

2006.2.3

クロスボーダー証券の法律実務における日本の法律事務所の経験 - ユーロ・サムライ  
債、為替管理、準拠法等の視点から

( Experience of a Japanese Law Firm in Legal Practice of Cross Boarder Securities – From the  
Standpoints of Euro & Samurai Bonds, Foreign Exchange Control and Governing Law )

本稿は、著者が出版した「クロスボーダー証券取引とコーポレート・ファイナンス」金融  
財政事情研究会、2006 からの抜粋である。

弁護士 松本啓二

まえがき

クロスボーダー証券の法律実務は、ユーロマーケットを中心に長い歴史がありながら、  
欧米の弁護士を中心に発展してきただけに、日本では意外に知られていないのに驚かされ  
る。本年 5 月施行予定の新会社法の法制審議会会社法（現代化関係）部会（以下「会社法  
部会」）の議事録を見ても、既に先行している法律実務について正確な理解がないまま、審  
議切れ・先送りになってしまい、それを受けての新会社法案においてなされるべき改正が  
なされなかったのが日本の現状である。日本は、まだ島国である。

また通貨の実務においては、1971 年のニクソン・ショック（金とドルの交換停止）に続  
く変動為替制、1985 年のプラザ合意による管理変動為替制から、1990 年代に入り為替先物  
取引とヘッジファンドがもたらしたポンド安、中南米・アジア危機（Globalな市場経済が国  
家による為替の管理を超える状態）がある。現在では、国家間による東アジア経済統合問  
題の行きづまりを、民間レベルの視点から提唱されてきた（アジア通貨統合という政治問  
題を避けた）アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）<sup>1</sup>が実務的な動きになってきてい  
ることが注目される。

筆者は、1973 年の東京キャピタルマーケット・オープンの時から、クロスボーダー証券  
の法律実務に従事してきていながら、十分な情報発信をしてこなかった反省も踏まえ、ク  
ロスボーダー証券の法律実務について若干まとめてみた。

1．国内発行体の証券の海外募集

証券の発行市場（Primary issue market）が成立するためには、発行された証券の流通市場  
（Secondary market）があることが必要でありその前提となる。

従って、日本の株式を外国で公募するためには、当初は預託証券（Depositary Receipt、DR）  
の方式が用いられた。預託証券とは米欧の金融機関が株券を預かるのと引換えに米欧の投  
資者に発行され、それがニューヨークやロンドンの取引所に上場される。それは ADR（米

国市場)に始まり EDR (ユーロ市場)と発展した。現在では、現株 (Original share) 方式が用いられ DR 方式は用いられていない。日本の証券取引所で、適時開示 (Timely disclosure) が要求され、健全な株価が全世界の投資者の参加のもとに形成されるようになると、そのような二重手間とコストは無駄であるからである。しかしながら、現在中国株やインド株で DR 方式が用いられているのは、現株の取引市場がまだ十分発展していないからである。

社債を含む債券の世界についても、流通市場の存在は発行市場にとって重要であるが、投資金の回収のためには満期まで保有という手段もあり、株式市場ほど重要ではない。また転換社債の場合は、その転換対象となる株式の株式市場またはそのオプション部分を切り離して売買できる市場が重要となる。

戦後のいわゆる外債 (External Bonds) の発行地は、米国 1933 年法の規制に従った米国市場から始まり、規制のないユーロドル市場、ドイツマルク市場、スイスフラン市場から更にユーロ円市場に拡大していった。現在の転換社債型新株予約権付社債 (CB) の発行市場は、ユーロ円市場とアルパイン (円建) ユーロ・スイスフラン市場になっている。

ユーロ市場とは、現在ユーロの統一通貨が流通するユーロ市場またヨーロッパではないことは誰でも知っていることであろう。しかし法律的に、「ユーロ市場とは何か」と聞かれると答えられる人は少ないと思われる。法律的には、ユーロ圏を含む世界の先進国にはそれぞれに一般投資家保護のための法規制があるが、その法規制が免除された市場である。大ざっぱな言い方をすれば、日本において、適格機関投資家 (Qualified institutional investors) に対する私募 (Private placement) は、証券法上、金融庁に対する届出 (これも投資信託のみに要求される) だけででき、国内の適格機関投資家のうち指定金融機関 (Designated financial institutions) とされるものに対しては、外国証券業者が国外から自由に勧誘ができるとされている。自由化が進んでいる先進国の市場では、日本の適格機関投資家よりも一般的にもっと広い定義をもつ先進国のプロの投資家については、それぞれの自国法による規制を外している。そのようなプロの全世界的横串マーケットであるというのが、法律上のユーロ債市場といえるであろう。投資信託はプロの投資家であり、一般個人投資家は投資信託等を通じてユーロ市場に参加する。

ユーロ市場では参加者の便宜を図るために様々な取引慣行が存在する。ユーロ市場そのものの拡大並びに参加者の拡大に伴い、これら取引慣行の啓蒙を図りユーロ市場の秩序を守るために、参加者の自主的組織として創設され存在しているのが International Primary Market Association (通称 IPMA) である。IPMA HANDBOOK は、リコメンデーションといわれるガイドラインや標準的な契約書フォーム等からなる。(現在ユーロ市場が、自由市場から規制市場に向かいつつあるようにも思える。即ち Prospectus Directive および Transparency Directive の導入により、EU 加盟国については、当初の自主規制から EU の公的規制の市場に移りつつあり、会計基準についても国際会計基準の使用が強制され、その行方が注目される。)

## 2. 外国発行体の証券の国内募集

株式国内公募の第1号である1972年のGTE (General Telephone and Electronics, Inc.) 株式の公募は、米国の株式市場がすでに効率的な市場であったところから、預託証券の方式ではなく、現株方式で行われた。また東証の上場規定が未整備だったことから、東証には上場されず、現在の外国株取引制度と実質的に同じ制度（日本の取扱証券会社が株券を取得し米国のCustodianに保管させ、日本の投資者には預り証を渡す方式）により行われた<sup>2</sup>。現在の東証の実情を見ても、外国株の取引量は少なく、株価形成は母国の取引所においてなされており、東証上場から殆ど外国会社が撤退している現状を見るにつけ、実に先見性のある判断であった。

外国債券国内公募の第1号は、1973年2月5日の証券取引審議会の答申にもとづく、サムライ債の枠組みにもとづいて発行された、1973年のオーストラリア国債であった。それ以前にアジア開発銀行債と世界銀行債があるが、国際機関は証券法上の開示義務も免除され、特別扱いなのと、現在のサムライ債の枠組みは、上記答申に従っているのでオーストラリア国債をサムライ債第1号と位置付けるのが妥当であろう。

サムライ債は、その後1977年にその発行額の史上最高を記録したが、皮肉にも同年に欧州投資銀行 (EIB) が非居住者ユーロ円債の発行を許可された。そして1984年の日米円ドル委員会を受けて非居住者ユーロ円債の適債基準が大幅に緩和され（同時に、居住者ユーロ円債が解禁された）た後には、硬直した高コストのサムライ市場を避けて、ユーロ円市場が利用されるようになり、それが、原則、現在まで続いている。

## 3. ユーロ債の準拠法

「国際的な資金貸付 (Loan) 契約においては、貸手側の国の法律が、契約の準拠法になるのに、何故ユーロ債の準拠法は発行体の自国法なのですか」との質問が筆者に寄せられる。確かにユーロ通貨の誕生に伴い消滅したドイツマルク債においても、スイスフラン（または円建のアルパイン債）の場合においても、その社債の準拠法は、ドイツ法またはスイス法とされてきている。しかし、これは引受業者がドイツ籍またはスイス籍であり募集地がドイツまたはスイスであることにその一次的な理由が求められるだろう。いわば、ドイツまたはスイスのサムライ債である。

最近のスイス債は、スイス国外（ユーロ市場）でも募集されているが、その主幹事はスイス所在の銀行であることが必要であり、スイス独自のシステムとして、発行体からみた社債権者はそれを引受けたスイスの銀行であるからである。スイス債の要項を見ると、「発行体は当該スイスの銀行に元利金を支払えば、投資者に対する支払義務は免責される」旨、また、スイス転換社債については、「発行体は、当該スイスの銀行の転換請求に応じた場合は、それは転換社債権者の転換請求に応じたものとみなされる」旨の規定がある。これは、スイスの銀行がその銀行秘密として守られるべき情報に、その顧客情報を含める必要性からきているスイス特有の事情でもある。

ドイツマルク債は、早くからドイツ国外でも募集されるユーロマルク債が活発に発行された。ユーロマルク債の場合には、スイス債のような特有な事情はないので、日本を含むドイツ国外の発行体が自国法を採用することは理論的には可能だったといえるかもしれない。しかしながらユーロマルク債でも、その債券（要項を含む）はドイツ語で作成され、公募後の流通市場はドイツの証券取引所であったのでドイツ法が準拠法とされてきたと理解している。この実務慣行は、円建で、その用語が日本語であり、準拠法が日本法とされ、公募後の流通市場が東京証券取引所であるサムライ債と同一に理解できる。

しかしながら、ユーロ円債を含むユーロ債（歴史的にはユーロ・ドル債）の場合には、公募（Public offering）は全世界（証券規制のある国ではそれぞれ国の規制免除に従う）で行われ、その用語は英語で公募後の流通市場は、全世界の業者間市場（Inter-bank markets）であることから、発行体の母国法を社債の準拠法にすることに合理性がある。全世界の投資家サイドからみると特定の国の法律を準拠法にするとフェアではないし、発行体にとって、その母国法を準拠法とすることは、投資家からのクレームに対応しやすいからである。もっとも、歴史的に、ユーロ市場で後進国の発行体は英語を使う例が多いので、英国法ならフェアといえるかもしれない。

これが転換社債型新株予約権付社債になると、その準拠法が発行体の設立地の母国法であることが疑のない株式の関連商品であるところから、解釈のミスマッチを防ぐために発行体の母国法であることがより望ましくなる。かつて英国法を準拠法とする新株引受権付社債において、商法にはない新株引受権者集会の規定が設けられ、現在の転換社債型新株予約権付社債でも社債権者集会の決議事項の中に、「新株予約権の内容の変更」という日本法では不可能な事項が加えられているのがその左証である。先例がそうになっているからとして、誰もそれに異を称えないのが、不思議である。

社債の世界では、準拠法は産地表示である。“made in Japan”である筈の社債が現在では“made in U.K.”になっているのである<sup>3</sup>。

#### 4．外債と外国為替管理および円の自由化

債券の表示通貨は主権国家の通貨であるが、債券は、支払手段としてではなく、通貨よりはハイリスク・ハイリターン貯蓄手段として使われる。債券には発行体の信用を開示するためのディスクロージャーが必要となる。しかし、債券の世界には中央銀行といった供給量のコントロール機関はなく、市場が金利等を通じてその供給をコントロールする。債券には money laundering やパトリオット法の適用はない。

債券は、契約により創造されるので、契約自由の原則にもとづき、用語、準拠法等多種多様であり得る。通貨という主権国家のみが発行主権を持つものと異なり、債券は、民間で創造できる信用を表象するものである。しかし、債券は、その価値を表示するために、存在する通貨（通貨ユーロに変様した ECU というバスケット方式勘定は別にして - しかしこれも通貨バスケットがその通貨勘定を裏付けている。）によって表示され支払われるので、

債券の発行は、当該通貨発行国における外国為替取引の制限政策および当該通貨の自由化（たとえば、現在中国の元は国外に持出せない）政策によって、基本的な影響を受ける。この関係を、日本の外為政策および円の自由化政策を中心にとってその準拠法とともに図示すれば次のようになる。

円貨建債 外貨建債	国内発行体	国外発行体	債券の準拠法
国内市場 (証券取引法)	国内債 (理論的にありえるが実務ではない)	サムライ債 ショウゲン債	日本法
米国市場 (1933年法)	× \$ 建外債	× N.A.	米国法
スイス市場 - ユーロ・スイスを含む (スイス法)	アルパイン債 SFr 建外債	N.A.	スイス法
ユーロ市場 (ユーロ市場の取引慣行)	円建ユーロ債 \$, ユーロ等建外債	N.A.	先進国の発行体は母国法（日本および後進国の発行体は英国法）

× : 存在しない

イタリック : 外国為替管理の緩和と円の自由化により発生

N.A. : 日本国の関心外

: 非居住者ユーロ円債の発行についての日本政府の許認可権の放棄により発生

( ) : 引受(取引)の準拠法

上記図示を歴史的に説明すれば次のようになる。

- 1970 : 東京キャピタルマーケット・オープン = 円の国際化 : アジア開発銀行債
- 1971 : ニクソン・ショック : ドルと金の交換停止 - 1973年の円の変動為替制へ
- 1972 : GTE 株式国内公募(外国株式第1号)
- 1973 : オーストラリア国債(サムライ債第1号)
- 1974 : ドイツマルク公募民間社債第1号(三菱重工)
- 1975 : スイス公募民間社債第1号(三菱化成)

- 1977 : 外貨準備拡大、民間資金需要低下に伴う円金利低下 : サムライ債発行額史上最高  
非居住者ユーロ円債解禁 : 欧州投資銀行 (EIB) が第 1 号
- 1984 : 日米円ドル委員会 (日米金融摩擦が円の更なる国際化を促す)  
非居住者ユーロ円債適債基準の大幅緩和  
居住者ユーロ円債の解禁 : 三菱重工 300 億円ユーロ転換社債を第 1 号とするユーロ円債 (180 日間の日本への還流制限 - 持込禁止付)
- 1985 : プラザ合意 (米国貿易・財政赤字によるドル金利高騰に対する先進諸国の協調対応): 管理フロート制
- 1990 初 : 日本のバブル崩壊により円安へ
- 1994 : ソブリンものについてのユーロ円債の還流制限撤廃  
アルパイン債第 1 号
- 1996 : 橋本内閣による東京ビッグバンに伴い外国為替管理全廃 - 居住者ユーロ円債の還流制限撤廃
- 1997 : アジア通貨危機と三洋、北拓、山一等の破綻
- 1999 終 : 米国の IT バブル崩壊により円高へ

## 5 . 通貨市場と債券市場

通貨市場と債券市場の関係を概観すれば次のようになるうか。

全世界的にみても、国際金融取引市場においては、ドルとユーロの二極基軸通貨化が進み、EC に勝る経済力を有し、自由化されている日本の円ですら、国際金融市場においては、日本の金融崩壊も影響し、基軸通貨の地位を占めるには至っていない。

金融市場は、もともと貿易市場の補完市場であった。しかしながら、現在では、貿易市場と独立した国際金融市場が成立しており、それは通貨市場と資本市場により構成される。

債券と株式およびその先物、デリバティブの資本市場は、金融市場と異なり、民間の資本市場であり、通貨高権のような国家主権の及ばない、発行においても流通においても自由 (外為法等ローカルなレベルで規制をしない限り) な国際市場であり、リスクとリターンが適正であるところへ資金は自由に移動する。

国際金融市場が、IT 技術を伴った金融技術により、瞬時に、資金や金融商品が移動する市場になった現在、もはやマクロ的には、世界に、ユーロ、米国、アジアといった市場区分は存在しえない。勿論ミクロ的には、金融商品の取扱業者規制および金融商品の一般消費者保護規制は、ローカルなレベルでは存在する。しかし、とりわけ後者の規制に関しては、プロ (ローカルなレベルでの規制免除によりプロと認められた者) のマーケットにおいては、「ユーロ市場」として広く知られ、グローバルな横串しのマーケットとして存在感をどんどん高めている。

しかしながら通貨市場とは異なり債券市場では、基軸通貨建のもののみならず円を含む

各国の通貨建の債券がユーロ市場において発行・流通している。

その反面、各国が主権国家である限り、その国内における自国の通貨マーケットは存在し続ける。それは各国の自国通貨建国債に代表されるそれぞれのローカルな資本市場の存在を必要とする。

## 6. オール英国法、スプリット・ロー (Split law)、オール日本法からオール英国法

Split law という言葉は、1994年閉鎖された旧濱田松本法律事務所（現在の森・濱田松本法律事務所）のロンドン事務所を象徴する言葉でもある。旧 Linklaters & Paines の大パートナー John Edwards が作った言葉だと思う。日本企業のユーロ・エクイティ債発行は、国内の規制と慣行による発行コスト高を避け、また発行体の実力に応じた Flexible な値決めが可能なることから、1980年前には超多忙になった。その引受および社債の準拠法は英国法であった。その発行のための Due Diligence = Documentation Meeting の常連は、ロンドンの引受主幹事側に、英国の旧 Linklaters & Paines と Slaughter & May、日本の発行体側に、旧ブレイクモア常松、旧濱田松本、旧青木クリスチャンセン、旧友常木村、旧三井安田であった。

あまりにもユーロ債の発行数が多いにもかかわらずこれを担当できる日本の弁護士の数は十人強に限られていたのが1980年頃の状況であった。英語と英米方式の証券実務ができるのは、未だ少なかった留学帰りの弁護士で証券に興味のある者に限られていたからである。しかも、Due Diligence = Documentation Meeting においては、日本の弁護士の役割は、通訳であることから始まったので、実に無駄が多かった。Meeting の前に日本の弁護士は、発行体の日本語の開示書類・社内書類を見て準備できるにもかかわらず、英国の法律事務所はそれができず、1 - 2週間の Meeting が必要であった。

戦前の外債は、社債の準拠法は日本法だが、支払等外国の手続については、Fiscal Agent に代表される支払国の制度を使い、引受関係は引受主幹事の属する国の法律という考え方であった。

忙しさに対応するため、旧濱田松本法律事務所が、1980年代初頭からあみ出した方法が、戦前の Split law の Split を逆転し、社債の準拠法は、英国法のままにしておき引受契約の準拠法を日本法とする方法であった。これは日系発行体のユーロ債におけるリード・マネジャー（幹事証券会社）が、欧米の証券会社から日本の証券会社のロンドン現地法人に移行していった歴史と軌を一にする。社債の準拠法を英国法のままにしておいたのは、当時、銀行保証や財務制限条項 (Financial covenants) がつけられるのが一般的であったので、Trustee（受託者）が必要でありまたはあることが望ましく、日本の信託法の適用関係があいまいで使えなかったからである。

引受契約とは、発行会社が、ユーロ債発行のために作成する目論見書 (Offering Circular, Prospectus, Placement Memorandum 等と英語ではよばれるが、国外発行募集であるから、日本の証券取引法の適用はなく証券取引法に定める目論見書ではない) の内容が正しいものであり、重要な事実をすべて述べており、誤解を招く表現がないことを、契約書により保

証 (warranty) し、引受業者が、契約書の定める条件に従い、社債を引受け募集することを約する契約である。

ユーロ債の発行事務手続の中心となる仕事は目論見書の作成であることから、引受契約の準拠法が英国または米国州法の場合その作成にあたっては英国または米国の弁護士が事務の中心となり、引受契約の準拠法が日本法の場合、その作成にあたって日本の弁護士が事務の中心となるのが、クロスボーダー証券引受のグローバル・スタンダードである。

この方式は、日本語の会社資料を使い日本語のみで議論ができるし、Due Diligence = Documentation Meeting の期間が 3 日位ですむことから、1990 年頃には、約半数に近づく程度普及した。

しかし、その頃においては、発行体の代表者が欧州でのロードショーを兼ねて訪欧し、ロンドンにおける調印式に出席することが重要視されていたのと、社債の準拠法は、英国法であったので、ロンドンでの作業である Signing と Closing の手続は、社債関係の Documentation を担当する英国の法律事務所に担当してもらうと好都合であった。このような局面で、前述の Split law issue とのニックネームをつけて、共同作業を行いましょうという柔軟な態度をとったのは旧 Linklaters & Paines(現在の Linklaters)であり、Slaughter & May はそれを拒否した。Slaughter & May は、その後日本事務所を閉鎖するに至っている。

Split law 方式は、作業がだぶる無駄があり、Fiscal Agent 方式が採用できる優良発行体については、その後、社債の準拠法にも日本法が用いられるようになった。旧濱田松本法律事務所が、1987 年にロンドン事務所を設置したのは、オール日本法の場合には Signing から Closing まですべての手続を現地で取り扱うことが必要であり、英国の法律事務所に頼むわけにはいかなかったのが一つの理由である。(以上の点の詳細は、後述 7 . 参照)

ロンドン事務所は、バブル崩壊により日本企業の Euro equity 債が壊滅状態になったことが直接的原因であったが、それにとどめをさしたのが、1993 年の商法改正に伴い法務省が公表した「社債の管理会社 (Commissioned Company) のユーロ債における強制設置」という解釈であり、1994 年に閉鎖された。

最後に、Linklaters 日本事務所のその後と現在は、日本語のできる外国法弁護士またはパラリーガルを雇用し、日本の法律事務所並の効率でユーロ債発行事務を行える態勢を整えている。2005 年 4 月から、日本の弁護士事務の対外全面開放のしめくくりとして、外国事務所による日本の弁護士の雇用と日本の弁護士とのパートナーシップの結成が認められると、旧三井安田事務所の安田グループとパートナーシップを組み、万全の態勢を整え、日本企業のユーロ・エクイティ債の引受側法律業務においては、オール英国法により、ほぼ完全な独占的地位を占めるに至っている。

まさに度量が広い反面、現地に融合することにより仕事を伸ばしていくさすがに英国の歴史と伝統を身につけた事務所であり、競争相手ながら敬意を払っている。

しかし、上述のとおり、現在の法務省の立場の結果、日本の法律事務所がユーロ債の分野で Linklaters 等と対等な自由競争をできなくしていることは残念である。



以上の説明を図示すると次のようになる。

引受準拠法 社債準拠法	英国法	日本法
英国法	戦後 - 現在	1980 年代初頭 - バブル崩壊 (1991) (半分近い数)
日本法	戦前	1980 年後半 - 1993 年商法改正 (少数例)

Made in Japan の日本企業ユーロ債の製造が、日本ではなく（日本法準拠ではなく）、英国の弁護士に依頼して（英国法準拠で）行われる（OEM 生産されている）実務は、先進国中日本だけであり、ぜひとも会社法改正により解決しなければならなかった重要なポイントであった。（後述 8 . および 9 . 参照）

#### 7 . 日本の法律事務所によるユーロ債引受業務 DNA の不継承

バブル崩壊は、日本の株式市場の崩壊とともにユーロ・エクイティ債を激減させ、「四社会」と呼ばれ、ロンドン現地法人を通して、ユーロ・ファイナンスのメイン・プレーヤーであった四大証券会社のうち、山一証券は 1997 年経営破綻し、残る三社も総会屋事件等の不祥事と証券不況により、野村のみが独立を保っているが、大和は三井住友銀行と、日興はシティ銀行と、その引受部門を統合して現在に至っている。

バブル前には、日系企業のユーロ・エクイティ債を殆んど独占してきた四社のうち野村を除く三社は、上記のようにそれが主幹事を務める引受契約の準拠法を日本法とし、日本の弁護士事務所を引受側法律顧問に指名して、Due Diligence=Documentation を日本語で効率的に行うというサービスを提供し、そのような Split law 方式がユーロ・エクイティ債の約半分に近い数になっていた。先に述べた旧濱田松本、旧青木クリスチャンセン、旧友常木村、旧三井安田等は、1980 年以前の会社側法律顧問から引受側法律顧問にも席を変えて、ユーロ・エクイティ債の Due Diligence=Documentation および Offering Circular 作成を主導した。Split law（社債の準拠法は英国法で引受の準拠法は日本法）の場合でも、元引受契約だけでなく、引受団契約、販売団契約等すべて日本法が準拠法とされる。のみならず、Invitation telex から Signing memorandum、Closing memorandum に至る流れに従い一連の書類の作成が要求され、そのためには、ユーロマーケットの慣行についての知識とノウハウが不可欠であった。

純日系主幹事の勢力の減退と相まって、前述のとおり日本法を準拠法とするユーロ債の

発行がなくなり、Split law では英日両方の法律事務所が関与するという無駄な部分があり、更には Linklaters 等の外国事務所が、日本人スタッフを雇用して、(弁護士業務の完全な対外自由化がなされた 2005 年 4 月からは日本人弁護士とパートナーシップを組んで)日本語ベースでやる Due Diligence=Documentation の能力を上げてくると、引受・社債ともに(オール)英国法準拠法に戻ってしまった。1993 年の商法改正以来、日本の弁護士事務所が、ユーロ・エクイティ債の引受側単独法律顧問となることはなくなっている。失われた 15 年間に継承されなかったのがユーロ債・エクイティ債引受法律業務の DNA である。

#### 8. 社債準拠法についての会社法部会での議論

この問題は会社法部会の 26 回 - 27 回会議で議論されている。

会社法部会の 26 回会議配布資料 28 においては、「内国会社が国外で社債を発行する場合には、社債管理者及び社債権者集会に係る規定は適用されないことを明らかにするものとするのでよいか」との、実務の立場からみて正しい問いかけ、がされていたようである。しかしながら、議論の内容をみると、「現在外債については、事実上社債管理会社が置かれていないこと」また「グローバル・オファリングについては、一つの社債が複数の地域で発行され、発行地ごとに設置の有無を区別するわけにいかない」等と議論が混乱、「今それを全部詰めた立法を行うことは困難であり、特に法文としては何も規定しないことが一番賢明ではないか」と結論付けている。しかし、については 1993 年の商法改正に伴い、社債の管理会社が外債についても強制適用がなされるとの法務省の公権的解釈がなされた結果<sup>4</sup>、その前に少数例ながら存在した日本法を準拠法とするユーロ債<sup>5</sup>は消滅し、その後のユーロ債の準拠法はすべて英国法準拠となったので社債管理会社が設置されていない事実<sup>6</sup>が見落とされるように思われ、またについては、グローバル・オファリングは株式公募の場合に使われる手法で、社債では、たとえば米国では記名式、ユーロでは無記名式と慣行が異なっているので、実務上原則使われない点を見落としているように思われる。

更に 25 回会議事前配布資料 25 においては、「外国会社が国内で発行する社債については、社債管理者及び社債権者集会に係る規定の適用があるものとしてはどうか」との問いかけがされていたようであるが、議事録からみると、既に日本の裁判所がその適用を認めている点<sup>6</sup>を見落としているように思われる。

現在若手の留学帰りの弁護士であってすら「ユーロ債の準拠法は、イギリス法です。」と回答し、引受準拠法と社債準拠法の切り分けについての知識も無いのが現状であり、現在の法務省の会社法立法担当者が、その立法が法律実務に与える影響を理解されておられなくても仕方がない面もあるし、会社法の大改正ということ超多忙であられたことは、推察できる。審議会の議事録を見ても時間切れになっており、以上のような社債の管理会社の域外適用 (Extra territorial application) が実務に与える影響については議論された形跡は、審議会の議事録を見る限りない。

## 9．明文規定の要望

社債の管理会社の制度（この制度は、管理人と名称変更した以外、1993年改正法と同一であり、英語ではサムライ債と同じ“Commissioned Company”という用語が使われている）は、発行体の利害と投資家の利害が管理会社を通じてうまくバランスされており、国際的にみても立派な制度設計である。

しかしユーロ債においては、上記2．で述べたとおり、サムライ債がサムライ市場（慣行上社債の管理会社設置が要求される）を避けてユーロ市場を利用するようになったように、発行コスト上の考慮が重要であり、また日本居住の投資者を前提にした社債権者集会や日本の裁判所の関与は、日本国外市場では馴染まない。いくら良い制度であっても、使わないとすれば意味がない。

ユーロ市場では、Fiscal Agent方式およびどの国の裁判所も関与しない社債権者集会が慣行になっており、担保の不要な発行体に関しては、それで必要にして十分であるとされている。現行商法にもとづく国内市場の社債であっても、社債の管理会社の設置が免除されている1億円以上の券面の社債においては財務代理人（=Fiscal Agent）を使うのが慣行になっている。

しかしながら、上記6．で述べたように、法務省の公権的解釈で、社債の管理会社が日本法を準拠法とする外債にも強制適用があるとされていると、とらなくてもよいリーガル・リスクはとらないという法律実務のルールに従って、今後も日本のユーロ債の準拠法はすべて英国法ということになってしまう。公権的解釈の変更または立法的解決が必要である<sup>7</sup>。この点は日本資本市場協議会等のパブリックコメントとして明確に示されていた。

1993年改正商法のもとで、先進国のなかで、日本の会社だけが、ユーロ市場で、自国法準拠の社債を事実上出せない実務上の結果となった。つまり、日本の発行体のユーロ債は、すべて英国法準拠の社債となり、日本の発行体のユーロ債は英国の法律事務所の独占となった。そのリーガル・コストは、独占価格になっている。これは、日本産業界の受ける弊害であり、まさに失われた10年であったといえる。

## 10．ABMIのロードマップおよび東アジア債券基準

東アジア債券市場の構想が、急速に研究段階から実用段階に入ってきているにもかかわらず、マスコミの報道等からみても、その重要性についての認識が未だ民間では十分になされていない様に思われる。

東アジア債券市場育成イニシアティブ（Asian Bond Markets Initiative, ABMI）は、もともと、アジア通貨危機をきっかけに発生したチェンマイ・イニシアティブあたりにその端緒を有し、2003年8月7日のマニラにおけるアセアン+3（中国・韓国・日本）の財務大臣会議において正式に認知され、それに必要と思われる6つの分野において各国の分担によるワーキンググループが結成されたばかりのものであるが、急速度で具体的な進展をしつつある。

( 1 ) ABMI のロードマップ

ABMI のフレームワークは、2004 年 11 月の東京における中核グループの会合において、ロードマップが策定されるに至った。それまでの成果を継承し、中核グループが、情報を一元化し、それを実行に移すことを先導すること、たとえば他の論点にも影響を及ぼすと思われる下記の「アジア債基準」を更に深く検討し、今迄シンガポールと日本の第 5 ワーキンググループが扱ってきた情報共有と日常の意見交換の場であるウェブ・サイト Asian Bond Website (<http://asianbondsonline.adb.org>) を直轄のものとする事等であり、年 2 回の会議を予定している。

( 2 ) アジア債基準

韓国は、「アジア債基準」なるものを提唱し、2005 年 5 月 4 日のイスタンブール合意で取り上げられた。

その前提として、債券を 3 種類に分類している。

- ( i ) 各国国内債
- ( ii ) 域内の一国が他国で発行する債券 (いわゆる各国の「サムライ債」)
- ( iii ) 域内各国で登録されない債券 (いわゆる「ユーロ債」)

その三つとも重要性は認めつつ、( iii ) を「アジア債」と命名している (「ユーロ債」とすると、今ではユーロ通貨建債と誤認されるのであえて別の名称を用いるとされている。)。そしてこれが共同で構築すべき市場であるとしている。

その目的は、ヨーロッパやアメリカの投資家に依拠しないで東アジアの国が債券を発行できれば、アジアの貯蓄の域内での循環が可能となることであるとされている。

また、そのロードマップとしては、ユーロ債と同じ、個別契約にもとづく発行から始まり IPMA や ISMA に相当する自己規制機関 ( Self-regulating Organization ) の創設および Euroclear や Clearstream に相当するアジア債のための Real Time でできる振替決済機関の創設を提唱している。

そして、この提唱は、ユーロ市場から独立したアジア投資家市場を作ろうとするものではないことを明確にしている。

にもかかわらず、「アジア債基準」の根拠は、次のようなところにあると思われる。

- ( i ) いわゆるユーロ市場が、自由市場から規制市場に向かいつつある。即ち Prospectus Directive および Transparency Directive の導入により、当初の自主規制から EU の公的規制の市場に移りつつあり、会計基準についても国際会計基準の使用が強制され、ユーロ債市場を利用してきた東アジアの国は新たなアジア債市場という名前の新しいユーロ市場を作る実益ができてきている。
- ( ii ) かつて、ヨーロッパ諸国に滞留した米ドルがユーロ債市場の出発点であったように、現在東アジア諸国に米ドルが滞留している。
- ( iii ) 米ドルとユーロは世界の二基準通貨となっており、円等のアジア通貨が基

準通貨になることは困難としても、円もしくはその他のアジア通貨または東アジア通貨バスケット建(上記イスタンブール合意で、日本案として取り上げられた)の債券市場の創設が、その増刷について、アジア諸国のコントロールのきかない、米ドルおよびユーロという基軸通貨と、アジア各国通貨の間の為替リスクをヘッジする手段になる。

(iv) IT の時代においても、物流には地域性があり、地域経済圏の発生とそれに伴う地域資本市場の成立は自然なものである。

韓国提案は、債券の準拋法を当初英国法としながら、到達目標として、東アジア諸国の法律としている現実的な発想が面白い。しかし、これはユーロ市場において日本が既に経験してきたことである。

#### 11. NIRA の「東アジア債券発行市場」構想に対する提言

今迄のいきさつが示すように、東アジアの政府間協議を待っていたのでは、前進しない。また各国の国内制度の整備を待っていたのでは、前進しない。

従って、韓国提案にあるアジア債基準の (iii) の域内各国で登録されない債券(アジア債 (=ユーロ債) から、Action を開始するべきである。程度の差はあれ、アジア各国で規制を外されている民間のプロの投資家仲間による自由市場の立ち上げである。発行体は、アジア開発銀行等の国際機関、各国の政府ないし政府機関および、Disclosure がしっかりして、高い格付をもらっているいわゆる Multi-national な民間企業ということになる。

このようなプロの債券市場においては、(CB の市場と異なり) 発行単位(券面を発行する場合の1券面金額)が、1億円であっても困らないであろうから、日本の現行商法(および新会社法)のもとにおいても、社債の準拋法を日本法にしたうえで、財務代理人(Fiscal Agent)方式というコストの安い方式が採用できる。1993年法による社債管理会社の強制設置に対抗してあみ出された、1993年法の例外を利用した三菱商事の国内における1億円券面による社債の発行は、現在では、全発行体が見習うものになっている。

決済は Euroclear・CEDEL で、流通は業者間市場で開始すれば、これは、現行法制のもとで民間だけですぐにでもできる話である。

<sup>1</sup> Asian Bonds Online HP <http://asianbondsonline.adb.org/regional/regional.php>

<sup>2</sup> 金山正亮、「外国株式公募上の問題点」(商事法務 No.611, 1972)

<sup>3</sup> 戦前の外債の準拋法は日本法であった。栗栖起夫、「外債及び外国社債法の研究」(有斐閣、1967)

<sup>4</sup> この解釈は、相澤哲、「一問一答 新・会社法」(商事法務 2005.7.25)でも繰り返して行われている。

<sup>5</sup> 松本啓二、「日本法を準拋法とする社債のユーロ市場における発行」(国際商事法務 Vol.16, No.5, 1988)

<sup>6</sup> 松本啓二、「実務家から見たユーロ債(およびサムライ債)における商法および資産流

---

動化法上の社債の管理会社と担保付社債信託法」(国際商事法務 Vo. 32, No.2, 2004 )  
7野村修也、「新会社法における社債制度」(ジュリスト No.1295、2005.8.1-15 )