

2006.11.16

法務省民事局参事官室 御中

日本法（会社法）準拠の外債の法律構成に関するご提案

- わが国企業の外債発行に関する会社法施行規則改正要望 -

企業財務協議会

日本資本市場協議会

連絡先責任者：犬飼重仁 sinukai@nira.go.jp

1. 提案の背景と趣旨

1993(平成5)年商法改正で社債発行限度規制の廃止に代る措置として社債管理会社の原則設置強制が日本に導入された際、「当事者が、外債発行に際して、社債契約の準拠法として商法を指定したときは、社債管理会社の設置強制に関する規定等の強行規定も含め商法の社債契約に関する規定が原則としてすべて適用になるものと考えたい」との当時の法務省担当官の解釈が出され、それ以降、日本企業がプロの投資家向けに社債管理会社を設置せず財務代理人（FA：フィスカルエージェント）方式で発行するユーロ債の発行準拠法は、法的不確実性を避けるため、「英国の弁護士費用など追加コストを上乗せしてもなお英国法を準拠法として発行する」とのわが国発行体だけの慣行が定着した。

その後、2006年施行の新会社法で社債の定義¹が整備されたが、その解説・説明の中で、2005年末以降法務省担当者が社債管理者強制設置に言及されたことを受け、わが国の法人企業が発行するユーロ債、アジア債を含めたいわゆる国外債について、発行準拠法の如何にかかわらず、外債にとってコストアップ要因となる会社法上の社債管理者設置原則の例外扱いが可能かどうかという点が、改めてクローズアップされている。

今後、会社法上の社債管理者必置原則が、外債発行の制約とはならないように、わが国企業の外債発行実務における法律上の困難惹起の可能性を予め回避し、法的安定性のより高い法律構成上の対策を講ずる必要がある。

外債発行を円滑化し、かつ法的安定性を高めるための方策としては、会社法上の社債として従来同様に外債を発行し、あわせて社債管理者設置義務など強行規定の例外措置の明確化を図ることが望ましいと考えられる。

¹ 新しい社債の定義(会社法2条23号)では、会社法の規定に従って、割当および償還が行われるもののみが社債とされ、社債でない債券の発行も認められた。

具体的には、社債管理者を置かないFA方式により、各社債の金額が1億円以上である場合（現行の会社法702条ただし書）および社債の総額を各社債の金額の最低額で除した数が50未満である場合（会社法施行規則169条）の、2つの社債管理者設置義務免除のケースに加えて、今後、社債管理者の設置の強制などの適用を除外すべき場合を法的に明文として認めることが必要と考えられる。

2. 外債の会社法上の法律構成についての具体的要望事項

社債において、もともと社債管理者設置を必要としない場合の特例である、各社債の金額が、一件1億円以上である場合(会社法702条ただし書き)、社債の総額を各社債の金額の最低限で除した数が50未満である場合(会社法施行規則169条)、の2つの場合のほか、

新株予約権付社債などで社債金額が通常一件1億円未満の場合も含めて、社債要項などにおいて、社債発行地の慣行に従った、プロの投資家以外への販売制限などの契約上の制度対応が明確にとられている場合、

に限り、社債管理者設置義務など会社法上の強行規定の例外を設けることは、有効であると考えられる。

つまり、日本法(会社法)を発行準拠法とする外債(含む、MTNプログラム)の要項において、「社債管理者、社債権者集会など強行規定」の適用を排除し、それに代るものとして、社債の発行地の慣行に従った制度を社債の要項の中で契約上の制度として設置する場合、その定めは会社法上、有効であると考えられる。

しかし、上の第三の点には、現在、さまざまな解釈が存在し、**一刻も早く、法的安定性を図ることが必要**となっている。

すなわち、わが国の発行体の外債発行に関する市場実務を安心してかつ効率的に行うことができるようにするためには、社債管理者設置義務など強行規定の例外について、法的に、明文によってより明確にされる必要がある。

したがって、上記の**、の例外規定以外に、早急に、会社法施行規則の改正等により、上記のの例外規定を新たに加え、会社法上の強行規定の例外措置の明確化・明文化が図られるよう要望する。**

(補足--日本にも導入されているFAの制度について)

社債管理者を用いない場合に起用される英米の制度であるFAは、国内債においても、その多数を占めている券面(1社債)が1億円以上の社債については、社債管理者に代るものとして導入され、日本において既に広く認知された制度である。

このFA制度は、外債の準拠法が日本法であっても英国法であっても、外債においては、上記 と の場合のみならず、上記 の、新株予約権付社債券で販売単位が1億円を超えないもの(発行単位は1000万円前後である)に関しても、社債要項等の社債契約にプロの投資家以外の販売制限等社債発行地の慣行に従った契約上の制限がおかれている場合には、会社法上の強行規定は免除されるべきである。

3. 上記の要望が適切であると考えられる理由

外債(その準拠法が日本法であっても英国法であっても)も、わが国の企業が会社法に準拠した取締役会決議によって社債の割当て(含む、MTNプログラムの設定)・償還を決定したものは原則社債であるから(社債として発行するなら)社債の管理者設置は必要であるとの(個人投資者等、プロでない投資者の保護の必要性についての)法務省担当官の論旨を認めつつ、外債についてそれに相当する社債発行地の慣行に従った販売制限等が明確に定められているなら、設置義務につき例外を認めるべきと考えられる。

4. 国際債市場においてわが国企業が外債を発行する場合の新しい考え方

上記の要望に関連して、わが国企業が国際債(外債)を発行する場合の新しい考え方は、次のようになると思われる。

日本の会社法の社債権者保護規定(社債管理者を含む)は、もともと社債権者保護のために、発行会社の費用負担において発行会社に義務付けてきた制度であるので、国際債の引受会社 = 海外投資者 は、外債引受において、その制度の利用を放棄できる。

しかしながら、それを外国(すなわちユーロ債・アジア債等の国際債)の投資者が受け入れてくれるためには、外国の社債権者保護のため通常用いられている、英国法をモデル(英国法そのものである必要はない)にした「FA(Fiscal Agent) + 裁判所の関与しない社債契約上の社債権者集会」の制度等を、**社債の要項に社債契約の一部として折り込んで利用すること**になることは自然である。そして、その趣旨は、社債の要項のみならず、国際債およびMTNの開示書類である Information memorandum などにおいて開示(Disclose)して、海外の国際債市場で募集するということである。

勿論、日本の証券取引法(2007年以降は金融商品取引法)上の開示は、ユーロ債などの(国内債ではない)クロス・ボーダー型の国際債市場においては要求されていないから、開示の根拠は、当該国際債市場の慣行にもとづく開示である。

5. 補足事項

現行の社債管理者制度(この制度は、管理会社を管理者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、国際的にみて最も投資者保護に徹した制度設計であると考えられる。

しかし、ユーロ債など国際債においては、発行コスト上の考慮が重要であり、社債管理者および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、日本国外の市場では馴染まない。

投資者の自己リスクを前提にしたユーロ市場(今後アジア債市場も同様となると考えられるが)では、FA方式等、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。

従前の商法でも、また現行会社法にもとづく国内市場の社債であっても、社債管理者の設置が免除されている社債においてはFAを使うのが慣行になっている。

個人向け・銀行債を除く国内公募無担保普通社債のうちFA債の割合

	合計	FA債	FA債比率
2004年	210	193	91.9%
2005年	208	192	92.3%
2006年11月7日迄	170	161	94.7%

出典：アイ・エヌ情報センター

しかしながら、1993年の法務省の当時の担当官の解釈で、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以来、「とらなくてもよいリーガル・リスクはとらない」という法律実務とあいまって、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った。

言い換えれば、わが国の発行体は、Made in Japanの国際債(外債)を作ることができなければならない。つまり、英国法でも日本法(会社法)でも、自由に発行準拠法を選択できなければならない。いままさに、立法的解決が必要である。

この点は、2003(平成15)年12月24日付の企業財務協議会・日本資本市場協議会の法務省宛のパブリックコメント²、および2005(平成17)年12月28日

² http://www.enkt.org/yobo_27.html

付)の企業財務協議会・日本資本市場協議会の「会社法施行規則案等に関する意見募集」に対する法務省宛のパブリックコメントとして明確に示されていたところでもある。すなわち、外債の場合の社債管理会社強制設置の任意化の要望である。

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という実務上の結果となり、わが国発行体のユーロ債はすべて英国法準拠の社債となって、その状態が今まで続いている。つまり、日本の発行体のユーロ債のリーガル・コストは、いわば独占的価格となっており、これは、わが国産業界の受け続けている弊害でもある。

以上