

株式のペーパレス化と 間接保有証券の国際取引上の法的リスクについて

田澤元章

- I はじめに
- II 株式のペーパレス化を必要とした理由
- III ペーパレス化の有価証券法理上の意義とペーパレス化の方法
 - (一) ペーパレス化の有価証券法理上の意義
 - (二) ペーパレス化の方法
- IV 新会社法における無券面化株式に係る規整
 - 間接保有証券制度、株券保管振替制度および株式振替制度
- V 間接保有証券制度による株券保管振替制度
 - (一) 株券保管振替法による株券保管振替制度
 - (二) 社債・株式等振替法による株式振替制度
- VI 間接保有証券の国際取引上の法的リスク
 - ハーネス間接保有証券準拠法統一約約
 - (一) 間接保有証券の国際取引における不安定要因の除去
- VII VII
- IX 条約批准による現状の改善および国内法改正の要否
 - (一) 条約批准による現状の改善
 - (二) 国内法の改正の要否

I はじめ⁽¹⁾

二〇〇六年五月一日に新会社法が施行され、旧商法における「原則は株券発行、例外的に株券不発行」という法の立場は更に一步進められ、「株券不発行が原則、株券発行は例外」が会社法の原則となつた。もちろん、現実には株券発行会社が大多数であるが、株式のペーパレス化が会社法の原則となつた意義は大きい。

また、二〇〇六年五月二十四日には、日本証券業協会、証券決済制度改革推進センターは、「証券受渡・決済制度改革懇談会」において、実務界としての株式の電子化（ペーパレス化）の実施目標を二〇〇九（平成二一）年一月とする合意が行われたと発表した。

上場株式のペーパレス化については、二〇〇四年六月九日に公布された「株式等の取引に係る決済の合理化を図るための社債等の振替に関する法律等の一部を改正する法律」（株式等決済合理化法）〔平成十六年法律第八八号〕によって、法律公布後五年以内の政令で定める日において、一斉・強制的に実施することとされていた（同法附則一条など）。すなわち、

証券の不動化」といわれる方法による広義のペーパレス化であるといえる。したがって、上場株式については、広義のペーパレス化は、株券保管振替法の制定された一九八四（昭和五十九）年からすすめられてきたといってよい。

ところで多くの先進国では、上場株式については振替制度による証券決済が主流である。証券の振替決済制度は、法的構成に多少の差違はある、証券口座管理機関を通して投資家が証券を保有するという、証券の間接保有形態にほかならない。近時の証券振替制度は、コンピュータ・ネットワークを通じて振替がなされることから、取引当事者や口座管理機関が複数の国にまたがることも稀ではない。間接保有形態の証券の国際取引が急速に増大している近時においては、証券の譲渡や担保権設定、対抗要件具備に関していかなる国の法律が準拠法となるのかが大きな問題となっている。いったん紛争が生じた場合に、取引の効力や対抗要件がどうなるのかが不明確であるという法的リスクが欧米金融機関を中心に懸念され、それがハーゲン国際私法会議で取り上げられた。そして審議の結果、二〇〇二年一二月一三日にハーゲン間接保有証券準拠法統一條約が採択されたものである。

有価証券のペーパレス化という大きな近時の流れの中で、

II 株式のペーパレス化を必要とした理由

株式のペーパレス化（無券面化）の理由として、一般的には、①証券決済の合理化、②盗難・紛失の危険への対処、③券面の管理や受け渡しに係るコストの削減などがあげられる。会社法で株式の無券面化が実現した背景には、異なる二つの事情があることに注意を要する。ひとつは上場企業という大規模公開会社の証券市場取引における証券決済の合理化につらなるものであり、これは株式会社法という組織法の要請というよりは、株式の市場取引の要請からくるものである。もうひとつの事情は、非公開会社（株式譲渡制限会社）におい

二〇〇九年六月八日までの政令で定める日において、上場株式については、一斉にペーパレス化されることが法律上定められていたが、上場株式のペーパレス化の一斉移行日を政令に委任して明確に時期を決定しなかつたのは、「実務スキームの構築に要する期間」に配慮したものであったとされている。上記の懇談会の合意は、あくまでも実務界としての実施目標を定めたもので、法令に基づく正式な決定ではないが、今回、実務レベルでの実施目標日が定められたことで、上場株式ペーパレス化の移行日が事実上固まったと考えてよかろう。

上場株式については、現在、株券発行会社を前提として株券保管振替法にもとづく株券保管振替制度により、証券の決済がなされている。上場株式のペーパレス化の日、すなわち一斉移行日においては、株券保管振替法は廃止され、ペーパレス化した証券を対象とする社債・株式等振替法にもとづく株式振替制度が上場株式に適用される予定である。

以上のように、上場企業を含むすべての株式会社において株券不発行の原則が会社法の建前として採用され、二〇〇九年六月八日までには、すべての上場株式はペーパレス化されることが決まっている。また、現在の上場株式は、株券発行会社を前提とした株券保管振替制度によるが、これも「有価

て株式譲渡は稀であり、会社及び株主の双方が株券の発行をそれほど必要としていないという現実に鑑み、株券の不発行を認めたものである。このような中小の非公開会社は、株式により広く大衆から遊休資本を集め巨額の資金を調達するといふ、株式を有価証券化する実質的理由にもとともに乏しいものであったといえる。旧商法時代の株券不発行制度の検討の際に、多くの譲渡制限会社では、株券発行費用が高いことから株券を発行しない会社が多く、違法状態が日本の中小企業において恒常化した現実を是正するためにも不発行制度が検討されたことはその証左であるといえる。

したがって、①証券決済の合理化という理由付けは、上場会社についてのみにあてはまるものである。③券面の管理や受渡しにかかるコストの削減も、この証券決済に関連するものであるといえる。②の盗難・紛失の危険への対処という理由は、全ての株式会社にあてはまる理由であるが、これについては、旧商法から引き継いだ株券不所持制度があり、これで十分に対応可能なものであるといえ、副次的な理由にすぎないといえる。

とすると株券の現実の受け渡しによる株式譲渡を本来的な意味で必要とする株式会社は、非上場企業かつ閉鎖会社でも

ない会社ということで、現実には、非常に小さなカテゴリーになるのではないかと思われる。しかし、今後も株券発行会社が急速には減らないと思われる。まず上場企業は、証券取引所規則により（東京証券取引所「株券上場審査基準」四条一項一二号）、上場株式については現在の株券保管振替制度の利用が義務づけられるので、株券の廃止が出来ないとされる。既に述べたように、上場企業は、二〇〇九（平成二二）年六月八日までの政令で指定する日に一斉に株券廃止会社に移行する予定である。また、株主の心理としても、株券を好む傾向があることが指摘される。株式担保においては、実務上は、登録質より譲渡担保なし略式質が多く、担保権設定の合意と株券の交付のみで担保権設定ができるという簡易さがある。株式担保に関しては、今後も株券があつたほうが便利という声は、不発行制度導入の検討時からも強かった。登録質に比べ略式質は、簡単な方法で担保が取得でき、当事者以外に担保権設定を知られないという利点がある。この点、株式がペーパレス化されると登録質しか利用できないという問題があるが、致し方ないといえる。

III ペーパレス化の有価証券法理上の意義と

ペーパレス化の方法

（二）ペーパレス化の有価証券法理上の意義

株式の無券面化は、近時のいわゆる有価証券のペーパレス化といわれる現象の中でも、もっとも徹底したペーパレス化であるといえる。なお、ペーパレス化とは、後述するように、無券面化がもっとも徹底した態様であるが、券面という「紙（証券）」の存在を前提としつつも、実務的には「紙（証券）」を現実に交付しなくとも取引をなせるようなかたちのものを含む。

まず、ペーパレス化が経済先進国で進展した理由には、次のようなものである。①経済発展に伴う大量の証券処理の必要性から従来の有価証券法に忠実な実務的処理は困難となつたこと（いわゆるペーパーライン）、②発行会社の券面発行コストを低減したいという要望、③投資家の券面保管の煩わしさへの厭い、④投資家に代り券面を実際に管理し、その指示により譲渡や担保提供など証券の処分の実務的取り扱いを行ってきた金融機関の意向、などである。いずれも大量に

市場取引される証券を念頭においた理由である。

はじめに、権利を証券に結合し、有価証券とする意義を確認する。これは伝統的に次の二つにあると考えられてきた。

「権利譲渡の方法の簡易化」と「権利譲渡効力の強化」である。「権利譲渡の方法の簡易化」は、民法上の債権譲渡手続きと比較してのことである。民法上の債権譲渡では、当事者間の合意が効力要件であるが、第三者対抗要件は、確定日付のある通知又は承諾が必要である（民法四六七条）。これに対しても有価証券の譲渡では、当事者の意思表示と証券の交付が効力要件かつ対抗要件であり、著しく簡易化されている。

「権利譲渡効力の強化」については、債権譲渡の場合、債務者が異議なき承諾をしない限り、人的抗弁は切断されず（民法四六八条）、また善意取得の制度はない。これに対し、有価証券の場合は、人的抗弁の切断および善意取得制度があり、譲渡の効力は強化されている。

このように「証券の交付」が効力要件かつ対抗要件となるのに、ペーパレス化して証券の券面をなくすことは、どのような法的意義を有するのか。それは、「権利移転方法の帳簿化」である。現実の証券の交付に代えて、証券の「口座簿への記載」が「証券の交付」に代わるものとして扱われることにな

る。このような権利移転方法の帳簿化は、現実には口座簿とその記載の管理についてコンピュータ処理が予定される、簡易・迅速・大量・安全な権利処理が可能となるといわれる（安全性については、コンピュータ処理の関係上、それはシステムの安全性のレベルに依存するものである）。

証券のペーパレス化は、権利移転方法の帳簿化を意味するが、実際には、コンピュータ処理を予定するものであるため、

証券の国際的取引を容易にするものである。現実の株券の受け渡しが不要であり、しかも高度なコンピュータ・ネットワークによる処理で権利移転が完了するのであれば、コンピュータ端末があるところ、世界中のどこでも証券取引が可能となる。これは便利ではあるが、他方、別の問題を生ずる。すなわち「権利はどの場所に所在するのか」という問題である。これは、国際取引における準拠法決定の問題につながるものである。後述するが、株券は存在するが集中保管機関に管理されており実際には株券が流通しないというかたちでのペーパレス化の場合（後述、不動化といわれるもの）、準拠法は、国際私法上の原則により証券所在地とされる。すなわち、所在地法が適用されるのであるが、国際的な証券取引の場合、証券の権利者が、実際にどの国に証券が保管されているのか

(二) ペーパレス化の方法

有価証券のペーパレス化とは無券面化だけを意味するものではない。もう少し意味が広いものである。ペーパレス化とは「権利移転方法の帳簿化」を意味するものであるから、要するに、「帳簿を管理する機関」、すなわち「口座管理機関」の口座簿上の記載だけで権利移転が可能になるような法的仕組みであればよい。それに証券の「不動化」、「大券化」、「無券面化」の三つの方法があるといわれる。

まず、「不動化」であるが、現在の日本の株券保管振替法にもとづく株券保管振替制度がこれにある。証券保管振替機構（株）が保管振替機関（預託機関）として株券の預託を受けたが、株主は証券保管振替機構が混載寄託する株券に対して共有持分を有するという構成である（同法二三条・二四条）。そして共有持分の内容（株式の銘柄、種類、数量）などについては、口座簿の記載による。株主は口座の記載どおりの共有持分を預託株券に対して有すると推定される（同法二四条）。株券という券面が存在することから、口座簿の記載を有価証券の交付と同じ効力を有するものとして扱うことにより（同法二七条）、権利移転の帳簿化を実現するものである。次に「大券化」である。ユーロ債などで用いられる方法で

を知らない場合、または、思いもよらぬ国に証券が保管された場合、予想外の国の法律が準拠法として適用されるという問題を生ずる。例えば、スイスの会社の株式を買ったところ、現物である株券はベルギーの保管機関にあたるとするべルギー法が適用されることになる（証券の所在地法主義）。しかも多くの場合、証券の購入者が自己の証券がどこに保管されているのかを知るのは非常に困難である。

ペーパレス化といつてもこのように証券の券面が物理的に存在している場合は、かりに所在地さえ判明すれば一義的に準拠法は決定可能であるが、完全に無券面化された証券の場合は、そもそも「どこの国に権利が所在するのか」を決めることは極めて困難である。サーバー所在地か、管理センター所在地か、複数のミラーサーバーがある場合はどうに考えるのか等、当事者の準拠法合意がない限り、準拠法の決定は極めて困難となるという問題がある。このような国際取引上の紛争を生ずるのは、証券の譲渡当事者間におけるほか、証券の担保権者との関係（担保権の有効性や対抗要件具備、担保権実行等）や口座管理機関が倒産した場合などである。

最後に、ペーパレス化がもつとも徹底したものが「無券面化」であり、法律上の措置が必要である。平成一六年改正後の旧商法は定款において株券不発行を定めることができるとしていたが（旧商法二三七条）、新会社法では、株券不発行が原則であり、株券を発行するにはその旨の定款の定めが必要となる（会社法二二四条）。ただし、既存の株式会社については整備法七六条四項により株券発行の定款の定めがあるものとみなされる）。旧商法における株券不発行制度の原則と例外を逆転させたものである。株券が存在しないのであるから、上述の株券保管振替制度は適用できないので、無券面株式にあわせて改正された社債・株式等振替法が上場会社に適用される予定であることは先述した。社債・株式等振替法の適用ある株式（振替株式）については、券面が無いことから、振

替口座簿の記載が証券の交付・所持とパラレルになるよう制度がつくられている。振替株式の権利の帰属は、振替口座簿の記載により定まる（同法二二八条）。すなわち、譲渡は振替口座簿に譲渡された株式数の増加の記載を受けなければその効力を生ぜず（同法一四〇条）、振替口座簿に記載された株式についての権利を適法に有すると推定され、振替口座簿へ記載による善意取得も認められる（同法一四四条）。

有価証券法理との関連では、次のようにいえよう。「不動化」の場合は、有体物としての有価証券は存在するので、有価証券法理は存続し適用される。「大券化」も、不動化の場合と基本的に同じである。大券化は、有価証券法理の適用要件を充たすために大券を一枚だけ発行するという技巧的な方法であるといえる。「無券面化」の場合、有体物としての証券は存在しないことから、そのままで有価証券法理の適用はない。そこで有価証券法理に代わる立法措置による手当てが必要となるといえる。

IV 新会社法における無券面化株式に係る規整

新会社法においては、株券不発行、すなわち株式は無券面

発行会社の場合、もはや株券が存在しないことから設定できず、登録質のみとなる。株券発行会社の場合は、株券の占有者は適法な権利者との推定がなされ、善意・無重過失の株券取得者には善意取得が認められるが（一二三一条一項・二項）、株券不発行会社の場合は、株主名簿の記載に法律上の推定的効力も善意取得の制度の適用もない。

また、株券発行会社の場合は、株券を会社に提示して株式取得者が単独で名義書換請求が出来るが（法一三三三条二項、会社法施行規則二二条二項一号）、これは、株券の所持人が適法な権利者との推定が働く（一二三一条一項）ことによる。これに対して株券不発行会社は、株式譲渡が意思表示のみによって行われるので、通常の売買取引等による株式取得者は、自己が株式の適法な取得者であることを示す証拠を有するわけではないので、株券発行会社のように株券を提示しての株式取得者单独での名義書換請求はできず、譲渡人である株主名簿記載の株主と共同で名義書換を請求することになる（一二三二項）。

このように株券という有価証券をなくしたことにより、株券という有体物がなくなることから略式質はなすことができず、また、譲渡方法、対抗要件、善意取得、株主名簿の名義

が原則であり、株券を発行する旨を定款に定めることにより、株券が発行できる（二二四条）。既存の株券発行会社においては、会社法施行時の本年五月一日に、株券発行をする旨の定款の規定があるものとみなされる（みなし定款規定、整備法七六条四項）。

株券発行会社における株式譲渡の効力要件は、譲渡の合意と株券の交付であるのに対し、株券不発行会社では、譲渡の合意、すなわち意思表示のみで譲渡の効力は生ずる。対抗要件については、会社に対する対抗要件と会社以外の第三者に対する対抗要件とに分けて述べる。まず、会社に対する対抗要件は、株券発行会社および株券不発行会社のいずれの場合も、株主名簿への記載である（二二三〇条一項）。会社以外の第三者に対する対抗要件は、株券発行会社の場合は、株券の占有であるのに対し、株券が存在しない株券不発行会社においては、株主名簿への記載である（二二三〇条一項・二項）。このように、券面なき株式の場合、公示手段としての株券の占有という方法をとれないでの、会社を含むすべての第三者に対する対抗要件は、株主名簿への記載に一本化されることになる。

株券が存在しないことから、従来の券面の存在を前提とした株式の担保化の方法にも変更を生ずる。略式質は、株券不発行会社における株式の記載により権利移転を実現するものである。

V 間接保有証券制度 —株券保管振替制度および株式振替制度

先述のように、現在の上場株式については株券保管振替制度が適用されているが、二〇〇九年六月八日までに株式振替制度に一斉に移行が予定されている。いずれも証券口座管理機関による間接保有形態による株式について、証券口座の帳簿上の記載により権利移転を実現するものである。

(一) 株券保管振替法による株券保管振替制度

一般的の株主は、証券会社等（参加者という）を通じて株券を保管振替機関に集中預託し、株主名簿上はこの機関への名義書換が行われる。証券会社等の制度への参加者は、保管振替機関に口座を保有し、一般の株主は参加者（証券会社等）に口座を有する。そして保管振替機関に預託された株式の譲渡は、口座間の振替記帳によって行われる仕組みである。

先述のように、株券の存在を前提とし有価証券法理を存続

させるかたちで、制度が設計されている。すなわち、口座の記載に適法な権利者の推定効を与え、また、口座の振替記帳をもって株券の交付があつたものと擬制し、有価証券法理を適用している（二七条）。

会社に対する権利行使については、預託株券については、株主名簿上は保管振替機関の名義となるが、会社に対し預託者である本来の株主の氏名を記載した実質株主名簿というものを作成することを義務づけて、株主の会社に対する権利行使や会社から株主への通知等は、この実質株主名簿に基づいて行われる（二九条以下）。

（二）社債・株式等振替法による株式振替制度

二〇〇四（平成一六）年の株式等決済合理化法により、従来の社債振替法の対象を株式まで拡大したが、株式振替制度の部分は、二〇〇九（平成二一）年六月八日までに政令で定められる一斉移行日まで未施行である。

この株式振替制度のもとでは、株式の完全ペーパレス化が前提とされることから、もはや株券保管振替法のように有価証券を存続させるかたちでの制度設計はなされていない。有価証券法理とは離れて、振替株式については、振替口座簿へ

の記載により権利移転・対抗要件具備が生ずるような規整がなされている。まず、振替株式の権利の帰属は振替口座簿の記載により定まる（一二八条一項）。振替株式の譲渡・質入は、譲受人・質権者がその保有する口座における保有欄・質権欄に譲渡・質入の株式数の増加記載を受けることで、その効力を生じ同時に対抗要件も具備される（一四〇条・一四一条）。株式の譲渡や質入に関して株主名簿への記載を対抗要件とする会社法の規定は適用されない。

振替株式についても善意取得を認めるが、その場合、すべての株主の有する振替株式の総数が会社の振替株式の総数を超える可能性を認める。これは従来の有価証券に認められた善意取得制度とは性質を若干異なるものではないかと思われる。決済のファイナリティの確保および取引の安全の保護がその趣旨ではあるが、コンピュータ処理を前提とした振替システムへの信頼性維持の側面もあると思われる。このように会社の振替株式の発行総数を、すべての株主の振替株式の総数が超えるに至った場合には、①発行会社との関係では、株主は按分比例で株主権を有することとする一方で、②一定の口座管理機関と振替機関が超過株式の消却義務を負うほか、③損害賠償責任を負うものとされる。

株主と会社との関係の処理は、株券保管振替制度の場合よりも複雑である。①「総株主通知」と称して、振替機関は基準日等における自己及び下位の口座管理機関の振替口座簿の内容を発行会社に通知しなくてはならず、発行会社はその通知を受けたときは、株主名簿に通知事項等を記載しなければならず（一五一条）、それにより名義書換がなされたものとして取り扱う（一五二条）。②発行会社は、正当な理由があるときには、振替機関に対し一定の費用を支払って、一定日の株主についての通知事項を通知することを請求することができ（一五一条八項）。③超過記載等に関する消却義務の不履行により加入者（株主）が会社に対抗できる保有株式が単元未満になった場合には、一議決権未満の議決権行使する（一五三条）。④振替株式についての少数株主権行使については、株主名簿に記載が無くても一定期間会社に対抗できる（一五四条）。このように会社法の特例的扱いが多いのが特徴である。

帳簿化がコンピュータによりなされ、証券の物理的な受け渡しを必要としないことから、証券取引の国際化が進むことになる。先進諸国では、市場で流通する証券については、この間接保有形態による証券保有が主流であるが、かねてから、間接保有形態の証券の国際取引における準拠法の不明確性から生ずる法的不安定性が指摘されてきた。⁽³⁾

日本法にあてはめて述べれば、債権者・債務者間の担保権設定契約は、債権的法律行為とされ、法例七条により、当事者が定めた国の法律が適用されることになる。他方、担保権の第三者に対する効力、すなわち、対抗問題に関しては、物権的法律行為とされ、法例一〇条が適用される結果、証券の券面の所在地法（券面がある場合）が適用されることになる。券面がない場合についての準拠法については、定説はない。

なお、証書・証券が「有価証券」かどうか、すなわち、権利が証券に結合し券面に表章されているかどうかは、権利自体の準拠法によるとされる。つまり、権利の準拠法上、有価証券とされれば、券面という動産の物権問題として処理され、法例一〇条によれば、証券の所在地法による。権利の準拠法上、債権であるとされれば、債権譲渡として処理され、法例一二条により債務者の住所地法によることになる。

VI 間接保有証券の国際取引上の法的リスク

既に見てきたように、証券保管振替機関により証券の保有がなされる間接保有形態の証券においては、権利移転方法の

完全ペーパレス化された証券、すなわち無券面の証券の場合は、国際取引においてどこに無券面化された権利があるといえるのか（権利はどの場所に所在するのか）について一義的に明確な基準はなく、準拠法の決定上困難な問題を生ずる。さらに、無券面の証券の取引は、債権的法律行為か物権的法律行為かという性質決定の問題をも生ずる。

」のよう準拠法の不明確性および法律関係の性質決定上のリスクが問題となるのである。例えば、物権を設定したところ、実は、債権を有するに過ぎないと事後的に裁判所で性質決定されるおそれがあるといえる。また、物権とされた場合は、券面の所在地法が適用されるリスクがある。券面の所在地が当事者にとって明らかであるか予想の範囲内であればよいが、例えば、かりに証券が思わず國に保管されていた場合、その國の法律が適用されるリスクがある。また、複数の国に分散して証券が混載寄託されていた場合には、目的となる券面が特定できないので、所在地法が定まらない（適用不能）という問題を生ずる。証券の所在地法適用の問題については、次の判例が参考となる。

- ・山形地裁酒田支判平成二年一月一日（金融商事判例一〇九八号四五頁）（第一審）

なくとも默示的に日本法に準拠する旨の意思を有していたものと推認するのが合理的である。また、原告の不当利得返還請求権の成否については、更に法例一一条一項によつても日本法が適用されることになる。そこで、以下日本法の適用を前提に論ずる。」

この判例については、次のような批判がなされている。⁽⁴⁾ すなわち、ワラントの権利譲渡の問題は物権の問題であつて、権利譲渡の原因となつた売買契約とは別に定められるべきものである。売買契約の準拠法は法例七条により当事者の意思により決定するとしても、権利譲渡の成立については、法例七条とは別の単位法律関係において指定される準拠法による判断がなされるべきであったとの批判である。本件判決は、証券所在地法主義による不都合回避（本件ではベルギー法の適用回避）のために、あえてそのような判断をなしたものといわれている。

・仙台高裁秋田支判平成二年一〇月四日（金融商事判例一〇六号四七頁）（控訴審）

〔準拠法について（第一審）〕「本件の争点について判断する前提として、日本国又はベルギー国（本件ワラントを表章する有価証券の保管場所とされているヨーロクリアの所在地）のいずれの法律に準拠すべきかが問題となる。原告の本訴請求は、本件売買契約の無効又は債務不履行に基づく契約解除を原因とする債権的請求であるから、その争点である契約の効力及び解除の成否について適用されるべき準拠法は、第一次的に契約当事者の意思により定まるものと解される（法例七条一項）。これを本件についてみると、本件売買契約に先立ち、原被告間で取り交わされた外国証券取扱口座設定約諾書（乙四三、四四）には、右事項に関する準拠法を明示した規定はないが、同約諾書の一三条三号に、外国有価証券の保管方法については、当該売買等の行われた国の諸法令及び慣行に従う旨の規定があるほか、本件売買契約が締結され、代金の決済が行われた場所は日本国であり、原告の住所地及び被告の本店所在地も日本国である上、本件ワラントの各発行会社が日本法人であること（以上、当事者間に争いがない事実及び弁論の全趣旨）等の事実からすると、原告及び被告は、少

VII ハーグ間接保有証券準拠法統一條約

(1) 間接保有証券の国際取引における不安定要因の除去の側面

この間接保有形態の準拠法の不明確さを取り除き、国際的な証券取引における法的安定性を高めるためにハーグ国際私法会議において条約案が検討され成立した。⁽⁵⁾ これが、ハーグ間接保有証券条約といわれるものである。正式には、「間接保有証券の準拠法に関するハーグ条約」（Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in respect of Securities held with an Intermediary）といふ。現在、」のハーグ条約は米国、欧州各国、日本などで批准が検討されている。

間接保有証券の国際取引の不安定要因の除去には二つの側面がある。ひとつは、既に述べた、準拠法決定のルールの明確化であり、ハーグ間接保有証券条約がそれを目的とする。当初は早期に各國加入が見込まれたが、本来の目的とは別に政治問題化し批准は一時頓挫した状況にある。⁽⁶⁾ もうひとつは、間接保有証券取引に関する実質法の統一である。ユニドロワが二〇〇五年五月から審議中のユニドロワ間接保有証券に関

する実質規則統一⁽¹⁾条約草案（最新草案は、11〇〇六年三月一四日採択のもの）（Preliminary Draft Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities）がそれであるが、条約成立にはまだ時間がかかりそうな状況である。証券の国際的取引において現物の受け渡しが行われることは稀であり、ほとんどが間接保有形態で取引される。したがって、準拠法決定ルールが明確化され、かつ、実質法がほぼ統一されれば、取引に付随する法的不安定要因はほぼ除かれるといえる。ユニドロワの間接保有証券の実質規則統一⁽¹⁾条約は草案段階であり、まだ条約成立には時間がかかる。そこで、いまや批准段階を迎えたハーゲ間接保有証券条約について、いく簡単に述べることとする。

（II）ユニドロワ間接保有証券に関する実質規則統一⁽¹⁾条約草案

ハーゲ条約の説明に入る前に、UNIDROIT 条約草案について若干の説明を付しておく。まず、ユニドロワ条約草案が採用する規律方法の特徴として、次の三点があげられる。⁽²⁾① Internal Soundness and Compatibility、② Functional Approach、③ Internationalityである。

- ①Internal Soundness and Compatibilityは、各国の国内実質法として採用する事が望ましいと思われる口座管理機関によって保有される証券の取得、処分、換価等に適用されるべき単純かつ明確な規則を提示すること（internal soundness）であり、そのような取引に適用される各国間の規則の互換性（compatibility）を促進することを目指している。
- ②Functional Approachは、可能な限り中立的用語を用い、かつ法的概念ではなく事実を基礎として達成すべき結果を規定し、結果達成のための方法については、各国の裁量に委ねることで、異なる伝統や法律概念を有する様々な法システムを前提に規律を設けようとする条約草案作成の新たな手法である。
- ③Internationalityは、条約草案が、純粹国内取引と国際取引の区別が困難であることを理由に、国際的な取引だけでなく純粹な国内取引についても規律の対象とすることである。

このような三つの特徴的アプローチを有するユニドロワ条約草案の審議では、次のような項目が、国際的に実質的な統一をなすべきものとして検討されている。①口座への記録の

効力、②口座への記録により口座名義人に与えられるべき権利、③証券取引（取得、処分、担保提供等）に関する規則、④口座名義人と口座管理機関との関係、⑤口座管理機関に対する指図、⑥差金決済、⑦担保権の実行、⑧担保証券の利用権などである。

（III）ハーゲ条約起草過程での主な論点

ハーゲ条約の起草過程で問題となつた論点はいくつかあるが、次の四点を紹介する。ことに間接保有証券の準拠法の連結点が最大のものである。

まず、第一に、「証券」の対象に「現金（cash）」を含める

か否か（一条（一）項（a）項）が問題とされた。間接保有型の現在の決済システムでは現金の決済も行われているが、それを条約対象に含めるのかという問題である。この議論は、EUの決済ファイナリティ指令が「現金」についても決済対象としたことの影響を受け、ハーゲ国際私法会議でも問題となつたものといわれる。結局、「証券」の定義から現金は除外され、「あらゆる株式、債券もしくはその他の金融上の証書もしくは資産（現金を除く）又はそれらに関する利益をいう」とされた。

- ①Internal Soundness and Compatibilityは、各国の国内実質法として採用する事が望ましいと思われる口座管理機関によって保有される証券の取得、処分、換価等に適用されるべき単純かつ明確な規則を提示すること（internal soundness）であり、そのような取引に適用される各国間の規則の互換性（compatibility）を促進することを目指している。
- ②Functional Approachは、可能な限り中立的用語を用い、かつ法的概念ではなく事実を基礎として達成すべき結果を規定し、結果達成のための方法については、各国の裁量に委ねることで、異なる伝統や法律概念を有する様々な法システムを前提に規律を設けようとする条約草案作成の新たな手法である。
- ③Internationalityは、条約草案が、純粹国内取引と国際取引の区別が困難であることを理由に、国際的な取引だけでなく純粹な国内取引についても規律の対象とすることである。

第一に、条約の対象となる「処分」の内容とは何か（一条（一）項（h）項）が問題となつた。金融実務で最も切実な間接保有証券に対する担保権設定の準拠法を明確にしたいが、

担保取引の定義が難しいことから生じた議論である。特に金融実務で主流の譲渡担保などを含めるためには、担保設定について、どのような定義が適切かが問題とされた。間接保有証券への担保設定については、世界的には質権設定型より譲渡担保型の担保設定が主流であるが、譲渡担保の場合、売買との区別が困難であることが問題となつた。そうすると完全に権利を移転するような売買目的の権利移転をも条約の対象に含めるのかが問題となつた。

「处分」の定義は、「譲渡又は担保の手段としての権利者の地位の移転及び占有型であると非占有型であるとを問わず担保の設定をいう」とされた。

第三に、証券の内容である権利が物権なのか債権なのかの性質決定という事項を条約の対象にすべきか否かという問題がある。これは、口座管理機関の倒産の際に、投資家が保有する券面なき証券が口座管理機関の一般債権として扱われることにに対する懸念から論じられたものである。物権と性質決定されば、倒産した債務者である口座管理機関の一般財産

ではないことから、投資家は取戻権を行使することができるが、債権と性質決定された場合は、投資家も他の一般債権者と同様に破産債権者としての地位においてしか保護を受けられなくなるからである。

そもそもこのような倒産法上の問題解決という性格の異なる複数の機能を条約に与えるべきかについては異論もあり、結局、証券の権利内容が物権であるか債権であるかについての性質決定に関しては、条約の対象としないこととなつた。したがつて、条約により決定された準拠法が物権的権利に取戻権を認めており、証券の権利内容が物権と認められれば、投資家は口座管理機関の倒産時にも救済される余地があるということである。

なお、証券の発行会社と証券の権利者の関係（会社と株主との関係など）といった事項は、条約の対象外であることに異論はなかつた。

第四に、準拠法選択の連結点をどうするかは、最も議論された問題である。考えられる連結点としては、①発行会社の設立準拠法・所在地法、②証券の所在地法、③集中決済機関の所在地法・設立準拠法などがあるが、いずれも証券の権利者である投資家には関連性の薄い連結点であるとの批判が

強かつた。これらは、Look Through Approachといわれたが合意に至らず、投資家が現実に証券口座を有する口座管理機関の所在地法、すなわち PRIMA::Place of the Relevant Intermediary Approachがとられることとなつた。PRIMAの優れている点は、口座管理機関に分かりやすく、複数の種類の証券を同時に処分する際にも同一の準拠法によることが可能というメリットがある点である。

次に、PRIMAは正確にはどこになるのかが問題となつた。というのも、コンピュータ・ネットワークにより結ばれた電子帳簿で管理された証券に関するデータの場合、証券口座の所在や実際に管理を行つている場所の特定が困難という現実があるからである。

この問題については、二つの解決の方向性が議論された。第一は、客観的に関連口座管理機関の所在地を探求し特定しようとする立場であるが、事後のにしか準拠法が確定せずに不安定と実務から批判がなされた。第二は、所在地の特定が困難なことを認め当該口座管理機関が事務所を有する国のうちいずれかを当事者に選択させる立場である。この第二の立場においては、どこまで当事者自治を認めるかが議論の焦点となつた。

株式のペーパレス化と間接保有証券の国際取引上の法的リスクについて

この当事者に選択を認めるという第一の立場は、当事者自治を導入するものであるが、権利の帰属という物権的問題を目的物所在地という客観的な連結点により決定していた従来の国際私法における理論的整理から逸脱するともいえる。しかし、コンピュータ・ネットワークの発達など電子的インターネット環境の変化からはやむをえないのではないか⁽¹⁾。結局、条約の四条・五条がその結論であるが、実質的には、当事者自治を大きく認めた結果となつた。

(四) ハーゲン条約の適用対象事項と準拠法決定ルール

ハーゲン間接保有証券条約は、全部で「四条からなる条約」であるが、二条が定める「条約及び準拠法の適用範囲」に関する事項については、四条の準拠法選択の「原則規定」および五条の準拠法選択の「予備的規定」により定まる準拠法が適用されるということが、条約の中核的部分である。

二条一項は、口座管理機関により保有される証券に関する次の事項の準拠法を決定するとしている。それは七つの事項である。

①証券口座への証券の増額記録に起因する権利の法的性質並びに口座管理機関及び第三者に対する効果

②口座管理機関によって保有される証券の处分の法的性質並びに口座管理機関及び第三者に対する効果

③口座管理機関によって保有される証券の処分の対抗要件具備 (perfection) の効果

*一条一項(i) 項の「対抗要件具備 (perfection)」の定義は、「処分の当事者以外の者に対する当該処分を有効にするために必要なすべての手段の完了をいう」とされる。

④口座管理機関によって保有される証券に関する利益が他の者の利益を消滅させるか又は他の者の利益に対して優先するか

⑤口座管理機関によって保有される証券に関する利益を口座名義人又は他の者と争う口座名義人以外の者に対する口座管理機関が負う義務

⑥口座管理機関によって保有される証券に関する利益の換価利益の換価の要件

⑦口座管理機関によって保有される証券の処分が配当、収益もしくはその他の利益の分配を受ける資格又は償還金、売却金もしくは他の代わり金 (proceeds) に及ぶかどうか

準拠法選択に関する原則規定である四条は、「一条一項に掲げるすべての事項についての準拠法は、「口座管理契約において

て、その口座管理契約を規律する法律として明示的に合意された国の法律（ただし、口座管理契約によって当該事項について他の国の法律を適用することを明示的に定めた場合には、「その法律」）によるとする。すなわち、口座管理機関と証券口座の保有者との間の合意により自由にどの国の法律でも準拠法に選択できるようみえるが、四条一項ただし書で制限を加えている。特定の証券口座の名義人のためにその証券口座を管理する口座管理機関（以下、関連口座管理機関という）が、当該準拠法選択の合意の時において、事務所（単なるオペレーションセンターやコールセンター、郵送センター、書類保管センターのようなものは、ここにいう事務所とはされない。四条一項ただし書・二項参照）を有している国しか指定できない。つまり、口座管理機関が口座内容の管理を実際に行っている事務所所在国のみを選択できるとされる。までの限定により、PRIMAのPlace of the Relevant Intermediaryというふうことを充たすものである。

四条一項による当事者の合意がない、または合意が無効であるなど、四条によって準拠法が決せられないときは、五条の予備的規定によって準拠法が決定される。五条は一項から三項まであり、一項、二項、三項の順に適用される。

一項は、書面（電磁的記録を含む）による口座管理契約において、関連口座管理機関が特定の事務所を通じて当該口座管理契約を締結したことが明示され、かつ、その内容が明確であるときは、その事務所所在国が準拠法となる旨を定める。二項は、一項によって準拠法が決定されない場合、口座管理制度開設の時）において、関連口座管理機関が設立若しくはその他の態様によって組織される際の準拠法所属国において効力を有する法律が準拠法となる。

三項は、一項または二項によって準拠法が決定されない場合において、口座管理契約が締結された時（口座管理契約が無い場合は、証券口座開設の時）において、関連口座管理機関が営業所（複数の営業所がある場合には主たる営業所）を有する国において効力を有する法律が準拠法となる。

以上、四条または五条によって決定された準拠法が二条が規定するすべての事項について規律するという構造をとるものである。しかし、条約草案の審議過程でも問題となつたが、すべての問題を解決するには解釈による補充も当然必要である。例えば、結論には異論がないものの明文規定がないことから次のような問題が生じるとされる。⁽¹⁾すなわち、証券譲り受けの法的性質が明確化されないとされる。

渡人Aと関連口座管理機関Bは甲国を準拠法とし、譲受人Cと関連口座管理機関Dは乙国を準拠法とし、譲受人C

についてはどうなるかというものである。結論として、乙国法適用に異論はない。ただ、口座名義人Aが担保権者Bに対し

て担保設定を行う場合の担保の記録方法は、法制により異なり、①Bの口座に記載する国と、②Aの口座に記載しBの口座には記載不要でありそもそもBには口座自体が不要の国とがある。この場合、準拠法はどうなるのかという問題がある。これについては、①についてはBと口座管理機関が合意した国の法律が準拠法となり、②についてはAと口座管理機関が合意した国の法律が準拠法となるとされる。

VIII 条約批准前ににおける目的物所在地主義から生ずる法的リスクへの対応

株券の存在を前提とした場合は、法例一〇条の目的物所在地主義が適用されるのが原則であるが、判例には、法例一〇条の目的地所在地法主義を解釈により緩和したものがある。

船舶について旗国法、運行の用に供されている自動車について利用の本拠地法を適用したものである。

- 最判平成一四年一〇月二九日（民集五六巻八号一九六四頁・判例タイムズ一一〇号一一八頁・判例時報一八〇六号四頁）
「自動車につき「利用の本拠地」法を認めた判例
- 松山地判平成六年一一月八日（判例時報一五四九号一〇九頁）
「物権準拠法は目的物の所在地法による（法例一〇条一項）が、船舶や航空機の如く常時移動してその物理的な所在地の確定が困難であり、又は確定可能な場合にも、偶然に所在する場所により物件関係を決定することが不適当・不可能なものについては、右の所在地法は、登録地法（旗国法）を意味すると解されている。」
- ・自動車につき「利用の本拠地」法を認めた判例

行の用に供され広範囲に移動することが可能な状態のものと、
そのような状態にないものの二種類があることになる。」

「自動車が広範囲な運行の用に供されており、その物理的な所在地が変動している場合に、自動車の物理的な所在地を基準として準拠法を決めようすると、当該自動車の移動とともに準拠法が変動することになり、また、特定の時点における当該自動車の物理的な所在地を確定することにも困難が伴うことがあるため、準拠法の決定が不安定になるという不都合が生ずる。このように自動車についての権利の得喪とその所在地国等の利害との関連性が希薄になっているといえる場合には、当該自動車が利用の過程でたまたま物理的に所在している地の法を準拠法とするよりも、その利用の本拠地の法を当該自動車の所在地法として、これを準拠法とするほうが妥当である。このような運行の用に供し得る自動車が取引の対象になっている場合、買主はその自動車の登録や管理の状況など当該自動車の本拠地を知るための情報を容易に得ることができるはずであるから、当該自動車が利用の過程でたまたま物理的に所在している地の法を準拠法とするよりも、利用の本拠地の法を準拠法とするほうが、買主にとっての法的透明性がより高く、取引の安全に資することになる。」

(一) 判例の分析―物権問題の目的物所在地主義の例外を認めるための要件

これらの判例に共通するのは、①ある物に対する物権的権利の得喪と偶々その物が物理的に所在する地の利害との関連性が希薄になっていること、および、②適用されるべき準拠法を特定するための情報を、取引相手や第三者が容易に知ることができ、目的物所在地法を準拠法とするよりも法的透明性がより高く取引の安全に資すること、の二点があげられる。これは、まさにハーゲ条約制定の発端となる認識と一致しているといえる。

ハーゲ条約のPRIMAアプローチについていえば、上記①については、確かに間接保有証券の処分の有効性と券面の物理的所在地の利害との関連性とは希薄である。しかし、上記②については、PRIMAは、取引相手や第三者が容易に知ることができ、法的透明性がより高く取引の安全に資するといえるかが問題となる。検証が必要であろうが、間接保有証券の準拠法の定め方に關する「条理」として批准前の現段階でも受け入れる余地があるとも考えられよう。

IX 條約批准による現状の改善

および国内法改正の要否

(一) 條約批准による現状の改善

ハーゲ条約が批准された場合に、①準拠法決定問題、②複数国に保管された証券に関する訴訟、③担保権設定に係る対抗要件の具備について、現状がどのように改善されるのかについて簡単に述べる。

まず、①準拠法決定問題であるが、日本の裁判所で訴訟が提起された場合、現状では法例10条の適用により証券の所在地法が適用される可能性が高いが、条約批准後は、ハーゲ条約四条・五条により口座管理契約で合意された国の法律が適用される。外国裁判所で訴訟が提起された場合、現状は、当該裁判所が所属する国の国際私法ルールにしたがう。ハーゲ条約批准後は、関係当事国がすべてハーゲ条約批准国なら上記に同じくハーゲ条約四条・五条により口座管理契約で合意された国の法律が適用される。批准していない国が訴訟当事国に混在した場合は、現状と同じく当該裁判所が所属する国の国際私法ルールにしたがうことになる。

(二) 国内法の改正の要否

現在、法制審議会間接保有証券準拠法部会では、ハーゲ条約批准に向けて審議が進められているが、ハーゲ条約を批准した場合に、現在の社債・株式等振替法、株券保管振替法の改正を要するのかが問題となっている。ハーゲ条約の規定の

適用により日本法が準拠法となつた場合、日本法が外国株式や外国社債等にも適用されることになるが、次の三つの選択肢が法制審議会間接保有証券準拠法部会で検討されている模様である。①社債等振替法・株券保管振替法の私法的規定の類推適用により対応という考え方（社債等振替法七十三条から七十七条等、株券保管振替法二四条・二七三条等）、②外国有価証券については、我が国の制定法ではなく、混藏寄託理論という一般法理により対応という考え方、③約款により対応という考え方である。⁽¹⁾

【注】

- (1) 本稿は、二〇〇六年六月一七日に中国・南京大学において開催された第五回中日民商法研究会大会における報告原稿に若干の加除を施し簡単な注を付け加えたものである。本稿全般につき、二〇〇五年一二月五日に長島大野常松法律事務所において行われた "International Financial Collateral Arrangements and the Impact of Basel II on Japanese Banks" というセミナーにおける道垣内正人・早稲田大学教授による研究報告「間接保有証券を担保目的とする取引の国際私法上の問題—準拠法決定に関するリスクへの対処—」に負うところが大きい。殊にVI、VII、IXの部分は、道垣内教授の報告に依拠している。

(2) 神田秀樹「ペーパレス化と有価証券法理の将来」『河本一郎古稀記念・現代企業と有価証券の法理』（有斐閣、一九九四年）一五五頁以下参照。

(3) 以下は、前掲注（1）の道垣内教授の報告に負うものである。また、北坂尚洋「間接保有された有価証券の権利関係の準拠法—二〇〇一年EU指令、UCC及びハーグ条約草案のアプローチについて」阪大法学五二巻三＝四号三五二頁以下参照。

(4) 北坂・前掲注（3）三五六頁～三五八頁。

- (5) ハーグ条約については、さしあたり、早川吉尚「口座管理機関によって保有される証券についての権利の準拠法に関する条約草案」商事法務一六四二号四頁以下、葉玉匡美・和波宏典「口座管理機関によって保有される証券についての権利の準拠法に関する条約の概要」商事法務一六九七号八三頁以下、和波宏典「ハーグ国際私法会議第一九会期第一部の概要」口座管理機関によって保有される証券についての権利の準拠法に関する条約を中心としてー」民事月報五八巻九号四三頁以下、Roy GOODE, Hideki KANDA & Karl KREUZER, *Explanatory Report on the Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities held with an Intermediary* (NIJHOFF, 2005) など参照。

(6) 久保田隆「バーゼルII実施とHague条約批准・UNIDROIT条約成立の課題」比較法学（早大比較法研究所）三九巻一号二六〇頁以下。

- (7) <http://www.unidroit.org/english/workprogramme/study078/item1/main.htm> ふる入手可能である。
- (8) 久保田・前掲注（6）二五七頁参照。
- (9) 早川・前掲注（5）五頁～七頁参照。
- (10) 早川・前掲注（5）一二頁（注14）参照。
- (11) 和波・前掲注（5）五九頁～六一頁参照。
- (12) 前掲注（1）・道垣内教授の報告による。
- (13) 久保田・前掲注（6）二五七頁～二六〇頁参照。
- (14) 前掲注（1）・道垣内教授の報告による。

*本稿は、平成一六年～二年度・特定領域科学的研究費補助金（「金融監督規制の国際調和と相互承認の研究」）に基づく研究成果の一部である。