

英国会社法における株式の無券面化について

田 澤 元 章

- 一 序
- 二 英国会社法上の株式無券面化立法
- 三 株式譲渡と株主の地位の取得
- 四 市場取引における電子決済
- 五 無券面株式制度
- 六 個人投資家と無券面保有
若干の考察

序

平成十五年九月一日に「株券不発行制度の導入に関する要綱」が法制審議会総会により決定され、まもなく株券不発行制度が商法に導入される見込みである。社債等については社債等振替法が既に整備されており、これと平仄を合わせるかたちで株券不発行制度が立法されれば、券面を必要としない統一的な証券決済制度の基盤が整備されることになる。英国では既に一九九五年に株式および社債等を含め無券面化が実現している。本稿では株式に焦点をあてて、英国における無券面化に関する制度を概観し、最後に若干の考察を加えることとしたい。

一 英国会社法上の株式無券面化立法

1 立法の経緯

英国会社法における株式の無券面化を可能にした根拠規定は、一九八九年会社法二〇七条である。株式や社債など証券について権原 (title) が、証書や証券 (written instrument) なしに、証明されまた移転されることを可能とする規則の制定を許容しており¹⁾、これを受けて制定されたのが一九九五年無券面証券規則²⁾である。英国における株式の無券面化は、公開会社 (上場会社) の証券取引および証券決済の効率化および迅速化を目的とするものである³⁾。これにより、株式を無券面化し、株券や譲渡証書なしに、その取引および決済を電子的に行うことが可能となったが、同規則には不十分な点があるとされ、ほどなくその改正が検討された。同規則の改正を検討し改正草案をまとめたものが英国大蔵省のコンサルテーション・ペーパー「証券決済の現代化」(二〇〇一年)⁴⁾である。

一九九五年規則改正の主要な目的は、決済と証券についての権原 (title) の株主名簿への登録との時間的間隔を取り除くことであつた⁵⁾。後述するが、英国会社法上、株式は記名株式であり株券の交付を受けただけでは株主の地位は取得しない。英国会社法上、株主名簿への登録が、株主の地位を取得する効力要件である。したがって、決済時点と株主名簿への登録時点との間に差があるということは、つまり、決済と権利の取得との間にズレがあることということである。この問題を解消して取引のリスクを減少させることが改正の最大のポイントであつた。もうひとつの大きな改正ポイントは、DVP (Delivery versus Payment)⁶⁾の実現である。一九九五年規則のもとではDVPが実現しておらず、証券引渡後かつ資金決済前の支払銀行の倒産というリスクが存在した。これらの点につき一九九五年規則を改善して制定されたのが、二〇〇一年無券面証券規則⁸⁾である。現在、一九八九年会社法二〇七条とともに二〇〇一年同規則が、英国会社法上の無券面株式に関する規程について定めるものである。

2 券面ある株式・無券面株式の併存

英国会社法上、株式の無券面化の採用は、投資家および会社の選択に任されており、会社法上は一律に強制されるわけではない。但し、公開会社の場合は、上場規則において電子決済が可能で証券であることが要件とされており⁹⁾、公開会社は上場株式につき二〇〇一年無券面証券規則にしたがつて無券面株式の採用が要求される。会社が普通株式のほかにも数種の株式を発行している場合は、株式の種類ごとに無券面化するかどうかが選択できる¹⁰⁾。また、株主が望めば、無券面株式から券面ある株式への転換 (株券の発行)、またその逆の転換も可能である。したがって、公開会社でも無券面株式と券面ある株式が混在しており、無券面株式と券面ある株式の相互の転換も可能であることから、やや複雑な法規整となっている。

- (1) Companies Act 1989, s. 207 (1).
- (2) Uncertificated Securities Regulations 1995 (SI 1995/3272).
- (3) わが国では、株式の譲渡制限会社は株券を発行する必要に乏しく、事実上不発行会社が多いことから、このような違法状態を解消し、現実に適合した法制度とするため、株式の譲渡制限会社についても株式の無券面化が問題となった。しかし、英国では、株式の無券面化はあくまで公開会社についてのみ問題となっている。
- (4) HM Treasury, Modernising Securities Settlement (2001).
- (5) *Ibid.*, para. 2.
- (6) Delivery versus Payment の略称がDVPであり、証券の引渡し（証券決済）と代金の支払（資金決済）を同時に行うことにより、決済を効率化し、かつ売主および買主双方のリスクを最低限にする決済方式である。
- (7) *Supra note* (4), paras. 44-46.
- (8) Uncertificated Securities Regulations 2001 (SI 2001/3755). Hereafter cited as SI 2001/3755.
- (9) United Kingdom Listing Authority (UKLA), Listing Rules, para. 3.27.
- (10) 証券取引所に上場する株式については、上場規則により、無券面化されたものでなくてはならない。

二 株式譲渡と株主の地位の取得

1 券面ある株式の譲渡と株主の地位の取得

英国会社法における無券面株式についての規整を理解するため、まず、通常の株式譲渡、すなわち、券面ある株式の譲渡について⁽¹⁾、わが国の場合と比較して概観する。

わが国では、平成二年商法改正により無記名株券が廃止され、記名株式・記名株券のみが発行される。記名株式ではあるが、その譲渡は、当事者の意思表示と譲受人への株券の交付のみによってなされる（商法二〇五条一項）。

当事者間では、株券の引渡しと権利移転の効力要件である。つまり、流通面では、株券は無記名証券の法的性質を有する。これに対し、会社に対する権利行使の面においては、株式の譲受人は株主名簿の名義書換をしなければ株式の移転を会社に対抗できない（商法二〇六条一項）。名義書換がなされない限り、会社は、権利移転の存在を知つていても株主名簿上の株主を株主として扱えば足りる（確定的効力）。これは集団的法律関係の画一的処理の要請から定められたものであり、いわば会社の便宜のための制度である。したがって、名義書換未了の株主でも、会社が株主と認めてその権利行使を許すことは差し支えない⁽²⁾。つまり、株主名簿の名義書換は、株主の地位を取得する効力要件ではなく、株主が会社に対して権利行使をなすときの対抗要件にすぎないのである。

ところが、英国会社法では、株主⁽³⁾となるには、株主となることの合意と株主名簿への登録がその要件である⁽⁴⁾。株主名簿への登録が株式についての権原（title）移転の効力要件とされる。株式は、記名株式（registered share）が一般的である。無記名株式（share warrant）が発行されることは非常に稀であり、無記名株式に関する会社法の規定も僅かである。以下では、単に株式および株券という場合、記名株式および記名株券を意味するものとして使用する。

株式は、定款により譲渡を制限⁽⁵⁾されない限り自由譲渡性を有する。そして譲渡人たる株主が譲渡証書⁽⁶⁾に署名し株券とともに譲受人に交付することにより譲渡される⁽⁷⁾。しかし、株券の引渡しを受けただけでは、譲受人は株主の地位を取得しない、すなわち、株式についての法的権原（legal title）を取得しない。株券は株主が株式について権原を有する一つの一の証拠（prima facie evidence）ではあるが、決定的証拠（conclusive evidence）ではなく、また、記名株券（share certificate）は、無記名株券（share warrant to bearer）とは異なり、流通証券（negotiable instrument）でもないのである。譲受人は、株券および譲渡証書を会社に提出し、株主名簿への登録（名義書換）を受けることによって、株式についての法的権原を取得し株主となる。したがって、株主名簿への登録前は、

譲受人は株主ではない。しかし、登録前は、譲受人は全く無権利というわけではなく、当事者間では、エクイティ上の権利 (equitable interest) を株式に有するとされる。

このような株式譲渡のプロセスと株主の地位の取得に鑑みると、英国会社法における株式の譲渡は、譲渡人から譲受人への権利の譲渡というよりも、むしろ、更改契約、すなわち、会社と譲渡人の社員関係が終了し、それが会社と譲受人との新しい社員関係に置きかえられるもののように思われる。⁽¹⁰⁾

2 株主名簿

以上のように、株式についての法的権原の移転、すなわち、株主の地位の取得には、株主名簿 (a register of members) への登録が要件であるとすると、株式取引においてもわが国とは異なり、株券の引渡しと代金支払だけでは取引は完了したとはいえず、譲受人が株主名簿に登録されたときに、法的権原が移転し、取引が完了するといえる。株式の無券面化においても、無券面株式の移転と資金決済および株主名簿への登録の三つを一致させることが、取引のリスクを最小限にすることにつながり、これが先述のように、二〇〇一年に無券面証券規則が改正された最大の理由である。以下、簡単に券面ある株式の場合についての株主名簿の規制について述べる。

株主名簿の記載事項は、株主の氏名・住所、株主として登録された日付、株主でなくなった日付、持株数、株券番号があるときはその番号、数種の株式を発行しているときは株式の種類、払込済みの株金額などである。⁽¹¹⁾ 株主名簿は、会社の登記された事務所に備え置かなくてはならないが、会社の他の事務所で作成されている場合はその事務所、株主名簿の登録事務を代行する者 (名義書換代理人) を置く場合は、その者の事務所に備え置くものとされる。⁽¹²⁾ 会社の登記された事務所に株主名簿を備え置かない場合、株主名簿を備え置く場所およびその場所の変更について、会社登記官 (registrar of companies) に通知しなくてはならないとされる。⁽¹³⁾ 株主名簿は、営業時間内に、

株主には無料で、その他の者には少額の手数料で閲覧に供し、その全部又は一部を謄写する便宜を廉価な手数料で提供しなくてはならない。⁽¹⁴⁾ 株主名簿の記載事項は、一心の証拠 (prima facie evidence) としての効力を有するが、もし株主としての登録要件を欠く者が株主として登録されている場合には、訂正の必要を生ずる。そこで会社法はある者の氏名が十分な理由なくして株主名簿に登録され若しくは株主名簿から抹消された場合、ある者が株主でなくなった事実の登録にあたり、その不記載や無用の遅滞を生じている場合、それにより権利を害された者や株主または会社は、裁判所に株主名簿の登録の更正 (rectification) を申し立てることができる。⁽¹⁵⁾ この規定の文言には欠陥があるといわれる。すなわち、この文言によれば、株主であるか否かについてのみの更正のように読め、持株数の記載の間違いを更正できないことになる。しかし、現在は判例により持株数の更正もできるとされている。⁽¹⁶⁾ 株主名簿更正の申立てがなされた場合、裁判所は、株主名簿への登録ないし抹消が問題となっている者の株式についての権原 (title) を審査の上、申立てに理由ありと認めた場合、会社に株主名簿の更正命令をくだすとともに、権利を侵害された者への損害賠償の支払を命ずることもできる。⁽¹⁷⁾

(11) 英国会社法については、武市春彦『イギリス会社法』(国元書房、一九六一年)および小町谷操三『イギリス会社法概説』(有斐閣、一九六二年)が、基本的制度についてはいままなお有益である。

(12) 最判昭和三〇年一〇月二〇日・民集九卷一頁一六五七頁。

(13) 英国会社法では、株主 (shareholder) と社員 (a member of a company, a company's membership) の語は、前者は株式の流通面、後者は会社への権利行使の面というふうに使い分けられているが、原則として同義である。しかし、無記名株券 (share warrant to bearer) が発行されたときは、株主と社員は同義ではない。無記名株券の所持人は株主ではあるが、株主名簿に登録されないので社員ではないとされる。但し、無記名株券の所持人は、普通定款の定めにより、社員と看做されることがある (一九八五年会社法三五五条五項)。このように法律上両者の語は使い分けられているが、原則

として同義なので、本稿では、特に断らない限り、社員と株主の語を使い分けず、株主の語を用いることとする。

- (14) Companies Act 1985, s. 22 (2). Hereafter Companies Act 1985 is cited as CA 1985.
- (15) Paul L. Davies, Gower and Davies' Principles of Modern Company Law, 7th ed. (2003) Sweet & Maxwell, p. 640. 無記名株券は英国では実務上重要ではない。無記名証券は、英国の投資家や会社の間で一般的であったことはなく、また稀にしか発行されない。無記名株式はほとんどその例をみないといわれる。反対に、無記名社債 (bearer bond) は、伝統的に無記名証券を好む欧州大陸の投資家向けに、ときどき発行される。
- (16) 無記名株券は、会社の普通定款にその発行を認める定めがある場合、全額払込済株式について発行できる (一九八五年会社法一八八条一項)。無記名株式の譲渡については、無記名株券の引渡しが権利移転の効力要件となる (同法一八八条二項)。したがって、無記名株券は、流通証券 (negotiable instrument) である。配当の支払については、普通定款により認められている場合、株券にクーポン等を付し、クーポン等と引換えに支払うこともできる (同法一八八条三項)。株主名簿に登録された株主が無記名株券の発行を希望する場合、その氏名を株主名簿から抹消し、無記名株券発行の事実と表章される株式の明細および発行日を株主名簿に記載する (同法三五五条一項)。無記名株券の所持人は、株主ではあるが社員ではない (前掲注 (13) 参照)。しかし、定款にしたがって、その所持人が株券を会社に提出し、株主名簿に氏名を登録してもらい、社員となる権利を有する (同法三五五条二項)。
- (17) 登記された会社の九九%は、私会社 (private company) であるが、それら私会社は譲渡制限を定款に定めるのが通常である。一九八〇年以前は、私会社は定款に譲渡制限の規定を置くことが法律上要求されていたが (一九四八年会社法一八条)、一九八〇年にその規定は削除された。
- (18) 適切な譲渡証書が会社に引き渡されなければ、株主名簿の名義書換を行うことは違法である (一九八五年会社法一八三条一項)。「適切な譲渡証書」とは、印紙税法上適法なものを意味し、課税目的から加えられた制限である。
- (19) CA 1985, s. 182 (1) (a).
- (20) Davies, supra note (15), p. 687 note 46.
- (21) CA 1985, s. 352 (2) (3).

- (22) CA 1985, s. 352 (1), s. 353 (1).
- (23) CA 1985, s. 353 (2).
- (24) CA 1985, s. 356.
- (25) CA 1985, s. 361.
- (26) CA 1985, s. 359 (1).
- (27) Davies, supra note (15), p. 686.
- (28) CA 1985, s. 359 (2) (3).

三 市場取引における電子決済

1 上場要件と株式無券面化

先に述べたところは、株券の存在を前提した会社法の規制であり、現在も、株式の相対取引においてはそのまま妥当するものである。しかし、市場取引の場合、証券取引所の上場規則により、上場証券は電子決済可能なものが必要とされ⁽²⁴⁾、また、上場会社は、上場証券につき電子決済が可能ないように、決済についてその手配を行わなくてはならないとされる⁽²⁵⁾。これは、上場株式は無券面株式でなくてはならず、また、上場会社は上場する株式については無券面とし、無券面株式の電子決済システムを利用できるようにしなくてはならないことを意味する。すなわち、英国で設立された会社の株式が上場される場合、その会社は、株式が Crestco という民間会社により運営される電子決済システムを通じて無券面株式を保有・移転することができるようにする義務を負う。株式の無券面化および電子決済システムに関する法的根拠は、既に述べた一九八九年会社法二〇七条および二〇〇一年無券面証券規則であるが、以下では、まず、電子決済システムであるCRESTとその運営会社であるCrestcoについて述べる。

会社法及び二〇〇一年同規則の規定には、CRESTやCrestcoについては具体的に言及するものはないが、これらが同規則に定めるシステムでありまたシステム運営者である。

2 CREST

CRESTは、Crestcoにより運営される無券面証券のDVP電子決済システムであり、二〇〇〇年金融サービス市場法により認められた清算機関かつ二〇〇一年無券面証券規則による認定システムである。一九九六年にシステムの稼働を開始し、二〇〇三年現在、毎日、六〇〇〇種類以上の証券につき約三〇万件、五〇〇〇億ポンドほどの取引を決済している。英国のエクイティ市場における証券の八二%（価額ベース）は無券面形態でCRESTの口座に保有されている。

CRESTを通じたDVP決済は、買主と売主により、決済すべき株式取引についての指図をコンピュータを通じてCRESTに対して送信することにより始められる。CRESTは、指図を照合し、売主がその証券口座に売べき証券を保有しているか、買主は代金を支払うに足る残高を資金口座に有しているかを確認する。これらの事項が確認されると、決済の時点で、CRESTは、譲渡された株式の数量を、売主の証券口座から引落し、買主の証券口座に記帳し、同時に、買主の資金口座から代金額を引落し売主の資金口座に入金する。そして、これは買主の口座保有銀行が売主の口座保有銀行に支払をなす「無条件かつ取消不能」の義務を創設する。

このCRESTを運営しているのが、Crestcoという民間会社である。Crestcoは、小規模の証券ブローカーから大銀行、国際的証券会社など約一〇〇社ほどのCRESTのユーザーにより所有される民間会社であった。もともとは、CRESTは英国とアイルランド向けに決済サービスを提供するようにデザインされたものだが、現在は、主要な国際的決済システムにまでなり、二〇〇二年には、ヨーロッパ第一の証券決済システムとなるべく

Euroclear と合併し、その完全子会社となった。ただし、少なくとも二〇〇五年までは、英国内ではCRESTの名称を使用しつづける。ちなみに、Euroclear plc のフランスの子会社Euroclear France は、Sicovam から商号変更したものである。

- (29) UKLA, Listing Rules, para. 3.27.
- (30) UKLA, Listing Rules, para. 9.39.
- (31) CRESTについては、<http://www.crestco.co.uk> に詳しい情報が掲載されている。
- (32) DVPの証券決済上の意義・機能については、久保田隆「資金決済システムの法的課題」(国際書院、二〇〇三年) 二六頁 一三八頁参照。
- (33) 銀行や証券ブローカーが運営するノミニー会社が売買の名義人になることがよくある。
- (34) 実際には、顧客のたてに行為する証券ブローカーが指図をたすことになる。
- (35) これを決済のファイナリティという。決済のファイナリティについては、久保田・前掲注(32) 七四頁 七五頁参照。
- (36) Brenda Hannigan, Company Law (2003) LexisNexis UK, p. 377.

四 無券面株式制度

1 はじめに

電子決済の障害となるのは譲渡証書や株券といった物理的な引渡が必要なものである。しかし、一九八五年会社法では、譲渡証書なくして株式の移転を登録することは違法であり、また、会社は株式割当や株式の移転の場合、二ヶ月以内に株券を発行する義務を負うとされる。これに対し一九八九年会社法二〇七条が、株券や譲渡証書といっ

た書面・券面なしに株式の移転を可能とするような法規整の創設を可能とし、それを受けて一九九五年無券面証券規則が制定され、これが改正されて、二〇〇一年無券面証券規則となり現在に至っていることは既に述べた。

同規則は、券面・書面によらずに、証券の権原が証拠づけられかつ移転されることを可能とするものであり、無券面証券の権原の譲渡はこの規則にしたがう。⁽¹³⁾ なお、同規則の適用対象は、株式に限らず、社債などその他の証券も含まれるが、以下では株式を念頭におく。

同規則における、証券の電子決済システムの運営者 (Operator) とシステムに関していえば、現在、認可された運営者は Crestco、システムは CREST のみである。将来、Crestco 以外の運営者が認可される可能性は否定できないが、現時点ではそのようなことは事実上なさそうである。⁽¹⁴⁾ したがって、以下では、同規則上の運営者について言及するときは Crestco を、システムについて言及するときは CREST を、そのまま用いることとする。

2 株式を無券面化する手続

会社が株式を無券面化するには、無券面化する株式の種類を特定し、当該種類の株式について無券面形態での保有および株式の権原の譲渡は CREST によること、二〇〇一年無券面証券規則の規制に合致する内容、等が必要となる。⁽¹⁵⁾ しかし、既存の会社も取締役会において、ある種類の株式の権原は CREST を通じ譲渡される旨を決議すれば、その取締役会決議は、普通定款の抵触する定めに優先する。⁽¹⁶⁾ 但し、株主に事前または事後に取締役会決議についての通知がなされることが条件である。なお、この取締役会決議は、株主総会の普通決議により否定ないし排除することができるが、もし、そのような株主総会の決議がなされないならば、普通定款は、株主総会の積極的な変更決議なしに、そのように変更されたと同然の結果をもたらす。このようにして二〇〇一年規則は、

株主側に無券面化に反対する決議を行う負担を課すという方法で、株式の無券面化を奨励している。もっとも既に述べたように、無券面化と電子決済は証券取引所への株式の上場要件となっており、上場を目指す会社では反対は考えにくい。

発行会社側での無券面化の手続は以上であるが、電子決済システムの運営者側、すなわち、Crestco が、当該会社の当該無券面証券がシステムを通じて取引されることに同意することも必要である。⁽¹⁷⁾ したがって、当該無券面証券は、CREST のルールによって認められたものでなくてはならない。例えば、分割払込株式や譲渡制限のある株式は、CREST を通じての決済はできない。⁽¹⁸⁾

CREST を通じて株式が決済される会社を、二〇〇一年規則では参加発行会社 (participating issuer) という。そして無券面株式を、参加証券 (participating securities) という。理論上は、一九八五年会社法のもとで登記された会社のいかなる株式も、条件を満たせば、CREST を通じて決済できるが、実際には、CREST による決済は上場会社の株式に限られる。

CREST は、売主や買主に無券面形態の株式保有を強制するものではなく、投資家が望めば、無券面での保有を止め、会社に株券を発行してもらうことも可能である。二〇〇一年規則には、無券面株式から券面ある株式への転換⁽¹⁹⁾ 券面ある株式から無券面株式への転換⁽²⁰⁾ の規定がある。無券面株式から券面ある株式への転換には、発行会社に対する CREST による再券面化通知の発行が必要である。また、券面ある株式から無券面株式への転換には、CREST に対する発行会社による無券面化通知が必要である。

なお、発行会社には、無券面形態でのみ保有される株式を選択する途もあり、このような株式を全面無券面化証券 (wholly dematerialized securities) とし⁽²¹⁾、

3 無券面株式の電子的譲渡

無券面株式の譲渡は、次のようなプロセスでなされる⁽⁵⁴⁾。まず、売主と買主がそれぞれの注文を証券ブローカー（CRESTのシステム参加者）に出す。CRESTのシステム参加者である当該証券ブローカーは、コンピューターを通じて電子指図によりCrestco（運営者）に注文を伝達する。ここにいう、システム参加者とは、電子的システムを通じて指図を送受信し、CRESTに直接接続するのに必要とされるハードウェアの設置や従業員のトレーニングをなしたとCrestcoが認め、CRESTへの接続を認められた者である⁽⁵⁵⁾。

Crestcoは、電子指図の正当性、売買対象となる売主名義の株式の有無、買主名義での代金支払のための残高の有無などを電子的にチェックする。そして全て確認されると、Crestcoは、取引を実行する運営者指図（Operator Instruction）を発信するようになる。そして、株式の移転と代金支払が同時に行われ、DVP決済がなされる。

ところで、二〇〇一年の無券面証券規則改正前までは、運営者指図には、会社に対する株主名簿への登録指図も含まれていた。会社の株主名簿に登録されるまで、株式の譲受人は株式についての権原を取得しない、すなわち株主とはならないからである。既に述べたように、株式の売買契約後かつ株主名簿登録前の譲受人は、株式についてエクイティ上の権利を有するにすぎないとされる。DVP決済が実現しても、株式の譲受人は会社株主名簿への登録前は株主とはならず、会社が株主名簿への登録を怠るなどのリスクが譲受人側に残っていた⁽⁵⁶⁾。

その二〇〇一年規則では、株主名簿につき、発行会社株主名簿（issuer register of members）と運営者株主名簿（operator register of members）と二種類の株主名簿概念を創設した⁽⁵⁷⁾。簡単にいえば、無券面株式を発行している会社の株主名簿を二つに分割し、券面ある株式については会社の株主名簿に登録し、CRESTで決済される無券面株式の分については、運営者株主名簿にその登録を移したものである。そして最も重要な点は、法律や命令などで会社の株主名簿という場合、別段の定めがある場合を除いて、それは発行会社株主名簿および運営

者株主名簿を意味すると解釈されなければならないとされたことである⁽⁵⁸⁾。したがって、運営者株主名簿への登録によっても、株主の地位を取得することとなった⁽⁵⁹⁾。

運営者（Crestco）は、CRESTのルールにしたがって無券面株式取引の決済がなされたとき、運営者株主名簿へ権原の移転の登録義務を負う⁽⁶⁰⁾。すなわち、無券面株式についての権原の移転登録は、取引完了と同時に生ずるものとされたものである。これにより、DVP決済の実現と権原移転の同時発生が達成された⁽⁶¹⁾。二〇〇一年規則の最も重要な進歩といわれる点である。この結果、従来のような売買契約後かつ株主名簿登録前の譲受人のエクイティ上の権利に関する議論は不要となった。但し、無券面株式の譲渡があり、そして譲受人がその無券面株式を券面ある株式に転換し株券を保有することを望む場合には、譲受人には従来のようなリスクが残ることになる⁽⁶²⁾。この場合、譲渡された株式は発行会社株主名簿にのみ登録が要求される⁽⁶³⁾。運営者株主名簿の登録から譲渡人の株式が抹消された時点で、譲受人には、当該株式についてのエクイティ上の権利が生ずる。そして、譲受人が発行会社株主名簿に登録されたときに株式について法的権原を取得することになる。

4 無券面株式における権原移転の登録

Crestco（運営者）は、無券面株式に関する権原移転を運営者株主名簿に登録する義務を負うが、権原移転の登録を行うべき場合は二〇〇一年規則により定められおり⁽⁶⁴⁾、定められた場合以外に行った権原移転の運営者株主名簿への登録は無効である⁽⁶⁵⁾。

Crestcoは、CRESTのルールにしたがった無券面株式の決済がなされたとき、発行会社が適切な譲渡証券と株券を受領し、譲受人が無券面形態での株式保有を望む旨を通知する発行会社の指図を受領したとき、規則四二条八項（b）「テイク・オーバー後の株式の強制取得」による発行会社からの指図を受領したとき、に運営者株

主名簿に登録する義務を負う⁽⁶²⁾。しかし、この Crestco の登録義務には例外がある。株式の権原移転の登録に際し、Crestco がその移転に関して次のような事実を現実を知っていた場合には、登録を拒絶しなくてはならない。すなわち、裁判所からの禁止命令、法律による禁止、死者への権原移転などである⁽⁶³⁾。また、権原の移転が、自然人または法人でない主体に対してなされるものであるとき、未成年者 (minor)⁽⁶⁴⁾ に対してなされるものであるとき、株式発行条件により許容された人数以上の共同名義において株式が保有されるものであるとき等の場合、Crestco は登録を拒絶することができる⁽⁶⁵⁾。

以上のほか、裁判所の命令、死亡や破産など法定原因による権原の移転の場合を除いて、Crestco は、権原の移転を運営者株主名簿に登録してはならないとされる⁽⁶⁶⁾。Crestco は、運営者株主名簿に登録や抹消をなしたときは、関係する発行会社に当該登録や抹消を通知する義務がある⁽⁶⁷⁾。なお、無券面株式の譲受人が爾後は券面ある株式として株券の保有を希望する場合には、Crestco からの指図により、発行会社が発行会社株主名簿に権原の移転を登録する義務を負うが、この場合にも同様の規制がある⁽⁶⁸⁾。

このような詳細な登録規制は、運営者 (Crestco) が運営者株主名簿に関して間違った登録・抹消をするリスクを減らすものである⁽⁶⁹⁾。

5 運営者株主名簿

Crestco は、CRESTで決済される無券面株式を発行している各会社につき、運営者株主名簿を備え置きかつ記帳する義務を負う⁽⁷⁰⁾。運営者株主名簿には、無券面株式を保有する者の氏名・住所、持株数、会社が数種の株式を発行しているときはその種類を記載しなくてはならない⁽⁷¹⁾。無券面株式の決済にあたって、Crestco は、この運営者株主名簿に適切な登録をなし、この記録を二〇年間保存しなくてはならない⁽⁷²⁾。また、Crestco は、運営者株主名簿

を更正した場合には、直ちに当該株式の発行会社および関係するシステム参加者に通知しなくてはならない⁽⁷³⁾。

運営者株主名簿と発行会社株主名簿は両方とも、一応の証拠 (prima facie evidence) としての効力を有する⁽⁷⁴⁾。しかし、発行会社株主名簿と運営者株主名簿との記載事項に不一致がある場合には、次に述べるように、運営者株主名簿の記載事項が優先することになる⁽⁷⁵⁾。

6 発行会社株主名簿

無券面株式の発行会社は、発行会社株主名簿を備え置き、株主の氏名・住所、株主となった日付および株主でなくなった日付、券面ある株式についてその持株数・株式の種類・払込済株金額などを記載しなくてはならない⁽⁷⁶⁾。さらに、発行会社株主名簿に氏名・住所が登録された者が、次の三つのいずれかに該当しない限り、発行会社株主名簿に登録がなされても、その者を当該会社の株主として扱うべきではないとされる⁽⁷⁷⁾。すなわち、発行会社株主名簿上、その者が券面ある形態で株式を保有していることを示すとき、運営者株主名簿上、その者が無券面形態で株式を保有していることを示すとき、その者が、規則三二条六項 (b) により会社の株主とみなされるとき、である。とは、譲受人の希望により無券面株式が券面ある株式に転換され、株券で保有されることとなった場合において、運営者株主名簿から譲渡人が抹消されたが、いまだ、発行会社株主名簿に譲受人の登録がなされていない状態である。この場合、譲渡人が引き続き株主であるとみなれるのである。

発行会社株主名簿の更正については、既に述べた一九八五年会社法三五九条のよるものに加え、二〇〇一年規則二五条による更正が認められる。発行会社株主名簿の更正は、それが運営者株主名簿の更正をも要するものであるときは、運営者 (Crestco) の同意または裁判所命令がない限り更正できない⁽⁷⁸⁾。

発行会社は、運営者株主名簿に登録された無券面株式の株主に関する記録を備え置かなければならない⁽⁷⁹⁾。具体的

には、発行会社株主名簿にその「記録」が記載される。そして Crestco には、発行会社がこの義務を果たせるよう運営者株主名簿になされた登録・抹消などの変更を、発行会社に通知する義務がある⁽¹⁹⁾。また、発行会社は、無券面株式に関する記録を、Crestco が有する運営者株主名簿と定期的に照合し、内容を一致させるよう努めなくてはならない⁽²⁰⁾。

このように発行会社に運営者株主名簿に記載される無券面株式についての記録の保持を義務づけるのは次のような理由による⁽²¹⁾。無券面株式を許容している会社の株主は、無券面での株式の保有を義務づけられるわけではない。したがって、そのような会社では、券面ある株式と無券面株式の両方が存在することになる場合が多い。そこで全株式・全株主についての情報を得ようとするならば、発行会社株主名簿に加え、運営者株主名簿の記録も必要になるからである。会社は、発行会社株主名簿と運営者株主名簿の記録を併せて全株式を把握し、配当金を支払うべき株主や株主総会での議決権を行使する株主を決定することができるのである。なお、無券面株式についての記載はある意味で運営者株主名簿の写しであるから、運営者株主名簿と発行会社株主名簿との間に不一致があった場合、運営者株主名簿の記載が優先する⁽²²⁾。

株主名簿の閲覧については、運営者株主名簿に関する公衆閲覧の規定は存在しない。しかし、既に述べたように発行会社株主名簿には無券面株式に関する記録も記載されているので、発行会社株主名簿の閲覧を通じて、全ての株主について情報を得ることができる⁽²³⁾。但し、発行会社株主名簿は、無券面株式について運営者株主名簿の記載を正確に反映していないこともあり得、そのリスクは、閲覧者が負うことになる⁽²⁴⁾。なお、発行会社は、Crestco の運営者株主名簿を閲覧することができる⁽²⁵⁾。

7 無券面株式の譲受人の保護

二〇〇一年無券面証券規則は、株式の権原移転の要件、すなわち株主の地位の取得要件を、無券面株式については、従来の会社の株主名簿への登録から運営者株主名簿への登録に移すことにより、株式の売買契約から登録までの間に生ずる譲受人のリスクを削減したことは既に述べた。譲受人に生ずるリスクが減少したのは確かであるが、リスクが全くなくなるものではない。株主名簿への登録は、発行会社株主名簿であるのと運営者株主名簿であるのと、「一応の証拠」にすぎないことは、従前の会社法と変わらないので⁽²⁶⁾、もし、譲渡人が株式について法的権原を有していなかった場合、譲受人は、たとえ運営者株主名簿に登録されても、株式について法的権原を取得しないということになる。これは、運営者株主名簿への登録が、被登録者に対して株式への法的権原を付与するというルールを導入していないことの帰結である⁽²⁷⁾。

株式について法的権原を有する者から譲渡を受けた場合は、運営者株主名簿への登録により株式についての法的権原が移転して株主となる。しかし、譲渡人がそもそも法的権原を有していない場合、運営者株主名簿の登録は記載事項について一応の証拠となるにすぎず、譲渡人の無権原という瑕疵を治癒する効力はないのである。

株券が存在する場合、善意の譲受人の保護は、禁反言法理によりなされてきた⁽²⁸⁾。流通証券ではない記名株券には、善意取得の制度はない。そこで、株券の記載事項については会社はそれを否定できない（禁反言）⁽²⁹⁾というかたちで、当該株券を信頼して取引した譲受人に対して会社の損害賠償義務を認めるものである。しかし、無券面株式ではもはや株券が存在しない以上、善意の譲受人は禁反言法理によつては保護されないとと思われる。そこで、無券面株式については、禁反言の対象を株券の記載から株主名簿の記載に代えることも考えられないではないが、譲受人は取引に入る前に株主名簿の登録を信頼して取引するわけではないので、難しいと考えられる⁽³⁰⁾。

無権限者による CREST へのアクセス、権限者による不正な CREST の使用などにより、株式の権原を有す

る者から授権されていない株式の権原移転指図が送信された場合でも、それがCRESTのルールにしたがって送信されている限り、その指図の受信者は、ごく稀な例外を除いて、その指図にもとづいて行為する権限を有する⁽⁴¹⁾。その結果、株主が自己の有する株式について権原を失うことがありえる。この場合、損害を蒙った株主は、自ら授権していない不正な権原移転指図の送信に使用されたコンピュータ設備を有する証券ブローカー（CRESTシステム参加者）から損害賠償を得ることが考えられる。二〇〇一年規則は、このような場合のシステム参加者の責任を規定していないが、従来的一般法のもとで責任が認められる場合がある⁽⁴²⁾。

次に、CRESTの運営者（Crestco）に対し、補償請求することが考えられる⁽⁴³⁾。偽造ないし不適法な指図により、株主名簿から氏名が抹消されたり、株主名簿上の持株数や株式の内容が変更された場合、それにより損害を蒙った者は、裁判所に運営者（Crestco）に対する補償命令を申し立てることができる⁽⁴⁴⁾。しかし、運営者が本来責任を負うべき者を特定した場合には、運営者はその責任を負わないとされている⁽⁴⁵⁾。

なお、二〇〇一年規則が規定する偽造電子指図（forged dematerialised instruction）とは、CRESTに接続されているシステム参加者または運営者（Crestco）のコンピュータから送信されたものではない電子指図と定義されており⁽⁴⁶⁾、例えば、システム参加者である証券ブローカーの従業員がそのシステムから不正な指図を送信した場合などは含まれない。つまり、運営者（Crestco）はCRESTのセキュリティの瑕疵には責任を負つが、CRESTがそのシステムのルールにしたがって使用される限り、たとえ授権されていない指図を送信するような行為でも責任を負わないというものである⁽⁴⁷⁾。いずれにせよ、損害賠償責任については、規則上、個々の指図につき五万ポンドに限定されている⁽⁴⁸⁾。

(37) CA 1985, s. 183 (1).

(38) CA 1985, s. 185 (1).

(39) SI 2001/3755, reg. 2.

(40) CRESTのスキームや法的構造等については、CREST White Book, The Domestic Legal Framework (March, 2002) を参照。http://www.crestco.co.uk で入手可能である。

(41) Hannigan, supra note (36), p. 378.

(42) SI 2001/3755, reg. 14, 15.

(43) SI 2001/3755, reg. 16 (2) (3).

(44) SI 2001/3755, reg. 16 (6).

(45) SI 2001/3755, reg. 14 (a).

(46) Hannigan, supra note (36), p. 378; CREST White Book, The Domestic Legal Framework (March 2002), pp. 17-19.

(47) SI 2001/3755, reg. 28, 31, 32.

(48) SI 2001/3755, reg. 33.

(49) SI 2001/3755, reg. 3 (1), 45.

(50) Davies, supra note (15), p. 700.

(51) システム参加者は、二〇〇一年規則上の名称であり、民間会社であるCREST内においては、スポンサーと呼ばれる。CRESTでは、個人投資家および機関投資家も自己の株式売買のためにスポンサーを通さずにCRESTの直接メンバー（direct member）となるのが可能である。しかし、CREST接続に必要なシステムや設備を有しない個人投資家は、通常、このシステム参加者、すなわちCRESTが言つてこのスポンサーと契約を締結し、スポンサーのシステムを通じてCRESTで決済等を行うことになる。このようにスポンサーを通じてCRESTを利用する者は、スポンサー・メンバー（sponsored member）と呼ばれる。直接メンバーもスポンサー・メンバーもCRESTに証券口座を有し、その口座に保有されている証券の法的所有者である。

(52) Davies, supra note (15), p. 701.

- (35) SI 2001/3755, reg. 20 (1).
- (36) SI 2001/3755, reg. 20 (4), but see, reg. 20 (5).
- (37) See, CA 1985, s. 22 (2), SI 2001/3755, reg. 20 (4).
- (38) SI 2001/3755, reg. 27 (1) (a).
- (39) Davies, supra note (15), p. 701.
- (40) Davies, supra note (15), p. 700.
- (41) SI 2001/3755, reg. 27 (7), 28.
- (42) SI 2001/3755, reg. 27, 28.
- (43) SI 2001/3755, reg. 29.
- (44) SI 2001/3755, reg. 27 (1).
- (45) SI 2001/3755, reg. 27 (2).
- (46) 一人歳未満の者 (Family Law Reform Act 1969, s. 1) が未成年者である。未成年者が株主になることを禁じる法律はないが、会社は未成年者を株主として受け入れることを拒絶することができる。これはかつて分割払込株式において未成年者が契約を取り消したとき、同人は将来の株金払込義務を負わないとされたことから、このように解されてきたものではない。See, Hannigan, supra note (36), p. 357.
- (47) SI 2001/3755, reg. 27 (4).
- (48) SI 2001/3755, reg. 27 (5) (6).
- (49) SI 2001/3755, reg. 27 (7).
- (50) SI 2001/3755, reg. 28.
- (51) Davies, supra note (15), p. 701.
- (52) SI 2001/3755, reg. 20 (3), 23.
- (53) SI 2001/3755, Sch. 4, para. 4 (1).

- (54) Hannigan, supra note (36), p. 382. See, SI 2001/3755, Sch. 4, paras. 2 (6), 4 (2).
- (55) SI 2001/3755, reg. 25 (4).
- (56) SI 2001/3755, reg. 24 (1).
- (57) SI 2001/3755, reg. 24 (2).
- (58) SI 2001/3755, reg. 20 (2), Sch. 4, para. 2 (1) (2).
- (59) SI 2001/3755, reg. 24 (3).
- (60) SI 2001/3755, reg. 20 (6).
- (61) SI 2001/3755, reg. 27 (7).
- (62) SI 2001/3755, Sch. 4, para. 5 (2).
- (63) Davies, supra note (15), pp. 682-683.
- (64) SI 2001/3755, reg. 24 (2).
- (65) SI 2001/3755, Sch. 4, para. 9.
- (66) Davies, supra note (15), p. 683.
- (67) Hannigan, supra note (36), p. 382 note 149.
- (68) SI 2001/3755, reg. 24 (1).
- (69) CA 1985, s. 361.
- (70) Davies, supra note (15), p. 702.
- (71) Davies, supra note (15), pp. 688-689; Hannigan, supra note (36), pp. 370-371.
- (72) Davies, supra note (15), p. 702.
- (73) Davies, supra note (15), p. 702.
- (74) Davies, supra note (15), p. 703.
- (75) Davies, supra note (15), p. 703 note 42.
- (76) SI 2001/3755, reg. 36 (2).

- (74) Hannigan, supra note (36), p. 383.
 (95) SI 2001/3755, reg. 36 (4) (a).
 (96) SI 2001/3755, reg. 36 (1) (a).
 (97) Davies, supra note (15), p. 703 note 43.
 (98) SI 2001/3755, reg. 36 (6).

五 個人投資家と無券面保有

1 無券面保有の状況

ロンドン証券取引所の一日の株式取引のうち七〇％は、無券面形態で行われているといわれる。⁽⁹⁵⁾ 機関投資家等は無券面株式を保有しているが、いまだ大多数の個人投資家は株式を株券により保有しており、一九九六年のCREST導入とその非常な成功にもかかわらず、無券面化について大きな進展はないといわれている。個人投資家の多くは、株券を提出し無券面株式に転換できることを知りつつも、いまだ株券による株式保有を続けているのである。⁽⁹⁶⁾ 英国のエクイティ市場における証券総額の約八五％にあたる一兆三千億ポンドの株式がCRESTにおいて保有されている一方、約九〇〇万人の個人株主が株券を自宅等に保有しており、これら株券による取引は一日に約二万五千件から三万件ほどあるといわれる。⁽⁹⁷⁾ ちなみに、CRESTの口座に無券面株式を保有している個人の投資家は、Crestcoの二〇〇二年の年次報告書によれば、約五万一千人である。⁽⁹⁸⁾

株式の無券面化が進まない理由は、CRESTのスキームが強制的なものではないからである。⁽⁹⁹⁾ 会社が全面無券面株式とするのでない限り、無券面株式と券面ある株式は投資家の選択により相互に転換できる。したがって、無

券面株式を券面ある株式に転換して、株券の発行を受け、自宅に保管することも可能である。無券面株式の利点は、株式取引の迅速な決済と現物決済に比べて手数料が安価なことである。しかし、少数の株式をほとんど売買せずに長期に保有し続ける投資家にとっては、これはメリットにはならない。むしろ、売買せずに長期保有する株主にとって、株券を自分で保管すれば手数料はゼロであるが、無券面化した場合には、その保有のために証券口座を開設・維持しなくてはならず、何もしなくとも手数料だけが発生することになる。このような投資家層に無券面株式を保有させるのは、その善し悪しは別として、法律による強制しかあるまい。

2 ノミニー名義と受益的所有者による株主権の行使

ところで、現在、個人投資家が無券面株式を保有するには、一般的には次のような方法がある。まず、CRESTに接続している証券会社や銀行などを通じてCRESTの会員となり、証券口座を開設することである。⁽¹⁰⁰⁾ この場合、口座の維持管理手数料がかかるが、自己が株式の法的所有者となる。株主名簿に株主として登録され、直接会社から書類や配当を受取り、株主総会に出席して議決権も行使できる。さらにいえば、会社が提供する株主優待の特典（割引旅行券や会社の商品など）も受けることができる。

もうひとつは、これがより一般的な方法であるが、個人投資家が、その所有する株式を、取引銀行や証券会社のノミニー口座に移転することである。このノミニー口座に株式を移転すると、株式の法的所有者はノミニーとなり、株主名簿にもノミニーだけが登録される。株式は、受益的所有者である投資家のために、ノミニーにより信託的に所有されるものである。個人投資家が、無券面株式の保有に消極的なのは、ノミニーから受けられるサービス内容や手数料などに不安をもっているからだといわれる。⁽¹⁰¹⁾ 先にも述べたが、投資家が余り株式売買を行わないなら、株式保有についての電子的記録を単に有していることに対して年間手数料を負担することになる。もし、株券を自分

で保管すれば手数料はまったくかからないのである。

ノミニーが株式の法的所有者として株主名簿に登録される結果、投資家が株主としての権利行使を会社に対して主張できないことが、現在、コポーレート・ガバナンスの見地から英国では問題となっている。ノミニー名義やカस्टディアン会社の広汎な利用により、かなり多くの株式について、株式の法的な所有者（信託的所有者）と真の所有者（受益的所有者）とが分離する現象を生じており、真の所有者の権利保護、会社経営へのコントロール等が問題とされている。英国会社法上、株主名簿には信託等の通知を一切記載しないとされることも、この問題の解決を多少難しくしている。

英国通商産業省による会社法制の見直しにおいても、会社経営の効率的な監督のために、実質的な株主である受益的所有者が、会社に対するコントロール権を行使することを妨げる必要はなく、受益的所有者にコントロール権を直接行使させるべきであるとされた。⁽⁹⁵⁾ 例えば、現状のように、ノミニーから議決権行使の代理人に指名されて株主総会に出席するのではなく、直接的に株主総会出席権や議決権行使が認められなかが検討された。しかし、はっきりした成案を得るに至らず、より限定的な案として、一九八五年会社法三六〇条の規定を改正し、株主名簿上の株主以外の者に議決権行使などの会社に対する権利を認め、他方、株主名簿上の株主は、株式の権原移転については今まで通り排他的権原を有することなどが提案された。⁽⁹⁶⁾ その後も、この方向性は支持されているが、⁽⁹⁷⁾ 具体的にはなっていない模様である。

(95) Hannigan, supra note (36), p. 369.

(96) Hannigan, supra note (36), pp. 383-384.

(97) Crestco, Moving Towards a Dematerialised Securities Market (July, 2001) p. 1.

(98) Crestco, Annual Report and Accounts 2002, p. 36.

(99) Hannigan, supra note (36), p. 384.

(100) 前掲注(51)参照。

(101) ノミニー・サービスの手数料は、通常、株式保有についての年間手数料と売買毎にかかる取引手数料からなる。

(102) Hannigan, supra note (36), p. 385.

(103) CA 1985, s. 360.

(104) DTL, Modern Company Law for a Competitive Economy: Developing the Framework (2000), paras. 4.7-4.18.

(105) DTL, Modern Company Law for a Competitive Economy: Final Report, vol. 1 (2001), paras. 7.1-7.4.

(106) Modernising Company Law, Cmnd 5553- (2002), para. 2.40.

六 若干の考察

1 英国会社法における無券面化制度の特徴

英国会社法における無券面化制度の特徴は、まず、法律上は、株式会社一般に株式の無券面化を可能とするものであるが、その目的は迅速かつ効率的な証券決済制度の基盤の整備にあったことである。二〇〇一年の無券面証券規則の改正も、証券決済と株式の権原移転の時期を一致させることおよび DVPの実現というように、取引および決済のリスクの減少がその目的であった。そして、会社法上は無券面化を会社の任意の選択に任せる一方、上場規則において、電子決済に適する証券を上場の要件とし、また、発行会社にも証券の電子決済が可能となるアレンジを要求するという方法により、上場会社に株式の無券面化を事実上強制している。

無券面化は、当該会社の全株式について一律に行うのではなく、株式の種類ごとに無券面化が可能とされる。こ

これは証券取引所への上場は証券ことになされることから、理屈としては、上場しない証券については無券面化の必要はないということとなる。興味深いのは、全面無券面化株式を採用する場合を除いて、無券面株式と券面ある株式との相互転換を許している点である。無券面株式でも、投資家が株券の保有を望む場合、券面ある株式に転換し、株券を発行してもらうことができる。これは、個人投資家にとっては利点があるものの、制度を複雑にし、かつ無券面化の進展を阻害する要因になっていると言わざるをえない。しかし、他方、個人が無券面株式を保有するには、証券会社等を通じてCRESTに口座を設けるかノミニー口座を利用するほかなく、頻繁に売買を行わない場合、単に株式保有のために手数料を負担し続けなくてはならない。個人投資家にとっては、無券面株式を買ったあとに券面ある株式に転換し、株券を保有するという行動は、経済的にも合理性を有する場合がある。

株式の種類ごとに無券面化が可能であり、かつ、券面ある株式との相互転換も可能であるとすると、会社にとっては株主管理をどうするかという問題を生ずる。また、英国会社法上、株式の権原の移転、すなわち株主の地位の取得要件は、株主名簿への登録であることから、証券取引において決済と権利の取得を同一時点とするために、株主名簿を二つに分割する仕組みを採用している。すなわち、証券の振替決済機関かつ口座管理機関であるCRESTの運営者株主名簿と発行会社の発行会社株主名簿である。株主名簿を二つに分割したものの、配当支払および株主総会で議決権を行使する者を確定するなど、株主管理の観点から、結局、会社は、両方の株主名簿の情報を必要とし、そのため、発行会社株主名簿に運営者株主名簿の情報を記載することとした。これに加え、無券面株式と券面ある株式の相互転換が可能のため、株主が二つの株主名簿の間を移動するケース、または、株主が無券面株式と券面ある株式の両方を所有するため、両方の名簿に株主として登録されているケースなど、実務的にも煩瑣なことが推察される。

2 わが国の株式の無券面化について¹⁰⁾

英国の株式の無券面化法制とわが国の「株券不発行制度の導入に関する要綱」とを比較した場合、次の点が指摘されよう。まず、立法目的として、英国では証券市場整備の一環という位置づけがはっきりしていた。しかし、わが国では、それに加え、要綱中間試案の段階では、定款による株式の譲渡制限会社の問題も視野に入っていたといえる。

会社は成立後、遅滞なく株券を発行しなくてはならないが（商法二二六条一項）、譲渡制限会社の場合、株券発行には費用がかかることに加え、株式の譲渡が行われることも稀であり、實際上、株券の必要性に乏しいことから、株券を発行しない会社が非常に多いと言われている。この違法状態を解消し、実態に合わせた制度が望まれたわけである。要綱中間試案の段階では、株券不発行という枠組みの中で議論されてきたようであるが、要綱においては、この問題は、譲渡制限会社は株主の請求がない限り株券の発行を要しないと、株券不発行制度とは切りはなし、株券発行時期の問題として処理されている。適切な方向性と思われる。譲渡制限会社について株式を無券面化するのであれば、有限会社法制との関係についても総合的に検討するのが望ましいのではないかと思われる。

要綱では、株式会社一般について、定款の定めにより株式を無券面化することを可能としている。英国でも法律上、無券面化は株式会社であれば可能であるが、要綱と異なる点は、無券面株式の譲渡は、「関連システム（relevant system）」すなわちCRESTを通してしかできないことになっていることである。つまり、コンピュータに基づくシステムによる電子的譲渡のみが想定されており、市場取引が前提となっているのである。

それではわが国の場合、上場会社でもなく譲渡制限会社でもない株式会社の場合、株式の無券面化を採用する意義はどこにあるのであろうか。例えば、比較的近い将来に上場を予定している会社などではその意義が多少あることは理解できる。定時株主総会などで予め株券を不発行とする旨の定款変更決議をしておけば、上場に際しては、

振替制度利用についての取締役会決議をなすだけで済むからである。それでは、上場しない会社の場合、株券不発行とする意味はあるのだろうか。要綱では、振替制度を利用しない会社も、株券を不発行とすることができ、その譲渡方法についても述べている。端的に言えば、無券面株式の譲渡方法は、有限会社の持分譲渡と同じ方式によることになる。株券が存在しないので略式質は存在の余地はなくなり、何よりも、株式についての善意取得ということがなくなくなる。株式の譲渡は、当事者間の意思表示によることとなり、株主名簿の名義書換は、会社および第三者対抗要件となる。株券不発行とした場合、株主名簿の名義書換の効力は強化されることになる。事実上、会社による株主管理は強化されるといえる。他方、株主にとっても、株式が善意取得されるということはなくなるが、この点は、株券の不所持制度（商法二二六条ノ二）を利用した場合も同じである。むしろ懸念されるのは、株主名簿がきちんと会社により管理されるかである。株券が存在しない以上、現在の有限会社の社員名簿にも当てはまることであるが、会社の内紛などにより、株主名簿が勝手に書換えられた場合、自己が株主であることを証明することは困難であると思われる。したがって、実務レベルでの対応となるうが、会社に対する名義書換申請の際の必要書類やその保存などについて実務上一定のルールが確立されるのが望ましいといえる。

英国では、株式の無券面化は株式の種類ごとに会社を選択でき、また、全面無券面化株式としないがぎり、株主は無券面株式から券面ある株式への転換（株券の発行）を請求できる。これが、英国の制度を複雑にした一因である。要綱では、株券不発行制度を導入した会社は、全株式につき株券不発行とされるが、適切である。そもそも、株式の種類ごとに株券の不発行を選択させる必要性なり需要があるかについては、少なくともわが国では疑わしいと思われる。英国のように、株主に対し券面ある株式への転換（株券の発行）請求権を与えることは、株券に愛着を有する投資家心理、無券面株式保有にかかる口座維持の手数料負担の面から、理由がないわけではないが、株券の発行を認められた場合のデメリットのほうは遥かに大きい。但し、英国の例からも、売買をほとんど行わない長期保

有型の個人投資家の場合、無券面株式を保有する証券口座を維持する手数料負担が、株券で保有する場合に比べると不合理に感ぜられるのは確かである。英国では、無券面株式はすべてCRESTで管理されるので、自己名義またはノミニー名義等を問わず、いずれにせよCRESTの証券口座で保有するしか方法がない。しかし、要綱によれば、振替制度利用会社でない場合に限りて言えば、具体的には非上場会社の場合は、株主名簿に株主として記載されるだけで無券面株式を保有することになるので、口座の手数料負担の問題は生じない。

英国では、振替決済機関であるCrestco が運営者株主名簿というものを作成する。無券面株式と券面ある株式とがひとつの会社で併存する英国では、会社側の株主名簿も運営者株主名簿も、どちらも一方だけでは全株主を把握できないので、会社側の株主名簿を運営者株主名簿の記録で補うという、手続的にも面倒な方法を採用している。要綱において、この運営者株主名簿に相当するものが、振替機関の振替口座簿であると思われる。しかしながら、英国と決定的に異なるのは、要綱では、株券不発行会社となった場合、その会社の全株式が無券面となり、その結果、振替口座簿には振替制度利用会社（株券不発行会社）の全株式についての記載がなされる点である。したがって、振替口座簿は全株主についての包括的な記録であり、機能的にはそのまま株主名簿としても使えるものである。ことに振替口座簿への記載により権利の帰属が定まるとされることから、誰が株主かという観点からいえば、振替口座簿こそ実質的な株主名簿といえる。要綱が、株主権の行使に関して、配当や株主総会での議決権の行使などについては一斉株主通知を、単独株主権・少数株主権の行使については個別株主通知を用いて、振替口座簿を基準としていることは当然である。それでは、商法上株主名簿制度が存在するという形式的理由を除き、株主名簿と振替口座簿という実質的に同じ二つの名簿を維持する積極的な理由は何か。それは、略式質や譲渡担保権等の場合の担保権者の匿名性の維持および株主名簿の記載事項（商法二二三条一項）以外の株主のプライバシー保護の二つではないかと思われる。

要綱によれば、振替口座簿の記載により権利の帰属が定まり、また、振替株式についても善意取得の成立が認められる。英国では、通常の株主名簿の記載はもとより、無券面株式に関する株主名簿（運営者株主名簿）の記載のいずれも「一応の証拠」としかならず、また、英国会社法上は、無券面化する前の株券（記名株券）についても、そもそも善意取得は認められない。要綱の立場は、株式の振替取引に関して、動的安全の保護が非常に強く図られている。口座簿の記載により権利が定まるとする制度は、振替決済の場合、株式の譲受人保護に大きな役割を果たすものであり、英国の学者も譲受人保護にとって望ましいと考えているようである。¹¹⁴⁾

要綱によれば、振替機関等が実際に譲渡人が保有する数量以上の株式を誤って振替えた場合にも善意取得が生じることから、善意取得の結果、振替株式の総数が当該会社の発行済株式総数を上回ることも理論的にありえる。そしてその場合を想定して、振替機関又は口座管理機関に、その超過数を市場などから取得して消却する義務を課している。このような無から有を生ずるような場合も善意取得として理解してよいかどうか、また善意取得であるとして、どのように理解すべきかについては、議論がある。善意取得と呼ぶかどうかは別として、口座への増額の記録に対する信頼を直接保護するもの、振替決済制度というシステムにおける決済のファイナリティを確保するため等、従来の善意取得とはやや異なる説明がなされている。結論的に言えば、決済のファイナリティを確保するという意味が多分にあるものと思われる。振替機関等の消却義務、消却義務の不履行の場合等における議決権の縮減、パーティション方式など、他にも、掘り下げて論ずべき問題は多い。善意取得とそこから派生する発行済株式総数を超過する部分の処理の仕方とリスクの分担ルール等は、興味深い問題であり、別稿で論ずることとしたい。

(111) 法務省のホーム・ページ内に「法制審議会会社法（株券の不発行等関係）部会」の議事録が圧縮ファイルのかたちでダウンロード可能となっている。ページ数などの表記が不能なこともあり、本文中にいちいち引用しないが、第一回、第二

回、第三回、第五回、第七回、第八回、第九回、第一〇回議事録を参照した。

(112) 昭和一三年商法改正前のわが国の判例と同様に、白地の譲渡証書を伴って流通する場合には善意取得が認められる場合がある。小町谷・前掲注(11)一四七頁参照。

(113) 株券の善意取得制度（商法二一九条）についても、比較法的にみた場合、先進資本主義諸国の中でも、わが国ほど株券の善意取得を極度に認めているところは少ないといわれる（注釈会社法(3)四一四頁「河本一郎」）。

(114) Davies, *supra* note (15), p. 702.

(115) 椋川泰史「有価証券の無券面化について」神奈川法字三五巻三号二一八頁（二〇〇二年）は、短期社債振替法における善意取得について論じたものであるが、本文のような善意取得について、債権が流通するのではなく財貨的価値そのものが流通するとの理解のもと、振替申請に基づく増額記録によって新たな財貨的価値が創造される制度と理解する。

(116) 早川徹「短期社債等の振替に関する法律」と証券決済システム」ジュリスト二二七号二八頁（二〇〇二年）。

(117) 佐藤良治「C Pのペーパーレス化 短期社債振替法の制定」ジュリスト二二五号九七頁（二〇〇二年）、高橋康文編著『社債等振替法』二二頁（金融財政事情研究会、二〇〇三年）。