

国際金融取引におけるユーロノートの役割と法的側面

田 邊 光 政

一 はじめに

国際金融市場としてのロンドンのシティはきわめて重要な地位を占めている。このシティを舞台として巨額の国際的な金融取引が行われている。世界各地の国際的銀行がロンドンに進出して激しく競争しているが、その競争が伝統的な貸付形態に代わる種々の革新的な金融商品を生み出すこととなった。国際金融取引における最初の革新として登場したのがユーロノートであった。正確にいえば、アメリカにおけるコマーシャル・ペーパーをモデルにしてユーロCPが先ず登場したが定着せず、その後登場したユーロノートがユーロ金融市場で徐々に拡大し、やがて確立した金融商品となってきたのである。これは六年、七年という中期金融を必要とする借主のために銀行が種々の役割分担をして関与し、借主の発行する短期の債務証券を手段として短期金融市場で資金調達をするものである。

短期金融を繰り返すことによって一定期間の中期金融の目的を達する。債務の証券化であり、これにより銀行自体の貸付リスクが回避でき、しかも借主に低利の資金調達を可能にし銀行には手数料収入をもたらす商品である。しかし、ユーロノート発行機構は相当に複雑である。一九七八年に登場したユーロノートは徐々に普及し、一九八五年に爆発的に拡張した後、徐々に減少傾向を見せた。他方、一九八五年には、ユーロＣＰ発行による資金調達の例が注目すべき数に増え、翌年にはユーロＣＰ発行件数が急増し、ユーロノート発行件数の二倍近くに増加するにいたった。その後、短期金融市場の主流をユーロＣＰが占めるにいたっている。ユーロノートにおけるノートもユーロＣＰにおけるＣＰとともに短期債務証券であって、ともにその証券の性質は約束手形ないしそれに準ずる流通証券である。ユーロノートにおいては、発行者に対し銀行団が一定期間、一定限度額まで資金調達を引き受けるが、ユーロＣＰではその引受がない点が両者の最も特徴的な違いである。

本稿では、まずユーロノートを取り上げる。その際、ユーロ市場についての基礎的な事項を整理しておくことが有益であろう。ユーロドル市場がどのようにして成立し発展するにいたったかを一瞥したのち、ユーロノートが登場するにいたった市場の環境を検討する。そして、複雑な仕組みのユーロノート発行機構を検討し、種々の銀行の役割を明らかにしたうえで、ユーロノート取引における基本的な法的問題に言及する。ただし、本稿では、会社法および証券取引法、銀行法等からの検討を試みる余裕はなかった。

二 ユーロドル市場の成立

1 ユーロドル市場

ユーロ・ドル (euro-dollar) とは、アメリカの外部に所在する銀行 (アメリカの銀行の海外支店を含む)⁽¹⁾ その他の者により、一般に預金の形で保有されている USドルのことである。ドルはアメリカの銀行制度の中でのみ存在するが、それは外国人によっても保有され、ことに第二次世界大戦後、ドルはポンドに代って世界の機軸通貨として機能することになるにいたり、各国は資産の対外的価値を維持するために金 (Gold) と同じようにドルを保有しようとし、また国際決済通貨として外貨準備等としてドルを保有しようとした。このことが、ユーロ・ドルに対する自然な需要を創造した。⁽²⁾ ドルに対する強い需要が、外国為替市場で非現実的なレベルにまでドル高をもたらした。ドル高はアメリカ製品の国際競争力を失わしめ、アメリカは一九五〇年代を通じて貿易赤字を記録した。一九五〇年代の終り頃までに、巨額のドルがヨーロッパの銀行で預金として保有され、それはニューヨークにおけるヨーロッパの銀行の支店、子会社またはコルレス銀行において保有された。⁽³⁾

ドルは物理的な意義においてはめったにヨーロッパ等に持ち込まれず、金融機関を通じてアメリカの非居住者によって保有された。ドルを預金として受け入れたヨーロッパの銀行は、十分なドル資金を有し、それを他の金融機関へ貸し出したまたは再預金する余裕をもつにいたった。一九五〇年代の終り頃までには、ドルの再預金の業務が盛んになった。アメリカの貿易収支の赤字のために巨額のドルが追加的に供給されたが、それがアメリカからヨーロッパ

ッパへのドルの流出を生ぜしめ、そのことがドルの再預金に新たな刺激を与えた。預金としてドル資金を預かった銀行がその資金を他の銀行に貸し付ける取引が盛んになり、ここに競争的な利率での活発な市場が発達した。これは、Inter-bank deposit market と呼ばれ、ロンドンがその活動の中心地であることから London-Inter-bank deposit market と呼ばれる⁽⁴⁾。この市場は、アメリカの銀行がその取引企業の海外業務の拡張に伴って必要な資金を手当するために利用するにつれて急速に成長した。この銀行間取引に加え、当初の保有者により商業銀行に預け入れられた資金が最終の借主に貸し付けられる短期資金の取引市場を含めて、ユーロ・ドル・マーケットと称している。ユーロ・ドルとして預け入れられる資金は、種々の銀行間でのローンの鎖をなした後、最終の借主に達する。ユーロ・ドル市場には何らの形式的な構造も特別な境界もない。その市場は、ある意味では、主要な金融市場における主要な金融機関を結ぶ国際的な通信ネットワークのようなものである⁽⁵⁾。ユーロ・ドルはどの国の規制も受けず、銀行は為替管理その他の規制から比較的自由に取引することができる。たとえば、アメリカの銀行は国内では預金の一定割合を支払準備として留保することが義務づけられ、その分だけ貸出に回せる額が減少し、そのことが資金コストを高める⁽⁶⁾が、アメリカの銀行のロンドン支店が受け入れたユーロ預金は全部を貸付に使うことができる。

ユーロ・ドル預金を増大させた要因の一つは、アメリカの資本市場で得られる利益より高い利息が支払われたことである。OPEC産油国の巨額の資金（最近ではジャパン・マネー）がユーロ預金の形で投資され、それが市場の繁栄に寄与し、オフショア・ドルの流動性のレベルを高めている⁽⁷⁾。

ドルはユーロ・カレンシーの中で主要な地位を占めていることには変わりないが、一九七一年及び一九七三年の

二度にわたるドルの平価切下げの事実から明らかなように、ドルの地位は低下した。一九七六年に始まった確実なドル安傾向は一九八〇年代を通じて加速した。このことはユーロ・カレンシーにも当然反映し、ユーロ・ドルは一九八三年までには、全ユーロ・カレンシーの六〇％を占めるにすぎなくなった。若干の国における資本市場の自由化に伴ない各国の中央銀行の通貨保有の分散、投資家の分散投資の必要を高めてきた。⁽⁸⁾

2 シンジケート・ローンの出現

ユーロ・ドル資金は、ドル建てで行われた国際取引の決済資金需要者に金融供与をするために銀行間で短期貸付として利用された。ユーロ・カレンシーの量が増加するにつれて、その預金はより長期の貸付に利用された。当初、これらの資金は銀行貸付として政府や多国籍企業に貸し出された。これが今日 Syndicated loan と呼ばれるものである。一九七三年から七四年の石油危機、一九七九年から八〇年にかけての石油価格の高騰により発展途上国および先進国の多くが、その貿易収支の赤字に直面し、決済資金をグループないしシンジゲーションを組んだ銀行団から借入れをした。OPEC諸国から資金を受け入れた国際的銀行は、高騰した石油代金の支払をしなければならぬ国々にその資金を還流させる機関として決定的に重要な役割を果たした。一つの金融取引が一〇億ドルを超えるものなどがあり、融資額が大きいため、リスクの面でも資金量の面でも単独の銀行では負担できなかった。シンジケート・ローンは、IMFなどからの資金に比べて借入国に対する制限が少くないため、借入国から歓迎され、この市場は一九七〇年代および一九八〇年代の初めに大規模に成長し、一九八一年までの五年間における平均で、国

際債券市場（ボンド・マーケット）の規模の二倍を超えた。一九八一年だけをみれば、シンジケート・ローンの総額は一八一億ドル相当に達し、それは国際債券市場の額の三・四倍を超えるものであった。⁽⁹⁾

一九八二年の前半を通じて、シンジケート・ローンの量的拡大は続いた。しかし、この年の八月までには、第三世界の債務危機が表面化し、国際金融機構の基礎は揺いだ。発展途上国への一九八三年の貸付額は一九八一年のそのの半分に落ち込み、その後、発展途上国への融資は激減した。けれども、一九八一年以降も、シンジケート・ローン自体は拡大した。資金が先進工業国に向けて貸し出されたのである。一九八四年のシンジケート・ローンはその前年の三倍に増加し、一九八五年から六年にかけては、その額は更に増えた。一九八四年以降の先進国向けの融資の拡大については特筆すべき現象がある。それは、単純なシンジケート・ローンではなくて、債務の証券化（securitisation）が普及したのである。借主はユーロノート（euro-note）またはユーロ・コマーシャル・ペーパー（euro-cp）と呼ばれる短期の債務証券を発行して、資金調達をするようになった。証券化されたシンジケート・ローンの形態が銀行による金融仲介の最も重要な手法となってきた。

3 アメリカの利子平衡税とドルの流出

ユーロ金融市場という国際金融市場の創設と密接な関係をもったアメリカの利子平衡税の導入についてみておこう。

ユーロ・ドルのブールを創造したアメリカからのドルの流出は、一九六〇年代の初期までには驚意的な額に達した。アメリカからのドルの流出には、二つの原因が加わった。アメリカの会社が外国の輸入制限を回避するために

海外操業を展開し、そのため外国投資が拡大した。これによりアメリカからドルが流出し、しかも、多くの会社が海外で得た利益を、国内より多くの利益を上げうる海外で再投資に回した。いま一つは、ヨーロッパの借主をはじめ資本の必要な者がアメリカ市場へ直接参入し、アメリカで資本調達をはじめたことである。このことが、アメリカからのドル資金の確実な流出を招き、一九六二年までにはその額は一二億ドルに達し、一九六三年上半期には一五億ドルを超えるにいたった。そこで、アメリカ政府はドルの海外流出防止策を検討しはじめた。

一九六三年七月一八日にケネディ大統領は、アメリカの国際収支の悪化について演説を行ない、利子平衡税 (Interest Equalisation Tax) の導入を提案した。⁽¹⁰⁾ 議会はこの提案を承認し、同税は大統領の演説の日に遡って効

力があるものとされた。それは、アメリカからの資本の流出を阻止することを目的としたもので、アメリカ人による外国の社債や株式への投資に対し、ヨーロッパにおけると同じ高率の課税をするものであった。⁽¹¹⁾ アメリカの国内投資には従来通り低率の税を課すのに対し、外国投資にはヨーロッパにおける高率の税を課すことにした。この税の導入によりアメリカ資本市場における外国投資は減少した。当初、銀行の貸付はその伝統的な短期性のゆえに同税法の適用除外とされていたが、その後、社債発行の代替として銀行貸付が利用されることが判明し、そのため新しい規制で銀行貸付も制限されることとなった。利子平衡税は、暫定的な手段であることが意図されていたが、一九六五年、六七年、六九年、七一年にそれぞれ延長された。これにより、アメリカの投資家にとっては外国証券の保有は全く魅力を失ない、彼等による外国投資は抑制され、同税法は一九七四年六月に廃止された。⁽¹²⁾

利子平衡税の導入は、アメリカの国際収支の改善には役立たなかったが、アメリカの投資家をして外国証券の購

入を抑制する効果をもった。この税法は予期せぬ副作用をもたらし、ユーロ資本市場の創設、発展に拍車をかける結果となった。アメリカ市場から締め出された外国の資本需要者のためにヨーロッパの投資機関は、新たな国際資本市場を創設する必要に迫られ、ユーロ市場の創設・発展をもたらしたのである。アメリカの企業は資本の海外移送を制限されたため、海外の支店や子会社の必要資金をユーロ市場で調達しなければならなかった。アメリカの海外子会社の必要資金を調達するためにアメリカの銀行の現地支店は、アメリカ国内で経験のあるCPの発行を計画した。一九七一年にアメリカの多くの主要会社⁽¹³⁾が、いわゆるユーロ・CPを発行するにいたり、それは利子平衡税が廃止される一九七四年まで続いた。この税法の廃止に伴ないアメリカ企業はよりコストの安い国内CPを利用できた。しかし、CPの発行という証券化された短期金融手法は、その後のユーロ・ノートおよび本格的なユーロ・CPの普及の導下線となったことが重要である。

- (1) Peat Marwick McLintock and Arun Kumar Sarwal, KPMC International Handbook of Financial Instruments and Transactions (1989), p. 89, Terence Prime, International Bonds and Certificates of Deposit (1990), p. 4
- (2) F. G. Fisher III, Eurobonds (1988), p. 6.
- (3) F. G. Fisher III, op. cit., p. 7. 吉村他「国際金融」(新銀行実務講座)(昭62)六頁は、ユーロ・ドル発生要因として、①英ポンドが国際通貨として信認を失い、国際決済通貨としてまた外貨準備等に必要な外貨建資産としてドルが選好されるようになったこと、加えてイギリスが非居住者に対しポンド防衛のための信用制限を発動し貿易金融に英ポンドを使用することが困難となったこと、②一九五〇年代初期に米ソの冷戦激化によりソ連をはじめ共産圏諸国の米ドル預金が米国銀行から引き上げられ、パリ・ロンドン等の銀行に預け入れられたこと、③一九五〇年代の米国国際収支赤字により海外に

米ドル資金が恒常的に流出したこと、④米国における預金金利の水準規制（連邦準備制度理事会規則Q）により一時米国内預金がまったく魅力を失い、非居住者保有米ドル資金もロンドン等の銀行預金に振り向けられたこと、⑤一九七三年の原油価格の高騰を機にオイルダラーがヨーロッパの銀行に預金をされたこと、を列挙している。なお、See, McIntock and Sarwal, op. cit., 89.

- (4) Fischer, op. cit., p. 7.
- (5) Gabriel, *Legal Aspects of Syndicated Loans* (1986), p. 1.
- (6) たとえば一〇〇万ドルの預金を受け入れても一割を支払準備として留保しなければならないとすれば、九〇万ドルの貸付によって一〇〇万ドルに対する利息プラス・アルファを得る必要がある。
- (7) Fisher III, op. cit., p. 7.
- (8) Fisher III, op. cit., p. 7.
- (9) McIntock and Sarwal, op. cit., p. 249, Fisher III, op. cit., p. 8.
- (10) Ian M Kerr, *A History of The Eurobond Market* (1987), p. 17.
- (11) 税率は、満期の長短により異なり、満期までの残り期間が少なくとも三年の社債に対する二・七五％から段階的に残り期間が二八・五年以上の社債に対する一五％にいたるまで区分された。外国会社の株式投資に対しては一律に一五％の税率が適用された。同税法は若干の適用除外を設けた。例外の一つは、世界銀行などのような国際機関の発行するボンドであり、またカナダおよびメキシコその他の発展途上国の借主によるボンドの発行の場合であった。
- (12) Fisher III, op. cit., p. 10.
- (13) Gareth Bullock, *Euronotes and Euro-commercial paper* (1987), p. 2.

三 ユーロノートの登場

1 ユーロノート出現の背景

ユーロマーケットにおける短期貸付は一九七四年から一九八〇年頃までは銀行による直接貸付の形態によっていた。一九七三年における原油価格の劇的な上昇でOPEC産油国のオイル・マネーがロンドンの商業銀行に預け入れられた。巨額で継続的な資金がユーロ市場に流入し、それらが十分な流動性を生ぜしめ、ユーロ・ドルの貸付に關して銀行間で激しい貸付競争がみられた。ユーロ・ドルの貸付に参加する銀行の数も飛躍的に増加し、ロンドンに支店、子会社等をもつ外国銀行は一九六九年の一三八行から一九七五年には二六三行に増えた。借主の借入額が大きくなるにつれて、シンジケート・ローンが典型的な金融形態となった。参加銀行の競争が激しくなつて、借主から主幹事(lead manager)としてのマンドート(mandate)を得ることも難しくなつた。借主にとって魅力的な何らかの革進的な融資形態を提案することが必要であつた。ユーロノートという複合的な金融商品はこのような背景において開発された。⁽¹⁴⁾

2 種々のユーロノートの出現

(1) Notes Purchase Facility

ユーロノート市場は一九七八年にニュージーランド船舶公社(New Zealand Shipping Co.)の取引で始まっ

た。この公社は政府の保証付で変動利率の回転的シンジケート・ローンを求めている。この公社は当時最優良の借主であって、主要な国際的銀行が大同小異の伝統的な貸付方式で融資の提案をした。しかし、マンドレートを獲得したのは、シティバンクの投資銀行部門である Citicorp International Bank であった。この銀行は、伝統的な貸付方式とは異なる斬新で複合的な金融構造を提示した。公団が必要とする三〇〇〇万ドル、六年間の資金を、シティコープが公団の振り出す約束手形を買い取る方式で提供するというものである。借主は六年間にわたり三カ月または六カ月の満期のノート（約束手形）を発行することができ、シティコープが各回のノートを単独で全部買取引受をした。この取引は、committed notes purchase facility と呼ばれた。ノートは予め含意された Libor (London interbank offer rate) を上回るマージンに加え、発行者は引受料 (commitment fee) を支払った。シティコープは自己勘定のためでなく、短期投資家に転売するためにノートを買い入れた。このノートは、通常、Libor + 〇・一二五% で転売され、それまで CD を買っていた投資家は Libor を上回る利率の証券として投資することができ、また借主はシンジケート・ローンより安い金融を受けることができた。買取請負人としてのシティコープは、買入利率と転売利率との利ザヤを稼ぎ、加えて引受手数料を収めることができた。三カ月ないし六カ月ごとの短期金融を六年間回転的に引き受けるので revolving underwriting facility (RUF) であった。⁽¹⁶⁾

シティコープは、一九七九年、八〇年と引きこの種の多くの取引を成立させた。この先駆的取引は次の諸点で注目された。第一に、シティコープは、発行者から取得したノートを投資家に転売することによりそのバランスシートから貸付勘定を除外することに成功したこと、第二に、激しい貸付競争のゆえに貸付のマージンが低下し続けて

いた時期に銀行の収益源として手数料収益の方向をめざしたこと、第三に、三ないし六カ月という短期証券の投資家として、銀行やユーロボンドの投資家ではなく、貨幣市場における貸主をねらったことである。⁽¹⁶⁾ 債務の証券化という点も重要である。

(2) Euronotes Issuance Facility

シティコープは、一九八一年に今度はニュージーランド政府との間で前述の構造と若干異なる信用供与の取引を結んだ。それは、euronotes Issuance Facility と呼ばれるもので、七年間、五億 US ドル（以下、US ドルを単にドルと呼ぶ）の融資を引き受けるものであった。今回は、アンダーライターとして一〇行がシンジケートを組成した。⁽¹⁷⁾ これら一〇行は、個々に諾約した金額にいたるまで Libor より高い約定マージンでニュージーランド政府の発行するユーロノートを買入れ、転売することができた。買入れたノートの全部または一部が転売できなかったときは、自己勘定で保有した。前述の(1)との違いは、リード・マネジャー（シティコープ）がすべてのノートを排他的に扱ったのではなく、一〇行のシンジケート・メンバーがノートの売り出し機関になったことである。⁽¹⁸⁾

ユーロノート市場は、従来の単純なシンジケート・ローンに代わり、一九七八年の三千万ドルから一九八三年には三〇の発行者による三五億四千七百万ドルに成長し、それは銀行の確立された商品になった。さまざまな名称で呼ばれたが、商業銀行ないしアンダーライターといわれる銀行が、一定期間、借主の発行するノートの買取りを請負った点は共通である。⁽¹⁹⁾

(3) Sole placing agency

Merrill Lynch International Bank は、一九八一年に Banco Totta Y Acores のために六年間、三〇〇万ドルの融資につき sole placing agency の手法による取引を開始し、その後も同様の取引を行なった。借主が発行するユーロノートをメリル・リンチが唯一の募集機関として市場に対し独占的に媒介する権利を有するが、そのほかに複数の引受銀行 (underwriting banks) が融資契約に加わり、唯一の募集機関が市場でそのユーロノートの全部または一部をさばき切れず残った部分を引受銀行が予め定められた価格で買い取る義務を負う。基本契約において、発行者が支払う用意のある最高限利率 (maximum interest rate, cap rate) を定めておき、募集機関はキャップ・レイトを超えない利率で募集するが、引受銀行は売れ残ったユーロノートをキャップ・レイト丁度で買い取ることになっている。引受銀行は、年四回または二回にわたり引受手数料の支払を受ける。⁽²⁰⁾ この構造では、引受銀行は受動的な役割しか果たしておらず、引受銀行になることのメリットはほとんどないとの不満が生じ、次に述べるテンダー・パネル方式が一般的なユーロノートの募集ないし売出の方法となってくる。

(4) Tender panel distribution

一九八二年に開始されたユーロノートの募集方法であって、発行者 (借主) の資金調達計画に銀行が二つのグループに分れて関与する。第一グループは引受銀行 (underwriting banks) となり、第一グループがテンダー・パネル・メンバーとなる。第二グループのメンバーは、ユーロノートの募集能力のある銀行であって、このメンバーは発行者がユーロノートの発行を希望するときは入札することを求められる。入札することを義務づけられない。キャップ・レイトと呼ばれる最高限の利回りが示され、それ以上の利回りでの入札は無効とされる。発行額に達す

〔表 1〕

Issuer; TP Corporation

Facility amount; \$200 million

Underwriting banks; 10 with \$20 million commitment each

Tender panel banks; 14 (Bank A through Bank N)

Issue request; 60million of 6-month euronotes

maximum offering margin; 0.125% above LIBOR.

(From Fullock, Euronotes and Euro-cp. p. 31)

るまで利回りの低い入札から順に落札する。

テNDER・エイジェントが一般に発行者との間で取引をとりまとめ、テNDER・パ
ネル・メンバーを集める。発行者は発行日の五日前に発行金額、ユーロノートのサイ
ト等を示しテレックスでテNDER・エイジェントに通知する。同日中にテNDER・エ
イジェントから各メンバーに通知されて、発行日の三日前の正午までには、テNDER
・エイジェントは、別表(次頁)のような入札を受け取る。

別表入札リストによれば、六〇〇〇万ドルの発行要請に対して合計一億ドルの入札
が寄せられた。利回りの低い順に落札が決定され、H銀行のLIBOR+〇・〇六二
五%以下の利回りの入札金額で五六〇〇万ドルに達する。残り四〇〇万ドルは〇・〇
七%で入札したG銀行(七〇〇万ドル)、D銀行(五〇〇万ドル)に割り当てられる。
その割当額は、 $G銀 = \frac{7}{12} \times 400 = 233$ 、 $D銀 = \frac{5}{12} \times 400 = 167$ に近々二五〇万ドルと
一五〇万ドルになるのが普通である。⁽²⁴⁾

入札に応じなかったメンバーも四行あったが、このようなことはかなり一般的な姿
であるといわれる。発行者の平均コストはLIBOR+〇・〇三六%であり、キャッ
プ・レイトより〇・〇九%低くなっている。一行当りの入札額に制限はない。銀行が
分散して入札していることが注目されるが、これが普通である。各銀行はその入札が

入札リスト			
Tender panel member		Tender amount	Tender yield
Bank	D	\$ 4,000,000	LIBOR flat
	A	\$ 1,000,000	flat
	I	\$ 2,000,000	flat
	B	\$ 3,000,000	LIBOR +0.01%pa
	C	\$ 1,000,000	+0.01%pa
	G	\$ 5,000,000	+0.02%pa
	B	\$ 3,000,000	+0.02%pa
	I	\$ 8,000,000	+0.03%pa
	M	\$ 5,000,000	+0.039%pa
	N	\$ 4,000,000	+0.04%pa
	G	\$ 10,000,000	+0.05%pa
	M	\$ 5,000,000	+0.059%pa
	H	\$ 5,000,000	+0.0625%pa
	G	\$ 7,000,000	+0.07%pa
	D	\$ 5,000,000	+0.07%pa
	B	\$ 10,000,000	+0.10%pa
	I	\$ 8,000,000	+0.125%pa
	L	\$ 14,000,000	+0.125%pa
No bids received from banks E, F, J, K.			

(From Bullock, Euronotes and Euro-CP, p. 31.)

受け入れられたか否かは知らされるが、落札価格の平均とかどの利回り以下が落札したかなどの事実は知らされない。したがって、分散入札によりそのユーロノートがどの程度のレベルで売り出されたかを知る手掛りを得ようとする。G銀行は三分割して入札したが、LIBOR + 〇・〇七%で七〇〇万ドル入札したものが二五〇万ドルしか割り当てられなかった事実より、このユーロノートの最高利回りが〇・〇七%であったという重要な市場情報を得たことになる。

テNDER・パネル方式でのユーロノート発行手続の標準的なタイムテーブルは次の通りである。⁽²⁾

- (1) 発行日の五日前 ① 発行者はテレック

クスで発行金額、満期（一カ月、二カ月、三カ月、六カ月が普通）、発行日等を示して午前一時までにテンダー・エイジェントに発行の要請をする。②テンダー・エイジェントは速やかにテンダー・パネル・メンバーにその内容を知らせ、かつ入札を促す。

(2) 発行日の三日前 ①もしテンダー・エイジェントが自らも入札をしたいときは、他のメンバーの値付けを見る前に午前一時までに直接発行者に対して入札しなければならない。②正午までにテンダー・エイジェントの所に各メンバーから入札される。③テンダー・エイジェントは午後一時までに入札につき金額、利回り、入札者名等につき詳細を発行者に通知する。④午後三時までに発行者はテンダー・パネル契約に従って一定の入札を承諾するようテンダー・エイジェントに指示する。⑤引受銀行は売残りのユーロノートの買取りを要請されるかどうか通知される。

(3) 発行日の二日前 ①テンダー・エイジェントは、午前九時までに入札者に対し入札が承諾されたか否かを通知する。②二〇三の照会銀行 (reference banks) によって午前十一時頃にその時のLIBORが決定される。③落札したテンダー・パネル・メンバーは払い込まれるべき金額を正午までに通知される。

(4) 発行日 ①発行者のため発行事務処理に当たる発行代理銀行 (issuing agent) はユーロノートを作成・副署し、落札したテンダー・パネル・メンバーにまたはその指図人にユーロノートを交付する（通常は持参人払式の約束手形⁽²³⁾）。②落札者はニュー・ヨーク時間午前一時までに発行者のニュー・ヨークの銀行口座にユーロノートの代金を振り込む。

3 テンダー・パネルの変形

ユーロノート市場が普及するにつれて、種々の銀行が標準的なテンダー・パネル方式を種々に変形して借主（発行者）に提案した。第一に、continuous tender panel (CTP) が一九八四年に利用された。⁽²⁴⁾ 標準的なテンダー・パネル方式ではアンダーライター（引受銀行）はユーロノートを買入れる権利を与えられず、この点の不満を考慮して、CTP ではアンダーライターにもその引受額に比例してリード・マネジャーからユーロノートを買入れる権利を付与したものである。第二に、issuer set margin (ISM) がメリルリンチにより採用された。これは、テンダー・パネル・メンバーの入札によってユーロノートの価格（利回り）が決定されるのではなく、発行者が自ら発行するその時々ユーロノートの価格を決定して募集する方式である。発行者の定めた価格でアンダーライターにも一定割合まで購入する権利を与え、それ以外の部分を募集グループ・メンバーに買入申込の権利を与えるものである。それでも、売残ったユーロノートは予め定められたキャップレイトでアンダーライターが買い取る義務を負う。⁽²⁵⁾

4 ユーロノート市場の成長

(1) 一九八四年の急拡大

一九八四年はユーロノート急増の年であった。この年をユーロノートの爆発の年とすれば、それは一九七八年以来五年間にわたり導下線が燃え続けた結果である。⁽²⁶⁾ 一九八四年の利用額は一九八三年までの合計額に相当する。一

(Euronote issuance facilities, Volume)

issuer	Year	1978/79	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Sovereign		30(1)	50(1)	700(2)	950(2)	50(1)	7225(6)	3035(7)	8868(25)
Supranational		—	100(1)	—	150(2)	—	500(2)	850(2)	200(1)
Corporate		—	30(1)	270(4)	980(4)	809(8)	6676(43)	28769(157)	9132(60)
bank		—	98(1)	852(15)	1105(14)	2688(21)	2719(32)	7296(69)	4909(51)
Total		30(1)	278(6)	1822(21)	3185(26)	3547(30)	17120(83)	39950(235)	23109(137)

Source: Euromoney, Bullock, Bullock, Euronotes and Euro-C. P., pp. 14, 47

単位: 百万ドル (us), ()内は facilities の数

九八三年には、会社による利用額は二三%弱にすぎなかったが、一九八四年には三九%に、そして一九八六年には四〇%弱に達し、最大の利用者になっている。なぜ、この年以後借主によるユーロノートの利行が急増したかの理由は必ずしも明確ではない。この方法が借主にとって最も借入コストが安かったというのは当たらなかった。アメリカ国内でCPを発行する方が安くついたからである。激しい銀行の売込み競争が原因と考えられている。⁽²⁷⁾一九八〇年以来ロンドンには四〇〇以上の外国銀行が営業しており(一九八四年には四七〇行)、⁽²⁸⁾激烈な競争をしていた。これらの銀行がユーロノートの発行を借主に勧奨した理由は容易に理解できる。激しい銀行間の競争が利ザヤの減少を招いた。したがって、彼等はその収益源を手数料収入に求めようとした。借主に対して複雑な構造のユーロノートの発行を勧め、低コストでの借入であるとの希望をもたせ、アンダーライティング等の手数料収入をねらった。

ユーロノートは、債務が証券化されているため、投資家に対し証券化された商品を仲介または転売することにより、銀行自体はローン・リスクを回避することができた。ユーロノートの発行に関与しようとする銀行の数も当然増加した。伝統的な貸付業務がユーロノートによって侵食されたため、自らもユーロノート商品を借主に売り込み、かつそれを買う入れる最終投資家を開拓する銀行も増え、また国際的な貸付を増やすため、そしてその実績を作ることに借主からマンデートを取るのに有利を考えて、ユーロノート市場に参入する銀行もあった。⁽²⁹⁾

(2) ユーロノートの投資家

ユーロノートの登場は、市場に注目すべき三つの結果を生じさせた。第一は、債務の証券化 (Securitisaton) を実現したこと、これにより銀行のバランス・シートから貸付金の項目を不要とし、ローン・リスクを回避させたこと、第二に、貸付源資の借入利息と貸付利息との利ザヤの減少に直面した銀行に、*facility fee, commitment fee, underwriting fee* などの手数料収益をもたらせたこと、第三に、短期証券の投資家層を開拓したことである。ここで、最後の点をもう少し検討しておこう。

当初、ユーロノートの主要な買主 (最終投資家) は商業銀行だった。まず、買主になったのは、伝統的なシンジケート・ローンに参加したことのある銀行であり、その後、シンジケート・ローンに参加する希望をもっていたがメンバーに加えてもらえなかった中小規模の銀行に広がった。⁽³⁰⁾ 一九八二年頃から銀行以外の買主が現われるようになった。多国籍企業やアメリカの会社の現地法人 (*offshore affiliates*) が買った。⁽³¹⁾ 中央銀行も他国政府発行のユーロノートを買入入れた。そして、ユーロノート市場が確立されるにつれて、二つのタイプの購入者層に分けられ、

発行計画においてどの層の購入者向けのものであるかが念頭におかれる。第一のグループは銀行であり、これらの銀行はユーロノートの購入源資と購入価格との利ザヤに関心をもつ。最終投資家としての銀行が特定のユーロノートを購入するかどうかの決め手はその利回りである。これに対して、第二の投資家グループは多国籍企業、アメリカの会社の海外子会社、中央銀行および保険会社などの金融機関であって、これらが純粹な短期投資家である。第三グループに属する投資家の特徴は利回りよりも商品の安全性を最大の関心事とすることである。商業銀行に定期預金をしたりCDを買っていたこれらの投資家は優良企業や政府の発行するユーロノートに投資するようになった。ラテンアメリカの債務危機に端を発した国際債務危機によりアメリカのコンチネンタル・イリノイ銀行のリストラキュアリングに象徴されるように、大銀行といえども安心できないとの投資家心理が、安全な発行体のユーロノートの購入など、投資の多様化を促した。⁽³³⁾

なお、銀行が発行するノートは Certificates of Deposit (CD) の形式になるが、このCDもユーロノートの一種として同様に論じられている。⁽³⁴⁾

- (14) Bullock, Euronotes and Euro-Commercial Paper, p. 1, Alan R. Gillespie, Development of the (Euronotes) Market, p. 1 in Euronotes (1985) ed. by Lloyd Bankson and Michael Lee.
- (15) See, Alan R. Gillespie, op. cit., p. 1, Bullock, op. cit., p. 10. 吉村他・国際金融一六一頁。
- (16) Bullock, op. cit., p. 12.
- (17) 株式会社 Citicorp, Lloyds Bank International, Manufactures Hanover, Sumitomo Bank, Amro, Paribas, County Bank, Orion, Swiss Bank Co. S. G. Warburg によつた。

- (81) Bullock, op. cit., pp. 11-12.
- (61) 種々の銀行が相互に協同して「ユークス」を提携した。 Notes Issuance Facility, Euronotes Purchase Agreement, Euronotes Issuance Facility, Revolving Underwriting Facility などがある。ただし「Zーユーロユー」は厳密には區別がある(後列)。
- (82) Alan R. Gillespie, op. cit. p. 2., Bullock, op. cit., p. 26.
- (12) Bullock, op. cit., p. 32.
- (83) Bullock, op. cit., p. 33.
- (83) McIntock and Sarwal, op. cit., p. 121 に照應し「A euronte is a short term bearer promissory note」云々のことである。ユーロユーロユーは利付方式の割付方式であるのと同様である。
- (47) ユーロユーロユーは「Jones and Alvarez-Moro, Pricing, Syndication and Placement proresses, in Euronotes ed. by Bankson and Lee, p. 33, McIntock and Sarwal, op. cit., p. 123, Bullock, op. cit., p. 40, 中世・国際金融」一八五頁参照。
- (52) McIntock and Sarwal, op. cit., p. 124, Bullock, op. cit., p. 37, ユーロユーロユー「Standby note issuance bacility, Transferable revolving underwriting facility (TRUF), Borrower's option for notes and underwritten standby (BONUS), Multiple option facility (MOF) などの他種々の変形が現存している(See, McIntock and Sarwal, op. cit., p. 129, Bullock, op. cit., p. 44.)
- (26) Gillespie, op. cit., p.1.
- (27) Bullock, op. cit., p. 47.
- (82) Gillespie, op. cit., p. 5.

- (29) Bullock, op. cit., p. 48.
- (30) Jamie B. Clark, The investor's perspective, in Euronotes ed. by Bankson and Lee, p. 37.
- (31) Clark, op. cit., p. 38.
- (32) Clark, op. cit., p. 40.
- (33) Bullock, op. cit., p. 53.
- (34) McIntock and Sarwal, op. cit., p. 121, Rupert R. S. Beaumont, Documentation and legal aspects (of Euronotes) in Euronotes ed. by Bankson and Lee, p. 63.

四 ニーロノートの法律関係

1 NIFとRUFの区別

NIF (note issuance facility) と RUF (revolving underwriting facility) との区別は必ずしも明確ではない。NIFとは、証券発行機構という意味でニーロノート発行による資金調達を形式面に着眼して表現した呼称であるのに対し、RUFとは回転的引受機構ということで取引の実質面に着眼した呼称と考え、両者は呼称の違いにすぎず、別の構造ではないと把握する立場もあれば、⁽³⁵⁾ 両者は別の構造であるという有力な見解もある。⁽³⁶⁾ 以下においては、両者を区別する立場に立って検討する。

(1) NIF

NIFにおいては、銀行 (arranger) は借主により発行されるニーロノートを募集するために最善の努力 (best

efforts) をすることを合意するにすぎない。もし発行者が所要資金の確実な調達を望むのであれば、引受手数料を支払う RUF によらなければならない。発行者が NIF で満足するときは、アレンジャーとしての銀行は、発行者の証券を合意された価格で市場において募集する努力を約束する。この約束は、所要資金を調達することの約束 (commitment) ではなく、また証券の売残りを引き受ける (underwriting) ものでもなく、売残りの危険はすべて発行者に帰する。⁽³⁷⁾

発行者とアレンジャーとの間での基本契約 (facility agreement) においては、証券を募集すべきアレンジャーの義務を定め、多くの手続的事項およびアレンジャーの保護に関する事項が定められる。そして、資金（ユーロノートの販売代金）の引出請求、先行条件 (conditions precedent)、利率の設定方法、発行価額、証券の券面額その他が定められるほか、発行者に代わってユーロノートを作成・交付・支払をなすべき機関 (issuing and paying agent) が指定される。募集方法がテンダー・パネル方式であるときは、アレンジャーのテンダー・パネル組成義務等についても定められる。テンダー・パネル・メンバーは、ユーロノートに対し入札の要請を受けることになるが、メンバーに加わることにつき署名した書面で発行者およびアレンジャーに承諾する。NIF の基本契約においては、発行者による一定の事実表示 (factual representation) を信頼して入札が行われること、誤信に導く情報 (misleading information) に関してアレンジャーは何ら責任を負わないことが定められる。⁽³⁸⁾

(2) RUF

RUF では役割の異なる二つの銀行団が関与する。一つのグループは、ユーロノートの募集または購入をする銀

行であつて、通常はテンダー・パネル・メンバーである。他のグループは売残りが生じた場合に合意された価格で購入する義務を負う引受銀行団 (underwriting banks) である。ある特定のユーロノートの満期がくると、予め合意された一定期間 (六年とか七年とか) は、新たなユーロノートが繰り返し発行される。回転的 (revolving) という呼称が付いているゆえんである。この引受銀行団はマネージャーズ (managers) とも呼ばれる。RUFの関係者及びその法律関係につき以下においてより詳しく検討する。

2 RUFの関係当事者

(1) Facility agent

この者は発行者との交渉を通じて、発行者のためにユーロノート発行機構をまとめ上げかつその機構の運営に当たる者である。ファシリティ・エイジェントは、一方では機構の運営面でマネージャーズ (引受銀行団) の代理人であり、他方では証券の募集面で発行者の代理人である。⁽³⁹⁾ 証券の募集態様は、sole placing agency のときと tender panel bids のときとがある。前者のときは facility agent がすべてのユーロノートを、あるいは一部はマネージャーに割り当てその残部を市場に向けて募集する。なお売残ったときは、マネージャーが買取る義務を負う。Tender panel 方式の場合には、ファシリティ・エイジェントはそのメンバーから入札を受け、証券を売り出す。⁽⁴⁰⁾

テンダー・パネル・メンバーが同時にマネージャー (引受銀行) であるときもある。⁽⁴⁰⁾ ファシリティ・エイジェントはテンダー・パネルの組成において広大な権限を有する。自己の裁量でメンバーが

ら除外し、またメンバーを追加することができる旨をテンダー・パネル契約において定めている。ただし、メンバーの追加・交替については発行者の承認が必要と定められる。テンダー・パネル契約の中には、ファシリティ・エイジェントによるメンバーの更迭につきテンダー・パネルのメンバーであると同時にマネジャーともなっている銀行と協議すべきことを要求するものもある。ファシリティ・エイジェントの恣意的更迭からメンバーを守るためである。けれども、かりにパネル・メンバーとして留まっても、ファシリティ・エイジェントの権限を制限することには役立たない。けだし、テンダー・パネル契約では、ファシリティ・エイジェントはすべてのメンバーに入札を要請する義務を負わないことを一般に明示的に定めており、さらに、ファシリティ・エイジェントは特定のメンバーの入札を承諾しない権限を、慣習的に明文で留保するからである。この権限の留保は、実際には、そのメンバーが落札してもその義務を履行できるか否か疑わしい場合に行使される。⁽⁴¹⁾

ところで、あるメンバーが入札しかつそれが承諾されたが、その者が義務を履行できない危険に備えて、三つの規定方法が考えられる。第一は、マネジャーに引受責任が生ずることを明文で特別に定めることである。マネジャーの一般的な引受義務は証券の発行日の数日前にファシリティ・エイジェントから証券購入申込に不足がある旨、したがって引受義務が生じた旨の通知があることが要件とされており、ファシリティ・エイジェントがその通知をなすべき日以後発行日までの間にある落札者がその義務を履行できなくなった場合にも引受銀行に買収義務を負わせるためにはその旨の特別規定が必要である。第二は、ファシリティ・エイジェントに落札者による義務不履行の危険を負担させ、その部分につき買取責任を負わせる定めを設けることである。第三は、そのリスクを発行者に帰

せしめることである。⁽⁴²⁾しかし、時機になつた一定額の資金を必要とする発行者にそのリスクを負わせるのは妥当でなく、第一または第二のいずれかの規定に依るべきであろう。

(2) マネジャーズ

マネジャーズ (managers) は、特定の発行者によるユーロノートが市場で捌き切れず残った部分につき、予め定められた価格で引き受ける義務を負う銀行団である。彼等は、引受手数料の支払を受ける。一般的に、彼等はユーロノートが発行されたか否か、引受義務の履行を実際に求められて証券を買ったか否かに関係なく引受手数料の支払を受ける旨の約定をしている。⁽⁴³⁾「証券が発行されたか否かに関係なく」というのは、発行者が発行要請をしな⁽⁴⁴⁾いときでも引受銀行団は年四回または二回に分けられて手数料の支払を受けうることであるが、発行者がユーロノートの満期に支払ができなかったなど債務不履行のため facility agreement に基づく引受銀行の引受義務が消滅した場合に、手数料請求権も直ちにその時点までで消滅すると解するか、あるいは引受銀行により保有された証券ないし行われた融資が未払いである間はない手数料債権は発生し続けると解すべきか見解が分れる。⁽⁴⁵⁾

マネジャーがアメリカの銀行であるときは特別な問題がある。ユーロノート取引に關与するマネジャーは、ユーロノートという証券を引き受ける (underwriting) が、アメリカの Glass-Steagall Act は、アメリカの銀行が underwriting securities をすること、ノートその他の証券の売買業務に従事することを禁じている。SEC は、一般公衆に向けて売り出された証券の売残りを購入する義務をその発行者に対して負う者は同法にいうアンダーライターとみなすとの見解を表明した。⁽⁴⁶⁾通貨監督官も同様の立場であった。これに対しては、ユーロノート発行機構に

においてマネジャーとして行為をする銀行は証券の引受人と解されるべきではないとの議論もある。コマーシャル・ペーパーはグラススティーガル・アクトの目的のためには証券ではないとの前提の下に、銀行はアメリカでCPを引き受ける権利があるとの主張である。しかし、アメリカの最高裁はこの主張を退けた。⁽⁴⁷⁾そこで、アメリカの銀行は二つの方法でユーロノート発行機構のマネジャーとして関与している。一つは、売れ残った額につき貸付をすることを引き受ける方法および第二は海外子会社を設立してその子会社をマネジャーとさせる方法である。⁽⁴⁸⁾

(3) Issuing and paying agent

発行者は自己に代って約束手形を発行する銀行を代理人として指名する。発行代理人は支払代理人を兼ねることが多いが、別銀行であることもある。発行代理人は、発行者のために白紙の手形用紙のストックを保管する。この用紙には通常ファクシミリで発行者の署名が予めなされており、発行者からまたはディーラーから手形発行の指示を受け、発行日、金額、満期等の必要事項を記載して認証(authentication)と呼ばれる発行代理人自身の副署をして手形を完成させる。完成した手形を投資家に交付して手形の代金の支払を受け、その代金を発行者に引き渡すべき責任を負う。⁽⁴⁹⁾発行代理権授与契約(Issue Agency Agreement)では、発行代理人は代金受領と引換えに証券を交付すべきであって、代金の受領前に証券を交付することより生ずる危険は発行者及びマネジャーズに対する関係において発行代理人が負担すべき旨が明確に定められる。⁽⁵⁰⁾ユーロノートの授受はロンドンで行われるのに対し、資金の払込はニューヨークでなされるのが普通である。発行代理人はロンドンで証券の購入者に交付し、ドル資金の払込は発行代理人のニューヨーク支店において行われる。ニューヨークの支払システムであるCHIPS(Clear-

ing House Interbank Payments System)⁽⁵¹⁾ は午前八時半より午後四時半（ロンドン時間では午後一時半より午後九時半）まで開かれており、資金の払込がロンドンでの営業終了後に行われることもしばしばある。それゆえ、ロンドンの発行代理人はユーロノートと引換えに資金を受領することも、また発行者にユーロノートの代金を引渡す前に投資家から資金を受領していることも確認できていない。購入者に証券を交付したにかかわらず、購入者が何らかの理由で資金を払込まず、しかもすべての購入者が払込んだものとして発行者に証券の代金額全額を引き渡す発行代理人は、その危険を負担して実務が行われている。⁽⁵²⁾

発行代理人に帰する右のような危険から自らを保護するために実務は次の二つの手当をしている。第一に、ノートがその購入者に交付される場合には、購入者の取引銀行が署名しかつその銀行が本人としてユーロノートの代金を支払うべき旨の無条件の約束書面と引換えにノートを購入者に引き渡すことにしている。第二に、発行代理人が購入者のために保護預りする場合（発行代理人が clearing system を運営する場合）には、保護預かり機関は会員の口座に存する証券に対し、その取得に関し支払われていない金額につき先取特権を有することになっている。⁽⁵³⁾ もしユーロノートの購入者が発行代理人に対し支払不履行があるならば、発行代理人はノートを売却または満期まで保有して支払を受けうる。⁽⁵⁴⁾

つぎに支払代理人であるが、この者は発行者に代って満期にユーロノートを呈示する者にノートを受け戻して支払をなす受任者である。満期の前日までに発行者が支払資金を提供すべきことを請求することができ、また支払資金を受領するまではノートの支払を拒むことができる。⁽⁵⁵⁾

3 発行契約上の基本事項

(1) Facility Agreement

ユーロノート発行に関する当事者の基本契約は facility agreement と呼ばれ、発行者、マネジャーズと称される銀行団およびファシリティ・エイジェントと呼ばれる銀行の三当事者間で結ばれる。その合意事項は、ユーロノート発行機構の上限金額、発行者が具備すべき先行条件 (conditions precedent)、マネジャーの引受義務、ノート発行の手続、手数料・費用、事実表示及び担保責任、発行者の誓約、事情の変更、違法、債務不履行等に関する事項その他一般の貸付契約に共通してみられる事項である。以下、若干の事項をとり上げる。⁽⁵⁶⁾

(2) 先行条件

基本契約の条項には、証券の発行を希望する発行者が先ず具備すべき先行条件 (conditions precedent) が含まれるのが通常である。それらの条件を具備しないことは、ファシリティ・エイジェントの証券を募集すべき義務およびマネジャーズの売残り証券を引き受けるべき義務を免れさせ、また入札して承諾されたことに基つき生ずるテ
ンダー・パネル・メンバーの義務を免れさせる。⁽⁵⁷⁾ 一般的に要求される先行条件としては、必要な政府の承諾、取締役会または株主総会等の必要な決議、弁護士の法的意見書等の書面の提出、債務不履行が存在しないこと等などが含まれる。

特別な問題が RUF におけるアンダーライター (マネジャー) の引受責任に関して論じられる。発行者は、証券市場や金融市場が不安定な時期にこそ将来にわたって一定の期間確実な資金調達を期するがゆえに引受手数料を支

払うのであり、したがってアンダーライターにできるだけ広く市場の変化に対するリスクを負担してほしいと望むものである。逆に、アンダーライターは、すべて状況が同じである場合に市場リスクを引き受ける意思であるにとどまり、発行者の信用状態についての市場における評価の低下の危険や発行者の証券につきその魅力を失わしめる重要な外部的要因が生ずる危険を引き受ける意思はないと主張する。発行者の信用状態の重要な悪変化 (material reverse change) については、担保責任 (warranty)、解除事由などの条項で規定することが可能であり、現実にもそのような条項がみられる。⁽⁵⁸⁾ no material reverse change を先行条件とすべきか担保責任とすべきかの議論がある。⁽⁵⁹⁾ イギリス法上、ある事項が先行条件であるかウオランティであるかにより次の差異が生ずる。条件違反は、善意の契約当事者に全体としての契約 (上の義務) から免かれたとの主張を認め、かつ損害賠償請求権を発生せしめるのに対し、ウオランティ違反は善意の契約当事者に損害賠償請求権を発生させるにすぎず、契約終了をもたらず、善意の当事者の義務を免れさせることはない。⁽⁶⁰⁾ 借主 (発行者) とファシリティ・エイジェントを中心とするマネジャーズとの間で交渉を通じ基本契約において明確に定められるべき事柄である。

いま一つ、ユーロノート発行契約において解釈の分れている事柄がある。発行者が債務不履行を犯した場合や違法 (illegality) の場合に関してである。あるアンダーライターが引受銀行として参加したが、法律、規則などでそのような参加が違法であるときあるいは法令等の改正で参加することが違法となった場合には、そのアンダーライターは発行者に通知して契約に基づくその義務を終了させることができる旨の条項が含まれているのが一般である。そこで、発行者による債務不履行のため、または右にいう違法のためアンダーライターの引受責任が終了した

場合に、発行者がすでに発行しているユーロノートも期限の利益を喪失することになるかどうかの問題である。第一説は、短期証券であるユーロノートは、その引受責任が消滅しても、満期まで有効であって、この証券について期限の利益は失われねえとする。第二説は、すべての所持人によって保有されているユーロノート全部につき期限の利益が失われると解する。第三説は、一般の投資家とマネジャーズとを区別し、マネジャーズにより保有されたユーロノートについてのみ期限の利益が失われると説く。第三説は、そのように区別する根拠を、一般の投資家は証券の満期までの短期間だけ信用危険にさらされるにすぎないのに対し、マネジャーズは長期間にわたって引受義務を負うからであるという⁽⁶⁾。これについても、基本契約で定めるべき事柄である。その定めがないときに、どう解すべきかであるが、第三の見解の根拠には疑問がある。一般の投資家の場合には証券を購入するかどうかの自由があったのに対し、アンダーライターの場合には契約に基づく義務の履行として証券を購入した点に違いがあるにすぎない。

4 当事者の一般法上の責任

(1) 不実表示に基づく責任

ユーロノートの取引は一般にロンドンで行われ、その申込および承諾はロンドンで、ロンドン所在の参加者によって行われるので、イギリス法からのアプローチが必要である。発行者は基本契約に定められた諸条項を完全に遵守したならば何ら責任は生じないと考えるべきではなく、発行者やアレンジャー等に適用がある種々の法的ルール

がある。その一つが以下に述べる不実表示に関する責任である。ユーロノートを募集する際には、発行者の最終の財務諸表や発行計画の概要などの募集資料が使われることがあり、それらの書面における表示（記載）が法的に問題になる。募集に際して利用される書面は、会社法上の目論見書（prospectus）の問題となり、一九八六年金融サービス法（Financial Service Act）および一九八七年銀行法（Banking Act）の面からも検討されなければならないが、ここでは、一般民事法上の問題として、不実表示法（Misrepresentation Act 1967）についてのみ述べておく。

イギリスの不実表示法の下では、甲が乙に対しある事実を表示し、乙がそれを信じて甲との間の契約締結を誘発された場合には、その結果として乙が被った損害を甲は賠償する責任がある。ただし、甲が表示された事実は真実であると信じかつ信じたことに合理的根拠があったことを立証したときは別である。⁽⁶²⁾ 甲によりなされた表示は真実であることを契約の明示または黙示の条件としたことを乙が証明したときは、乙は不実表示に基づく責任と選択的に、ウォランティ違反による損害賠償請求をなしうる。後者の場合には、表示された事実への信頼に基づき誘発されて契約関係に入ったとの証明を乙はする必要がない。

表示者と被表示者との間に契約上の結び付きがないときでも、表示が過失（negligently）により表示をなしかつ被表示者が信頼していることを表示者が知っていたときは、表示者は被表示者が被った損害につき責任を免れない。また、ある者から何らかの情報が与えら、それが完全であるように見えながら実際には不完全であった場合には、情報提供者がいかに善意であつては、法は不実表示として扱う。このことは、ユーロノートの発行者だけで

なく発行者と投資家との間に介在する者にとっても重要である。すなわち、特別に準備された書面であれ、監査された財務諸表であれ、口頭の情報であれ、情報を提供するアレンジャーおよびテンダー・パネル・メンバーは、その情報が真実であり、完全かつ最新のものであることを確認しておかないと法的責任が問題になるということである。ある情報がある時点では正確であったが、時間の経過に伴い不正確なものになることもある。たとえばテンダー・パネルを組成する際に、メンバーになることを勧めるため発行者に関する種の情報が提供され、それはその時点では正確であったが、テンダー・パネル・メンバーがその後不正確となったその情報を最終投資家に提供するという事態も生じうる。⁽⁶³⁾

(2) アレンジャーの自己防衛

ユーロノート発行計画のアレンジャーは、発行者から発せられる書面その他の情報をテンダー・パネル・メンバーや一般の投資家に仲介する立場におかれるが、前述のように情報提供者としてその法的責任のリスクを負わなければならない。発行者の証券を入札によって購入し、それを投資家に転売するテンダー・パネル・メンバーについても同様のことが妥当する。これらの者が不実表示や不正確な情報を提供したことに基づく責任を回避するためには、情報源である発行者自身が最新かつ正確な情報を提供することを要求し、かつ発行者がその責任を引き受けるべきことを要求することになる。具体的には、次の各事項がユーロノート発行の基本契約の条項として挿入されることが有益とされる。

① 発行者によって用意される財務諸表は、いつの時も、一般に承認された原則に従っており、その書面におい

て明示された期間にわたって適用があることにつき発行者は責任を引き受けるべきものとする。

② ノートが発行されるべきそれぞれの都度、引受依頼書 (written subscription request) は新しいノートの募集の目的のために最終の財務諸表の正確性・完全性を確約するものとする。

③ 適切に完成された引受依頼書の受領がノート発行の先行条件とする。引受依頼書に含まれた確約事項は解除事由の目的のためにはウォランティとして扱うこととし、アンダーライターの代理人として行為をするアレンジャーは、確約事項が事実と異ると疑うべき理由を有する場合には、先行条件が具備されていることにつき満足させられるまで発行を引き延ばすことができるものとする。このような疑問のある状況下では、アレンジャーはより詳細な調査をすることがアンダーライターおよびテンドー・パネル・メンバー等に対する義務である。

④ アレンジャーとアンダーライターおよびテンドー・パネル・メンバーとの間においては、基本契約または別個の書面で、アンダーライターおよびテンドー・パネル・メンバーがアレンジャーを当てにしない旨の容認を含むべきであるといわれる。換言すれば、アレンジャーはテンドー・パネル・メンバー等に対し提供される情報や発行者によりなされ事実の表示、ウォランティ、誓約などにつき何ら責任を負わない旨の責任否認 (disclaimer) の表示をするが、メンバーたちはこれを容認すべきであるといわれる。ただし、この責任否認条項が有効かどうかは法廷が決すべき事柄である。関係当事者がすべて銀行その他の金融機関であること、一般のシンジケート・ローンにおいても同じような条項が存在することを考慮すると、アレンジャーがその情報が正確であることまたは重要な事実の欠落があることを知っていたかあるいは疑念をいだいていたのでないかぎり、法廷はこれを無効とはしない

だろ⁽⁶⁴⁾と説かれる。

(35) Bullock, op. cit., p. 18.

(36) Rupert Beaumont, The differences between NIFs and RUFs, International Financial Law Review, June 1985, p. 31., Terence Prime, International Bonds and Certificates of Deposit (1990), p. 211. McIntlock and Sarwal, op. cit., p. 122.

(37) ユーロ金融市場はユーロノートの全盛時代が終り、ユーロ・コマーシャル・ペーパー(CCP)が主流を占める時代に移って行く。発行者が証券(ノートまたはCP)を発行することによって資金調達をなし、noteと呼び Commercial paper と呼び名称は異っても両者ともに約束手形である点で基本的には同じであるが、両者は次のような点で区別される。①ノートの発行にはその要請があつてから数日を要するが、CPの場合には数時間で済む。②ユーロノートのサイトは一カ月、三カ月および六カ月と定型的であるのに対し、ユーロCPは七日から三六五日までサイトはまちまちである。③ユーロノートの最低額面は五〇万USDであるのに対し、ユーロCPの額面は一〇万USDと小さいものもある。しかし、両者を区別する最も重要な点は、ユーロノートファシリティにはアンダーライターが加わるが、ユーロCP発行にはアンダーライターが加わらな⁽³⁸⁾い(McIntlock and Sarwal, op. cit., p. 124. Bullock, op. cit., p. 63)。

(38) Beaumont, Documentation and legal aspects, in Euronotes ed. by Bankson and Lee, p. 63-64., Prime, op. cit., p. 212.

(39) Schuyler K. Henderson, Structural and drafting issues in Euronote documentation, International Financial Law Review May 1985, p. 18., Prime, op. cit., p. 214.

(40) Prime, op. cit., p. 220.

(41) Prime, op. cit., p. 221.

- (42) Prime, op. cit., p. 221.
- (43) Henderson, op. cit., p. 18.
- (44) Bullock, op. cit., p. 27.
- (45) Prime, op. cit., p. 215, Henderson, op. cit., p. 19.
- (46) Henderson, The impact of US Law on Euronote facilities, International Financial Law Review April 1985, p. 28.
- (47) 最高裁の扱ったケース、判旨については、川口恭弘・米国金融規制法の研究一〇九頁参照。
- (48) Henderson, op. cit., p. 29. ただし、一九八八年六月に連邦準備理事会総裁が商業銀行の証券子会社によるCP引受業務を許容にいたったことが注目される。
- (49) Bullock, op. cit., p. 94, prime, op. cit., p. 215, Henderson, op. cit., p. 20.
- (50) Prime, op. cit., p. 218.
- (51) Bullock, op. cit., p. 104, 吉村他・国際金融二七九頁。
- (52) Henderson, op. cit., p. 20, Bullock, op. cit., p. 104.
- (53) 以下 clearing System について言及しておく。ユーロノート、ユーロCD、ユーロボンドなどの証券について現物を物理的に授受しないで帳簿上の付け替えにより振替決済するシステムがある。Clearing という用語は、①投資家に代って証券を保有すること(保管機能)、②帳簿上の付け替えにより証券の交付の効果を生じさせること(本質的機能)、③資金の決済をすること(決済機能)の意味で使われる。ロンドンを本拠とする First Chicago Clearing Centre, Chase Manhattan Bank などのほか、フランクフルトに本拠を置く Euroclear, ルクセンブルクに本拠を置く Cedel などがある(Bullock, op. cit., pp. 97, 101)。

- (45) Bullock, op. cit., p. 105.
- (46) Bullock, op. cit., pp. 95., 105.
- (47) Gabriel, Legal Aspects of Syndicated Loans, pp. 224, 254.
- (48) Henderson, Structural and drafting issues in Euronotes do cumentation, p. 21.
- (49) *“The Issuer represents and warrants that there has been no material adverse change since [date] in consolidated financial condition of the Issuer”* *See*, Gabriel, op. cit., p. 245°
- (50) Beaumont, Documentation and legal aspects in Euronotes ed. by Bankson and Lee, p. 66.
- (51) P. S. Atiyah, The Law of Contract (1984), p. 145.
- (52) Henderson, op. cit., p. 21., Prime, op. cit., p. 218.
- (53) Atiyah, op. cit., p. 309.
- (54) Beaumont, op. cit., p. 68.
- (55) Beaumont, op. cit., p. 69.