

バーチャル社債権者集会について

みずほ銀行
資本市場部
調査開発チーム

2024年12月4日

ともに挑む。ともに実る。



1. バーチャル社債権者集会導入に関する論点

2. バーチャル社債権者集会導入による効果

Appendix

1. バーチャル社債権者集会導入に関する論点

現行法におけるバーチャル社債権者集会の法的整理

- 弊行資本市場部を事務局とする東大商法学者との研究会（社債法等研究会）での過去の議論では、株主総会における議論も参考にしつつ、現行法におけるバーチャル社債権者集会につき下記のように整理。
- バーチャルオンリー型の採用は現行法制下では不可であり、ハイブリッド出席型も解釈の明確化が必要との認識であり、いずれも会社法改正による対応が必要

	物理的な会場	インターネットを通じた			現行法制下での可否
		法律上の出席	当日の議決権行使	当日の質問	
バーチャルオンリー型	不要	可	可	可	不可
ハイブリッド出席型	要	可	可	可	解釈の余地あり
ハイブリッド参加型	要	不可	不可	不可	可能
		傍聴のみ			

(注) バーチャルオンリー型… リアル社債権者集会を開催することなく、社債権者等が、インターネット等の手段を用いて、社債権者集会に会社法上の「出席」をすることをいう。

ハイブリッド出席型… リアル社債権者集会に加え、リアル社債権者集会に在所しない社債権者が、インターネット等の手段を用いて、社債権者集会に会社法上の「出席」をすることができることをいう。**（集会の場にリモートで出席しているイメージ）**

ハイブリッド参加型… リアル社債権者集会の開催に加え、リアル社債権者集会に在所しない社債権者が、社債権者集会への法律上の「出席」を伴わずに、インターネット等の手段を用いて審議等を確認・傍聴することをいう。**（参加型の名称だが集会の場に参加しているわけではない。議決権行使も事前に行い、当日は外野から傍聴しているイメージ）**

バーチャルオンリー型

会社法719条では、社債権者集会の招集時に「集会の場所」を定めなければならない、会社法の改正が必要。

ハイブリッド出席型

会社法上は、株主総会と異なり、社債権者が開催場所に存せずして、社債権者集会に出席することを想定した規定は無いものの、解釈の余地はあり。

ハイブリッド参加型

事前の議決権行使が前提。社債権者集会当日のインターネットでの集会参加は、法律上の出席ではなく傍聴の位置づけ。

バーチャル社債権者集会に関する改正にあたっての論点

会社法制研究会での検討論点に関する意見

項目	意見
社債権者集会の場所を定めない場合に関する規律	<ul style="list-style-type: none">会社法制研究会では、社債権者集会の場所を定めない場合には、社債の募集事項（会社法第676条）に「社債権者集会の場所を定めないことができることとするときは、その旨」を記載する必要があることが検討されている。しかしながら、上記を要件とする場合、実務上は以下のような問題点がある。<ul style="list-style-type: none">① 本改正前に発行された社債においても、バーチャル社債権者集会のニーズはあるところ、本記載を追加するためには、リアルに社債権者集会を開催しなければならず、現実的ではない。② 社債権者集会は回号毎に開催されることが通常であるところ、バーチャル社債権者集会の可否につき、各回号毎、募集事項の記載内容が異なる場合には、同一の発行会社で、バーチャルとリアルが混在し非効率となってしまうことから、結果としてリアル社債権者集会のみの開催となってしまう恐れがある。この点、会社法制研究会資料では、物理的な場所における社債権者集会への出席は一切認められなくなり社債権者の権利行使に係る変化が生じることを踏まえ、募集事項への記載を予め必要としているとのことであるが、バーチャル社債権者集会は通信方法に一定の規律が設けられる予定であること、手続・内容双方に裁判所の認可という事後的なチェックも働くことを考えれば、募集事項への記載を不要としても問題ないと考えられる。
社債権者集会の決議の不認可の特則に関する規律	<ul style="list-style-type: none">会社法制研究会では、社債権者集会の不認可事由に関する通信方法に係る障害が生じた際のセーフハーバールールとして、「株式会社の故意又は重大な過失によって当該障害が生じたときに限り、」不認可事由とすることが検討されている。この点は、どのような場合であれば株式会社が注意義務を果たしたのかについて、バーチャル株主総会と同様、より明確化が図られる必要があると考えるが、株主総会の場合には決議取消しの訴えの中で問題となるのに対し、社債権者集会では裁判所の認可の前提（有効要件）として問題となる点で、当該注意義務の位置づけが異なる点に留意が必要と考える。

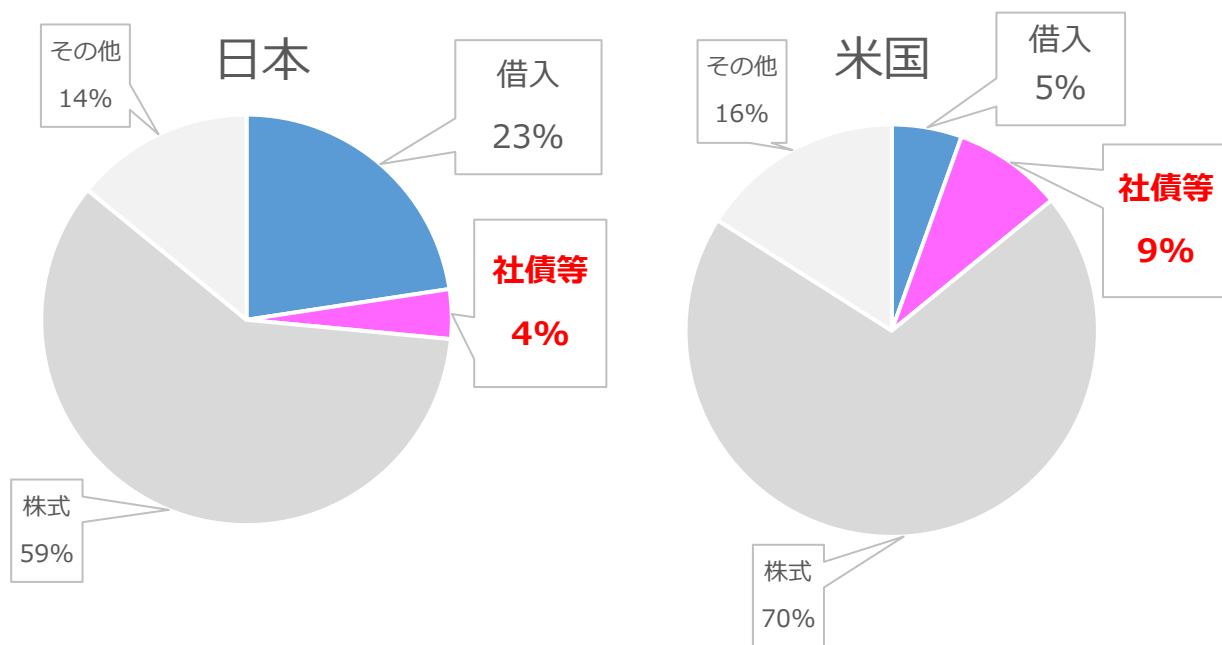
2. バーチャル社債権者集会導入による効果について

我が国社債市場の現状と課題

- 我が国の民間事業法人の資金調達に占める社債等の割合は、米国の半分以下であり借入の割合が多い状況。
- 格付別の社債発行状況では、米国では非投資適格（BB格以下）の社債が相応のボリューム（1割強）を占める一方で、我が国ではBBB格の社債でも2%程度であり、BB格の社債はほとんど発行がない。
- 日本の社債発行企業は、上場企業約3,800社のうち1割強程度（400社～500社）（※）と言われており、発行企業の裾野を拡大する余地は相応にあると考えられる。

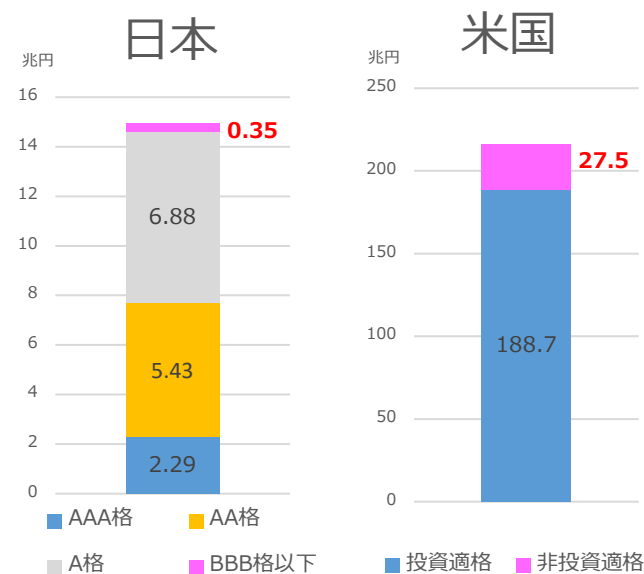
※2024年7月19日付大和総研レポート「積極的な社債活用を、適切なコベナンツ付与を」2頁参照

民間非金融法人企業の金融負債構成（2024年3月末時点）



（出所）日本銀行調査統計局「資金循環の日米欧比較」より作成

格付別社債発行額（2023年度）



（出所）日本証券業協会「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ」報告書より作成

社債市場活性化に関する日証協WGでの議論

- 我が国社債市場の現状を受け、日本証券業協会の「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ」(以下、WG)では、2023年12月～2024年6月の約半年間にわたり、幅広い企業の資金調達手段の多様化に資する社債市場活性化に必要な方策を集中的に議論(みずほ銀行 資本市場部も委員として参加)。
- その中で、複数の委員から大要以下のような意見があり、社債市場活性化にあたっては、コベナンツ(※1)の付与とその柔軟性確保、そのための社債権者集会の効率化・円滑化が必要との結論。

コベナンツ付与とその柔軟性確保

- 相対的に信用リスクの高い企業の社債発行促進も含め社債市場の裾野を拡大するためには、現在発行されている社債では一般的に付与されていない「チェンジオブコントロール条項」(※2)や「レポーティングコベナンツ」(※3)等のコベナンツ付与が必要。
- 一方で、発行企業としては、社債が5年～10年と長期間にわたる契約であることから、発行企業を取り巻く環境変化を受け、コベナンツを柔軟に変更できることや、抵触時のコベナンツのウェーブ(権利の放棄)を柔軟に可能とすることが、コベナンツ付与の促進にあたっては重要。

社債権者集会の効率化・円滑化

- コベナンツの変更や抵触時のコベナンツのウェーブは、現状の社債要項では会社法に定める社債権者集会による決議が必要。
- 社債権者集会開催にあたっては、現状場所の確保が必要であることから、機動的な開催は困難であるほか、コスト面でもハードルがある状況であり、オンライン開催による効率化・円滑化の要請は高い状況。
- 特に個人向け社債では数万人の社債権者が存在する場合もあり、リアルに開催する場合には大規模な会場の確保を前もって検討する必要がある、発行体の心理的・物的負担は大きいものと推察。

※1 コベナンツ … 発行会社に課せられた一定の義務や誓約に関する条項

※2 チェンジオブコントロール条項 … 発行会社に組織再編・大株主の異動や非上場化が発生した場合に、発行会社から繰上償還または社債権者から買取請求を求めることができる条項

※3 レポーティングコベナンツ … 社債権者の投資判断に重大な影響を及ぼす事象が生じた場合等に、発行会社に対し社債権者に報告を行う義務を課す条項

本改正により期待される効果（まとめ）

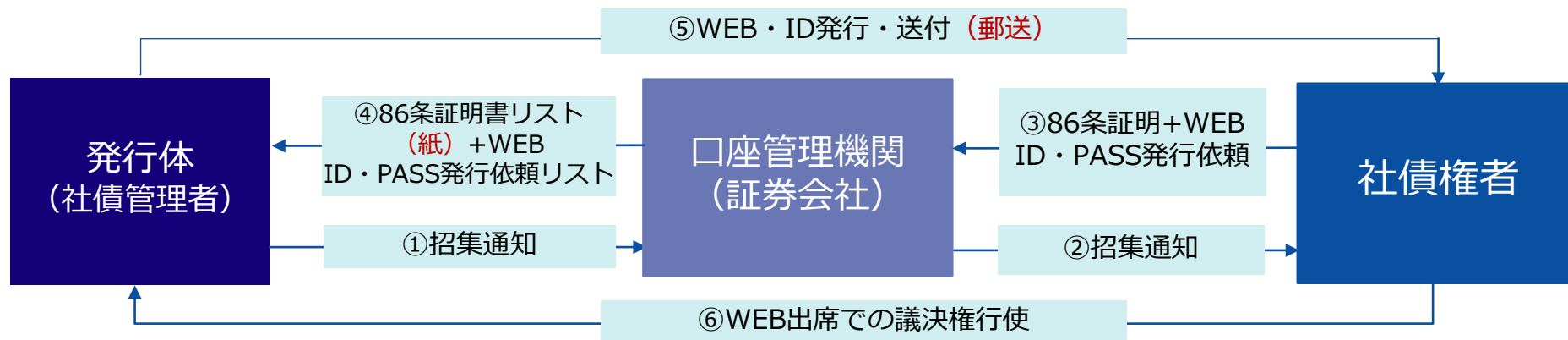
- 社債権者集会の効率化・円滑化による社債権者の意思結集の柔軟化及びコベナンツ付与の促進により、主として以下の効果が期待される。

期待される効果	説明
相対的に信用リスクが高い企業の社債発行促進	<ul style="list-style-type: none">• 米国ハイイールド債市場においては、一定のコベナンツ・パッケージを採用することで、投資家を呼び込むことにつながっているとの評価もあり（日証協WG報告書5頁参照）。• 日本においても、社債権者集会の効率化・円滑化により、チェンジオブコントロール条項やレポーティングコベナンツなどの付与が柔軟になされることで、相対的に信用リスクが高い企業の社債発行が促進されることが期待。
LBOやプロジェクトファイナンスでの社債活用	<ul style="list-style-type: none">• LBOやプロジェクトファイナンスのローンにおいては、キャッシュフローファイナンス特有のコベナンツが付与。• LBOやプロジェクトファイナンスに社債を活用するにあたっての課題の一つが、ローンと同等のコベナンツ付与の困難性にあり。• 社債権者集会の効率化・円滑化はかかるハードルを下げ、社債活用の多様化につながることが期待。
企業価値担保付社債の活用促進	<ul style="list-style-type: none">• 本年6月の事業性融資推進法の成立により、企業の総資産を担保とする「企業価値担保権」が新たに創設。• 「企業価値担保権」はローンと社債双方を担保にすることができる全資産担保である点で画期的な担保権。• ただ、企業価値担保権の実行時の判断は、社債においては社債権者集会が原則として必要とされている（事業性融資推進法225条、61条）など、機動的に社債権者集会を開催できる必要性は高い。

Appendix

Appendix : バーチャル社債権者集会の実務フロー（想定）

- ✓ 現行のバーチャル株主総会では、株主宛に招集通知と共にWEB会議のURL、ID・PASSを送付し当日ログインしてもらう運営等が採用されていると認識しているが、振替社債における社債権者集会の場合、招集段階では誰が社債権者か発行体からは分からない構造（次頁参照）であり、株主総会と同様の対応はできないことから、バーチャル社債権者集会の実務フローは別途検討が必要。例えば、以下のようなフローが考えられる。

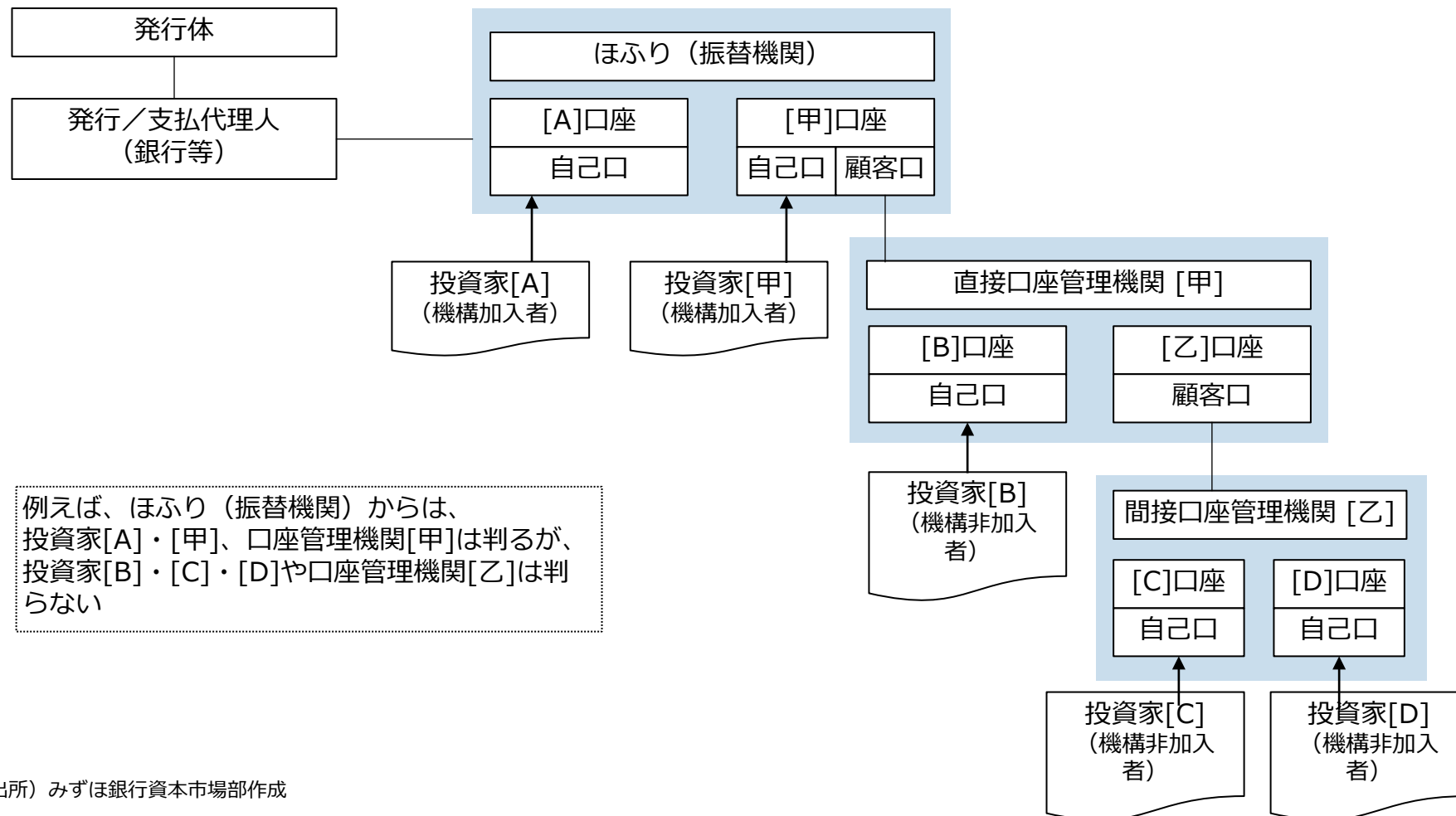


(出所) みずほ銀行資本市場部作成

- なお、社債、株式等の振替に関する法律86条では、社債権者は議決権行使時に、社債権者であることを口座を有している証券会社等（口座管理機関）に書面にて証明してもらい発行体に提出する必要あり。現状、当該書面は電磁的記録が明文で許容されておらず、かかる点を電子化すればより効率化・電子化が促進されるものと思料。

Appendix : ほふりと口座管理機関の階層構造について

- 振替社債では、社債の投資家は、振替機関であるほふり、またはほふりに口座を有する口座管理機関（証券会社・信託銀行等）の振替口座簿の記載または記録に基づき社債を保有し、売買等に伴う権利の移転などは振替口座簿の振替により行われる
- 振替機関と口座管理機関は階層的構造になっており、**銘柄回号ごとの最終の社債権者が誰であるかは発行体や銀行からは分からない**



(出所) みずほ銀行資本市場部作成

- 本説明資料は、ディスカッションを目的として作成したものであり、本説明資料に含まれる情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。
- 今後の環境の変化如何によっては、その仮定・スキーム等を大幅に変更する可能性があり、その場合、本説明資料の内容通りにはならない可能性がありますので、予めご了承下さい。
- また、法務・会計・税務等の取扱いについては、弁護士・会計士・税理士と別途ご相談の上、最終ご確認ください。
- 尚、断りなく本件関係者以外の方に本説明資料の内容を開示又は本説明資料を提示、もしくはそのコピーを交付することはご遠慮くださいますようお願い申し上げます。

ともに挑む。ともに実る。

MIZUHO

