向け社債、すなわち社債管理会社設置債では、社債総額が議決権の分母に算入され、そのため案の否決される可能性が高まっていたが、二〇〇三年四月施行の改正会社更生法では、議決権行使の申出のあつた議決権のみが分母に算入されることと改められた。⁸⁾これによって、社債権者の無関心から案が否決されてしまう可能性をできるだけ排除しようとしている。⁹⁾ここでいう議決権の申出とは、個々の社債権者が裁判所に対して議決権行使の申出書を提出することをさし、具体的には申出をする社債権者の氏名、社債権の内容を記載し、社債券の写し等証拠書類を添付することになる。また、申出の時期は、更生計画案の内容またはその要旨を議決権を有する更生債権者に通知する必要上、更生計画案を議決に付する決定の時期までに行われなければならないとされている。なお、社債権者集会特別決議が成立し、裁判所がこれを認可した場合には、この集团的権利行使が優先し、個々の社債権者は自ら議決権を行使することはできない。

5 残された課題

以上のように、多数の個人投資家が社債権者となった場合、商法上の社債権者集会および会社更生法上の関係人集会において手続上の問題が発生することが明らかとなり、それぞれの措置がなされた。しかし、残された課題もあり、今後議論が展開されることが期待される。

第一に、社債権者集会決議の要件緩和については、定足数が議決権総数の三分の一とされたが、これでも実務的には集めるのが困難といわれている。したがって、定足数の算定基礎の問題とともに定足数自体も議論の対象

となるわけだが、他方で仮決議やみなし賛成といった制度の導入も議論の対象となるだろう。この仮決議とは、たとえば株主総会の定足数が満たされないとき、出席した議決権者の過半数によって仮決議を行い、それを欠席した議決権者に通知し、再度の総会招集を行い、そこでは定足数を要求しないとするものであり、かつて一九五〇年改正前の商法において株主総会について存在していた制度である。また、みなし賛成とは、当初の規約にその旨の規定を設ければ、総会に出席せず、かつ書面での議決権行使も行わなかった議決権者については賛成票を投じたものとみなすことが可能であるとする制度であり、会社型投資信託で使われている。ただし、社債権者集会においてこれらの制度を導入することについては否定的な意見がある。仮決議については、費用と時間がかかりすぎ、またみなし賛成は、黙っているものを賛成しているものとみなすことが合理的とされる状況でしか使えないからである。⁽¹⁰⁾

第二に、会社更生法における関係人集会については、今回の改正で議決権行使の申出制度が導入されたが、民事再生法においてはこの制度は導入されておらず、前述の問題が残されている。この理由として、会社更生法は社債発行を行う株式会社を対象としているのに対して、民事再生法は各種法人を対象としており、すべての法人が必ずしも社債を発行するとは限らず、さらに社債管理会社に相当する制度が存在するとは限らない以上、社債だけに關係する制度を民事再生法に導入することは合理的でないという点が指摘されている。⁽¹¹⁾

おわりに

最後に、マイカル社債については、旧会社更生法が適用されるため、改正会社法に導入された議決権行使の申出制度は適用されない。したがって、近々に予定されている社債権者集会に向けて、可能な限り供託を集めるこ

とが関係者の重要な課題となっている。なお、実務面では、供託数確保のために、販売窓口となった証券会社を通じて、社債権者に対して周知を図るだけでなく、社債権者が社債券を保護預りにしている証券会社を通じて、簡易な手続により供託することができるよう工夫されている。

注

- (1) 第三―二回債は、社債管理会社が設定されており、現在の慣例からすると、個人向け社債と考えられるが、これらの社債の発行時期は、一九九五年一〇月から一九九六年二月であり、当時は機関投資家向けの社債でも、必ずしも社債管理会社不設置債ではなかった。
- (2) 登録債の場合は、登録機関が社債権者を把握でき、かつ社債管理会社が登録機関を兼ねているので、社債管理会社は社債権者を把握できる立場にあるが、登録業務は守秘義務を課せられているので、登録機関の社債権者情報を社債管理会社が利用することについては議論があると思われる。
- (3) ヤオハン社債の処理については、瀬戸英雄・池内稚利「更生会社による自社発行債の買取り」、『債権管理』、第八七号、二〇〇〇年一月五日、一〇二―一〇八ページ、参照。
- (4) 日本国土開発の事例については、同社の更生管財人であった大橋正春弁護士が、その経緯と問題点を説明している。「座談会 会社更生と手続と社債をめぐる諸論点」(1)、『金融法務事情』、第一六三五号、二〇〇二年二月二五日、一五―一七ページ、参照。
- (5) 鴻常夫『社債法』、有斐閣、一九五八年、一八七ページ、参照。
- (6) たとえば、「座談会 会社更生と手続と社債をめぐる諸論点」(2)、『金融法務事情』、第一六三六号、二〇〇二年三

月五日、三七～三八ページ、における藤田友敬発言では「定足数を要求する趣旨というのは、決議を成立させようとする者に、できるだけ多くの投資家の意思を問うべく票を集めさせようとするところにあるわけですから、供託して自分は権利を行使するぞといった人だけを基準に判断してよいというのは、定足数の考え方からするといささか筋が違うのではないか」と論じている。

(7) 川 電気社債の事例については、「社債権者集会の定足数と再建型倒産手続」、『金融法務事情』、第一六三〇号、二〇〇一年二月二十五日、一〇～二三ページ。

(8) 改正会社更生法における社債権者の手続参加に関しては、高木新二郎座長とする「会社更生と社債研究会」で数回にわたって議論がなされ、二つの案が提案された。「社債権の取扱いに関する会社更生法改正の提言」、『金融法務事情』、第一六二八号、二〇〇一年二月五日、六～一五ページ、参照。

(9) 改正会社更生法における社債権者の手続参加に関しては、松下淳一「社債権者の手続参加」、『金融法務事情』、第一六七三号、二〇〇三年四月二十五日、二四～三〇ページ、参照。

(10) これらについては、「座談会 会社更生と手続と社債をめぐる諸論点」(2)、『金融法務事情』、第一六三六号、二〇〇二年三月五日、三九～四〇ページ、における大杉謙一発言参照。

(11) 前掲、松下淳一「社債権者の手続参加」、三〇ページ、注18、参照。なお、同論文では、民事再生法での再生計画案の可決要件として、頭数要件があるため、多数の社債権者が反対の議決権を行使した場合、議決権額要件を満たしていても再生計画が否決されるという点も指摘している。二八ページ、参照。

* 本稿を作成するに際し、大杉謙一氏（東京都立大学法学部）、田頭章一氏（上智大学法学部）、から貴重なご教示を賜りまし

た。感謝申し上げます。

(まつお じゅんすけ・客員研究員)