

## 社債権者補佐人制度の概要と意義

佐藤 淳

### ■ 要 約 ■

1. 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」は、2016年8月、報告書「社債権者補佐人制度に係る社債要項及び業務委託契約について」を公表した。この報告書において、社債権者保護の新たな担い手である「社債権者補佐人」制度の普及・利用促進に向けた具体的な規定案が提示されている。
2. 新制度の目的は、信用リスクが相対的に大きい企業の社債発行及び投資家の裾野拡大に向けた環境整備のための社債権者保護の充実である。日本の低格付社債の発行市場は未発達であり、その主な要因は間接金融のコスト優位と推察されるが、今後の市場拡大のために必要条件となるのが社債権者保護の充実である。
3. 戦後の日本において社債のデフォルト事例は限定的であったが、グローバル金融危機による経済環境悪化を受けてデフォルト案件が散見されるようになった。社債権者保護に対する市場参加者の関心は高まり、特にデフォルト後の債権保全・回収に関するサポートに対する投資家のニーズが聞かれるようになった。
4. 日本における社債権者保護の役割は、会社法に規定される社債管理者が担っているが、社債管理者は、その権限及び責任の範囲が不明確であり、過大な責任を負わされる可能性があることから制度の運営が難しくなっているとの見方がある。これを踏まえ、限定された責任の範囲で実行可能な社債権者保護の担い手を設定することが、社債権者補佐人制度の基本的な考え方である。
5. 社債権者補佐人制度は、低格付社債市場の活性化に向けて、社債発行関係者が新たな市場慣行を形成する取り組みの一步である。

## I 社債権者補佐人制度の検討経緯と役割等

### 1. 社債権者補佐人制度の検討経緯

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」は、2016年8月、報告書「社債権者補佐人制度に係る社債要項及び業務委託契約について」を公表した。この報告書において、社債権者保護の新たな担い手である「社債権者補佐人」制度の普及・利用促進に向けて具体的な規定案が提示されている。

サブプライムローン問題に端を発したグローバル金融危機は、日本を含む各国経済に甚大な影響をもたらした。グローバル金融危機後、我が国の金融資本市場安定化のため、日本証券業協会は「社債市場の活性化に関する懇談会」を設置し、社債市場活性化にむけた議論、検討を行った。社債市場活性化は日本経済にとって長年の課題とされてきたが、グローバル金融危機を契機として、取り組みの機運が高まった。

懇談会においては様々なテーマが議論されたが、主要な課題に対応して4つの部会が設置され、第3部会において社債管理制度の見直しについて検討が進められた<sup>1</sup>。

検討の目的は、信用リスクが相対的に大きい企業の社債発行及び投資家の裾野拡大に向けた環境整備のための社債権者保護の充実である。

日本の低格付社債の発行市場は未発達であり、その主な要因は間接金融のコスト優位と推察されるが、今後の市場拡大のために必要条件となるのが社債権者保護の充実である。日本における社債権者保護は、会社法に規定される社債管理者が担っているが、社債管理者制度については様々な問題点が指摘されている。

第3部会では、既存の社債管理者制度の見直しに向けた議論と並行して、社債管理に関する新たな枠組みについての検討が行われた。検討の内容は2012年7月に公表された報告書「社債市場の活性化に向けた取り組み」に纏められ、社債管理を担う新しい主体として「社債管理人」（仮称）が提案されている。第3部会の検討は、その後、「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」に引き継がれ、2015年3月には、報告書「社債権者保護のあり方について」が公表された<sup>2</sup>。

更に、2016年8月、ワーキング・グループは、報告書「社債権者補佐人制度に係る社債要項及び業務委託契約について」を公表し、新しい制度を具体的に運営するための枠組みを示すに至った。従来の「社債管理人」は「社債権者補佐人」に名称を変更している。この報告書には、社債権者補佐人制度の普及・利用促進のため、社債権者、発行会社及び社債権者補佐人間の権利義務を規定する社債要項及び社債権者補佐人業務委託契約について、その作成にあたっての考え方や規定例が取り纏められている。

<sup>1</sup> 4つの部会のテーマは、第1部会：証券会社の引受審査の見直し等、第2部会：コベンツの付与及び情報開示等、第3部会：社債管理のあり方、第4部会：社債の価格情報インフラの整備等。

<sup>2</sup> 報告書「社債権者保護のあり方について」においては、社債管理人制度の検討と併せて、社債権者への情報伝達インフラの整備について、概要および検討経緯を示している。信用リスクが相対的に大きい企業の社債への投資を促すためには、社債権者への情報伝達及び意思結集を容易にするための情報伝達インフラの整備が不可欠とされている。

## 2. 社債権者補佐人の役割

社債権者補佐人は、社債権者保護の役割を担う主体であり、法律に根拠を持たず、社債要項等及び社債権者補佐人業務委託契約に基づいて任意に設置される。現在、日本における社債権者保護の役割は、会社法に規定される社債管理者が担っている。制度上、公募社債では社債管理者を設置することが義務付けられているが、適用除外規定があり、現在発行されている公募社債において社債管理者を設置している社債の割合は低い<sup>3</sup>。

また、社債権者保護の機能については、信用リスクが相対的に大きい企業の社債において投資家のニーズが強くなるものであるが、社債管理者の責任の重さ等により、社債管理者の担い手が見つからないケースがあると言われている。その結果、投資家の求める社債の商品性を確保できず、企業にとって資金調達機会が失われる可能性がある。

これらの問題を踏まえ、社債権者保護の新たな担い手について制度の検討が行われ、法改正を必要としない範囲で、社債権者保護に対する投資家の要請に応えるべく、社債権者補佐人制度が検討された。

## 3. 社債管理補佐人の業務内容

社債権者補佐人は、社債に係る事務手続きや債権の保全等に関するサポートを業務とするが、特に重要な業務は、社債のデフォルト後の債権保全・回収に関する社債権者のサポートである。

社債権者補佐人の具体的な業務内容としてワーキング・グループの報告書に示されているのは、①発行会社からの通知等の受領及び社債権者への通知、②債権の届出、③社債権者集会の招集・請求のサポート、④社債権者集会決議の裁判所への認可申立て手続、⑤債権者集会における再生計画又は更生計画の議決権行使である。

発行会社からの通知等の受領及び社債権者への通知は、（イ）社債要項に定める通知事項の受領及び社債権者への通知、（ロ）期限の利益喪失事由の発生に係る証明書受領・確認及び社債権者への通知、から成る。（イ）に関し、発行会社は通知事項（（a）組織再編の際の社債の取り扱い、（b）期限の利益喪失事由の発生、（c）期限の利益喪失）について一般に公表するとともに、社債権者補佐人に通知し、社債権者補佐人は、かかる事項が公表されている場合に限り、これを証券保管振替機構のインフラを通じて社債権者に通知する<sup>4</sup>。

（ロ）に関し、社債管理人は、発行会社から受領した発行会社証明書に期限の利益喪失

<sup>3</sup> 会社法第 702 条は、「会社は、社債を発行する場合には、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、この限りでない。」と規定している。

<sup>4</sup> 社債権者補佐人から社債権者への通知方法は、証券保管振替機構の社債情報伝達サービスを利用することが考えられている。

事由が記載されている場合は、当該事実が一般に公表されているときに限り、これを証券保管振替機構のインフラを通じて社債権者に対して通知する<sup>5</sup>。

債権の届出について、社債権者補佐人は個別に社債権者から委託を受けたときは、債権の届出を行う。債権の届出とは、破産手続きにおいて、回収しようとする債権者が自己の債権について裁判所に届出を行うことであり、債権回収のために必要な手続きである。

社債権者集会の招集・請求のサポートは、社債権者の要請を受けて社債権者補佐人が行うものであり、発行会社に対する社債権者集会招集の請求手続き、裁判所に対する社債権者集会招集の認可申請手続き等がある。

社債権者集会決議の裁判所への認可申立て手続は、社債権者集会の招集権を持つ社債総額の10分の1以上の保有者の委託を受けて、裁判所に対し、社債権者集会決議の認可の申立てを行うことである。

債権者集会における再生計画又は更生計画の議決権行使は、社債権者集会の決議により債権者集会において、当該社債権者集会の決議を執行する。

社債権者保護の役割に対する投資家のニーズは多様であり、発行会社の財務内容のモニタリングを始め、発行会社の信用力維持について積極的な関与を期待する投資家もいる。概念上、社債管理に係る役務の対価は業務内容を反映し、社債権者保護を手厚くすれば社債管理者費用は高くなる。但し、こうした価格調整によって社債管理の市場が機能しているとは言い難く、特に低格付社債発行に際して社債管理者の担い手が不足している。

社債管理者は、その権限及び責任の範囲が明確でないことが担い手不足につながっている。これを踏まえて検討された社債権者補佐人の権限及び責任の範囲は、社債管理者と比較して限定されている。また、社債権者補佐人は、法律に基づく存在ではなく、その権限及び責任の範囲は社債要項及び業務委託契約において規定される。

## II 新しい制度検討の背景

### 1. 日本における低格付社債市場の動向

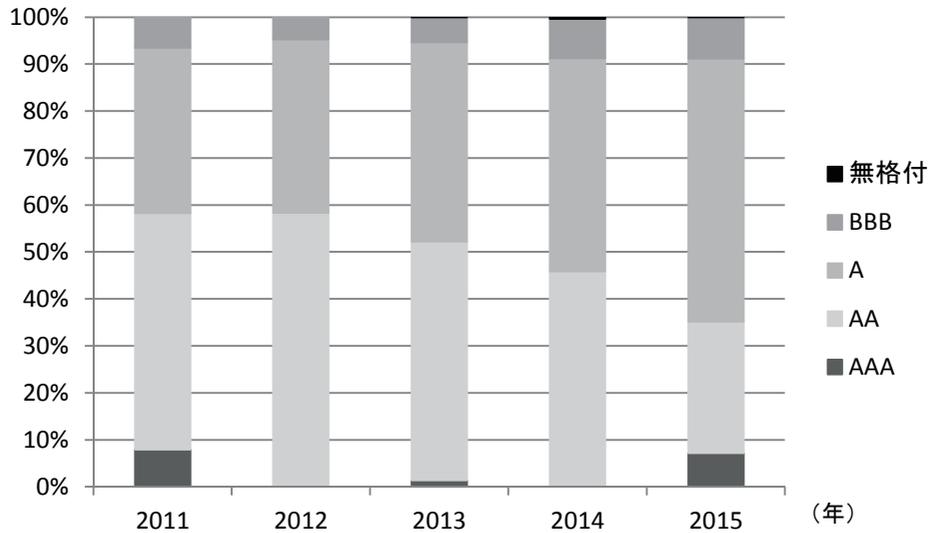
社債権者補佐人の制度が検討された目的は、日本における低格付社債市場の拡大に向けた環境整備のための社債権者保護の充実である。

日本の社債発行市場は高格付銘柄中心であり、シングル A 格以上の銘柄が大部分を占めている。投資適格とされるトリプル B 格の社債の発行も限定的であり、ダブル B 以下のハイ・イールド債の発行は基本的には行われていない。（図表 1 参照）

一方、米国においては、ハイ・イールド債の発行市場は厚みを持っており、近年においても社債発行額の2割前後を占めている。（図表 2 参照）

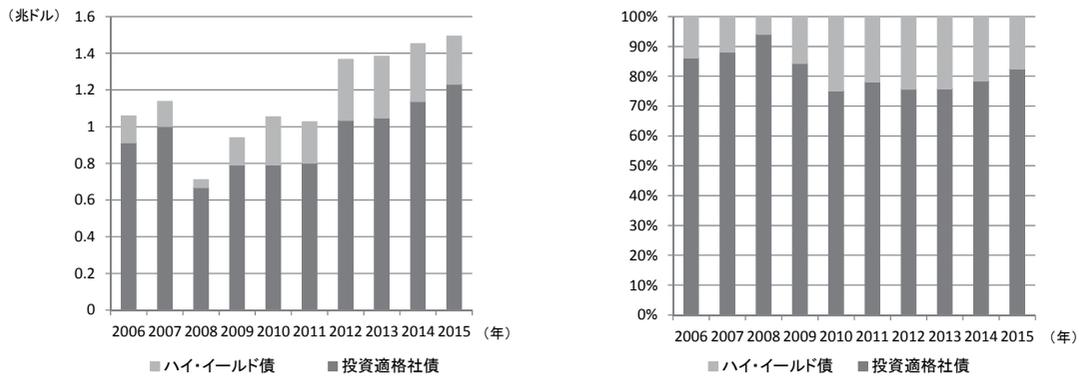
<sup>5</sup> 発行会社は、社債要項に定める期限の利益喪失事由の発生状況に係る証明書（以下「発行会社証明書」という。）を定期的に社債管理人に送付し、社債管理人は当該発行会社証明書を受領・確認する。発行会社は、発行会社証明書の提出期限後一定期間以内に発行会社証明書提出の事実を自社のホームページ等において一般に発表する。

図表 1 日本の格付別社債発行割合推移



(出所) 日本証券業協会より野村資本市場研究所作成

図表 2 米国の社債発行額及び発行割合推移



(出所) SIFMA より野村資本市場研究所作成

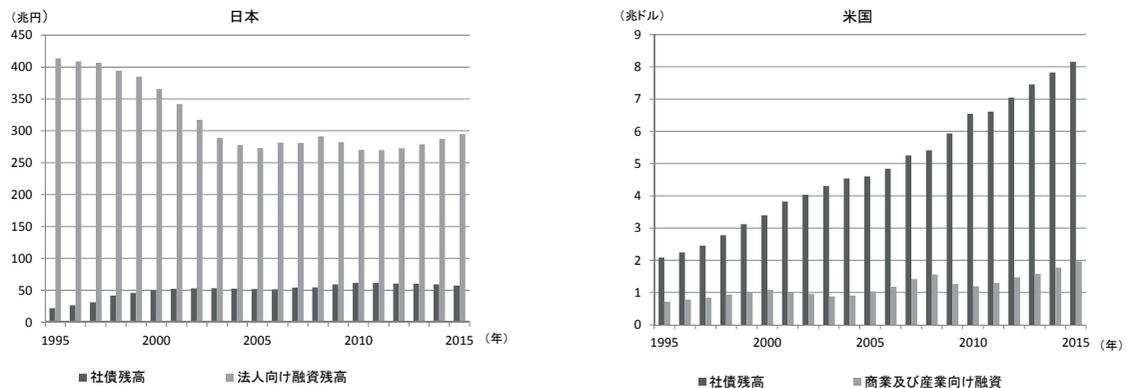
## 2. 低格付社債市場が拡大しない背景

日本の企業の負債調達構造は、社債の発行よりも銀行等からの借入に大きく依存しているが、その理由として、懇談会の報告書は、銀行等による貸出のリスクプレミアムが社債と比べて小さいため、企業にとって借入の調達コストの方が小さいことが指摘されているとしている<sup>6</sup>。

図表 3 は日米の社債発行残高と企業向け融資残高の規模の推移である。日本においては、1995 年末の時点で、社債発行残高 22 兆円に対し、企業向け融資残高は 414 兆円で社債の約 19 倍、2015 年末時点においても、社債発行残高 57 兆円に対し、企業向け融資残高は

<sup>6</sup> 社債市場の活性化に関する懇談会「社債市場の活性化に向けて」(2010年6月22日)

図表3 日米の社債発行残高と企業向け融資残高



(出所) 日本銀行、日本証券業協会、SIFMA、FRB より野村資本市場研究所作成

295兆円で社債の約5倍となっている。一方、米国では一貫して社債残高が企業向け融資残高を大きく上回り、その差は拡大している。

このように、日本における社債発行の規模は企業向け融資と比べて小さいが、その社債発行の内訳は前述の通り大部分がシングル A 格以上の高格付銘柄である。低格付の企業においては、社債発行よりも借入の調達コストの方が小さいケースが多いことが推察される。

企業が資金調達手段を選択する上で考慮すべき要素は複数存在する。代表的な項目として、調達コストの他、調達の安定性、調達金額の確保、調達手段の多様化等があげられる。調達主体によって選択できる調達手段は異なるが、一般的に大企業にとっての選択肢は多様であり、特に上場企業にとっては社債発行を始めとする資本市場調達を選択しやすくなるための制度上の枠組みが整備されている<sup>7</sup>。

しかし、上場企業においても社債を発行する企業は、高格付の発行体に偏っている。そうした傾向をもたらす最大の要因が、銀行ローンのコスト優位性と考えられる。但し、銀行ローンと社債発行のコストのバランスは市場環境によって変化することに鑑み、調達コスト以外で低格付社債の市場拡大の障害となっている要素を取り除くことが、市場活性化のために重要である。

### III 社債権者保護に係る制度の歴史

#### 1. 銀行の役割

低格付社債発行市場の未発達と社債権者保護との関係についての議論を整理するために、制度の歴史を振り返る。日本において社債権者保護の役割を担ってきたのは銀行である。戦後の1948年5月に証券取引法が施行され、銀行による証券業務は原則として禁止され

<sup>7</sup> 例えば、上場企業は継続的に情報開示を行っているため、発行時の情報開示のための追加的な手続きが軽減されている。

たが、銀行は社債の募集の受託会社として、社債投資家のための社債管理業務を担い、加えて発行企業のための発行事務に係る業務を兼ねていた。1947 年日銀主導のもと「起債調整協議会」が設置され、社債の供給調整を行ったが、社債の受託会社はこの社債市場全体の調整に関与していた。加えて、社債消化における銀行のシェアの高さは、社債市場への影響力の強さにつながった。

また、通常、社債の受託会社となるのはメインバンクであった。銀行は、受託会社かつメインバンクとしての立場で、個別企業の社債発行に深く関与した。更に、受託会社かつメインバンクである銀行は、デフォルトした社債を買い取ることを慣行としていた。破綻に際して、回収率を高めるために清算よりも会社更生を選択するケースが多く、円滑な処理を進めるために銀行自身が社債権者となることが合理的であった。

戦後の日本では、ローンを中心とした金融の秩序が形成され、経済成長を実現した。その後、直接金融の割合は増加したものの、社債とローンの割合は、依然として十分にバランスがとれた状態には至っていない。その背景には、社債市場においても銀行が大きな影響を持ち続けた経緯があると考えられる。特に、低格付社債の発行が抑制される結果となった。

## 2. 平成 5 年商法改正

平成 5 年（1993 年）の商法改正によって、募集の受託会社は廃止され、従来の社債受託業務が社債管理業務と発行事務代行業務に分離された。社債管理業務は法律に基づいているが、発行事務代行業務は法律に規定されていない。

社債発行の際、社債管理者を設置することが義務化されたが、社債の金額、つまり社債の単位が 1 億円となる場合は社債管理者設置義務の適用除外とされた。これは、1 億円単位で社債の売買を行う主体はプロフェッショナルの投資家であることが想定され、それらの投資家は社債管理者によって保護される必要がないとの考え方に基づく。

社債市場における主要な投資主体は機関投資家であるため、社債の金額を 1 億円として社債管理者を設置しない案件が高い割合を占めている。2015 年度に発行された社債 348 本のうち、社債管理者設置債は 89 本で、その内訳は、個人向け社債が 32 本、それ以外の 57 本は政府関係の法人、民営化した法人、電力会社のいずれかである。一方、社債管理会社を設置しない社債は、FA 債と呼ばれている<sup>8</sup>。

企業は、社債管理者及び財務代理人の手数料、社債管理者を設置する場合としない場合の社債の発行条件比較、社債管理に対する投資家の意向等を踏まえて、社債管理会社設置債と FA 債のいずれかを選択する。但し、一般企業が機関投資家向け社債を発行する場合、ほぼ自動的に FA 債を選択していると考えられる。

<sup>8</sup> FA とは Fiscal Agent（財務代理人）の略である。財務代理人は社債発行時及び期中の事務を代行する。財務代理人は一般的に銀行が就任する。銀行が社債を発行する場合、通常財務代理人は置かれない。

## IV 社債管理に対するニーズの高まり

戦後の日本においては、前述の通り社債発行に対する銀行の関与の強さ等を背景に、社債のデフォルト事例は限定的であったが、平成5年（1993年）の商法改正以降、発行される社債において社債管理者不設置債の割合が大部分を占める中、グローバル金融危機による経済環境悪化を受けてデフォルト案件が散見されるようになった。（図表4参照）

こうした状況を受けて、社債権者保護に対する市場参加者の関心は高まり、特にデフォルト後の債権保全・回収に関するサポートに対する投資家のニーズが聞かれるようになった。

図表4 2008年以降の公募国内債のデフォルト例

発行体 (デフォルト時の名称)	期限の利益喪失事由	対象債券	発行日	発行総額 (百万円)	期限の利益喪失日
スルガコーポレーション	民事再生手続開始の申立て	株式会社スルガコーポレーション第1回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	2006/10/20	11,000	2008/06/24
	民事再生手続開始の申立て	株式会社スルガコーポレーション第2回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	2007/03/15	10,000	2008/06/24
ゼファー	民事再生手続開始の申立て	株式会社ゼファー第2回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	2006/08/22	12,000	2008/07/18
	民事再生手続開始の申立て	株式会社ゼファー第3回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	2007/06/21	8,000	2008/07/18
アーバンコーポレーション	民事再生手続開始の申立て	株式会社アーバンコーポレーション第1回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	2006/12/21	20,000	2008/08/13
日本綜合地所	会社更生手続開始の申立て	日本綜合地所株式会社第10回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	2007/09/28	10,000	2009/02/05
パシフィックホールディングス	会社更生手続開始の申立て	パシフィックマネジメント株式会社第1回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	2006/03/16	10,000	2009/03/10
	会社更生手続開始の申立て	パシフィックマネジメント株式会社第2回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	2006/03/16	10,000	2009/03/10
	会社更生手続開始の申立て	パシフィックマネジメント株式会社第3回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	2007/03/15	10,000	2009/03/10
	会社更生手続開始の申立て	パシフィックマネジメント株式会社第4回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	2008/02/27	7,000	2009/03/10
ジョイント・コーポレーション	会社更生手続開始の申立て	株式会社ジョイント・コーポレーション第22回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	2007/07/27	15,000	2009/05/29
日本エスコ	クロスデフォルト	株式会社日本エスコ第1回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	2007/05/10	3,000	2009/06/26
	元金支払い不能	株式会社日本エスコ第2回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	2007/06/26	5,000	2009/06/26
日本航空	会社更生手続開始の申立て	株式会社日本航空システム第1回無担保社債(日本航空株式会社及び株式会社日本航空エアシステム保証付)	2003/12/18	10,000	2010/01/19
	会社更生手続開始の申立て	株式会社日本航空システム第3回無担保社債(日本航空株式会社及び株式会社日本航空エアシステム保証付)	2004/02/04	10,000	2010/01/19
日本航空インターナショナル	会社更生手続開始の申立て	日本航空株式会社第9回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	1998/01/22	10,000	2010/01/19
	会社更生手続開始の申立て	日本航空株式会社第11回無担保社債(社債管限定同順位特約付)	1998/03/05	17,000	2010/01/19
ウィルコム	会社更生手続開始の申立て	株式会社ウィルコム第1回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	2005/06/27	35,000	2010/02/18
武富士	会社更生手続開始の申立て	株式会社武富士第8回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	2002/06/05	30,000	2010/09/28
エルピーダメモリ	会社更生手続開始の申立て	エルピーダメモリ株式会社第2回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	2005/03/22	15,000	2012/02/27
	会社更生手続開始の申立て	エルピーダメモリ株式会社第4回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	2005/12/08	10,000	2012/02/27
	会社更生手続開始の申立て	エルピーダメモリ株式会社第6回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	2007/11/29	20,000	2012/02/27
	会社更生手続開始の申立て	エルピーダメモリ株式会社130%コールオプション条項付第2回無担保転換社債型新株予約権付社債(期中償還請求権及び転換社債型新株予約権付社債間限定同順位特約付)	2010/10/26	60,000	2012/02/27
	会社更生手続開始の申立て	エルピーダメモリ株式会社130%コールオプション条項付第3回無担保転換社債型新株予約権付社債(期中償還請求権及び転換社債型新株予約権付社債間限定同順位特約付)	2011/08/01	27,500	2012/02/27

(出所) 野村證券より野村資本市場研究所作成

## V 社債管理のあり方に対する今回の検討

### 1. 社債管理者制度の問題点と見直し

社債管理に対する投資家のニーズが高まる中、特に社債権者保護が重要となる低格付社債において、社債管理者の担い手の不足が問題として認識された。問題の背景は、社債管理者の権限及び責任の範囲が不明確であること、利益相反の問題がメインバンクの社債管理者就任の制約になっていること、メインバンク以外が社債管理者になることに対する躊躇・抵抗感等である<sup>9</sup>。

こうした背景を踏まえ、社債権者保護の仕組みを整えるために、「社債市場の活性化に関する懇談会」第3部会において、現行の社債管理者制度の見直しを図る方法と、新しい制度を設ける方法の2つが議論された。前者は、権限及び責任を限定することによって社債管理者への就任を促す方法、後者は、社債権者補佐人制度の新設である。

社債管理者の権限及び責任の問題について、その範囲を契約によって限定することができるかについて検討が行われたが、有効な対応を行うためには会社法の改正が必要とされた。検討の主な対象は、社債管理者に課されている善管注意義務と公平誠実義務である。

善管注意義務について検討された項目は、社債管理者の有する権限を契約に明記した権限に限定することを会社法に明文化すること、注意義務の程度を明確化すること、公開情報及び発行体から提供された情報へ依拠することの是非、コベナンツ違反又は期限の利益喪失事由の発生等の場合における社債管理者の裁量の制限、調査権限の限定等である。

公平誠実義務については、社債発行企業への貸出債権を有する社債管理者による利益相反行為に関し、社債権者に対する損害賠償の内容・範囲をプロラタ弁済とすることを契約に明記すること等が検討された<sup>10</sup>、<sup>11</sup>。

社債管理者の権限は、社債権者の保護を行うためのものであり、権限の範囲を契約によって限定し、結果として社債権者の保護を十分に果たせないことが許されるかが論点となったが、いずれにしても制度の見直しのためには法改正が必要とされた。

個人向け社債の扱いに関し、個人投資家は、機関投資家と比較して判断・決定能力に劣るため、現行の社債管理者制度の維持による社債管理・社債権者保護が必要との議論がなされている。

<sup>9</sup> 与信取引がない銀行は善管注意義務の負担から社債管理者への就任を躊躇する可能性がある」と指摘されている。（社債市場の活性化に関する懇談会「社債市場の活性化に向けた取り組み」2012年7月30日）

<sup>10</sup> 利益相反について平成5年（1993年）の商法改正時にも議論があったが、メインバンク等が社債管理者に就任することが問題ないと判断された背景には、メインバンクは発行会社を悪い方向には導かないとの期待感があった模様である旨が指摘されている。（第15回第3部会議事要旨）

<sup>11</sup> 社債管理者は、与信取引を通じて入手する情報を使って社債権者の保護を行うことが制度上期待されていたとの指摘がされている。（社債市場の活性化に関する懇談会「社債市場の活性化に向けた取り組み」2012年7月30日）

## 2. 社債権者補佐人制度の新設

前述の通り、社債管理者は、その権限及び責任の範囲が不明確であり、過大な責任を負わされる可能性があることから制度の運営が難しくなっているとの見方がある。これを踏まえ、限定された責任の範囲で実行可能な社債権者保護の担い手を設定することが、社債権者補佐人制度の基本的な考え方である。

### VI 社債権者補佐人制度新設の意義と課題

社債権者補佐人制度は、低格付社債市場の活性化に向けて、社債発行関係者が新たな市場慣行を形成する取り組みの一步である。

一方で、新たな制度において重要な機能として検討された債権の届出に関し、総額での債権届出が認められるかどうかについて、現時点では十分な法的裏付けがなく、裁判所に受け入れられるかどうか不明であるため、総額での債権届出は社債権者補佐人の業務とはされていない<sup>12</sup>。また、日本において低格付社債の発行が活発でない理由は、社債管理の問題だけではなく、今回の取り組みが市場活性化にとって必要十分とは言えないことは事実である。更に、現在の企業の資金調達環境は、マイナス金利に象徴される強力な金融緩和政策のもと、極めて良好な状況であり、引き続き銀行ローンのコスト競争力が高いとの見方もある。

しかし、良好な市場環境であるからこそ、新たな取り組みを進めることができるとも言える。投資家サイドの運用難は深刻であり、社債購入のニーズは高まっている。企業にとっては社債を発行する絶好の機会であり、新たな制度を活用して資金調達手段の多様化をはかることは検討に値する。今回の新制度は、そうした調達者をサポートするものである。

更に、社債管理の拡充に向けて、会社法改正に向けた議論は継続されている。今回の社債権者補佐人制度の導入において、検討課題とされた総額での債権届出や、様々に議論が行われた既存の社債管理制度の問題点への対応についても、法制度の手当てが進むことが期待される<sup>13</sup>。

<sup>12</sup> 総額での債権届出は、社債管理を担う主体が、全社債権者のために一括して債権届出を行うものである。社債権者補佐人が業務として行うのは、個別に社債権者から委託を受けた場合の債権の届出。

<sup>13</sup> 公益社団法人商事法務研究会の会社法研究会（座長 神田秀樹学習院大学教授）において、社債管理のあり方が審議されている。