

デット・エクイティ・スワップの商法上の取扱いについて

1. デット・エクイティ・スワップ（「DES」）とは何か

デット・エクイティ・スワップとは一般にある会社に対して金銭債権を有している債権者がその債権を債務会社の株式に振り替える手法をいうが、本メモランダムでは、先ず実質債務超過会社の再建・救済局面において行われる DES に関する論点整理に焦点をあててこれを検討し、末尾において、それ以外の場合を含む DES 一般に関する論点に触れることとする。

デット・エクイティ・スワップについては、「債権者と債務者の合意に基づき債務を株式に変更することであり、そのポイントは、債権者に対して単純な債権放棄を行う場合に比べて魅力を与えながら、債務者の事業の再建を図ろうとする仕組みである。」「この方法は、債務縮減の効果を債務者に与えつつ、企業再建が成功すれば債権者は債権額に相当する額（状況によってはそれ以上の額）の回収を図れる可能性があるため、単純な債権放棄よりも債権者にとって魅力があるからである。」と説明されている¹。

2. 法的構成

従来 現物出資に係る検査役の調査を避ける、債権実価額の算定の手間を省く、代用株券を利用する、等の目的に応じて種々の法的構成がとられてきたが、東京地裁がいわゆる「券面額説」を採用して（2000 年）以降、端的に「債権の現物出資による新株発行」とする法的構成が容易にとれるようになった。「券面額説」とは、新株の発行価額を出資された債権の名目額と解する考え方であり、これに対しては、新株の発行価額を出資された債権の実価・時価（弁済可能性を考慮した額）と解する「評価額説」が唱えられている。東京地裁等による「券面額説」の採用により、実務においては、現物出資に関する検査役は出資債権の存在とその金額を調査確認すれば足りることになり、時間もコストも大幅に削減されることとなった。

3. 論点

イ. 現物出資規制（商法 280 条の 8 第 1 項）との関係

(1) 商法 280 条の 8 第 1 項は、「現物出資ヲ為ス者アル場合ニ於テハ取締役ハ第 280

¹ 神田秀樹「債務の株式化（デット・エクイティ・スワップ）」ジュリスト 1219 号 30 頁。なお、DES に関しては、倒産状態における債権者間の平等の問題もあるが、このメモランダムの対象事項外とする。

条ノ2第1項第3号ニ掲グル事項（現物出資ヲ為ス者ノ氏名、出資、目的タル財産、其ノ価格並ニ之ニ対シテ与フル株式ノ種類及数）ヲ調査セシムル為検査役ノ選任ヲ裁判所ニ請求スルコトヲ要ス但シ……」と規定する。

これについては、「検査役の職務は、現物出資の目的物の価格ならびにこれに対して与えられる株式の種類および数などの適否を調査し、その結果を選任裁判所に書面をもって報告することである……検査役の調査は、現物出資の目的物の評価の妥当性の検討という意味をもつことになる。そして、この評価には、一般的経済社会の尺度とともに、会社の事業目的の遂行を可能にもししくは促進することまたは会社の規模などに関連する合目的性が考慮にいれられるべきであるから、評価の妥当性は一般的妥当性と合目的性とに基礎をおくことになる……また、必要性のみならず、目的物の成立後の会社にとっての有益性や収益能力も、評価額に反映さるべきことになる。」等と説明されている²。

- (2) 券面額説の実務上のメリットは、現物出資の検査手続を簡素化できるところにある³。同説によれば、検査役はその調査において債権の存在と額（評価を経て初めて得られる債権の実価でなく、名目金額）を確認すれば足り、時間とコストが縮減できる（なお、弁護士・公認会計士・税理士等の証明を受けた場合には検査役の調査が不要となる（商法280条の8第2項、173条第2項第3号）ことを以って、上記のメリットがなくなったという考えも見られるようであるが、評価額説に従う場合は、弁護士等の証明において債権の実価を調査する必要が生じるのであり、的はずれである）。
- (3) 現物出資に検査役の調査を求める商法280条の8第1項は (i) 出資者の氏名 (ii) 出資の目的たる財産 (iii) その価格 (iv) 株式の種類および数（同280条の2第1項第3号）を調査する旨を規定しているにすぎないから「券面額説とは、検査役が調査すべき上記(i)乃至(iv)の各事項の内、『(iii) その価格』とは、発行会社を債務者とする債権の現物出資の場合においてはその額面（名目）金額をいう、という解釈をとる考え方である」ということができよう。
- (4) その実質的な説明は、「現物出資規制の文脈に限っていえば、検査役の調査は『発行会社において、新株の対価としてどれだけの財産的価値が受領されなくてはならないか』について行われるべきであり、そうであるなら、債権額面金額を支払わない限り消滅させることのできない発行会社の債務が消滅する以上、債権額面金額に等しい財産的価値が受領されると見ることができる。これに対して、『出資者がどれだけの財産的価値を拠出しなければならないか』という観点からは債権の実価が問題となるが、かかる観点は現物出資に係る検査の目的ではな

² 新版注釈会社法 (7) 248 頁 [長浜洋一]

³ 「検査役の調査は、その目的となる債権の存在および額を確認すれば足りることとなり、評価額説による場合よりも費用（報酬）および所要時間が圧倒的に少なくて済むこととなった」と指摘されている（針塚 遵「東京地裁商事部における現物出資等検査役選任事件の現状」旬刊商事法務 1590 号 9 頁）。

い」と説明することにより行えると思われる⁴。

ロ. 既存株主保護ないし有利発行規制との関係

(1) 現物出資規制について券面額説によって処理した場合における、既存株主の保護については、必ずしも議論が十分に整理された形で落ちついていないようにも見受けられる。

先ず、既存株主は、持分割合の低下については、授権株式数の限度内で覚悟すべきであるが、他方、債務者会社は、通常は、現物出資の対象とされた債権の実価に応じた価値の限度で新株を発行すべきであって、それを超える価値の新株を発行する場合には、第三者に対する有利発行として株主総会の特別決議が必要となる(商法 280 条ノ 2 第 2 項⁵)と解すべきこととなるものと思われる。すなわち、商法 280 条の 2 第 2 項(有利発行)の「発行価額」は、この考え方によれば「債

⁴ これについては、伝統的な資本充実原則の考え方からは異論があり得る。すなわち、伝統的な資本充実原則は現物出資の対象となった財産の「実価」を問題とする(例えば商法 280 条の 13 の 2 参照)ものであり、この観点からは、本文のような説明には一定の「苦しさ」があるといわざるを得ないであろう。券面額説のメリットを活かしつつ、かかる伝統的資本充実原則との折り合いをつけるには、むしろ端的に「現物出資規制の一環としての検査役の職務は現物出資の目的物の価格や発行株式の種類・数などの適否を調査し裁判所に報告することであり、報告を受ける裁判所において、券面額説による調査・報告を許容している以上、券面額説に基づいて調査を行い、かかる調査の基礎を明確にした報告を行う限り、必要十分というべきである」と説明することも可能と思われる。

⁵ 神田・前掲注 (1) 33 頁。なお、有利発行規制との関係では現物出資規制の持つ既存株主の保護という機能を重視して、「評価額説をとるか券面額説をとるかによって、既存株主は、持分割合のみならず株式の経済的価値まで影響を受ける。ここで問題となっているのは、単なる第三者割当増資の是非ではなくて、一種の有利発行を認めることの是非なのである。」とする説(藤田友敬「自己株式取得と会社法(下)」旬刊商事法務 1616 号 8 頁)の他、「DES を行うに際して、まず債権者に割り当てられるべき株式数が問題となる。債権者としては、なるべく多い株式数であることを求めるであろうし、会社としては、既存の株主の利益を害さない(第三者に対する有利発行とならない)株式数であることを求めるであろうからである。これらの要請を満たすために、DES に供する債権の評価額(実質価額)を株式一株当たりの実質価額で除して得た数を割当株式数とすることがまず考えられる。ここでいう当該債権の評価額とは、担保・保証が付いていれば、そのことを考慮した金額であろうし、株式一株当たりの実質価額とは、DES の実行による影響を予測・加味した金額であろう。この方法による DES は、既存の株主の利益を害さないこととなる」とする説(針塚 遵「デット・エクイティ・スワップ再論」旬刊商事法務 1632 号 18 頁、19 頁)、「株主としては、会社が借入金をその名目金額で返済することに対して異議をさしはさむ立場にはないというべきであろう。そうであれば、いったん、借入金が返済され、返済された資金から債権者が金銭出資する場合との均衡が保たれれば債務の株式化においても既存の株主の保護に欠けるところはないというべきであろう。したがって、授権資本の枠内で債務の株式化がなされるかぎりにおいては(現行法は、定款で株式の譲渡を制限している会社や定款で株主の新株引受権を定めている会社を除けば、既存株主の持分比率的利益は原則として保護しない)、会社に対する債権の名目金額(券面額)で出資がなされたとしつつ、新株の発行価額が公正であればよいといえよう。」とする説(弥永真生「債務の株式化 ヨーロッパにおける扱いを参考にして」ジュリスト 1226 号 88 頁、89 頁)等が見られる。

なお、一般に、授権資本の枠内であっても、巨大な数の新株発行をすることが商法 280 条の 10 の不公正発行に当たると解される余地があるが、実質債務超過会社の DES においては、再建・救済局面で行われるため、この点を問題にする必要は乏しいものと考えられる。

権実価（額面金額ではなく）÷発行株式数」の商と解すべきこととなる⁶。

但し、このように考えても、実質債務超過会社のDESの場合は、会社の価値がマイナスである以上、1株当りの発行価額や発行株式数の如何にかかわらず、有利発行の問題は生じないから、この場合において債権額面金額を基準とした株数の新株発行を行おうとする場合は、かかる発行価額ないし発行株式数が特に有利なものであるとして、株主総会の特別決議を求める必要はないというべきである。

- (2) なお、検査役の調査においては、現物出資の対象財産の価格のみならず、「株式の種類および数」をも調査するものとされている（商法280条の8第1項、280条の2第1項第3号）。仮に、発行株式数の妥当性も調査の対象となるものと考え、かつ、上記のようにDESにおける発行新株の数は債権の実価を基準として決定されるべきだとすると、検査役の調査項目の内、「出資の目的たる財産の価格」の関係では債権券面額を用い、「株式の数」の関係では債権実価を用いるべきことになるのであろうか。しかし、そうなると、検査役の調査は機能的に新株発行の有利性調査を兼ねることとなり、そのためには、評価額説と同様の債権実価を評価・判断しなくてはならないこととなるから、券面額説による容易性・便宜性というメリットを失うこととなってしまふので、この立場はとるべきではないであろう。現物出資規制における検査役調査について券面額説による以上、調査対象たる「株式の数」についても「債権券面額÷発行価額」の商に算術上合致していれば足りると考えるべきである。

4. 実務対応について

イ. 現物出資における検査役の調査報告書

商法280条の8第1項は、280条の2第1項第3号に掲げる事項（即ち(i)出資者の氏名(ii)出資の目的たる財産(iii)その価格(iv)株式の種類および数）を調査させるために、検査役の選任を裁判所に対して請求することを求めている。

上記の通り、券面額説によれば、「検査役の調査事項の内、上記(iii)の『その価格』とは、発行会社を債務者とする債権の現物出資の場合においてはその額面（名目）金額をいう」ということになる。

また上記(iv)の『株式の種類および数』の適否（現物出資の目的物の評価額との関係における妥当性）を調査報告するのが従来からの一般的な考え方ではあるが、ここで債権の実価との関係における「株式の種類および数」の妥当性を調査報告すべきものと考えれば、上記のとおり検査役は債権の実価を先ず評価・判断しなくてはならないこととなり、券面額説のメリットが失われることとなる。従って、券面額説による調査報告書の「株式の種類及び数」の項目においては単純に発行株式の種類と数を事実として記載するだけ（妥当性には触れない）に留めるか「資本増加額

⁶ またこの立場を貫けば商法280条の3の2の発行事項の公示における「発行価額」も同様に解することとなる。この点については、下記4.ロを参照。

(これは債権の額面金額に等しい)との関係においては発行株式数は妥当である。但し、新株発行の有利性および公正性については、本調査の対象としていない」といった免責文言(ディスクレーマー)を付記することとなるか。

ロ. 新株発行の公示

新株発行の公示は、株主が新株発行の差止を必要とするかどうかの判断をなすについて参考となる程度に具体的に示すことを要するとされている⁷。株主総会の特別決議を経ない特に有利な発行価額による新株発行は差止の理由となるから、新株発行の公示においては債権の実価との関連に留意しつつ有利性を判断できるような開示を会社は株主に対してすることが期待されることとなる。公示事項には新株の発行価額(総額)と発行株式数が含まれているところ⁸、発行価額(総額)と発行株式数について、何らの注記もなく、各数値をそのまま記載して公示しただけでは、新株発行の有利性の判断が容易にできるとは言えないから、公示の目的に照して十分ではない可能性があるであろう。従って、発行価額(総額)については、端的に債権の実価・評価額をベースとした金額を記載することが考えられる。しかし、それでは必ずしも分かりやすいとは言えないとすれば、説明的に「資本増加額の基礎となった額は(現物出資債権の額面金額をベースとした)X円であるが実質的な発行価額は(同債権の実価をベースとした)Y円である」というような公示をすべきこととなるか⁹。

但し、このように考えたとしても、上記の通り実質債務超過会社のDESの場合には、有利発行の問題は生じない。従って、このようなケースにおいては有利・不公正発行に対する差止の機会を保証するための制度としての新株発行の公示においても、現物出資債権の実価・評価額と額面金額の関係を詳細に示す実益はないものと考えられる。従って、上記のような詳細な公示をすることなく、端的に債権額面金額(実価でなく)をベースとした公示をすることにも、特段の差支えはないであろう。もちろん、この場合も、会社が実質債務超過状態にはないと考え、現物出資債権の実価・評価額をベースにした株数の新株発行に留めるべきであると信ずる既存株主が、裁判所の判断を求めて新株発行の差止請求を行うことが許されることは言うまでもない。

5. 実質債務超過でない場合について

⁷ 長浜・前掲書(2)248頁

⁸ 商法280条の3の2「会社ハ払込期日ノ二週間前ニ新株ノ種類、数、発行価額……、払込期日及募集ノ方法ヲ公告シ又ハ株主ニ通知スルコトヲ要ス」

⁹ この場合、発行会社の取締役会は債権実価・評価額を自らの判断(専門家のアドバイスを参考にすることは勿論許される)で定める必要があるが、類似のケースとしては、転換社債型新株引受権付社債の発行開示において新株予約権の価額をゼロとした上で、かかるゼロ価額と、利率その他におけるメリットが概ね均衡しているという判断をする場面がある。なお、かかる公示をするときは、発行会社は自ら、自社の債務が額面を下回る価値しか有していないことを自認する結果となる。

以上においては、発行会社が実質債務超過の場合に焦点を当てて論点を整理した。そこにおいても読み取れるように、券面額説は資本制度との関係においては問題がないが、既存株主の保護(有利発行規制)との関係においては、商法 280 条の 2 第 2 項の文言が「特に有利なる発行価額」となっている以上、問題が残るといわざるを得ないであろう。商法 280 条の 10 の「不公正発行」に該当するか否かはすべての事情を勘案して判断することになるのに対し、X 円の株式を X 円より相当程度低い価額(Y 円)で発行したような場合において、再建計画等の他の事情を考慮することにより、Y 円は X 円より「特に有利な発行価額」でない、ということは困難といわざるを得ないからである。実質債務超過会社における X の理論的価値はゼロであるため、このような問題は発生しないが、券面額説をあらゆる DES に無制限に適用し、かつ有利発行規制の関係においても発行価額を券面額と解することは適切ではないであろう。立法論としては、280 条の 2 第 2 項の文言を「特に有利なる発行価額」でなく「特に有利なる発行条件」として、実質的な公正性の問題に収斂させることによって新株の発行に柔軟性を与えるか、または事後規制型のモデルに転換することとして、同条の有利発行規制を廃止する方向で考えるべきものと思われる。

6. 結び

DES に関する券面額説は 2000 年の東京地裁による採用以後、実務上既に定着しており、手続に要する時間とコストの削減という大きな便宜とメリットをもたらして来た。券面額説に関しては、殊に有利発行規制との関係において議論が十分に整理された形で落ち着いていないが、少なくとも実質債務超過会社の再建・救済局面においては、DES について券面額説を適用しても既存株主の利益を実質的に害することはないから、券面額説による処理を認めてしかるべきであると考えられる。

以 上