

# 会社法と社債資本の新展開

三 浦 后 美

## 要 旨

会社法（平成18年5月1日施行）では、独立した社債資本制度は「普通社債」の規定のみに収斂された。「新株予約権付社債」並びに「転換社債型新株予約権付社債」は、実質的・個別的な条件として「普通社債」の商品設計の規定に留められてしまった。なぜ、このような社債資本制度の複雑な改正が行われたのか。

また、会社法上のすべての会社（株式会社、物的会社〔合名会社・合資会社・合同会社〕）は、社債を自由に発行できるように改正された（会社法676条）。併せて、会社法施行時に既に有限会社であった会社（「特例有限会社」）も会社法の株式会社と看做され、社債の発行が可能となる。なぜ、会社法では発行主体の範囲が大幅に拡大させたのか。

日本では、社債権者保護の観点から重要な役割を果たしてきた財務制限条項は、1996（平成8）年1月に従来の適債基準が完全撤廃されたことに併せて、自由化された。会社法では財務制限条項が「財務上の特約」と名称を変更された。1996年の自由化されて以降、それまでもっとも重要な財務制限条項（「財務上の特約」）であった“純資産維持条項”“利益維持条項”“配当維持条項”といった条項を付した社債はほとんど発行されていない。担保提供制限条項はその対象とする国内債務の範囲を狭めながら運用されている現状にある。会社法の社債資本制度改革は、社債投資家にとって、その制度設計の理解をより困難な状態での投資を強いているものと考えられるものである。

会社法では従来の「社債管理会社」を「社債管理者」に名称変更し、社債管理者の設置は会社法第702条に定めた。実態的には、改正前商法第297条但し書の規定を利用した社債管理会社不設置債（いわゆるFA<Fiscal Agent, 財務代理人>）の発行が一般化していることによって、会社法における社債管理会社（社債管理者）の原則設置義務は事実上、有名無実化している。財務代理人は、発行会社に代わって、社債発行に関する事務取扱を委託されているにすぎず、社債権者間の利害調整を担う責任はまったくない。

目次

- I. 問題の所在
- II. 社債の概念
  - 1. 社債の定義
  - 2. 社債発行主体の拡大
  - 3. 社債募集事項の決定
- III. 新株予約権と新株予約権付社債
  - 1. 新株予約権の定義
  - 2. 新株予約権の内容
  - 3. 新株予約権と新株引受権の歴史
  - 4. 新株予約権の発行
  - 5. 新株予約権付社債の定義
  - 6. 新株予約権の財務的意義
- IV. 社債発行市場
  - 1. 社債のデフォルト
  - 2. 財務上の特約
  - 3. 社債管理者と財務代理人

I. 問題の所在

会社法（平成17年法律第86号・平成17年7月26日公布、平成18年5月1日施行）では、独立した社債資本制度は「普通社債」の規定のみに収斂された。「新株予約権付社債」並びに「転換社債型新株予約権付社債」は、実質的・個別的な条件として「普通社債」の商品設計の規定に留められてしまった。エクイティ社債（「新株予約権付社債」, 「転換社債型新株予約権付社債」）は、普通社債に付与されていた新株予約権の規定の中で区別された。起債の実質的・個別的な発行条件の組み合わせによってエクイティ社債の商品設計を包摂するというやり方である。なぜ、このような社債資本制度の複雑な改正が行われたのか。

また、会社法上のすべての会社（株式会社、物的会社〔合名会社・合資会社・合同会社〕）は、社債を自由に発行できるように改正された（会社法676条）。併せて、会社法施行時に既に有限会社であった会社（「特例有限会社」）も会社法の株式会社と看做され、社債の発行が可能となる（会社法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律第2条）。なぜ、会社法では発行主体の範囲が大幅に拡大させたのか。

究極的には、一連の会社法の導入に見る社債資本制度改革は、いわゆる「授權資本制度」をより深化させたものと位置づけられ、取締役会の機動的な証券発行権限の強化を意味するものである。日本の旧商法改正の歴史は、本質的には株主共有権を弱体化させ、その決議機関としての株主総会の株式発行権限、社債発行権限を段階的に取締役会権限へ移管し、取締役会の専管事項を権限強化してきた歴史である。この点は改正前商法から会社法へと名称変更してまんら本質的に変更されるものではない。

日本では1996（平成8）年1月に従来の適債基準が完全撤廃され、信用リスクの評価は格付け一本の基準に委ねる形に転換された。併せて、社債権者保護の観点から重要な役割を果たしてきた財務制限条項の規制も自由化された。財務制限条項は「財務上の特約」と名称を変更した。自由化されて以降、それまでもっとも重要な財務制限条項（「財務上の特約」）であった“純資産維持条項”“利益維持条項”“配当維持条項”といった条項を付した社債はほとんど発行されていない。担保提供制限条項はその対象とする国内債務の範囲を狭めながら運用されている現状にある。会社法の社債資本制度改革は、社債投資家にとって、その制度設計の理解をより困難な状態での投資を強いているものと

考えられるものである。

## II. 社債の概念

### 1. 社債の定義

会社法では、改正前商法の『社債の概念』（「普通社債」「新株予約権付社債」「転換社債型新株予約権付社債」）規定は大幅に改正され、条文上は「普通社債」制度のみに収斂させてしまったのである。

社債（普通社債）とは、会社法の規定により会社が行う割当てにより発生する当該会社を債務者とする金銭債権であって、第676条各号（募集社債に関する事項の決定）に掲げる事項についての定めに従い償還されるものをいう（会社法第2条23号）。この社債（普通社債）の概念規定はCP（コマーシャル・ペーパー）、シンジケート・ローン、など日本企業が内外で発行する多様化する債券を社債の概念に包摂するために規定したものである。

つづいて、新株予約権付社債とは、新株予約権を付した社債をいう（会社法第2条22号）、と規定した。改正前商法では、社債の節に、独立した新株予約権付社債の規定が置かれていたが、会社法では「新株予約権を付した社債」を概念規定しただけで、具体的に独立した条文はない。社債と新株予約権とを分離して譲渡することはできない〔非分離型新株予約権付社債の発行が可能〕（会社法第254条2項・3号）。社債と新株予約権を同時に発行〔分離型新株予約権付社債の発行〕することは可能であり、会社法では規定は特段設けられていない。転換社債型新株予約権付社債を設計するための規定は会社法にはない。改正前商法には、転換社債型新

株予約権付社債を設計するための規定が具体的にあった（改正前商法第341条ノ3、1項7号・8号）。しかしながら、会社法では、実質的に同じ性格をもった新株予約権付社債を発行することが可能で、そのため具体的には設けなかった。たとえば、会社法の下では、新株予約権の行使に際して金銭以外の財産を出資することが新たに認められた（会社法第236条ノ1項3号）。新株予約権付社債においても、当該社債に付されている新株予約権の行使は、金銭だけではなく当該社債を出資することも可能となった。新株予約権の行使に際し、当該新株予約権が付されている社債を出資しなければならない旨と規定すると、新株予約権付社債に付されている新株予約権の行使をした者は、社債に代わり株式の交付を受けることができ、実質的に、平成13年11月改正商法前の「転換社債」と同じものとなる。

### 2. 社債発行主体の拡大

社債が発行できる企業形態は、これまでの株式会社のみならず、持分会社（合名会社、合資会社、合同会社）、特例有限会社まで拡大された。会社法上のすべての会社は、社債を自由に発行できるようになった（会社法676条）。会社法施行時に既に有限会社であった会社（「特例有限会社」）も会社法の株式会社と看做され、社債の発行が可能となる（会社法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律第2条）。なお、会社法上の会社の定義を明文化した。会社とは「株式会社、合名会社、合資会社又は合同会社」をいう（会社法第2条1号）。持分会社とは「合名会社、合資会社又は合同会社」の総称である（会社法第575条1項）。合同会社は、“有限責任を持つ人的会社”として新設された企業

形態である(会社法第576条4項)。

### 3. 社債募集事項の決定

会社の資金調達を円滑にすべく、取締役会設置会社においては、取締役会が募集社債の利率の上限、各募集社債の払込金額の下限などの重要事項のみを決議すれば足り、具体的な利率や払込金額などの決定を代表取締役委任することができる。機動的な社債発行が可能とされる(会社法第676条、同第362条4項5号)。ここでいう取締役とは、代表取締役に限らず、業務執行をする取締役も含まれると解される(会社法第363条1項2号)。取締役会設置会社において、取締役に委任することができない事項はつぎの4つである(会社法施行規則第99条)。“2つ以上の募集に係る募集事項の決定を委任するときは、その旨”“募集社債の総額の上限(①の場合、各募集に係る募集社債の総額の上限金額の合計額)”“募集社債の利率の上限その他の利率に関する事項の要綱”“募集社債の払込金額(会社法第676条1項9号)の総額の最低金額その他の払込金額に関する事項の要綱”である。委員会設置会社では、社債の募集事項は業務執行に係る決定事項の1つとして、取締役会において決定するのが原則であるが(会社法第416条1項1号)、その決定をすべて執行役に委任することもできる(会社法第348条)。

## Ⅲ. 新株予約権と新株予約権付社債

### 1. 新株予約権の定義

新株予約権とは“新株の取得を他の者に優先して予約できる権利”のことで、会社法は、同2条21号で「株式会社に対して行使することに

より当該株式会社の株式の交付を受けることができる権利をいう」と定義する。つまり、新株予約権は、権利者(新株予約権者)が、あらかじめ定められた期間内に、あらかじめ定められた価額を株式会社に払い込めば、会社から一定数の新株の発行を受けることのできる権利のことである。

新株予約権に関する会社法(平成17年7月26日法律第86号)の規定は、第2編 株式会社、「第3章 新株予約権」で全体の内容を規定している。新株予約権に関する条文は、第1節 総則(第236条～第237条)、第2節 新株予約権の発行(第238条～第248条)、第3節 新株予約権原簿(第249条～第253条)、第4節 新株予約権の譲渡等(第254条～第272条)、第5節 株式会社による自己の新株予約権の取得(第273条～第276条)、第6節 新株予約権無償割当て(第277条～第279条)、第7節 新株予約権の行使(第280条～第287条)、第6節 新株予約権に係る証券(第288条～第294条)、から構成されている。なお、後述する新株予約権付社債に関する改正前商法にあった規定は会社法では削除され、ここでの新株予約権の規定の中に包摂された形で個別に規定されることになった。新株予約権は、予約しようとする新株予約権者の割当の申込みに対して発行会社が承諾することによって成立する契約で、新株予約権者の権利であるから放棄することもできる。新株予約権を取得できる者には、株主(株主割当)、取締役・使用人(ストックオプション、従業員持株制)、関係会社・金融機関(法人割当、機関割当)、転換社債型新株予約権付社債権者(転換権付与)、新株予約権付社債権者(新株予約権付与)、などがある。

株式会社が新株予約権を発行するときは、次

に掲げる事項を当該新株予約権の内容としなければならない(会社法第236条)と規定した。

「一 当該新株予約権の目的である株式の数(種類株式発行会社にあつては、株式の種類及び種類ごとの数)又はその数の算定方法」

「二 当該新株予約権の行使に際して出資される財産の価額又はその算定方法」

「三 金銭以外の財産を当該新株予約権の行使に際してする出資の目的とするときは、その旨並びに当該財産の内容及び価額」

「四 当該新株予約権を行使することのできる期間」

「五 当該新株予約権の行使により株式の発行する場合における増加する資本金及び資本準備金に関する事項」

「六 譲渡による当該新株予約権の取得について当該株式会社の承諾を要することとするときは、その旨」

「七 当該新株予約権について、当該株式会社が一定の事由が生じたことを条件としてこれを取得することができるとするときは、次に掲げる事項」

「イ 一定の事由が生じた日に当該株式会社がその新株予約権を取得する旨及びその事由」

「ロ 当該株式会社が別に定める日が到来することを以てイのするときは、その事由」

「ハ イの事由が生じた日にイの新株予約権の一部を取得することとするときは、その旨及び取得する新株予約権の一部の決定の方法」

「ニ イの新株予約権を取得するのと引換えに当該新株予約権の当該新株予約権者に対して当該株式会社の株式を交付するときは、当該株式の数(種類株式発行会社にあつては、株式の種類及び種類ごとの数)又はその算定方法」

「ホ イの新株予約権を取得するのと引換えに当該新株予約権の当該新株予約権者に対して当該株式会社の社債(新株引受権付社債についてのものは除く。)を交付するときは、当該社債の種類及び種類ごとの各社債の金額の合計額又はその算定方法」

「ヘ イの新株予約権を取得するのと引換えに当該新株予約権の当該新株予約権者に対して当該株式会社の他の新株予約権(新株引受権付社債に付されたものを除く。)を交付するときは、当該他の新株予約権の内容及び数又はその算定方法」

「ト イの新株予約権を取得するのと引換えに当該新株予約権の当該新株予約権者に対して当該株式会社の新株引受権付社債を交付するときは、当該新株予約権付社債についてのホに規定する事項及び当該新株予約権付社債についてのヘに規定する事項」

「チ イの新株予約権を取得するのと引換えに当該新株予約権の当該新株予約権者に対して当該株式会社の株式等以外の財産を交付するときは、当該財産の内容及び数若しくは額又はこれらの算定方法」。

「ハ 当該株式会社が次のイからホまでに掲

げる行為をする場合において、当該新株予約権の新株予約権者に当該イからホまでに定める株式会社の新株予約権を交付することとするときは、その旨と条件」

「イ 合併（合併により当該株式会社が消滅する場合に限る。）合併後存続する株式会社又は合併により設立する株式会社」

「ロ 吸収分割 吸収分割する株式会社がその事業に関して有する権利義務の全部又は一部を承継する株式会社」

「ハ 新設分割 新設分割により設立する株式会社」

「ニ 株式交換 株式交換をする株式会社の発行済株式の全部を取得する株式会社」

「ホ 株式移転 株式移転により設立する株式会社」

「九 新株引受権を行使した新株予約権者に交付する株式の数に一株に満たない端数がある場合において、これを切り捨てるものとするときは、その旨」

「十 当該新株予約権（新株予約権付社債に付されたものを除く。）に係る新株予約権証券を発行することとするときは、その旨」

「十一 前号に規定する場合において、新株予約権者が第290条（三浦：記名式と無記名式との間の転換）の規定による請求の全部又は一部をすることができないこととするときは、その旨」

2 新株予約権付社債に付された新株予約権の数は、当該新株予約権付社債についての社債の金額ごとに、均等に定めなければならない。

## 2. 新株予約権の内容

会社法では、新株予約権の取得と消却が別々の手続きとなったため、改正前商法等の消却条件として整理され、一定の条件をもって強制的に新株予約権を取得し、その対価として金銭以外の株式、社債などの財産を交付できることとした〔新株予約権の強制取得〕（会社法第118条1項）。新株予約権者は、原則として、その有する新株予約権を譲渡することができる〔譲渡制限新株予約権〕（会社法第254条）。譲渡制限新株予約権とは、譲渡による当該新株予約権の取得を発行会社の承認を要する旨とした内容に制限したものである（会社法第243条2項2号）。発行会社は、原則として自ら発行した新株予約権を新株予約権者との合意で、自由に取得できる。取得・保有している新株予約権は行使できない〔自己新株予約権の取得〕（会社法第280条6項）。発行会社は、保有している新株予約権を消却することができる（会社法第276条1項）。消却する為には取締役会設置会社は取締役会の決議を必要とする（会社法第276条2項）。保有している自己新株予約権を処分することもできる。自己株式の処分と異なり、手続きは必要ない。取得条項付新株予約権、一定の事由が生じた日に、新株予約権を発行している会社がこれを取得する旨の定め（あらかじめ確定しているか、または自動的に確定する場合もしくは後日、発行会社が決定する場合）のある新株予約権をいう〔取得条項付新株予約権〕（会社法第236条1項7号イ・ロ）。後日、会社が決定する場合は、株主総会または取締役会設置会社では取締役会決議を必要とする。新株予約権者に新株予約権を強制的に行使させることはできないが、取得条項付新株予約権において、

取得の対価として株式を交付することを定めることにより、同様の効果を生じさせることができる。取得条項付新株予約権の取得については、その一部の取得も認められる。また、その場合残りの新株予約権の取得を制限する旨の規定もない（会社法第236条1項7号ハ）。発行会社は、新株予約権の一部を取得した後にさらに残りの新株予約権を取得することができる。また、その反対の内容を定めることもできる。その場合には残りの新株予約権は消滅することとなる（会社法第287条）。

### 3. 新株予約権と新株引受権の歴史

新株予約権の概念は、2001（平成13）年11月28日に公布された改正商法で導入された。それ以前はすべて「新株引受権」と呼ばれていた。2001（平成13）年改正商法において、従来、取締役や使用人に対して与える新株引受権の付与並びに当時の新株引受権付社債（同年の改正商法で新株予約権付社債と名称が変更された社債）の新株引受権の付与で発行される新株発行の権利と、株主に対して割り当てるなどの新株引受権で発生する新株発行の権利とを区別した規定に変更し、前者を「新株予約権」、後者を「新株引受権」と呼ぶようになった。会社法では、従来の新株引受権の譲渡制度を新株予約権制度（会社法第254条）へ、新株引受権証書制度を新株予約権、新株予約権証券制度（会社法第254条・同第255条）へとそれぞれに吸収し、また、株主に対して、無償で新株予約権を割り当てる制度（会社法第277条）が新設され、いずれの場合も従来の「新株引受権」という用語を廃止し、すべて「新株予約権」に統一されている。

日本での新株引受権は、1938（昭和13）年商

法）の〈増資〉規定に遡る。そこでの〈増資〉は定款に記載されている資本金額の変更となるために定款変更を必要とし、株主総会の〈特別決議〉を求めていた<sup>1)</sup>。むしろ、株主に新株引受権を認めるべきという議論は1950（昭和25）年改正商法で顕在化した。当時の法制審議会商法部会小委員会においては、株主割当に対する否定論者が大勢を制し、結局“新株引受権は定款また特別決議をもって株主または第三者に与えることができる”との答申が行なわれたという<sup>2)</sup>。

1950（昭和25）年改正商法では、いわゆる「授權資本制度」（株主総会権限の一部を取締役会へ委譲する）という大改正が行なわれ、《資本増加のための新株発行は株主総会の専管事項から取締役会のそれに移管された（商法第280条の二）ので、ここに、とくに新株引受権について法的配慮が望まれることになったわけである。当初の改正においては、資本集中における機動性発揮という面と、取締役会による新株発行権限乱用防止という面との対立的要請の妥協的解決として、この新株引受権については、その有無の明文的規定化はおこなわず、いわゆる〈法定回避〉の態度をとった。その結果、その有無の決定は会社の自由に委ね、その決定を定款の〈絶対的記載事項〉と定めた<sup>3)</sup>》。同時に、株式配当、法定準備金の資本組入れによる株式の発行、額面超過額の資本組入れによる株式の発行、転換株式・転換社債の転換による株式の発行などの特殊な新株発行並びに社債発行の決議権限も取締役会の専管事項となった<sup>4)</sup>。その後、1955（昭和30）年の改正商法では新株引受権に関する事項が定款の相対的記載事項に格下げされ、取締役会による新株発行権限は事実上、野ばなし状態になる。

さらに、1966（昭和41）年の改正商法には株主以外の者に特に有利な価額で行なわれる「有利発行」を除いては、取締役会の決議のみで足りるものとし「買取引受」や「公募」を促進せしめた<sup>5)</sup>。これらによって、新株の「時価」発行が一般化し、1974（昭和49）年の改正商法には転換社債の発行についても取締役会の決議事項に改められ、「時価」転換社債の機動的発行が容易になった。1981（昭和56）年の改正商法で、新株引受権付社債制度が創設され、社債発行の取締役会権限が更に拡大した<sup>6)</sup>。2001（平成13）年改正商法で株主割当などの株式発行ではそのまま「新株引受権」とし、新株引受権の付与された新株引受権付社債に対しては新たに「新株予約権」概念を導入し、新株引受権付社債も新株予約権付社債と名称変更された。2005（平成17）年の会社法では「新株引受権」を「新株予約権」に統一させ、独立した新株予約権付社債に関する規定は廃止した。個々の起債等の商品設計、発行条件については新株予約権の規定に具体的に包摂されたところである。

ここでは新株予約権の内容に関する会社法の主な論点を整理してみる。

まず、新株予約権の目的である株式の種類、株式数については、《遅くても行使期間が開始するまでには株式の授権枠、すなわち発行可能株式数から自己株式を除いた発行済株式数の総数を控除して得た株数を控除して得た株数を定款上、確保する必要がある（会社法第113条第4項）発行可能株式総数<sup>7)</sup>》とする。

新株予約権の行使における出資される財産については、《改正前商法では金銭のみが規定されており、現物による払込みが可能か否かについては争いがあったが、新たに現物で出資することも認められることになる<sup>8)</sup>》。《改正前商法

下の消却制度が改正された。発行会社が新株予約権者の同意なく発行済みの新株予約権を再度取得する方法として、改正前商法では、有償または無償の強制消却の制度があり、有償の場合には金銭を対価としていた。会社法では、後述する取得条項付新株予約権として発行し、それを取得することになる。金銭以外の対価も認められ、対価として株式や社債を交付すること（234条1項7号ニ以下）も容認される<sup>9)</sup>。

会社法で新たに導入されたのが「取得条項付新株予約権」で、改正前商法での転換社債型新株予約権付社債に付与された新株予約権そのものである。取得条項付新株予約権とは会社法（第236条1項7号イ）にあるように、《一定の事由が生じた日に、新株予約権を発行している株式会社がこれを取得する旨の定めのある新株予約権をいう<sup>10)</sup>》。株式会社は《新株予約権者に新株予約権を強制的に行使させることはできないが、取得条項付新株予約権において、取得の対価として株式を交付することを定めることにより、新株予約権を強制的に行使させるのと同様の効果を生じさせることが可能となる<sup>11)</sup>》。《取得条項付新株予約権には、発行会社が新株予約権を取得する日があらかじめ確定しているまたは自動的に確定する場合と後日発行会社が決定する場合とがある（236条1項7号イ・ロ）。後者については、原則として、株主総会または取締役会設置会社については取締役会が決定する（273条1項<sup>12)</sup>》。《取得条項付新株予約権の取得については、その一部の取得も認められている。また、一部を取得した場合において残りの新株予約権の取得を制限する旨の規定もないから（236条1項7号ハ）、会社は、新株予約権の一部を取得した後にさらに残りの新株予約権を取得することができる。また、取得条

項付新株予約権について、その一部を取得した後の残りについては新株予約権者が権利を行使することができないものと定めることも可能であり、その場合には、287条により、当該新株予約権は消滅することになる<sup>13)</sup>。取得条項付新株予約権付社債での取得条項付新株予約権の行使権は、あたかも新株予約権者から強制的に取締役会の行使権に委譲されたかのような改正である。

#### 4. 新株予約権の発行

新株予約権を発行する決定機関は、公開会社（その発行する全部又は一部の株式の内容として譲渡による当該株式の取得について株式会社の承認を要する旨の定款の定めを設けていない株式会社をいう。会社法第2条5号）と、公開されていない会社（いわゆる株式譲渡制限会社で、発行する株式の全部に譲渡制限の定めのある株式会社をいう）とで異なっている。公開会社は、その発行を取締役会で決定する（会社法240条）。公開されていない会社は株主総会の特別決議を要する（会社法第238条2項、同第309条2項6号）。なお、株主総会の特別決議が必要な場合でも、発行事項の決定を取締役もしくは取締役会設置会社の取締役会に一定の範囲で委任することができる（会社法第238条2項、同第309条2項6号<sup>14)</sup>）。会社法は、新株予約権について、株式の発行での募集と同様の発行手続き規定にした。たとえば、株式譲渡制限会社では、第三者割当てによる新株予約権の発行手続きと有利発行の発行手続きが一本化されたこと等があげられる（会社法第238条）。新株予約権の有利発行について、株主以外の第三者に対して「特に有利な条件」をもって新株予約権を発行するには、改正前商法と同様に、株主総会

の特別決議を必要とした（会社法第238条3項、同第240条1項<sup>15)</sup>）。

新株予約権は、原則として譲渡できる（会社法第254条）。ただし、譲渡制限新株予約権（新株予約権であって、譲渡による当該新株予約権の取得について株式会社の承認を要する旨の定めのあるものをいう）を譲渡する場合は、譲り渡す者または取得した者から承認を求めることになる（会社法第262条～266条<sup>16)</sup>）。新株予約権証券を発行することのできる証券発行新株予約権を譲渡する場合は、会社から新株予約権証券が交付される（会社法第255条1項<sup>17)</sup>）。

会社法では新たに会社に対する「自己新株予約権」の規制を具体的に“株式会社は、自己新株予約権を行使することができない（会社法第280条6項）”と条文化させた。すなわち、株式会社は、原則として自ら発行した新株予約権を新株予約権者から自由に取得することができるものの、そこで取得し、保有しているところの自己新株予約権に対して行使できないと規制したのである。一方、“株式会社は自己新株予約権を消却することができる（会社法第276条1項）”とし、消却するためには取締役会設置株式会社は取締役会が必要になる（同条2項）。”会社法においては、自己新株予約権が新設され、取締役会権限で、その自己新株予約権を新株予約権者から自由に取得、保有し、場合によっては消却できるようにしたことに重要な導入の意義がある。社債発行の機動性を高めるという名目で、本来の目的である取締役会権限は一層、強化された。実質的には、取締役会の新株・社債発行権限がさらに野ばなし状態になり、商品設計の自由度が増せば増すほど、取締役会の権限乱用する危険性を内包した改正である。

取締役会設置株式会社においては、取締役会

が、募集社債の利率の上限、各募集する社債の払込金額の下限などの重要事項のみを取締役会決議すれば足り、具体的な利率や払込金額などの決定は代表取締役委任するというものである(会社法第676条、同第362条4項5号)。ここでの取締役の権限は業務執行をする取締役も含まれる(会社法第362条1項2号)。授權資本制度のもと、取締役会の証券発行(株式・社債)権限の拡大の歴史は新たな段階へ深化したと考えられるのである。すなわち、証券発行(株式・社債)権限が取締役会の権限から代表取締役への委任権限拡大へと深化し、さらに、代表取締役が執行する権限を具体的に執行する業務担当の取締役に権限委譲させることもできるとしたためである。(会社法第362条1項2号)。

## 5. 新株予約権付社債の定義

新株予約権付社債は、会社法第2条22号で「新株予約権を付した社債」とであると定義し、社債と新株予約権とを分離して譲渡することはできないとした(会社法第254条2項、同条3項)。同様に、普通社債と新株予約権を同時に発行することが可能であることから、いわゆる分離型の新株予約権付社債に関する規定は設けられていない。《改正前商法では、社債の節に新株予約権付社債の款が設けられていたが、会社法では、社債は株式会社以外の持分会社も発行できることとなったこともあり、新株予約権付社債に関する特定の章や節は社債の編には設けられていない<sup>18)</sup>》。

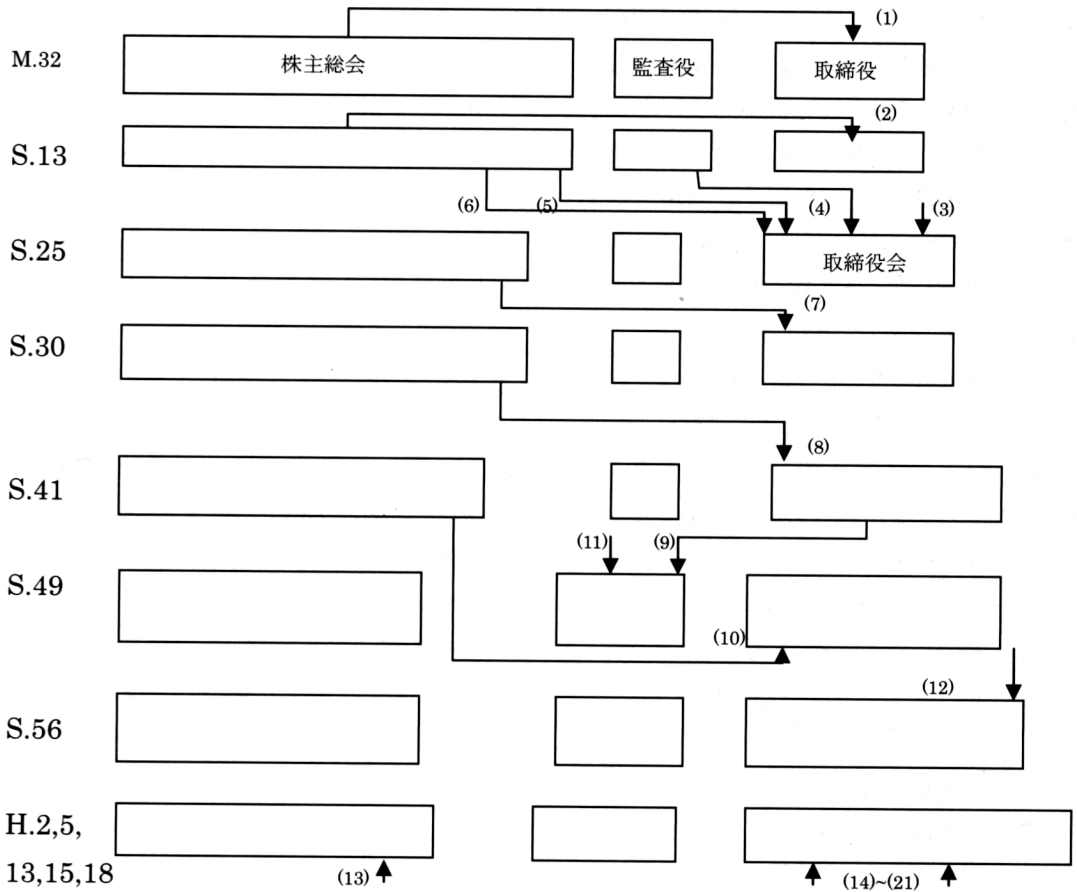
《改正前改正には轉換社債型新株予約権付社債を設計するための規定が存在していた(改正前商法第341条ノ3、1項7号・8号)が、会社法には存在しない。かかる規定がなくても実

質的に同じ性質をもった新株予約権付社債を発行することはできるとの考えから規定が置かれなかった<sup>19)</sup>》とされる。すなわち、会社法では新株予約権の行使に際して金銭以外の財産を出資することが認められた(会社法第236条1項3号)ことを受け、《新株予約権付社債においても、当該社債に付されている新株予約権の行使に際して、金銭ではなく、当該社債を出資することが可能となった。<sup>20)</sup>》《新株予約権の行使に際、当該新株予約権が付されている社債を出資しなければならない旨規定することにより、新株予約権付社債に付されている新株予約権の行使をした者は、社債の代わりに株式の交付を受けることができ、実質的に平成13年11月改正前の轉換社債と同じ商品を作ることが可能になる<sup>21)</sup>》。

《新株予約権付社債の行使に際して金銭以外の財産を出資する場合には原則として検査役の調査が必要である<sup>22)</sup>》。《ただし、その場合における出資の目的とされる財産は株式会社に対する金銭債権たる社債であるから、その弁済期に関する定めを新株予約権の行使と関連づければ、第289条9項5号の規定(三浦：現物出資財産の価額)による例外に該当し、検査役の調査を要しない<sup>23)</sup>》。《また、強制轉換型の新株予約権付社債も、取得条項付新株予約権を利用することにより発行することができる<sup>24)</sup>》。

さらに、証券発行新株予約権付社債の発行時に発行される新株予約権付社債券で、従来からある無記名式(会社法第249条2号)のほかに、会社法では記名式の新株予約権付社債券(会社法第249条3号ホ)が新設される。これは私募による新株予約権付社債の発行を意識した改正である。今後、持分会社(合名会社、合資会社、合同会社)での私募債発行を促進させると

図表1 授權資本制度（株式分割発行制度）



- (1)株主取締役（株券供託） (2)株主取締役（定款による株券供託） (3)法定準備金の資本組入 (4)業務監査(5)新株発行決議権限  
 (6)社債発行決議権限 (7)新株引受権の「野放し」 (8)第三者割当（有利発行を除く） (9)業務監査 (10)転換社債発行権限 (11)子会社調査権 (12)新株引受権付社債発行権限 (13)代表訴訟制度 (14)社債発行限度額の撤廃 (15)社債管理会社の設置 (16)株式交換・株式移転制度の創設 (17)金庫株の解禁 (18)額面株式の廃止・単元株制度の創設 (19)取締役会決議による自己株式の取得 (20)株式不発行制度の導入 (21)「会社法制定」による株式発行・社債発行権限の深化

いう財務管理上、重要な改正に繋がるものと考えられる。併せて、譲渡制限付の新株予約権付社債（会社法第236条6号）、新株予約権付社債の不発行制度（会社法第676条6号）も新設されている。また、新株予約権付社債に付与された新株予約権のみの譲渡（会社法第254条2項）並びに新株予約権付社債の社債のみの譲渡（会社法第254条3項）は、いずれも不可能と規定したのである。

2002（平成14）年4月1日に施行された改正商法で、新株予約権付社債制度は導入された。ここでの2002年改正商法は、従来の新株引受権付社債と転換社債とをその新株予約権付社債の概念に包摂してしまうという、独立した転換社債に関する規定を廃止した大改正であった。会社法では、株式会社が発行する社債制度を、新株予約権を付していない普通社債（会社法第2条23号）と新株予約権を付した新株予約権付社債

債（会社法第2条22号）に分けて規定している。しかしながら、会社法では「新株予約権」規定の中に、従来の「新株予約権付社債」規定をすべて内包させ、実質的な意味での「新株予約権付社債」、「転換社債型新株予約権付社債」は運用規定に留め、会社法第4編 社債、第1章 総則（会社法第676条～同第701条）の規定は「普通社債」制度のみの社債一般に関する規定になったのである。

独立した社債制度としては「普通社債」のみに整理し、「新株予約権付社債」並びに「転換社債型新株予約権付社債」の社債制度を実質的・個別的な規定に留め、法的な社債制度としての「新株予約権付社債」（旧新株引受権付社債）、「転換社債型新株予約権付社債」（旧転換社債）は廃止されたことになる。

## 6. 新株予約権の財務的意義

株式会社の経済的特質は「資本集中機能」と「支配集中機能」に求められる。個別資本としての株式会社財務論は、証券資本集中（「株式資本集中」と「社債資本集中」）にその企業形態の特性を顕在化させる。株式資本と社債資本とを連動させた新株予約権付社債制度は、より高度な証券資本集中形態の一つである。理論的には新株予約権というオプションが重要な役割を果たす。改めて、改正前商法の「新株予約権」規定を確認しておく。

改正前商法では、従来の新株引受権証券と比べて、新株予約権証券が機動性のある独自の金融商品化した形で、新株予約権付社債制度と連動していることである。従来のストック・オプションでの新株引受権証券に課せられていた制約条件を新株予約権証券ではすべて撤廃しているからである。改正前商法の第280条の19で規

定された、権利付与対象者の制限<自社の役員および使用人に限定（同条1項）>、付与数の制限<発行済株式総数の10分の1が上限（同条第3項）>、権利行使期間の制限<株主総会決議の日から10年（同条第4項）>といった制約はすべて取り除いている。

さらに、改正前商法では権利付与対象者を自社の役員、使用人以外にも拡大し、また、新株予約権の行使があった場合は、新株の発行に代えて会社が所有する自己株式（代用自己株式）を権利行使者に交付する方法も認められている（改正前商法第280条の19、1項）。株主権擁護の最後の砦であった自己株式取得規制（改正前商法第210条）は、その歴史的役割を終えたかに見える。新株予約権の行使があったときに、自己株式という、いわゆる金庫株が会社から交付される行為は、改正前商法第210条のただし書き条項の「別段の定め」に該当するものとみなされ、取締役会決議すら不要とされた。新株予約権の行使があったときに、交付する証券は、新株発行にするか、自己株式にするか、取締役会の選択に委ねられる。新株予約権付社債の発行（改正前商法第341条の3）、消却（改正前商法第341条の12）は取締役会の決議権限である。

「新株引受権」の引受けとはだれかが何かを保証することを意味し、「新株予約権」の予約とはだれかが主体的に申し込むことを意味している。改正前商法の呼称の変更は、呼び方の単なる変更ではなく、そこには株式引受権（会社の潜在的な保証）から株式予約権（株主、社債投資家の責任）へと構造的な責任の転換を伴っているものかもしれない。

取締役会は、株主総会から株主の固有の権利である「株主権」の新株予約権を、しかも株

主、社債投資家の自己責任原則を明確にして、新株予約権付社債という社債資本の形態を利用して、その発行・消却を全面的に権限委譲されたことになる。まさに、会社法では社債権者である新株予約権者の主体的な権利である新株予約権の行使権すら、取締役会ならびに代表取締役が握ったことになる。授權資本制度のもと、取締役会の証券発行（株式・社債）権限の拡大の歴史は新たな段階へ進化したと考えられる。すなわち、証券発行（株式・社債）権限が取締役会の権限から代表取締役への委任権限拡大へと進化したのである。

《新株予約権（三浦：新株予約権）の有無は、株主にとっても、会社にとっても極めて重大な利害に関する問題であり、その利害は相反するという関係にある。したがって両者間の二つの対立する利益を比較考量し、その上でこの新株引受権（三浦：新株予約権）の有無が定まり、法的規制となる<sup>25)</sup>》。《株式の形態で資本を集中する際、資本集中主体たる株式会社は、その対象を広範に選ぶのがたてまえである。資本集中対象を現在の株主のみに限定するか、広く一般に求めるか、あるいは特定のものにするかは、株式会社の資本集中機能から考えれば、まったく自由であるといえよう。しかし、そこにはおのずから各種の事情が存し、各種の規制があって、必ずしも、投資者側に存在する〈投資選択の自由〉の如き、株式会社側の〈集中対象選択の自由〉あるいは、〈株式割当自由の原則〉は存在しなかった<sup>26)</sup>》。

「新株引受権・新株予約権の内容変更」という商法改正の歴史は、本質的には株主共有権を弱体化させ、その決議機関としての株主総会の株式発行権限、社債発行権限を段階的に取締役会権限へ移管し、取締役会の専管事項を権限強

化してきた歴史である。この点は改正前商法から会社法へと名称変更してもなんら本質的に変更されるものではない。

## IV. 社債発行市場

### 1. 社債のデフォルト

日本での社債発行市場は1997年からそれまでの市場起債者を入り口で規制してきた適債基準を完全撤廃し、誰でもが市場に参加できるようになった。社債のデフォルト（債務不履行）があり得ることを前提と市場に大きく変化したことにより、投資家にとっては投資情報としてのアメリカ型格付けが現実的な意味合いをもつこととなる。

たとえば、1997（平成9）年9月ヤオハンが発行した国内公募転換社債（CB）と、ユーロ円建転換社債（CB）とで合計社債残高375億円を残して倒産した。その後の社債の処理は、社債額面の10%の価額でヤオハンが買い取り、その後スポンサー企業に転売されている。社債権者に対する弁済率は3%である。ヤオハンは1997年9月会社更生法を申請、同年12月適用開始決定された。国内公募債としてはじめて社債権者に実損を与える例である。その後は、図表2の「日本における公募社債のデフォルトとその処理（1997年以降）」に見るように、日本の社債市場はすべて市場で競争させる「市場原理主義」と、そこに参加する投資家の「自己責任原則」が一般化することとなった。

図表2 日本における公募社債のデフォルトとその処理 (1997年以降の主な事例)

●1997 (平成9) 年9月 ヤオハン<国内CB, ユーロ円建CB>社債残高375億円
【社債の処理】社債額面の10%の価額でヤオハンが買い取り, その後スポンサー企業に転売。弁済率は3%。1997年9月会社更生法を申請, 同年12月適用開始決定。[国内公募債としてはじめて社債権者に実損を与える]
●1998 (平成10) 年12月 日本国土開発<国内SB, 国内CB>社債残高571億円。
【社債の処理】更生計画により弁済(6%の一括弁済, 但し, 19年分割弁済の場合は10%) 1998年12月会社更生法を申請, 1999年1月適用開始決定。[国内公募普通社債としてはじめて社債権者に実損を与える]
●2000 (平成12) 年9月 川崎電気<国内CB>社債残高55億円
【社債の処理】更生計画により弁済, 弁済率22.43%。2000年9月民事再生法を申請, 2000年10月適用開始決定。2001年6月更生計画許可。
●2000 (平成12) 年12月 靴のマルトミ<国内CB>社債残高46億円
【社債の処理】預金担保が付されていないため全額弁済。2000年12月民事再生法適用申請。
●2001 (平成13) 年9月 マイカル<国内SB, 国内CB, ユーロ円建SB>社債残高3458億円
【社債の処理】2001年9月 民事再生法適用申請, 同年11月民事再生手続中止, 同時に会社更生法申し立て, 同年12月更生開始決定。
●2001 (平成13) 年12月 青木建設<国内CB>社債残高30億円
【社債の処理】2001年12月民事再生法適用申請。

出所) 岡東務・松尾順介共編著『現代社債市場分析』2003年, シグマベイスキャピタル。  
186-187頁の表から一部修正引用。

## 2. 財務上の特約

1996 (平成8) 年1月に従来の適債基準が完全撤廃され, 併せて, 社債権者保護の観点から重要な役割を果たしてきた財務制限条項の規制も自由化された。会社法では, 財務制限条項は「財務上の特約」と名称を変更した。財務制限条項(「財務上の特約」とは, 社債権者保護の観点から, 社債の発行体に財務面での一定の条件を守らせるよう契約したものである。その条件に抵触した場合は一定のアクションを発行体

に求める。無担保普通社債の財務制限条項は, 1985 (昭和60) 年1月, TDK(株)が国内で無担保普通社債を発行した際に設定された。

代表的な財務制限条項(「財務上の特約」)には担保提供制限条項, 担附切替条項, 純資産維持条項, 利益維持条項, 配当制限条項がある。1985 (昭和60) 年1月に設定された普通社債の財務制限条項は, 転換社債の制限条項(1979 (昭和56) 年3月設定)よりも厳しい内容であった。具体的な内容は, 『提供制限条項(必須)』とは, 社債発行後, 発行会社は他の債務の

ために担保権を設定する場合には、当該社債にも同順位の担保権を設定することを義務づける。ただし、純資産の10%を超えない範囲の抵当権設定については認めるといふものである。利益維持条項（必須）とは、社債発行後、発行会社の経常損益が3期連続して赤字になった場合には、期限の利益を喪失させるというものである。債務者の期限の利益を喪失させることによって、期限の到来前であっても、債務の履行を請求することができる。追加債務負担制限条項（必須）とは、社債発行後、発行会社に次のいずれか（社債発行時の自己資本比率の75%の水準または、自己資本比率30%）の自己資本率を維持することを義務づける。配当制限条項（必須）とは、現金配当金累計額が次の範囲に収まるように義務づけるというものである。「現金配当金累計額≦税引後経常利益累計額+ $\alpha$ 」で、 $\alpha$ は「①当該社債発行直前期の配当可能剰余金の20%、または②当該社債発行日の直前1年分の配当額のいずれか大きいほう。ただし2年分の配当額が上限。」<sup>27)</sup>とするものである。

その後、1987（昭和62）年6月、1990（平成2）年11月、1993（平成5）年4月、1994（平成6）年7月と改定されてきた。1996（平成8）年1月に適債基準が完全撤廃される前までの財務制限条項は、社債格付けに基づいて、AAA格～AA格の場合【担保提供制限条項を必須として純資産維持条項、利益維持条項、配当制限条項の3条項のうち1条項以上を必要とする】、A格かつ純資産額550億円以上の場合【担保提供制限条項を必須として純資産維持条項、利益維持条項、配当制限条項の3条項のうち2条項以上を必要とする】、A格かつ純資産額550億円未満～BBB格の場合【担保提供制限

条項と純資産維持条項を必須として、利益維持条項、配当制限条項の2条項のうち1条項以上を必要とする】ものと起債制限が行われていた。実際に起債が可能な企業は高い格付けを取得したものに限定された社債発行市場であった。

社債発行後の契約のデフォルトとは、発行会社が契約を履行しない場合、たとえば社債利息や社債の償還金が支払を怠るなど、契約内容を守らない状態のことをいう。国内ではこのような状態に陥った場合は、発行会社は当該発行会社の社債を保有するすべての投資家に対して即座に元金を全額返還する義務が生じる。一般には、これを「期限の利益喪失」と言われている。社債の発行会社側にとっては“社債償還までの期間、払い込まれた資金を自由に使用する権利”を、社債権者側にとっては“満期までの期間、約束された受取利息を得る権利”を、双方同時に消滅してしまうという考え方である。

社債の発行会社が他の債券（債務）に担保を設定した場合、他の債務との間に担保の有無という優先劣後の関係が生じる（図表3 債務と担保提供制限の範囲の違い）。担保提供制限条項は、これらの関係の範囲を決めるものである。担保提供制限条項の範囲が国内社債に限定する契約内容の場合、仮にAの社債に担保を提供しAを有担保社債にすると、同時にB社債にも担保を設定する義務が発行会社に発生する。一方、「CとDとE」の債務に対しては、提供範囲が社債に限定されていることからその義務は発生せず、この時点で「CとDとE」が「AおよびB」に劣後する状態になる。以下の条件を同様に考えると、「×」の債権者は「○」の債権者に劣後する結果となる<sup>28)</sup>。

図表3 債務と担保提供制限の範囲の違い

担保提供制限の範囲	国内社債	国内債務	債務全般
A：国内社債(無担保)	担保差入	○	○
B：国内債務(無担保)	○	○	○
C：国内債務(無担保)	×	担保差入	○
D：銀行借入(無担保)	×	○	担保差入
E：国外社債(無担保)	×	×	○

出所) 新光証券『平成16年度版債券ハンドブック』p199より引用。

担附切替条項は、発行会社にデフォルト（債務不履行）が発生した時や債務不履行に抵触した場合、その該当無担保社債を担保付社債にすることで劣後性を回避する条項である<sup>29)</sup>。社債管理会社（社債管理者）設置債でも担保提供制限条項との関係から、担保を差し入れたことにより他の発行している社債にも担保を差し入れる状況になると、発行会社の財務内容は急激に悪化することになるのである。このため、リスク回避条項である担附切替条項も常に社債権者に有利に働くとは言えない。

### 3. 社債管理者と財務代理人

社債管理会社制度は1993（平成5）年の商法改正で導入された。会社法では従来の「社債管理会社」を「社債管理者」に名称変更し、社債管理者の設置は会社法第702条に定めた。“会社は、社債の発行する場合には、社債管理者を定め、社債権者のために、弁済の受領、債権の保全その他の社債の管理を行うことを委託しなければならない。ただし、各社債の金額が1億円以上である場合その他社債権者の保護に欠けるおそれがないものとして法務省令で定める場合は、この限りではない。（会社法第702条）”

実態的には、改正前商法第297条但し書の規定を利用した社債管理会社不設置債（いわゆる

FA<Fiscal Agent, 財務代理人>）の発行が一般化していることによって、会社法における社債管理会社（社債管理者）の原則設置義務は事実上、有名無実化している。社債管理者の設置の趣旨は社債権者保護にある。券面が1億円を超える社債を購入できる機関投資家は、社債管理会社（社債管理者）が社債権者を代理する保護を必要としていないと考えられている。財務代理人は、発行会社に代わって、社債発行に関する事務取扱を委託されているにすぎず、社債権者間の利害調整を担う責任はまったくない。1995（平成7）年9月に日本で最初にFA債を発行した企業はソフトバンクである。現在では、機関投資家向けのホールセール債で財務代理人、個人投資家向けのリテール債で社債管理会社（社債管理者）の設置が一般的である。会社法施行規則第169条において、“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が50を下回った場合”を例外としており、結果的には、改正前商法と同様の規定になっている。機関投資家がすべて自らの努力で債権回収をできるとする考えには無理がある。会社法での基本的な考え方は「事前に対応する社債権者保護」から「社債権者の自己責任」へと大きく転換したものと考えるべきである。

注

- 1) 水越 潔 (1977)『株式会社財務論』泉文堂, p96.
- 2) 高瀬荘太郎編 (1955)『訂正増補新会社法と会社経営』森山書店, pp329-333.
- 3) 水越 潔, 前掲書, p96.
- 4) 鈴木竹雄 (1983)『第六版商法』勁草書房, pp59-64.
- 5) 水越 潔 (1996)『改定増補版目でみる会社財務』泉文堂, p12.・p44.
- 6) 同上, p12.
- 7) 長島・大野・常松法律事務所編 (2006)『第2版アドバンス新会社法』商事法務, p262
- 8) 同上.
- 9) 長島・大野・常松法律事務所編, 前掲書, p254.
- 10) 相澤哲・葉玉真匡美・郡谷大輔編 (2006)『論点解説 新・会社法』商事法務, p228
- 11) 同上.
- 12) 長島・大野・常松法律事務所編, 前掲書, p272.
- 13) 相澤哲・葉玉真匡美・郡谷大輔編, 前掲書, p229.
- 14) 前田雅弘「Ⅱ株式会社関係 新株予約権」(No.1295) 2005.8.1-15, ジュリスト, P46.
- 15) 長島・大野・常松法律事務所編, 前掲書, p265.
- 16) 同上, p270.
- 17) 株式会社は原則として、証券発行新株予約権を発行したならば、すみやかに新株予約権証券を発行しなければならない(会社法第288条1項)。証券発行新株予約権の新株予約権者は、記名式と無記名式との間の転換が自由のできる(会社法第290条)
- 18) 長島・大野・常松法律事務所編, 前掲書, p256.
- 19) 同上.
- 20) 同上.
- 21) 同上.
- 22) 同上.

- 23) 相澤哲・葉玉真匡美・郡谷大輔編, 前掲書, p255.
- 24) 同上, p258.
- 25) 水越 潔 (1977)『株式会社財務論』泉文堂, p95.
- 26) 同上.
- 27) 日本公社債研究所社史編纂委員会『わが国債券格付けの歩み—日本公社債研究所の20年—』日本公社債研究所, p173
- 28) 新光証券『平成16年度版債券ハンドブック』p199.
- 29) 同上.

参考文献

- 水越 潔 (1977)『株式会社財務論』泉文堂。
- 高瀬荘太郎編 (1955)『訂正増補新会社法と会社経営』森山書店。
- 鈴木竹雄 (1983)『第六版商法』勁草書房。
- 長島・大野・常松法律事務所編 (2006)『第2版アドバンス新会社法』商事法務。
- 相澤哲・葉玉真匡美・郡谷大輔編 (2006)『論点解説 新・会社法』商事法務。
- 江頭憲治郎ほか編 (2008)『会社法大系2 [株式・新株予約権・社債]』青林書院。
- 現代社債投資研究会 (2008)『現代社債投資の実務 第3版』財経詳報社。

(文京学院大学大学院経営学研究科教授)