

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 -
（別紙：詳細および補足ご説明資料）

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

【以下、詳細のご説明】

詳述すれば、以下のように、この原則論と例外論は切り分けられるべきであろう。むしろ、短期的には、例外を特定するアプローチが現実的である。

1. 総論（原則論）

外国で発行される日本の発行体の社債が、日本法を準拠法とするものであっても、外国法を準拠法とするものであっても、それが会社法の規定に従い割当・償還が行われるものは、会社法上の社債である。会社法上の社債には、外国で発行される社債（「外債」）については、以下 2. と 3. に述べるような例外を除き、個人投資家等の社債権者保護の観点から、社債管理者の設置が必要である。

2. 日本法を準拠法とする外債（例外 1）

日本法を準拠法としながら、社債（含む、MTN プログラム）の要項においては、「社債管理者」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、その定めは有効である。

即ち、会社法の定める社債権者保護規定は、比較法的立場からは、唯一絶対の社債権者保護の手法ではなく、他にも合理的な社債権者保護の手法は多々あり得るのであり、かつ、現に諸外国の諸制度に多く見られるところでもある。例えば、プロの投資家に限定するなどの販売制限条項の活用はその一例である。

また、会社法の定める社債権者保護規定、なかでも社債管理者制度は、立法趣旨としても、条文解釈としても、専ら日本国内で発行されあるいは国内で流通し販売される社債についての社債権者の保護を主眼としたものであることは疑いがない。

社債の海外発行の場合にも、例えばその殆んどが日本に還流しプロ以外の個人投資家等にも販売されるような場合には、社債権者の保護を、これらの規定により図ることは、理論上は当然可能であり日本法上許容されることは勿論である。

しかし、海外発行社債の契約当事者が他の手法を採用することについて合意している場合に、その意思を排してまで、会社法所定の手法に基づく保護を強要しているものとは解されない。このように、会社法の定める現行の社債権者保護規定、なかでも社債管理者制度は、適用範囲が限定された強行法規である。

(参考) 従来から、社債管理会社の設置強制に関する旧商法第 297 条(新会社法 702 条¹の前身)本文の規定を属地的強行規定と解し、社債契約の準拠法のいかんにかかわらず、わが国で募集される社債に社債管理会社の設置強制の規定が適用されると解する有力な学説(江頭憲治郎「社債法の改正」ジュリスト 1027 号 36 頁)がある。その理由として、そのモデルとなった米国の適用が属地的であることが挙げられている。この学説によれば、海外発行社債については、日本法を準拠法としても、旧商法第 297 条(新会社法 702 条)の適用はないことになるものと考えられ、少なくとも社債管理会社(者)の設置を社債契約により排除することが適法有効であることは疑いがない。

日本の株式会社が外国において日本法を準拠法として社債を発行する場合に、発行会社と社債権者との関係について、契約当事者が一般的に日本法を準拠法として選択し、社債権者保護制度について別段の定めをしていない場合については、会社法の定めた制度が適用されることになるかもしれない。

しかしながら、少なくとも社債契約の当事者が社債発行地において慣行的に受容される社債権者保護の手法を採用し、その旨を社債契約上に明定している場合についてまで、日本法を準拠法と指定する条項があることをもって、社債管理者の設置が義務づけられることになるという解釈を行うことは妥当でないと考えられる。

¹ 会社法第七百二条 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。

3. 英国法またはスイス法を準拠法とする外債（例外 2）

社債の割当て・償還に関する部分については、現実には、わが国の会社法の規定が適用されるが、社債権者保護規定を含むその他の規定については当該外国法が適用されると考えられる。

（以下の 5 に述べる国際私法的分析によれば、英国法やスイス法を準拠法とする社債については、「社債の割当てや償還に関する部分は会社法により規律されるが、その債権的部分を外国法によらしめている」ことであると理解されよう。）

4. 上記 2. と 3. の立場のユーロ市場およびスイス市場における妥当性

（1）ユーロ債市場

ユーロ債市場において発行される債券の準拠法はどの国の法律であってもよいというのが、ユーロ債市場の慣行である。

会社法上、各社債の金額が 1 億円以上のものについては社債の管理者の設置が免除されている（会社法 702 条ただし書き）。その理由は、そのような多額の金額を払える者は、自衛力のあるプロであるからであるとされている。しかしながらユーロ債市場とは、もともとプロの国際的機関投資家が参加する国際債券市場（オフショア債券市場）であった。

すなわち、ユーロ債市場とは、法律的には、ユーロ統一通貨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った。また、各国から参加できる機関投資家は資格が規程されている（わが国では適格機関投資家）。

逆に、ユーロ債市場（国際債券市場（オフショア債券市場））で発行された国際債券を各国の国内市場に持ち込む場合には、国内一般投資者に対する保護規制（開示など）を満たす手続きが必要となる。

少人数私募（証取法 2 条 口）の場合は、適格機関投資家でない場合 49 件までの勧誘である。

大雑把な言い方をすれば、日本において、適格機関投資家に対する私募は、証券法上、金融庁に対する届出（投資信託以外は不要）だけででき、国内の適格機関投資家のうち指定金融機関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、当該国それぞれが定める（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）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。

（松本啓二「クロス・ボーダー証券取引とコーポレート・ファイナンス」8

頁、金融財政事情研究会、2006.1 から一部修正のうえ抜粋)

なお、2006年6月に国会で成立した金融商品取引法(2007年施行)では、日本のプロの範囲を拡張することが予定されている。

従って、会社法の実質的な考え方からみて、ユーロ債を始めとするプロ向けの外債においては、社債管理者の設置は強制されない。

(2) スイス市場

スイス債は、スイス法を準拠法とする。発行会社と向き合う投資者は、それを引受ける単数または複数のスイスの引受業者のみである。これは会社法の立場からは会社法施行規則169条の少人数に該当する。実際の投資者は、その背後に存在するが、発行会社との関係では投資者ではない。その実際の投資者の保護は、スイスの引受業者と実際の投資家との口座設定契約関係に委ねられている。

即ち、スイス債の要項をみると、「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」旨の規定が必ずある。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が、発行会社から見る投資者はスイスの引受業者であることを示している。(前掲松本10頁)

従って、会社法の実質的な考え方からみて、スイス債においても、社債管理会社の設置は強制されない。

(3) グローバルな社債制度からみた社債管理者

ドイツやスイスの社債制度の上では、社債管理者に該当するものはない。社債管理会社および現行の社債管理者の制度は、米国の制度をモデルとするものである。

米国では、1939年信託証券法(Trust Indenture Act of 1939)に基づき、1933年証券法に基づく登録が要求されるとほぼ同じ範囲の社債につき、受託者(Trustee)を設置すべきことが要求されている。(江頭憲次郎「社債法の改正」注12、ジュリスト1027号、1993.7.15)

しかしながら、米国における受託者は、その信託証券の中で、発行会社の財務状況を調査する義務がないこと等、いろいろな免責規定を置いている(山本茂「社債法改正と受託業務」商事法務1332号、1993.9.15)

また、現在多用されている日本の発行体の、ユーロ債の英国法を準拠法とす

る信託証書(Trust Deed)における受託者は、「権限はあっても義務なし」(「国王は君臨すれど免責特権がある」)の考え方に基づいたお飾りにすぎない。

受託者の権利のみが信託証書に書かれ、義務はすべて免責することが書かれているのが信託証書である。

これに対して、わが国の会社法上の社債管理者は、社債権者のために、社債に係る債権の弁済を受け、または社債に係る債権の実現を保全するために必要な一切の裁判上、裁判外の行為をする権限(705条1項)のみならず、必要あるときは裁判所の許可を得て発行会社の業務および財産の状況を調査する権限まで与えられている。(705条4項)。

その反面、社債管理者は、社債権者のために公平かつ誠実に社債の管理を行う義務およびそれによる善管注意義務が課せられている(704条1項・2項)。

このような、わが国の社債管理者制度にみられる徹底した投資者保護制度は、他の先進国においてはみられないものである。しかし、その経済的側面は、そのような任務と責任を課された社債管理者のコストを、一義的には発行体、そして発行価格条件への転化を通じて二義的には社債権者が負担することになる。

そのような徹底した投資者保護を図る制度としての社債制度(および会社法上の社債管理者制度)のあり方については、資金調達市場競争力の観点からも、会社法702条ただし書きの1億円の例外およびその他の例外のあり方などを含めて例外が設けられた趣旨も踏まえ、今後見直しが必要と考えられる。

すなわち、短期的には、上記のプロの投資家向けの例外措置等について、周知可能とすべく、法務省会社法施行規則のなかに追加で織り込むことが考えられる。

そして、さらに中長期的には、社債市場の利用の拡大に応じて、十分な議論を踏まえつつ、会社法上、社債管理者の設置の任意化も検討の余地があると考えられる。

(4) 社債管理者の資格要件

会社法703条および施行規則170条は、社債管理者の資格要件をそこに限定列挙されている銀行・信託の他銀行系金融機関や保険会社に限定している。それに準ずる外国の金融機関は列挙されていない。従って、広く解釈しても、日本の銀行等のロンドン支店までということになる。

従来 Fiscal Agent や Trustee として、外国の銀行も扱うことのできた日本のユーロ債関連ビジネスについて、それを社債の管理者でなければならぬと

し、その手数料の高い、いわばおいしい業務を、日本の金融機関に独占させることになる。それが、仮に外債に社債管理者を強制設置させるとした場合の帰結である。その場合、新たな金融の国際摩擦問題が予想される。また、新たな国内の銀証問題ともなりかねない。

現行、わが国の国内の既存の金融機関に事実上限定されている社債管理者の資格要件の拡大も、今後、検討されて良いであろう。

5. 国際私法的分析

外国で発行される社債はクロス・ボーダー証券であるので、国際私法的な観点からの整理も必要となる。この点、最新の資料である法務省参事官室の国際私法の現代化に関する要項中間試案および補足説明をみることにする。

(1) 法人等に関する準拠法

同試案においては、「法人等に関する準拠法」についての規定は設けられないこととされている。その理由は次のように説明されている。

- ・ 現在の学説上は、法人格の有無等の問題を抵触法²上の問題と捉え、法人の従属法の問題とするのが通説であるが、他方で、これは準拠法の議論ではなく、外国国家行為の承認の可否の問題とする見解によれば、抵触法において法人格に関する規定を設ける必要はないとの帰結になる。
- ・ 法人の諸問題を抵触法上の問題と捉え、これらを法人の従属法によって判断すべきであると考え、法人の従属法の決定基準が問題となるが、この点については、設立準拠法主義と本拠地法主義の争いがある。
- ・ 規定を新たに設ける場合には、従属法の適用範囲を明確化することが必要となる。
- ・ 法人の従属法の適用範囲に関しては、法人の成立、内部関係、内部組織及び消滅といった事項がこれに含まれるものと伝統的に考えられてきたが、近時、社債の発行・管理・機関の対外的責任、企業再編・親子会社間の問題等の事項について従属法が適用されるかといった問題に関し、抵触法的観点と実質法的観点の双方から、議論が行われている。

² 何法が適用されるかを定める法。国際私法は抵触法または抵触規範(抵触規定)と呼ばれることも多い。これは英米で用いられている Conflict of Laws の訳語である。国際私法(private international law)とは、渉外的私法関係に適用すべき私法(準拠法)を指定する法規範をいう。法の抵触を解決する法であるため、抵触法ともいう。英米法では、準国際私法をも含む概念として把握されることもあり、法の抵触 (conflict of laws) と呼ばれることもある。

る。

- ・ しかし、かかる議論はまだ始まったばかりの段階であり、現段階で、これらの問題をも視野に入れて法人の従属法の適用範囲に関する規定を設けることは困難であり、当面は議論の動向を注視することが相当であるとされた。

要すれば、抵触法上の立場をとっても、またそのうち設立準拠法主義をとっても、本拠地主義をとっても、会社法にいう、「会社法の規定に従い割当・償還が行われる」部分は、少なくとも会社法に従うことになると思われる。

(2) 法例7条1項

債権的法律行為の成立及び効力を当事者によって選択された準拠法によらしめる法例7条1項の原則は維持する前提とし、準拠法の分割指定ができるかどうか等の個々の論点について対案が示されている。

英国法やスイス法を準拠法とする社債については、「社債の割当や償還に関する部分は会社法により規律されるが、その債権的部分を外国法によらしめている」ことであると理解されよう。

しかし、社債について、どこまでが上記(1)の法人等に関する準拠法部分で、どこまでがこの(2)の当事者間の契約により規律できる債権的部分かについての、まとまった議論は今までないようである。中間のグレイ部分につき、どちらの国の法律が適用されるかの論点を残したまま、実務は走ってきているといえる。

日本法を準拠法とする社債について、社債管理者等の社債権者保護に関する制度については、英国法のモデルに従った制度を社債の要項の中で契約として定める考え方の別案として、この部分については、準拠法の分割指定として、英国法準拠の指定をするとするとの考え方も、あり得ると思われる。

以上

【以下、補足ご説明事項】

1. 1993（平成5）年改正商法の法務省解釈

平成5年商法改正において社債の管理会社が強制設置とされたことについて、法務省の説明の1つは、それが「社債発行限度規制の廃止に代る措置であるから」とされている。（「平成5年商法改正法の解説(7)」吉戒修一、商事法務1331号、1993.9.5）

そして、日本の会社が、外国において、外国法を準拠法として社債を発行する場合については、「会社と社債権者との関係は、本質的には、法律行為によって生ずる債権債務関係なので、・・・当事者による準拠法選択の自由が認められ（法例7条1項）、当事者が、外国法を準拠法と選択した場合には、・・・社債権者は、準拠法として指定された外国法の社債権者保護の規定により保護されることになり・・・社債管理会社の設置規定は、原則として適用されない。」とされた。しかし、日本法を準拠法として、外国において社債を発行する場合、「会社と社債権者の関係についても、当事者により選択された・・・商法（＝社債管理会社）の規定は適用される」とされた。（「一問一答平成5年改正商法」法務省民事局参事官室、1993.7）

この考え方は「属地主義説の解釈方法」に立つべきところ「準拠法説の解釈方法」に立っているといえようとの分析もなされている。（「国外発行債に社債管理会社強制設置が適用されるか」青木浩子、商事法への提言、商事法務、2004.6.26）

しかしながら、この結論は、法務省参事官故原田晃治氏も「さらに深い検討をする必要はあるものの、今の段階では、個人的見解として、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。」として**非断定的に**支持されている。（松本啓二「クロス・ボーダー証券取引とコーポレート・ファイナンス」70頁、金融財政事情研究会、2006.1）

2. 新会社法の法務省解釈

新会社法上、日本の「会社」の発行する社債は、その発行地が国内であれ外国であれ、またその社債の準拠法が日本法であれ外国法であれ、「会社法の規定によりその割当に従い発生し、・・・676条各号に従い償還されるもの」（会社法

2条23号)は、社債とされる。

立法担当者は、「商法には社債についての定義規定がなく、外国法に準拠して発行される債券等社債に関する規律に服するかどうかあいまいであったものを明確にした」と説明されている。

さらに「日本の株式会社が外国で発行する社債については、それが「社債」である以上、社債管理会社の設置が義務付けられていたにもかかわらず、「何らかの理由」をつけて、その設置が不要であると説かれるのが一般であった」とされている。

新会社法においては、上記1. の場合で外国法により社債の割当・償還が行われるものは、会社法上新しく定義が置かれた「会社法により割当・償還が行われる」社債でないので、社債管理者の設置を含めて会社法の社債に関する規定は適用されず、また の場合で「会社法により割当・償還が行われる」場合および の場合は、会社法上の社債であるので、外国において発行されても、上記規定が適用されるとされている。(「社債」相澤哲・葉玉匡美、商事法務1751号、2005.12.5)

社債の定義は、社債発行要項に従った発行・償還の授権に関するいわば発行者の組織法的(属人法的)な定義であるから、社債の準拠法が、外国法であれ日本法であれ、社債として発行されるものであれば日本法によりそのような授権が行われることになるので、会社法上の社債とされることになる。

この立場は、同じ外債でありながら、何故、「外国法を準拠法とすれば社債管理会社の設置が不要」であり、「日本法を準拠法とすればそれが必要」であるかという論理性の欠けた従来の上記1.の見解について、論理性を取り戻す面はあるといえよう。

日本法を準拠法とするユーロ債においても、属地主義説の解釈方法に立って、社債管理会社を設置しない代わりにユーロ債の慣行に従った社債権者保護の制度(後述4.(5)参照)を、社債管理会社に代るものとして社債の要項で取り入れてきているからである。

しかしながら、この法務省の当初の2005年12月の説明部分は、「準拠法説の解釈方法」をも更に超えた、会社法の社債の定義に合致する限り、準拠法や発行地の如何を問わず、社債管理会社は必要という考え方と理解されかねないものであった。

3. 新会社法の解釈のジレンマ

この上記2.の文字通り意味するところは、長年使われてきたいわゆる「外債」(外国で発行される社債) - その準拠法が日本法であるのみならず外国法で

あっても - の否定とみなされかねないものであり、実務の世界が受け入れることはできないものであった。

1993年以前は、社債発行限度枠の規定が、等しく外債にも国内債にも適用されてきた。ユーロ債の作成言語は英語であり、クロス・ボーダー証券（国際債）であるので、特定の国で発行されるサムライ債とは異なり、特定の国の社債権者集会や社債管理会社の制度（いわんや日本の裁判所による社債権者集会決議の認可の制度）には馴染まないし、また特定の国の除権判決³等の制度にも馴染まない。（紛失した社債券については、保証を条件に、代り社債券が発行されるのがユーロ債の慣行である。）また、日本の社債権者集会のための社債権者証明書（社振法 86 条）を前提とする日本の振替社債の制度にも馴染まない。

さらに、外債の Negative Pledge⁴条項では、「他の外国発行社債に担保をつける場合は、この社債にも同等の担保をつける」としており、外債が社債でないとする、その社債でない外債について社債同順位性についての手当をしない限り、大きな混乱が発生する。

4. 新会社法と証券法の発展の整理からの考え方

上記 2 . の法務省が明らかにされた正当な論理性を保ちつつ、かつ実務の世界に混乱を起こさないための考え方は、次のような会社法と証券取引法の発展の整理から導かれると思われる。

(1) 戦後、昭和 23 年に証券取引法が施行されるまでは、日本でも銀行はいわゆるユニバーサルバンクであったため、社債募集の受託会社は、社債の募集事務と社債の受託事務両方を行ってきた。

(2) その証券取引法の施行により、社債引受は証券会社の事務とされた後も、商法社債総則に「社債募集の委託」という文言が残っており、社債募集の受託会社として、受託銀行は、引受証券会社と並行して、社債募集についてもかかわってきた。

社債発行に際しては、発行会社は、証券会社と引受契約を締結すると

³ 権利と紙の結びつきを解いて、有価証券を無効にする宣言であり、公示催告手続を経た上でなされるものこと。その際、証券喪失者の不利益を救済する手続が必要。除権判決は、証券を無効と宣言するものであって（公催仲裁 784 ）、証券は将来に向かって無効となる。（判）：除権判決の消極的効力。申立人に証券を所持しているのと同じ状態を回復させ、会社に対する証券の再交付の請求が認められるようになる。（公催仲裁 785）：除権判決の積極的効力。なお、除権判決の積極的効力は、除権判決を得た者に、権利者たる形式的資格を認めるにとどまり、そのものに対して実質的権利を与えるものではない。証券の所持人が実質的権利者であった場合には、その実質的権利には何ら影響を及ぼさない。

⁴ **ネガティブプレッジ**条項とは、社債の発行条件（財務制限条項）の一つで、新たな社債発行において抵当権（担保権）の設定を認めない条項をいう。一般的に、無担保社債には「担保提供制限条項（**ネガティブプレッジ**）」があり、その無担保社債を発行している会社が発行する他の社債（将来発行する社債も含む）についても担保を提供しない旨（無担保）の約束がなされている。

ともに、受託銀行と社債募集委託契約を作成するという二重の手続が必要であった。

- (3) 平成5年の商法改正は、その時点における金融制度改革の一環として行われ、社債管理会社という社債の管理に純化した制度でもって、社債募集の受託会社を代替することが意図され、同時に、社債総則から「社債募集の委託」という文言を削除した。

しかしながら、社債管理委託契約の中では、銀証（銀行と証券会社）の力関係から、従来の社債募集委託契約と同一ないし類似の内容が折り込まれてきたり、従来の社債の受託手数料の大幅な引下げにはつながらなかつたりした。

- (4) 故橋本首相に端緒を有する90年代後半の金融ビッグバンと並行して検討されてきた会社法の全面改訂は、決算や新株発行等の法定公告を証券取引法上の届出や報告で代替するように、上場会社につき会社法と証券取引法の抵触をさらに解消する方向に設計されている。

- (5) このような歴史的流れを踏まえつつ、証券引受上の投資者側の自己責任ルールの考え方で整理してみると、わが国企業がユーロ債などオフショア(国際債)市場において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(社債の管理者を含む)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、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「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。

ちなみに、ユーロ債市場では(アジア債市場も同様となるが)、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。

その趣旨は、社債の要項のみならず、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こととなる。

勿論、日本の証券取引法(金融商品取引法)上の開示は、ユーロ債な

どオフショア国際債市場においては要求されていないから、当該オフショア国際債市場の慣行にもとづく開示である。

このように構成すれば、日本の会社法における法務省の論理と外債引受上の論理は、基本的に、どちらも満足させることができる筈である。

この実務的法律構成によれば、社債の準拠法が外国法であっても日本法であっても、社債管理者は設置しないことになる。

なお、例えば、社債の発行額が多すぎる点や財務制限条項の問題は、引受審査の問題であり、問題点があれば、ユーロ債ないしアジア債においても、リスク・ファクターとして開示される。

なお、財務代理人（Fiscal Agent）は、国内債においても、その多数を占めている券面（一社債）が1億円を超える社債については社債管理者に代るものとして用いられてきており、日本法においても既に広く認知された制度である。

そういった国際債券市場における制度の趣旨を踏まえて、わが国企業が発行する外債においても、それらを発展的に利用可能とする方向で法制を含めた市場インフラを整備することは、きわめて自然な流れである。

✍