

2012年3月9日 全13頁

いまさら人には聞けない

企業破綻手続のQ & A 《第2版》

資本市場調査部 制度調査課
横山 淳

[要約]

- 本稿では、わが国における企業破綻手続の基本をQ & A形式で紹介する。
- 具体的な項目としては、主な企業破綻手続の種類、会社更生手続と民事再生手続の相違点、DIP型会社更生手続、社債権者・株主による手続参加などを取り上げた。

※本稿は、2009年3月25日付レポート「いまさら人には聞けない企業破綻手続のQ & A」の増補改訂版である。

【目次】

1. 総論（制度全般について）

- Q1：企業破綻手続にも色々あるようだが、主要な手続としてはどのようなものがあるのか？
- Q2：民事再生手続と会社更生手続は、どちらも会社の再建を目指す手続とのことだが、両者はどこが違うのか？
- Q3：「DIP型会社更生手続」とは何か？
- Q4：「DIP型会社更生手続」や民事再生手続といった経営陣が交代しないスキームは、企業が破綻しても経営陣が居座り続けて経営責任を取らず、モラル・ハザードを招くのではないのか？

2. 債権者と会社更生手続・民事再生手続

- Q5：社債権者は、会社更生手続、民事再生手続にどのように参加できるのか？
- Q6：担保権を設定している債権者は、優先的な弁済を受けることができるのか？
- Q7：会社が会社更生手続や民事再生手続に陥ってしまったら、社債は無価値になるのか？

3. 株主と会社更生手続・民事再生手続

- Q8：株主は、会社更生手続、民事再生手続に参加することはできないのか？
- Q9：会社更生手続、民事再生手続を申し立てた上場会社は、必ず上場廃止になるのか？
- Q10：会社が企業破綻手続に陥ってしまったら、株主の持つ株式は無価値になるのか？

はじめに

○企業の経営状況が悪化して、債務の弁済が困難になれば、破綻状態に陥らざるを得ない。これは上場会社であっても例外ではない。しかし、企業の無秩序な破綻は、産業、経済、社会などに大きな混乱を招く危険性がある。こうした事態を回避するため、各種の制度や手続等が設けられている。

○本稿では、寄せられた質問などを基に、わが国における（上場会社を前提とした）企業破綻の法的手続の基本をQ & A形式で紹介する。

1. 総論（制度全般について）

Q 1：企業破綻手続にも色々あるようだが、主要な手続としてはどのようなものがあるのか？

A 1：主な手続としては、清算型の破産手続と、再建型の民事再生手続、会社更生手続がある。

○一口に破綻手続といっても様々なものがある。大きく分けて、その企業を清算・解体してしまう「清算型」の手続と、その企業の再建を目指す「再建型」の手続がある。

○裁判所が関与する法的な破綻手続のうち、「清算型」に分類されるものとしては、次の手続がある。

◇破産手続（破産法）

◇特別清算手続（会社法）

○このうち上場会社の破綻のケースとして一般に目にする機会が多いのは「破産手続」であろう。

○「特別清算手続」は「清算株式会社」、つまり株主総会決議などによって会社の解散を決議した株式会社が対象である（会社法 477 条）。そのため、株主が分散している上場会社の破綻処理には利用しづらい手続と考えられる。

○裁判所が関与する法的な破綻手続のうち、「再建型」に分類されるものとしては、次の手続がある。

◇民事再生手続（民事再生法）

◇会社更生手続（会社更生法）

○その他、法的な破綻手続には該当しないが、当事者の合意に基づく「私的整理」や、裁判所が関与する「特定調停」、第三者機関が行う「ADR（裁判外紛争解決手続）」¹なども、広い意味での「再建型」の破綻手続の一種と呼べるだろう。

○なお、「再建型」の手続に入ったからといって、必ずその会社が再建できるとは限らない。

○例えば、法的な「再建型」の破綻手続である民事再生手続や会社更生手続では、原則、再生計画案や更生計画案などに対して債権者等の多数決による承認が必要である。また、「私的整理」などでは、原則、債権者全員との合意が前提となる。

○「再建型」の手続に入ったものの再建案に対する債権者等の承認・合意を得ることができず、結局、再建を断念して「清算型」の破産手続に移行せざるを得なくなるといった事態も生じ得るのである。

¹ 具体的には、事業再生実務家協会による「事業再生 ADR」が挙げられる。事業再生実務家協会・事業再生 ADR 委員会「事業再生 ADR の実践」（商事法務、2009 年）など参照。

Q 2 : 民事再生手続と会社更生手続は、どちらも会社の再建を目指す手続とのことだが、両者はどこが違うのか？

A 2 : 適用対象、手続開始後の経営権、担保権の取扱いなどに違いがある。

○大まかに言えば、民事再生手続は、相対的に、柔軟性・迅速性は高いが効力が限られる手続だと言える。一方、会社更生手続は、相対的に、厳格だが強い効力をもつ手続ということができるだろう。両者の主な相違点は、次の図表のように整理できるだろう。

図表 民事再生手続と会社更生手続の主な相違点

	民事再生手続	会社更生手続
適用対象	限定なし(注1)	株式会社のみ
手続開始後の経営権	実務上、原則、現経営陣が継続 (いわゆるDIP)	更生管財人 (なお、Q3参照)
担保権	原則、実行可能(別除権)	原則、実行不可
計画案の承認	原則、下記の手続が必要 再生債権者の承認(注2) + 裁判所の認可	原則、下記の手続が必要(注3) 更生債権者の承認(注4) + 更生担保権者の承認(注5) + 株主の承認(注6) + 裁判所の認可
再建のための会社分割・合併等の手続	別途、会社法に基づく手続が必要	更生計画によって実施可能
手続申立から計画認可までの期間	実務上、5ヶ月程度(注7)	実務上、1年程度(注7) (なお、Q3参照)
弁済期限	原則、10年以内	原則、15年以内(注8)

(出所) 各種資料に基づき大和総研資本市場調査部制度調査課作成

(注1) 個人による利用も可能。

(注2) 議決権を行使した議決権者の過半数、かつ、議決権者の議決権の総額の1/2以上の同意(民事再生法172条の3第1項)。

(注3) 承認決議のための「組」分けは、更に細分化される場合もある。

(注4) 議決権を行使することができる更生債権者の議決権の総額の1/2超の同意(会社更生法196条5項1号)。

(注5) 議決権を行使することができる更生担保権者の議決権の総額の3/4(期限の猶予の定めの場合は、2/3)以上の同意(会社更生法196条5項2号)

(注6) 議決権を行使することができる株主の議決権の総数の過半数の同意(会社更生法196条5項3号)。ただし、債務超過の場合には株主の承認は、事実上、不要とされている(会社更生法166条2項)。Q8参照。

(注7) 西謙二・中山孝雄・東京地裁破産再生実務研究会『破産・民事再生の実務〔新版〕下』(金融財政事情研究会、2008年) pp. 6-7による。

(注8) 特別の事情がある場合は20年以内とされている(会社更生法168条5項)。

○適用対象が会社更生法は「株式会社」、民事再生法は「限定なし」となっていることから、当初は、民事再生手続は中小企業向け、会社更生手続は大企業向けと考えられていたようだ²。しかし、実際

² 西謙二・中山孝雄・東京地裁破産再生実務研究会『破産・民事再生の実務〔新版〕下』(金融財政事情研究会、2008年) pp. 4-5 参照。

には大企業による民事再生手続の利用実績もあり³、現在では適用対象は、必ずしも両者の本質的な相違点ではなくなっていると考えられる。

- 仮に、上場会社が破綻した場合、どちらの手続を選択するかについて、明確な基準というものは存在しない。ただ、一般的には、比較的「キズ」が浅い、あるいは大口債権者の同意が取り付けられれば再建が可能だと判断されるような場合には民事再生手続、比較的「キズ」が深い、あるいは債権者（特に担保権者）の権利関係が複雑な場合には会社更生手続が選択されると受け止められているように思われる。

Q3：「DIP型会社更生手続」とは何か？

A3：例外的に、現経営陣による経営の継続を認める会社更生手続である。

- 会社更生法の2002年改正（2003年4月1日施行）により、現経営陣であっても違法な経営責任のない取締役等については、その者を管財人に選任することで経営を継続させることが可能である旨が明らかにされた⁴（会社更生法67条3項など）。
- ところが、実務では、当初、「更生手続を開始する以上は、経営陣の総取替えが行われてきた」⁵という運用がなされていた。そのため、会社更生手続では現経営陣が経営を継続すること（DIP=Debtor In Possession）は認められないという理解が一般的であった。
- この問題について、2008年12月、会社更生手続を担当する東京地方裁判所民事第8部の裁判官（当時）が、次の4要件を満たせば「更生手続開始後も、現経営陣から管財人を選任して経営をゆだねて事業を再建させることが相当」との見解を示した⁶。

- ①現経営陣に不正行為等の違法な経営責任の問題がない
- ②主要債権者が現経営陣の経営関与に反対していない
- ③スポンサーとなるべき者がいる場合はその了解がある
- ④現経営陣の経営関与によって会社更生手続の適正な遂行が損なわれるような事情が認められない

- こうした方針が示されたことで、現経営陣が経営を継続するタイプの会社更生手続、いわゆる「DIP型会社更生手続」が可能になったと評価されている。

³ 例えば、民事再生手続を理由に上場廃止になった東証上場会社は、2008年は11社、2009年は4社、2010年と2011年は各々1社確認される。他方、会社更生手続を理由に上場廃止になった東証上場会社は、2008年は2社、2009年は6社、2010年は2社、2011年は0社であった。

⁴ 旧法下でも、解釈上、経営責任のない取締役等であれば管財人に選任できるというのが通説的見解であったとされている。深山卓也・菅家忠行・高山崇彦・村松秀樹『新しい会社更生法』（金融財政事情研究会、2003年）p.60など。

⁵ 難波孝一・渡部勇次・鈴木謙也・徳岡治『会社更生事件の最近の実情と今後の新たな展開』、「NBL」No.895（2008年12月15日号）p.13。

⁶ 難波孝一・渡部勇次・鈴木謙也・徳岡治『会社更生事件の最近の実情と今後の新たな展開』、「NBL」No.895（2008年12月15日号）pp.15-16。

- また、外部から選任された管財人が「白紙からスタートする」⁷従来型の会社更生手続と異なり、現経営陣による経営が継続する「D I P型会社更生手続」の場合、手続の迅速化も可能といわれている。具体的には、会社更生手続の申立から更生計画認可まで「約6ヶ月強」と、民事再生手続並み（通常、5カ月⁸）の期間で進行可能とされているようだ⁹。
- これを受けて、実際に、2009年以降、「D I P型会社更生手続」の申立を行った会社もいくつか確認できる。特に、担保権を実行されると事業の継続が困難となるようなケース（例えば、不動産関連会社が土地等を担保に提供している場合など）などには、担保権の実行を拘束できる会社更生手続に対する潜在的なニーズは高いものと考えられる。
- もっとも、「D I P型会社更生手続」は無条件に認められるものではなく（Q 4 参照）、申立を行ったからといって、必ずしも現経営陣の続投が承認される訳ではない。

Q 4 : 「D I P型会社更生手続」や民事再生手続といった経営陣が交代しないスキームは、企業が破綻しても経営陣が居座り続けて経営責任を取らず、モラル・ハザードを招くのではないか？

A 4 : 「D I P型会社更生手続」は無条件で認められる訳ではない。民事再生手続でも、実質的に経営者が交替させられるケースもある。

- 破綻後も現経営陣による経営継続（D I P）が認められれば、いわゆるモラル・ハザードを惹き起こすのではないかと懸念が表明されることがある。確かに、こうした懸念は、もっともなことだと筆者も考える。
- しかし、「D I P型会社更生手続」が認められるためには、現経営陣に不正行為等の違法な経営責任の問題がないなど一定の要件が課されることとなる（Q 3 参照）。つまり、無条件で現経営陣の経営継続が認められる訳ではない。
- また、民事再生手続についても、原則、現経営陣が経営を継続するというのが、実務上の対応だとされている。しかし、法律上は、必要に応じて裁判所が管財人を選任して、現経営陣から経営権を奪うことも認められている（民事再生法 64 条など）。
- 加えて、民事再生手続では、裁判所が直接管財人を選任しなくても、破綻企業自身の自主的な努力、新たなスポンサーや債権者の意向などを背景に、「経営者の交替が行われる事件が相当数ある」¹⁰とも指摘されている。

⁷ 多比羅誠・須藤英章・瀬戸英雄『「会社更生事件の最近の実情と今後の新たな展開」に対する検討』、「NBL」No. 895（2008年12月15日号）p. 31。なお、従来型の会社更生手続は、開始決定から更生計画案の提出までの期間は約10ヶ月、更生計画認可までは約1年と言われている。

⁸ 西謙二・中山孝雄・東京地裁破産再生実務研究会『破産・民事再生の実務〔新版〕下』（金融財政事情研究会、2008年）pp. 6-7。

⁹ 難波孝一・渡部勇次・鈴木謙也・徳岡治『会社更生事件の最近の実情と今後の新たな展開』、「NBL」No. 895（2008年12月15日号）p. 19、24。

¹⁰ 西謙二・中山孝雄・東京地裁破産再生実務研究会『破産・民事再生の実務〔新版〕下』（金融財政事情研究会、2008年）pp. 184-185。

○いずれにせよ、破綻企業の現経営陣の「続投」による企業再建を許容するのは、あくまでも、違法な経営責任がなく、経営に対する意欲と能力を有し、債権者など関係者の信頼が得られることを前提に、その企業を熟知した現経営陣に経営を委ねた方が、迅速な企業再建が期待できるとの考え方によるものだといえよう¹¹。

○少なくとも、「DIP」は、不正、野放図な経営の結果、債権者や株主などに多大な迷惑をかけた経営者が、その地位に居座り続けるようなモラル・ハザードを許容する趣旨ではないと考えられる。

2. 債権者と会社更生手続・民事再生手続

Q5：社債権者は、会社更生手続、民事再生手続にどのように参加できるのか？

A5：社債に社債管理者が設置されている場合、通常、その社債管理者が債権の届出を行うことで、社債権者は手続に参加できるものと考えられる。

社債に社債管理者が設置されていない場合、社債権者は自ら債権の届出を行う必要がある。

○債権者が、会社更生手続、民事再生手続に参加して、弁済を受けるためには、その有する債権を所定の期間内に、裁判所に届け出なければならない（会社更生法 138 条、民事再生法 94 条）。

○社債についての債権の届出は、その社債に社債管理者が設置されているか、設置されていないかによって、対応が異なっている。なお、ここでは無担保社債を念頭において説明する。

(1) 社債管理者が設置されている場合

○社債に社債管理者が設置されている場合（いわゆる社債管理者設置債）、会社法上、社債管理者には「社債に係る債権の実現を保全するために必要な一切の裁判上又は裁判外の行為をする権限を有する」（会社法 705 条 1 項）と定められている。

○そのため、通常、社債管理者が、全社債権者のために債権の届出を行うことで、社債権者は個別の届出なしに手続に参加でき、更生債権、再生債権として、更生計画、再生計画に基づいた弁済を受けることができるものと考えられる。もっとも、社債権者自身が、個別にその債権の届出を行うことも、会社更生法上、民事再生法上は、必ずしも排除されてはいない（会社更生法 190 条 1 項 1 号、民事再生法 169 条の 2 第 1 項 1 号）。

○なお、債権者集会、関係人集会における更生計画案、再生計画案に対する社債権者による議決権行使のあり方に関しては、社債権者集会決議の有無によって、取扱いが異なっている。

① 社債権者集会における社債管理者に対する授權決議がある場合

○その社債について社債権者集会が開催され、社債管理者に対する授權決議が行われた場合、（債権者集会、関係人集会における）更生計画案、再生計画案に対する議決権は、社債管理者が一括して

¹¹ 難波孝一・渡部勇次・鈴木謙也・徳岡治『会社更生事件の最近の実情と今後の新たな展開』、「NBL」No. 895（2008 年 12 月 15 日号）pp. 14-15 など。

行使することとなる（会社法 706 条など）。

- この場合、個々の社債権者が、自ら議決権行使することは認められない（会社更生法 190 条 3 項、民事再生法 169 条の 2 第 3 項）。

②社債権者集会における社債管理者に対する授権決議がない場合

- 社債管理者に対する授権決議が行われなかった場合、（債権者集会、関係人集会における）更生計画案、再生計画案に対する議決権を、社債管理者の判断で一括して行使することはできない（会社法 706 条など）。そのため、ここでは個々の社債権者による議決権行使の可否が問題になる。

- 法令上は、社債管理者に対する授権決議が行われなかった場合であって、次のいずれかに該当する社債権者に限り、債権者集会、関係者集会での議決権行使が認められるとされている（会社更生法 190 条 1 項、民事再生法 169 条の 2 第 2 項）。

◇（社債管理会社ではなく）社債権者自らがその更生債権等の届出を行ったとき

◇社債管理者が更生債権等の届出を行った場合において、所定の期間内に、社債権者自らが裁判所に対して、議決権を行使する意思がある旨の申出をしたとき

(2)社債管理者が設置されていない場合

- 社債に社債管理者が設置されていない場合（いわゆる F A 債など）、社債権者が更生手続、再生手続に参加して、更生計画、再生計画に基づいた弁済を受けるためには、原則、通常の更生債権、再生債権と同様に、所定の期間内に、自ら債権の届出を行わなければならないものと考えられる。

- 債権者集会、関係人集会における更生計画案、再生計画案に対する議決権も、原則、個々の社債権者が自ら行使するものと考えられる¹²。

Q 6 : 担保権を設定している債権者は、優先的な弁済を受けることができるのか？

A 6 : 会社更生手続の場合、原則、手続開始後は、担保権の実行は禁止・中止され、更生計画に従って弁済を受けることとなる。ただし、更生計画の中では優先的な順位が与えられる。民事再生手続の場合、原則、担保権を個別実行して優先的に弁済を受けることができる。

- 会社更生手続上、民事再生手続上、担保権として特別の取扱いを受けることができるのは、特別の先取特権、質権、抵当権、（商法、会社法の規定による）留置権に限定されている（会社更生法 2 条 10 項、民事再生法 53 条 1 項）。従って、一般に「担保」と呼ばれているものであっても、会社更生手続上、民事再生手続上、以下の取扱いを受けられないものがあり得る。

¹² 西岡清一郎・鹿子木康・榎谷雄一・東京地裁会社更生実務研究会「会社更生の実務〔下〕」（金融財政事情研究会、2011 年）p. 296。なお、理論上は、社債権者集会は、発行会社や一定の社債権者による招集も可能であることから（会社法 717 条、718 条参照）、社債管理者が設置されていない社債であっても社債権者集会決議に基づいて、債権者集会、関係者集会での議決権を集団的に行使する余地はあるようにも思われる。もっとも、現実にはかなりの困難を伴うことが予想される。

○また、本Q&Aは、いわゆる一般担保付社債の取扱いについて言及するものではないことを予め断っておく¹³。

(1) 会社更生手続の場合

○会社更生手続の最大の特徴の一つは、担保権者を更生手続の中に組み込み、その権利行使を制限しながら、更生計画においてその権利内容を変更することを可能にしていることだと説明されることが多い¹⁴。

○すなわち、更生担保権（被担保債権のうち、担保権目的物の価額が更生手続開始時の時価であるとした場合における担保権によって担保された範囲のもの（会社更生法2条10号）。つまり、担保財産の時価相当額に当たる債権）は、原則、更生手続開始後は被担保債権の弁済が禁止され（会社更生法47条1項）、また、担保権実行も禁止又は中止される（同50条1項）。その結果、更生担保権も、他の更生債権と同様に、更生計画に従って弁済を受けることとなる。

○例外的に、「事業の再生のために必要でないことが明らかなもの」を目的とする更生担保権については、管財人の申立てや職権に基づき、裁判所が、担保実行の禁止の解除を決定する場合もある（同50条7項）。ただし、この場合でも、担保権者に対する配当等は実施できない（同51条1項）。換金代金は裁判所に留保され、更生計画が認可された後、管財人に交付され、更生計画に基づく弁済に充当されることとなる¹⁵（同51条2項）。更生計画が認可されずに更生手続が途中で終了したときに限り、担保権者に対する配当等が実施されることとなる（同51条3項）。

○このように会社更生手続においては、担保権を設定している債権者も会社更生手続による制約を受け、原則、更生計画に従った弁済の対象となる。これは、通常、「担保権者の自由な権利行使を認めると、更生会社の重要な工場・機械等の諸設備が失われるという事態が発生し、事業の再建が不可能となるおそれがある」¹⁶ためと説明されている。

○ただし、更生計画において更生担保権は、他の債権者よりも優先的な順位が与えられている（会社更生法168条3項）。また、更生計画において更生担保権の減免等を定める場合には、更生担保権者の議決権の総額の3/4以上の同意が必要とされており（同196条5項2号）、他の更生債権者（過半数の同意）よりも要件が加重されている。つまり、更生担保権者には、通常の変更債権者よりも強い保護が与えられているといえるだろう。

○そのため、実務上も、更生担保権の元本部分の減免がなされることはそれほど多くなく、担保目的物の売却価格などと連動した弁済額が定められることも多いとされている¹⁷。

¹³ なお、電気事業法上のいわゆる一般担保付社債について、会社更生手続上、民事再生手続上、「担保権」ではなく、「一般先取特権」に準じるものとして取り扱われるとの見解がある（電気事業法37条参照）。

¹⁴ 山本和彦「倒産処理法入門〔第3版〕」（有斐閣、2008年）p.218。

¹⁵ 山本和彦「倒産処理法入門〔第3版〕」（有斐閣、2008年）pp.218-219、西岡清一郎・鹿子木康・榊谷雄一・東京地裁会社更生実務研究会「会社更生の実務〔下〕」（金融財政事情研究会、2011年）pp.101-102。

¹⁶ 西岡清一郎・鹿子木康・榊谷雄一・東京地裁会社更生実務研究会「会社更生の実務〔下〕」（金融財政事情研究会、2011年）p.99。

¹⁷ 西岡清一郎・鹿子木康・榊谷雄一・東京地裁会社更生実務研究会「会社更生の実務〔下〕」（金融財政事情研究会、2011年）pp.242-243。

(2) 民事再生手続の場合

- 他方、民事再生手続の場合、担保権を有する者には、原則、その目的財産について別除権が認められており、民事再生手続の制約を受けずに、個別に担保権を実行して弁済を受けることが可能である（民事再生法 53 条）。
- ただし、担保目的物が「事業の継続に欠くことのできないものである」場合には、再生債務者等は、裁判所に対して担保権消滅許可の申立てを行うことができる（同 148 条）。
- これが認められれば、再生債務者は担保目的物の価額に相当する金額を期限内に裁判所に納付して、その財産上に存する全ての担保権は消滅することとなる（同 152 条）。なお、納付された金額は、民事執行の手続に準じて、担保権者に配当又は弁済金として交付される（同 153 条）。

Q 7 : 会社が会社更生手続や民事再生手続に陥ってしまったら、社債は無価値になるのか？

A 7 : 社債権者は、原則、他の債権者と共に、更生計画や再生計画に基づいて弁済を受けることとなる。その会社に弁済能力が残っている限り、その社債にも一定の価値があるといえるだろう。

- 社債の発行会社が、会社更生手続や民事再生手続に陥ってしまった場合、社債権者は、原則、これらの手続への参加を通じて、他の債権者と共に、更生計画や再生計画に基づいて弁済を受ける（債権を回収する）ことになるものと考えられる（手続への参加については Q 5 参照）。
- 更生計画・再生計画による弁済額の決定（権利の変更）に当たっては、会社更生法上、民事再生法上、原則、同順位の間で平等でなければならないと定められている（いわゆる「平等原則」。会社更生法 168 条 1 項、民事再生法 155 条 1 項）。
- 他方、順位の異なる者の間では、原則、順位に応じた「公正かつ衡平な差」を設けなければならないとされている（いわゆる「公正・衡平の原則」。会社更生法 168 条 3 項、民事再生法 155 条 2 項）。
- なお、担保権を設定している債権者については、民事再生手続であれば、原則、その目的財産について別除権が認められており、民事再生手続の制約を受けずに、個別に担保権を実行して他の債権者に優先して弁済を受けることができる。一方、会社更生手続の場合には、個別に担保権を実行することは許されないが、更生計画において他の債権者よりも優先的な順位が与えられている（Q 6 参照）。
- 同様に、一般先取特権等（労働債権など）についても、民事再生手続であれば、原則、民事再生手続外で、他の債権者に優先して弁済を受けることができる（いわゆる「随時弁済」。民事再生法 122 条）。一方、会社更生手続の場合には、個別に随時弁済することは許されないが、更生計画において他の債権者よりも優先的な順位が与えられている。
- このように、更生計画や再生計画の中で、どの程度の弁済を受けることができるかについては、その発行会社の有する資産の状況、負っている負債の規模のほか、債権者間の優先・劣後関係、担保の有無などによっても、大きく変わってくるものと考えられる。
- その結果、例えば、無担保社債の場合、担保付のローンなどよりも順位が劣後する。そのため、弁済率が低くなることもあり得るだろう。

○ただ、その発行会社に弁済能力が残っている限り、社債権者もその債権の一部を回収することは可能であり、その社債にも（額面よりは大きく毀損する可能性はあるものの）一定の価値があるといえるだろう。

3. 株主と会社更生手続・民事再生手続

Q 8 : 株主は、会社更生手続、民事再生手続に参加することはできないのか？

A 8 : 会社更生手続には、法律上、株主も参加できることとなっている。ただし、いわゆる債務超過状態にある場合は、株主は議決権が認められず、決議から排除されている。

民事再生手続の場合、株主の手続参加は認められていない。ただし、減資、株式併合などを再生計画に定めて株主総会を省略するためには、事前に裁判所から債務超過状態にあることの認定を受け、その認可を受けなければならない。

(1) 会社更生手続の場合

○会社更生手続の場合、会社更生法上、株主も、会社の再建計画（更生計画）をまとめるための更生手続に参加することが名目上は認められている（会社更生法 165 条など、Q 2 図表参照）。つまり、更生債権者、更生担保債権者とは異なる種類の権利者（「組」）として、更生計画の決議に参加することができる（同 196 条）。

○つまり、会社の更生計画が承認を受けるためには、原則、更生債権者の「組」による承認決議（過半数）、更生担保債権者の「組」による承認決議（更生担保権の減免等を定める場合であれば、3/4 以上）に加え、株主の「組」による承認決議（過半数）も受けた上で、裁判所から認可される必要がある¹⁸（会社法 196 条 5 項、Q 2 図表参照）。

○ただし、「その財産をもって債務を完済することができない状態」、すなわち、いわゆる債務超過状態にある場合には、株主は更生手続における議決権を有しないこととされている（同 166 条 2 項）。

○通常、会社更生法の適用を受ける会社は、既に債務超過状態に陥っているケースが多く見られることから、現実には、株主は、議決権を有しないものとされて、更生計画の決議から排除されることが多いものと思われる。

○加えて、破綻企業の再建を進める上で、株主責任の追及や資本構成の大幅な見直しなどが必要となる場合があるが、会社更生手続の場合、手続開始後は、減資、株式併合、新株発行などは、更生計画によって行わなければならない（同 45 条）、更生計画の遂行に当たって株主総会は不要と定められている（同 210 条）。

○そのため、債務超過状態の会社の場合、株主の関与なしに、100%減資や新スポンサーへの新株発行

¹⁸ 承認決議のための「組」分けは、例えば、「優先的更生債権」と「一般更生債権」、「優先株式」と「普通株式」のように、更に細分化されることもある（西岡清一郎・鹿子木康・榎谷雄一・東京地裁会社更生実務研究会「会社更生の実務〔下〕」（金融財政事情研究会、2011 年）pp296-297）。

が決定される可能性が高いものと考えられる（Q10 参照）。

(2) 民事再生手続の場合

- 他方、民事再生手続の場合、民事再生法上、株主が参加することはそもそも想定されていない（民事再生法 170 条 2 項など参照）。
- これは、民事再生手続の場合、会社更生手続とは異なり、減資、株式併合、新株発行などの手続は、本来、民事再生手続外で、会社法の手続、具体的には株主総会決議などに基づいて行われることが想定されているためだと考えられる¹⁹。
- もっとも、民事再生手続を円滑に進める必要があることから、一定の要件の下で、減資、株式併合、新株発行などを再生計画により（株主総会なしで）実施する特例も設けられている。
- すなわち、事前に裁判所の許可を得た場合には、減資、株式併合などを再生計画によって行うことが認められる（同 154 条 3 項、161 条、166 条 1 項など）。裁判所は、「その財産をもって債務を完済することができない状態」、すなわち、いわゆる債務超過状態にあることを認定した場合に限って、その許可を行うことができるとされている（同 166 条 2 項）。
- 新株発行についても、事前に裁判所の許可を得た上で、再生計画によって行うことが可能である（同 154 条 4 項）。ただし、発行できるのは譲渡制限株式に限られ、裁判所の許可も、上記の会社が債務超過状態にあることに加え、その新株発行が「再生債務者の事業の継続に欠くことのできないものである」ことが認定された場合に限り、認められることとされている（同 166 条の 2）。
- いずれにせよ、民事再生手続においても、債務超過状態の会社の場合、株主の関与なしに、100%減資や新スポンサーへの新株発行などがなされる可能性があるといえるだろう（Q10 参照）。

Q 9 : 会社更生手続、民事再生手続を申し立てた上場会社は、必ず上場廃止になるのか？

A 9 : 原則、上場廃止だが、例外的に上場維持が認められる場合もある。

- 例えば、東京証券取引所（以下、東証）の場合、上場廃止事由として次の事由が定められている（東証有価証券上場規程 601 条 1 項 7 号、同施行規則 601 条 7 項）。

上場会社が法律の規定に基づく会社の破産手続、再生手続若しくは更生手続を必要とするに至った場合又はこれに準ずる状態になった場合

- 従って、上場会社が、破産手続、民事再生手続、会社更生手続の申立を行った場合には、その会社は原則として上場廃止となる²⁰。

¹⁹ 山本和彦「倒産処理法入門〔第3版〕」（有斐閣、2008年）p.171。

²⁰ 一般的には、整理銘柄に指定された後、1ヶ月後に上場廃止となる。

○ただし、民事再生手続や会社更生手続の申立であっても次の要件を満たす場合には、例外的に、上場維持を認めることとされている（同前）。

- ◇（申立時に）再建計画が適切に開示されること
- ◇再建計画が裁判所の認可を得られる見込みがあること
- ◇再建計画が上場有価証券の全部を消却するもの（いわゆる 100%減資など）ではないこと
- ◇再建計画の開示日から1ヶ月間の時価総額が10億円以上であること（注）
- ◇公益、投資者保護の観点から適当でないと認められるものではないこと

（注）開示日から1ヶ月間の平均時価総額と1ヵ月後の時価総額の両方が10億円以上であることが求められる。

○これらの要件を充たせば、上場を維持したまま民事再生手続や会社更生手続を通じた経営再建を行う余地はあるものと考えられる²¹。

○なお、上場を維持したまま民事再生手続や会社更生手続を通じた経営再建を目指すためには、所要の再建計画等の審査申請を東証に対して行う必要がある。これがなされない場合は、原則、上場廃止が決定されるものと考えられる。

Q10：会社が企業破綻手続に陥ってしまったら、株主の持つ株式は無価値になるのか？

A10：100%減資などにより無価値化することが多いだろうが、常に無価値になるとはいいい切れない。

○破綻手続に入った会社の財務状況、資産状況は、個社によって異なる。しかも、清算するにせよ、再建するにせよ、そうした会社の株主価値を算定することは困難を伴う作業である。仮に、算定できたとしても、その数値はその時々々の市場情勢、経済情勢などに影響される可能性もある。

○そのため、破綻手続に入った会社の株式が無価値になるか否かを一律に論じることは極めて難しく、ケース・バイ・ケースで判断せざるを得ないだろう。以下で論じること、あくまでも一つの考え方を示したものに過ぎないことを予め断っておく。

(1) 債務超過状態に陥っていない場合

○会社が破綻手続に入ったとしても、その会社が債務超過状態でなければ、理論上、その会社の株主の持つ株式は無価値とはいえないものと考えられる。

○すなわち、債務超過状態でない以上、仮に、その会社が全ての債務を弁済しても、資産が残るものと考えられる。従って、その会社の株主が持つ株式には、原則、その残った資産について、残余財産の分配に与る権利は残っていると考えられる（会社法 105 条 1 項 2 号）。

²¹ 裁判官サイドからも（会社更生手続の場合であっても）「上場を維持したまま再建を行う可能性を検討してもよいと思われる」と検討の余地があるとの見解が示されている（難波孝一・渡部勇次・鈴木謙也・徳岡治『会社更生事件の最近の実情と今後の新たな展開』、「NBL」No. 895（2008年12月15日号）pp. 22）。

- もちろん、その株式について、上場廃止となって換金が極めて困難になる、再建計画の中で大規模な希釈化が行われる、などといったことは十分に考えられる。
- また、極端な場合には、その会社における資産評価方法や、資産の売却可能性によっては、実際に会社を解体・清算する段階で、事実上、株主に残余財産を分配することが困難であることが明らかになる事態が生じることもあり得る。
- しかし、理論上、株主に残余財産を受け取る権利が残っている以上、その株式が全くの無価値だとはいい切れないだろう。

(2) 債務超過状態に陥っている場合

- 現実には、破綻手続の申立を行った会社は、債務超過状態に陥っている可能性が高いと考えられる（破産法 16 条、民事再生法 21 条、会社更生法 17 条 1 項 1 号など参照）。
- 一般論としては、その会社が債務超過状態に陥っているということは、全資産をもってしても債務を弁済しきれない状態だということである。つまり、この状況下で、破産手続によりその会社を清算すると仮定した場合、株主として受け取ることができる残余財産はないことが予想される。そうした会社の清算価値のみに着目すれば、株主が有するその会社に対する持分は、事実上、ゼロ（又はマイナス）だと見ることができるだろう。
- 実際、会社更生手続や民事再生手続において、債務超過状態の会社については、更生計画、再生計画によって、株主を関与させずに、いわゆる 100%減資などによって既存の株主の権利は消滅させることが可能となっている（Q 8 参照）。これも、債務超過状態の会社の株主の持分は、実質的に無価値化していることを前提にしたものとも考えられるだろう。
- もっとも、債務超過状態の会社が、会社更生手続や民事再生手続の中で、絶対に 100%減資などが求められるのかというと、必ずしもそのようには考えられていないようである²²。
- 仮に、株主の権利を（大規模な希釈化などはあるとしても）消滅させずに再建が進められるのであれば、理論上、既存株主が再建後の企業の利益に与る余地（例えば、配当や再上場など）はあるといえるだろう。この場合、債務超過状態の会社の株式であっても全く無価値だとはいい切れないものと考えられる。
- ただし、債務超過状態の会社の債権者や新たなスポンサーの立場に立てば、既存株主の権利を消滅させずに、自分が有する債権の減免や、自らの資金の投下（資本注入）を盛り込んだ再建案に同意することは、特別な事情がない限り、かなりハードルが高いようにも思われる。

²² 会社更生手続の場合、かつては「更生会社が債務超過に陥っている場合には、株主の権利を 100%消滅させることが会社更生手続の確立された実務上の運用」とされてきた。しかし、今では「いわゆる 100%減資をしない更生計画案を許容する」余地があるとの見解が、裁判官サイドからも示されている（難波孝一・渡部勇次・鈴木謙也・徳岡治『会社更生事件の最近の実情と今後の新たな展開』、「NBL」No. 895（2008 年 12 月 15 日号）pp. 22）。