

平成 12 年 4 月 3 日
金 融 法 委 員 会

「証券の振替決済にかかる法制に関する中間論点整理」について

金融法委員会では、国債、社債、株式等の証券が譲渡されたり、それに担保が設定された場合の法律関係、とりわけ当該取引がクロスボーダーで行われた場合の法律関係について検討を行ってきたが、この度、この検討を通じて得られた内容を「証券の振替決済にかかる法制に関する中間論点整理」としてとりまとめた。

国債、社債、株式等の証券が市場において取引されると、証券および資金の受け渡しが行われることになるが、この決済が簡易・迅速・安全に行われることは、市場の効率性・流動性向上や投資家・金融機関等のリスク削減という観点からきわめて重要なことである。その意味で、証券決済システムは金融資本市場の重要なインフラストラクチャーといえることができる。このことは、証券の取引量が増大し、しかも取引がクロスボーダーで行われることも多くなっている今日では、一段と妥当する。最近、金融審議会第一部会の証券決済システムの改革に関するワーキング・グループや日本証券業協会の証券受渡・決済制度改革懇談会が設けられ、証券決済システムの改革の検討が開始されるに至ったのも、諸外国では決済期間の更なる短縮などの改革が進められている中で、わが国の証券決済システムを安全性、効率性、利便性の面で国際的に通用するものに整備していく必要があるとの問題意識に基づくものと考えられる。

このように、証券決済システムを金融資本市場の重要なインフラストラクチャーであると考えた場合、法制面では第 1 に、わが国の証券決済が安全かつ効率的に行われるために、わが国の法制上、証券決済にかかわる権利義務関係を明確で分かりやすいものにすることが必要になる。また、第 2 に、わが国でも海外の証券を譲渡したり、それに担保を設定する取引が増加するとともに、そうした取引に関する法的紛争がわが国の裁判所に持ち込まれる可能性が出てきている。その場合に、わが国の国際私法（法例）にしたがって準拠法を決定する必要があるが、現在の法例では、ペーパーレス化された証券決済にかかわる準拠法決定に法的確実性があるとは言い難く、この点を改善することも課題になると考えられる。

このような問題意識に基づき、本論点整理では、わが国の証券の振替決済（ブックエントリー）に関する法制に関する論点と、証券が振替決済によって受け渡しされる場合の準拠法の決定に関する論点を扱っている。

もとより、この問題については、なお、検討を要する点も残されている。当委員会でも、引き続き、本件について、審議していくことにしたい。

本論点整理において当委員会が提言する事項を予め掲げると、以下のとおりである。

提言 1. 「券面ある証券」および「券面なき証券」の双方を対象とする振替決済（ブックエントリー）の仕組みについて法制化を行うべきである（「券面なき証券」の存在を正面から認める規定を含むものとすべきである）。この場合、法制化の対象となる「証券」の範囲は、国債、社債、株式、CP などを含む、包括的なものであることが望ましい。また、その際、日本法を準拠法とする証券のみならず、外国法を準拠法とする証券をも視野に入れ、証券決済をめぐる法律関係についての準拠法決定に関し国際私法上の立法的手当てもすべきである。

提言 2. 立法の方式として、(A) 振替決済機関に関する規定を置き、それを中心としたブックエントリーの仕組み全体をデザインするタイプをとる場合には、証券口座帳簿に記載された者は、当該証券上の権利（例えば、社債や国債であれば発行者に対する元利払請求権など）を取得する旨の立法措置をとるべきである。また、(B) 投資家等と仲介業者との間のように、証券口座帳簿の管理にかかる直接の相手方との法律関係についての規定を置き、そのような関係が階層構造として重なることでブックエントリーの仕組みが形成されるタイプによる場合には、証券口座帳簿上に記載された者は、仲介業者等の相手方に対して、アメリカの UCC 第 8 編におけるセキュリティ・エンタイトルメントと同様な権利を取得することにすべきである。また、上記の権利者は、仲介業者や振替決済機関が倒産した際には、当該仲介業者等が保有する当該証券の限度で、その一般債権者に優先する旨の規定を明文化しておくことが望ましい。

提言 3. この振替決済に関する立法においては、権利移転の要件および対抗要件の具備は、証券口座帳簿の記載（＝そのための一定のデータ処理）を必要とし、かつ、それをもって完結するものとすべきである。

提言 4. 投資家等が帳簿上の権利を行使する方法については、当該証券の性質や振替決済の仕組みに応じた方法が、法律上、設けられるべきである。

提言 5. 上記の帳簿上の権利を担保とする取引については、担保権設定のための特別の仕組み（例えば、証券口座に担保口を設ける等）を設けることをせず、権利の譲渡の仕組みの中で当事者が担保取引を行うことにすることも考慮に値する。

提言 6. 日本の投資家が投資証券を海外のカストディアンまたは決済機関を通じて「間接保有」しているような場合における投資家の権利の譲渡および担保提供の有効性（第三者対抗要件具備の有効性を含む）を決定する準拠法については、現行の国際私法上の考え方との原理的整合性に留意しつつ、立法論としては、その投資家の名前が記載されている口座を保管するカストディアンまたは決済機関の所在地法とすることが望ましい。ただし、投資家の有する権利の性質や、券面が市場に流出した場合に、それを善意で取得した者の取扱い等の問題について引続き検討する必要がある。

証券の振替決済にかかる法制に関する中間論点整理

1. 証券の振替決済の類型と法律関係

(1) 振替決済の仕組みと基本的な法律関係

周知のように、現在、証券を譲渡したりそれに担保を設定する場合、当事者間で券面を物理的に授受することは少なく、何らかの方法により券面の物理的な移動を伴わない形で権利の移転を行うことがほとんどである（証券決済のペーパーレス化）¹。

こうした証券決済のペーパーレス化を実現するための典型的な仕組みは、権利の移転を証券口座帳簿上の記載によって行うものである。そこでは投資家のほか、多数の投資家から証券を「預かる」仲介業者（証券会社、銀行等のカストディアン）、仲介業者からさらに証券を「預かって」、帳簿上の振替を行う機関（振替決済機関）が存在し、それらが階層構造をなすのが通常である。このような仕組みを証券の振替決済（ブックエントリー）と呼ぶ。証券の振替決済は、アメリカの DTC、ベルギーのユーロクリア、フランスの SICOVAM のように世界中で行われており、わが国でも、株券等の保管振替制度や国債振替決済制度に基づく振替決済が行われている^{2 3}。

証券の振替決済においては、投資家、仲介業者、振替決済機関という階層構造の中で、権利の移転が証券口座帳簿上の記載によって行われる。例えば、ある証券 100 単位につき、仲介業者 P に証券口座を有する投資家 A が、仲介業者 Q に証券口座を有する投資家 B に譲渡を行ったとしよう。これに伴う権利の移転を振替決済で行う場合、仲介業者 P にある証券口座帳簿の投資家 A の口座から当該証券 100 を引き落とす、

¹ 証券決済のペーパーレス化に関しては、神田秀樹「ペーパーレス化と有価証券法理の将来」河本一郎先生古稀祝賀『現代企業と有価証券の法理』155 頁以下（有斐閣、1994）、石黒一憲「集中的証券決済システムと国際倒産」『国際金融倒産』370 頁以下（経済法令研究会、1995）およびそれらで挙げられた文献を参照。

² わが国では、ペーパーレス化の仕組みとして振替決済のほか、国債や社債について登録機関における登録を権利移転の対抗要件とする登録制度（社債等登録法や国債二関スル法律第 3 条に基づく）がある。これは、最終投資家はその名義で直接登録機関に登録する仕組みになっており、階層構造をとることは想定されていないもので振替決済とは異なるものであるが、以下の議論の整理に際しては、登録制度についても適宜触れることにする。

³ 最近では、電子証券とも呼ぶべきタイプのペーパーレス化が提唱されるに至っている（例えば、法務省、大蔵省共催の CP のペーパーレス化に関する研究会では、CP のペーパーレス化について、振替決済型（ブックエントリー型）とともに電子証券型も検討されている（法務省のホームページ <http://www.moj.go.jp> 参照））。この考え方は、現在の有価証券では券面が権利を表章している（券面に権利が化体している）のと同じように、個々の電子的な記録（電子的データ）を権利関係の基礎にするものである。電子署名等の情報技術を利用すればこのような電子証券の仕組みを実現することは技術的には十分可能であろう。ただ、諸外国でも未だ実現されていない新しいアイデアであることもあり、当委員会でもその法律関係について十分な議論が行われるに至っていない。このため、本「論点整理」では、基本的に振替決済について論じることにした。

振替決済機関 X にある証券口座帳簿において仲介業者 P の口座から当該証券 100 を引き落とし、仲介業者 Q の口座に当該証券 100 の記載を行う、仲介業者 Q にある証券口座簿の投資家 B の口座に当該証券 100 の記載を行う、という一連の証券口座帳簿上の記載が行われることになる。

しかし、「権利の移転を証券口座帳簿上の記載によって行う」といっても、法律論としては、どのような権利が移転したことになるのであろうか。つまり、証券口座帳簿への記載によって、帳簿に記載された者（上記の投資家 B）が何らかの権利を取得するのであるが、それがどのような権利であるのかということが振替決済の法律構成のうえで重要な論点になる（以下、証券口座帳簿への記載を受けた者が保有する権利を「帳簿上の権利」と呼ぶ）。

他方、本来、証券は券面に何らかの権利を表章するものとして生み出された法技術であり、例えば、社債券は社債権を表章するものである。以下では、こうした券面が本来表章する権利を「証券上の権利」と呼ぶ⁴。

証券の振替決済には、券面の存否等によっていろいろな種類のものが考えられ、それに応じて法律関係も異なりうる。しかし、帳簿上の権利の法律構成としては、「帳簿上の権利が証券上の権利と等しいとする構成」か、「帳簿上の権利は証券上の権利とは別の権利であるとする構成」かのいずれかの構成となるはずである。以下では、振替決済についていくつかの類型化を行うとともに、その法的論点を整理する。

(2) 券面の存否による類型

証券の振替決済に関しては、券面の存否により 3 つの類型を考えることができる。

「券面ある証券」の不動化・大券化

「券面ある証券」の不動化・大券化とは、券面は存在するが、それを振替決済機関やそこから預託を受けた機関において保管することにより、券面自体は流通させない仕組みとし、権利の移転を証券口座帳簿上の振替によって行うものである。券面の保管の形態としては、多数の券面が混蔵されるケース（券面の不動化と呼ぶ。例：わが国の株券等の振替決済）もあるし、券面が 1 枚の大券とされたうえで保管されるケース（大券化と呼ぶ。ユーロクリアではこのケースが多い）もある。不動化にせよ大券化にせよ、発行段階では券面が必ず発行され、振替決済の仕組みの中でもそれが存続するのが特徴である。

この「券面ある証券」の不動化・大券化においては、券面に権利が化体された状況が

⁴ 後述のように、振替決済の中には券面が全く発行されないものも存在するので、「証券上の権利」という用語は適切でないとの意見もあり得ようが、本稿では、そうしたケースにおいても「券面が発行されればそれが表章していたであろう権利」という意味で「証券上の権利」という言葉を使用することとする。

続いているものと考えられる。この場合、証券口座帳簿に記載された者が有する権利（帳簿上の権利）について2つの構成がありうる。

1 つは、混蔵寄託の法理などを用いて、帳簿上に記載された者は券面の所有権（したがってまた、証券上の権利）についての共有持分を持つという法的構成である。この場合、帳簿上の権利は証券上の権利と同一であることになる。日本の株券等の振替決済制度は、このような構成をとっている。

2 つ目は、券面についての所有権（したがってまた、証券上の権利）は振替決済機関等に移ることとし、帳簿上の権利はそれとは別の権利（例えば、券面の引渡を請求できる債権）であるとする構成である。そのような構成をとる場合には、証券上の権利と帳簿上の権利をどのように結びつけるかという問題が生じることになる。

「券面ある証券」の券面無効化

「券面ある証券」において、それが振替決済の仕組みに入ってきた部分につき、法律上、権利の券面への化体はずし、したがって、券面は単なる紙として廃棄されてしまう結果、本来の意味でペーパーレス状態となるものである（券面への権利の化体はずすことを「券面無効化」と呼んでおく）。例えば、振替決済ではないがこれと類似する制度である国債や社債の登録制度では、登録された部分につき、券面は効力を失うこととされている。この類型でも、券面が発行されることが前提になっていることは不動化・大券化の場合と同様である⁵。

この類型における帳簿上の権利の法的構成については、化体からはずれた証券上の権利（券面が表章していた権利）が誰に帰属すると考えるかによって2つに分かれることになる（これは、「券面ある証券」の不動化・大券化の構成が2つに分かれるのに対応している）。

化体はずれた時点での証券上の権利は、化体はずれる前の券面の所有者に帰属すると考えるのであれば、振替決済における帳簿上の権利は、証券上の権利と同一であるということになる⁶。

これに対し、証券上の権利は振替決済機関等に移転し、帳簿上の権利は証券上の権利とは異なる権利であるとの構成もありうる。その場合には、で述べたのと同様に、証券上の権利と帳簿上の権利をどのように結びつけるかという問題が生じる。

⁵ 社債や国債の登録制度では、投資家が発行当初から登録債の形態での保有を希望した場合、権利がいきなり登録されると考えているように見える（社債等登録法4条1項、国債規則21条、27条参照）。その場合には、券面の発行は観念されず、したがって券面の無効化という手続も生じない。

⁶ 社債や国債の登録では、登録が発行者その他の第三者への対抗要件となっているが、そこでは社債権や国債権という証券上の権利が登録記名者に帰属することが前提とされている。

「券面なき証券」

「券面なき証券」とは、ある証券について券面が発行されることを全く想定しない（証券の発行段階から券面は一切発行されず、権利者は券面の発行を請求できない）ものを指す。この場合には、券面はどこにも存在せず、券面の所有権は、証券の発行段階から観念されないこととなる。

このような「券面なき証券」の場合においても、証券上の権利（券面が発行されればそれが表章していたであろう権利⁷）はなお観念することができ、それが誰に帰属すると考えるかによって、帳簿上の権利の構成が異なってくると思われる。

例えば、「券面なき証券」を法律上の強制的な制度として取り入れたフランスでは、「帳簿上の記載が権利の帰属に結びついて」いる⁸。つまり、帳簿に記載された者が証券上の権利者となると考えられているようである。

これに対しアメリカでは、証券を「券面なき証券」として発行することが可能とされているが、その場合発行者との関係で誰が権利者であるか（証券上の権利の保有者は誰か）については、UCC(統一商事法典)第8編⁹8-207条によって、発行者またはそれから委託を受けた者の下で登録（register）された者が権利者として扱われることとされている。一方UCC第8編においては、証券の振替決済に関しては（3）で述べるように、帳簿上の権利はセキュリティ・エンタイトルメントという証券上の権利とは別の権利として構成されている。

(3) 証券の振替決済に関する法令の規定の仕方による類型

証券の振替決済について法令で規定する場合に、その規定の仕方により、2つの類型を考えることができるように思われる。

1つは、(A)振替決済機関に関する規定を置き、それを中心としたブックエントリーの仕組み全体をデザインするタイプである。まず振替決済機関を中心とするブックエントリー・システムを想定したうえで、仲介業者をそのシステムの参加者として、また投資家はそうした参加者にぶらさがる顧客として位置付けることとなる。そして、振替決済機関や参加者（仲介業者）の証券口座帳簿への記載に何らかの法的効力が付与される。わが国の株券等の保管及び振替に関する法律がこのタイプの典型例である

⁷ や の「券面ある証券」のペーパーレス化と異なり、はじめから券面が発行されないから、「券面なき証券」について「証券上の権利」という用語が適切かという議論があり得るが、この点については、注4参照。

⁸ フランスでは、1982年に法律によって有価証券の券面が廃止された。（山田誠一「フランスにおける有価証券の券面廃止」北村一郎（編）『現代ヨーロッパ法の展開』309頁以下（東京大学出版会、1998）参照）

⁹ アメリカのUCC(統一商事法典)第8編に関しては、木南敦「証券決済制度における物権法的構成と債権法的構成 統一商法典第八編による扱いについて」林良平先生献呈論文集『現代における物権法と債権法の交錯』（有斐閣、1998年）119頁以下参照。

ほか、ドイツ（有価証券寄託法<Depotgesetz>）、フランス（1982年財政法律94-条等）でもこのタイプがとられている¹⁰。

このタイプの法令では、証券口座帳簿に記載された者が有する権利の内容については、券面の存否等に応じ、券面の所有権、仲介業者等に対する請求権、証券上の権利そのもの、などいろいろなものが考えられる。

いま1つのタイプは、(B)投資家等と仲介業者との間のように、証券口座帳簿の管理にかかる直接の相手方との法律関係についての規定を置き、そのような関係が階層構造として重なることでブックエントリーの仕組みが形成されるタイプである。これは、アメリカのUCC(統一商事法典)第8編においてとられている。

UCC第8編の下では、ブックエントリー・システムを通じて特定の種類の証券に投資した者は、セキュリティ・エンタイトルメントと呼ばれる権利を有する。セキュリティ・エンタイトルメントとは、自らの証券口座を管理している者（仲介業者）に対する請求権と仲介業者が有する当該種類の証券に対する（優先的な）権利の束と捉えられる¹¹。ここでいう「当該種類の証券」には、仲介業者がその証券口座を管理している者に対して有するセキュリティ・エンタイトルメントも含まれる。すなわち、仲介業者がさらに上の階層の者（振替決済機関など）に対してセキュリティ・エンタイトルメントを有している場合には、投資家はそれについて優先的な権利を有することが明文で規定されており（8-503条(a)）、このような関係が積み重なることによって、ブックエントリーの仕組みが形成される。

(4) 振替決済システムに求められる基本的な2つの要件と法律構成

このように証券の振替決済にはいろいろな類型のものがあ、その法律構成にも様々なものがあ、る。しかし、どのような類型や構成をとるにせよ、法的には次の2点を確保することが基本になるとと思われる。

第1に、振替決済機関や仲介業者が倒産したときに、帳簿上の権利者が、証券上の権利を保有している場合と同様の意味合いで、倒産者の一般債権者に優先して処遇さ

¹⁰ 1998年EUで採択された「支払および証券決済システムにおける決済の終局性に関するEUディレクティブ」（EU Directive on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems (98/26/EC, 19 May 1998, OJ L166/45)もこのようなタイプの法令の存在を前提していると考えられる。

¹¹ 木南・前掲9、128頁以下では、セキュリティ・エンタイトルメントという概念を新たに導入したUCC第8編の1994年改正について、以下のように述べている。

「1994年改訂は、セキュリティの間接保有の現実に適合した内容の規定を提供することを目標とする。1994年改訂第8編は、セキュリティを間接保有する者の権利を扱うためにセキュリティエンタイトルメントという用語を導入する。セキュリティエンタイトルメントは独特な権利である。それは、金融機関を通じてセキュリティを保有する者がその金融機関および、その金融機関が保有する財産に対して有する権利の束をいうために使用される。」

セキュリティ・エンタイトルメントの具体的な権利の内容については、同130頁以下参照。

れるようにすることである。これは、振替決済の仕組みの下では、帳簿上の権利者が証券上の権利の「実質的な」権利者であることからの要請である。

第 2 に、権利の移転が、証券口座帳簿の記載のみをもって完結することである。振替決済の仕組みの最大の眼目は、権利移転の方法の帳簿化にあり、振替決済機関や仲介業者における証券口座帳簿の記載（実際には、そのためのコンピュータによる一定のデータ処理）に端的に法的効果が付与されることが望ましい。この場合、例えば、権利の譲渡人（または担保権設定者）が倒産しても、権利の譲受人（または担保権者）は、証券口座帳簿に記載さえされれば、倒産者の管財人や債権者から「権利は未だ譲渡人に属する」といった主張をされることがなくなる。

以下では、振替決済機関等の倒産時の優先権と権利移転の要件の観点から、帳簿上の権利の構成を整理する。

イ、券面についての所有権の共有持分という構成

(2) の「券面ある証券」の不動産・大券化においては、混蔵寄託の法理などを用いて、帳簿上に記載された者は券面の所有権（したがってまた、証券上の権利）についての共有持分を持つとの構成が多く利用されている。この構成では、券面の正当な所有者（証券上の権利の正当な権利者）は券面について物権的返還請求権を有するので、当該証券は振替決済機関や仲介業者の責任財産とならず、振替決済機関や仲介業者の倒産時にも取戻権を行使できることになると考えられてきている。この場合、証券上の権利を化体する券面という有体物の存在を基礎として、その券面の所有権を通じて、帳簿上の権利者の物権的な権利（優先権）を確保しているわけである¹²。これは、いわゆる有価証券法理に基づく帰結である。

この構成では権利移転の要件に関しても、券面の存在を基礎に、帳簿上の権利者から仲介業者・振替決済機関への振替の指図をもって、券面についての指図による占有移転が行われるものと構成する。これによって、譲受人は券面の所有権の移転につき第三者対抗要件を具備することになる¹³。

¹² もっとも、当該証券の証券上の権利（元利金の受取等）を取戻権の行使により確保するためには、券面についての物権的返還請求権そのものは必須ではなく、証券上の権利の正当な権利者であることが重要であると考え、券面という有体物の存在は、指図による占有移転によって（券面の所有権ではなく）証券上の権利を有効に取得できることの基礎になっているといったほうが正確であろう。

¹³ 理論上は券面がどのようなかたちで存在する必要があるかという問題がある。券面が混蔵寄託された証券に対する共有持分を譲渡する際に第三者対抗要件を具備する方法としては、自己の持分を混蔵寄託された証券の一部に特定・集中させ、そのうえで指図による占有移転を行うという方法がある（前掲注 1 神田論文参照）。これは伝統的な通説によれば共有持分のままでは指図による占有移転はできないと考えられてきたからである。これに対し当委員会では、特定・集中というプロセスを経ることなく、混蔵寄託物に対する持分の移転につき指図による占有移転によって第三者対抗要件を具備できると解することもできるとの意見もあった。

口、券面が存在しない場合および帳簿上の権利を証券上の権利とは異なる権利とする構成をとる場合

券面が存在しない場合((2)の、の場合)には、帳簿上の権利者に証券上の権利が帰属すると構成したとしても、券面についての所有権を物権的権利の基礎にすることはできない。この場合、帳簿上の権利 = 証券上の権利だとしても、証券上の権利自体が「債権」にすぎないとすれば、振替決済機関や仲介業者の倒産時に帳簿上の権利者は優先権を持たず、一般の破産債権者にすぎないことになるのであろうか。

帳簿上の権利 = 証券上の権利であり、帳簿上の記載によって権利者であることを第三者にも対抗できることが確立していれば、そのような結果にはならないと思われる。すなわち、証券上の権利自体が債権であっても、その債権の帰属を争う者(その債権が破産財団に帰属せず、自らに帰属すると主張する者)は、取戻権を行使できるはずだからである¹⁴。ただ、立法の際には、確認規定として明文の規定を置くことを妨げるものではないし、むしろ規定を置くことが望ましいと思われる¹⁵。

これに対して、帳簿上の権利を証券上の権利とは異なる権利とする構成では、券面の存否を問わず、明文の規定なくして、帳簿上の権利から上記の意味での優先権を導き出すのは困難であると思われる。換言すれば、帳簿上の権利を証券上の権利と異なる権利と構成する場合には、明文で、例えば「振替決済機関等の倒産時に、倒産者が保有する証券上の権利は、一般の倒産債権者への弁済原資とはならず、専ら倒産者が管理する証券口座帳簿上の権利者への弁済に充てられる」旨を定めておく必要がある。UCC 第 8 編は、8-503 条(a)においてその旨を明文で定めている。

権利移転の要件についてはどうなるか。ここでは証券の券面が存在しないので、それについての指図による占有移転という構成がとれない。このような場合の権利移転の手続は、その権利がどのような性質のものとするにせよ、特に明文の規定がない限り、指名債権譲渡の方法によるほかないと解釈されてきたように思われる。そうだとすると、帳簿上の権利をその記載のみによって移転するためには、そのための立法手当てが必要ということになる。

¹⁴ 破産財団に属さないという点では、社債の登録機関が倒産しても、登録された社債権が登録機関の破産財団に属しないと扱われるのと同じことと考えられる。

¹⁵ フランスでは、1985年1月25日法律(85-98号)によって、1983年1月3日法律(83-1号)が改正され、同法30条に仲介業者倒産の場合の一般債権者に対する優先を定めた次のような規定が設けられた。「1項 口座を開設する金融仲介機関について裁判上の更生手続(redressement judiciaire)が開始された場合、口座に登録されている有価証券の権利者は、自己の権利の全部を、他の仲介金融機関、または、発行法人に開設された口座に振り替えさせることができる。倒産裁判官(juge-commissaire)は、この振替について通知を受ける。2項 登録に不足がある場合、権利者は、自己の権利の填補を、債権者代表(représentant des créanciers)に対して、求めることができる。」

2. 現在のわが国における法制の問題点

わが国において証券決済のペーパーレス化は、主として、券面の存在を前提としたうえで、混蔵寄託の法理を用いた振替決済制度（「株券等の保管及び振替に関する法律」に基づく株券の保管振替制度や国債振替決済制度がその例）や 制度の対象となった部分について券面を発行せず、登録機関における登録を権利移転の対抗要件とする登録制度（社債等登録法や国債二関スル法律第 3 条に基づく）によってなされてきた。このような法制の下で既存のシステムは円滑に運営されてきたことも事実である。しかし、法制のあり方としては次のような問題があることは否定できない。

第 1 に、ペーパーレス化のための立法手当ては、証券の種類によって個別に行われているため、新しいペーパーレス化のニーズが出る度に立法手当てを行う必要があるが、それでは適切な対応ができないおそれがある。また、証券の種類によって、あるものは保管振替で、あるものは登録のみ、というように立法の内容が異なる。証券の種類によってニーズに違いがあり得るとしても、ペーパーレス化に関して立法の内容が異なることは、そこに合理的な理由がない限り、内外の投資家にとって、わが国の金融・資本市場を理解しづらく、利用しにくいものにしてしまうおそれがある。

第 2 に、現在のわが国の法制の下では、振替決済について、券面の存在を前提とした構成のみしかとれないと考えられることである¹⁶。例えば国債振替決済制度は、民商法の枠組みの中で、混蔵寄託の法理により、前記の券面の存否による類型のうち、の「券面ある証券」の不動産・大券化を実現する制度として構築されており、また、株券等の保管振替は個別の立法の下で実施されているものであるが、当該法律（「株券等の保管及び振替に関する法律」）は、なお同様の類型（「券面ある証券」の不動産・大券化）に属する構成に立つものと考えられる¹⁷。

¹⁶ 前記の類型のうち の「券面ある証券」の券面無効化に属するものとして社債や国債の登録制度が存在するが、これらの制度では、最終投資家はその名義で直接登録機関に登録する仕組みになっており、階層構造がとれない。証券の種類によっては、階層構造をとるニーズが小さいものはありうるにせよ、階層構造のニーズがある証券について、登録制度しか存在しないが故に階層構造がとれないのであればそれは法制上の問題といわざるを得ないと思われる。

¹⁷ わが国では、新株引受権証書の振替決済制度（昭和 42 年開始）において初めて混蔵寄託・共有権構成がとられたが、この構成を採用したのは、当時の議論では、消費寄託、信託、混蔵寄託・共有権という選択肢のうち、振替による権利移転の理論的説明が従来の有価証券法理に基づき可能であること、寄託者に物権的保護を与えることが可能であること、を勸案したものとされている。混蔵寄託・共有権構成は、その後、株券振替決済制度（昭和 46 年開始）国債振替決済制度（昭和 55 年開始）においても採用されている。なお、名義書換の必要から、株券については期末日前に一旦所有者に返還しなければならなかった点を解決するため、株券等保

そもそも、混蔵寄託の法理を用いた振替決済の法律構成は、既存の有価証券法理との連続性を維持するとか、末端の投資家の物権的な権利を導きやすいという利点がある。しかし、証券決済のペーパーレス化は、情報技術革新の結果、コンピュータを使った帳簿上の処理によって簡易・迅速・大量・安全な権利移転処理が可能となったことが背景になっている。そこでは、券面は経済実体として大きな意味はないだけでなく、その存在のためにかえって法律関係が複雑・観念的になるという問題がある¹⁸。

第 3 に、第 2 の点と共通するが、わが国では、アメリカやフランスなどで認められている「券面なき証券」を発行することができない。この点は、発行者や仲介業者等の事務処理コストを発生させ、社会経済的に非効率をもたらす可能性がある。仮に、発行者、投資家、仲介業者等の関係者が「券面なき証券」を望んでいるにも拘らず、法制上の根拠がないゆえに、それを発行できないのであれば、それは適当とは言いがたいと思われる。

第 4 に、法律関係の国際的な広がり考えた場合、コンピュータに登録された証券をめぐる取引のどの局面についていずれの国の法律が適用されるのかが明らかでなければ、取引当事者としてはいずれの国の法律上の措置を講じておけば法的リスクを回避できるのかが不明ということになる。わが国の国際私法である法例は、家族法については平成元年法律 27 号による改正がなされたものの、取引法分野の法律関係についての準拠法決定については明治 31 年(1898 年)に制定された当初のまま放置されてきた。そのため、ここで問題としているような状況について、債権契約であれば当事者の指定した法律により、指定がなければ契約締結地法による(法例 7 条)一方、物権関係については「目的物ノ所在地法」による(同法 10 条)という規定しか存在しない。

そうすると、法例 7 条で定まる証券の成立・効力に関する準拠法上、物理的な存在である券面に証券上の権利が化体され、その所有者が証券の権利者とされる

管振替法が制定されたが、同法も混蔵寄託・共有権構成に基づいている(以上の点につき、河本一郎・『新版注釈会社法(4)』267~276頁(有斐閣、1986年))。

¹⁸ 例えば、振替決済機関等において保管され市場に流通しないことが前提になる券面に関して、振替決済機関等の職員の不正や盗難によって流通してしまったときの法律的な扱いが問題となる。また、混蔵寄託の法律構成に関しては、例えば、国債振替決済制度について、「従来の解釈は、振替債をあくまで現物債の延長線上に置き、現物の占有を擬制しようとしたことにより、解釈においてやや無理」をしているという批判がある(飯田耕一郎「国債の振替決済制度と対抗要件」新堂幸司ほか『金融取引最先端』31頁(商事法務研究会、1996年)。この点は、株券等の保管振替制度についても、株券等不所持制度の利用により株券等を存在させない扱いとした場合(株券等の保管及び振替に関する法律 29 条 2 項)の法律関係が明確かどうかとの問題があるように思われる。

という仕組みが維持されている限り、その券面の所在地法によって券面の所有者が定まり、その結果、証券の権利者が定まるということになる。これでは、券面ある証券の不動化・大券化の場合には、問題となる法律関係とはあまり関連性のない地に保管されているかもしれない当該券面の所在地法が証券の権利者を定めるということになりかねない。他方、券面無効化の場合や当初からの券面なき証券の場合には、券面の所在地を観念できない以上、上記とは異なる原理で準拠法が決定されることになるものと考えられる。こうした状況は、取引当事者の予想に反する結果を招来しかねず、明治時代の取引を前提としている法例による処理には自ずから限界があるというべきである。

以上のような状況に鑑みると、当委員会としては、「券面なき証券」と「券面ある証券」全体を取り込んだ振替決済の仕組みについての包括的な法制化の措置が必要であると考えます。

提言1. 「券面ある証券」および「券面なき証券」の双方を対象とする振替決済（ブックエントリー）の仕組みについて法制化を行うべきである（「券面なき証券」の存在を正面から認める規定を含むものとすべきである）。この場合、法制化の対象となる「証券」の範囲は、国債、社債、株式、CP などを含む、包括的なものであることが望ましい。また、その際、日本法を準拠法とする証券のみならず、外国法を準拠法とする証券をも視野に入れ、証券決済をめぐる法律関係についての準拠法決定に関し国際私法上の立法的手当てもすべきである。

3. 法制手当てする場合の論点

2. では、現在の法制の問題点と法制手当ての必要性を述べたが、ここでは法制化を行う際のいくつかの論点につき整理することにしたい。

(1) 立法のタイプ

1. で述べたように、証券の振替決済についての法令の規定として、2 つのタイプが考えられる（1.(3)の(A)・(B)）。この(A)タイプ、(B)タイプいずれをとるのが適当かということが論点になる。

いずれのタイプをとったとしても、実際に振替決済機関を置いて、ブックエントリーを行う限りは、その仕組みに大きな差はないと考えられる（例えば、(A)タイプの法に基づく SICOVAM やユーロクリアと(B)タイプの法に基づく DTC とで実際上の機能や仕組みの差は小さい）。

しかし、違いがないわけではない。(A)タイプは、既存の株券等の保管及び振替に関する法律などでとられている方式であり、なじみやすいという利点がある。他方、(B)タイプは、従来わが国にはない方式ではあるが、階層構造が何層にもなる場合や複数の振替決済機関がかかわるような場合にも適用することが容易である¹⁹など柔軟な構造に特長がある²⁰。どちらの方式をとるかは今後さらに検討すべきであろう。

(2) 帳簿上の権利の性質、内容

1. で述べたように、証券口座帳簿に記載された者がどのような権利を取得するかは、いろいろな構成がありうる。新たに立法する場合には、(A)タイプ、(B)タイプいずれのタイプをとるかによって変わってくることになる。

(A)タイプの立法をとる場合には、「券面なき証券」と「券面ある証券」のいずれに関しても²¹、証券口座帳簿上に記載された数量に応じ、当該証券上の権利(例えば、社債や国債であれば発行者に対する元利払請求権など)を(割合的に)取得するとすることが最も簡明であろう(新たに立法する場合でも、帳簿上の権利を証券上の権利とは異なる権利であると構成するメリットは見出せない)。また、そのように構成することで、帳簿上の権利の優先的な効力を基礎付けることも可能になると思われる。

他方、(B)タイプでは、帳簿上の権利は、アメリカのUCC第8編におけるセキュリティ・エンタイトルメントと同様な権利であると構成せざるを得ないことになる。そうした権利は、伝統的な債権・物権の区分のいずれにも属するような新しい権利になると思われる。すなわち、帳簿上の権利者は、当該帳簿を管理する仲介業者等に対する権利を有する。この部分は、債権であるといえる。また、前述のように、帳簿上の権利者は当該仲介業者が有する証券上の権利および振替決済の仕組みの中での上位者

¹⁹ 例えば、(i)海外の投資家Xが日本の株式を海外の仲介業者Yに預け、Yが日本の株券等振替決済制度の参加者Zに預け、Zは同制度の保管振替機構に預けた場合、Xがどのような権利を有するのかは、(準拠法が日本法になったとしても)現在の株券等の保管及び振替に関する法律上、必ずしも明らかではない。このように(A)方式の立法では、特別の規定を設けない限り階層構造が何層にもわたる場合がどうなるかという論点が生じる。(ii)同様に(A)方式では、海外の振替決済機関において帳簿上の権利を有するPが日本のQに当該証券を譲渡し、Qがそれを日本の振替決済機関に預けるときの法律関係のように、複数の振替決済機関が登場する場合の適用が困難である、という問題がある。

²⁰ このほか、(A)タイプでは証券の不足が生じた場合に振替決済機関と参加者が共同で負担する(株券等の保管及び振替に関する法律25条(補填義務)参照)ような処理になじむのに対し、(B)タイプでは不足を生じさせた仲介業者とその顧客が負担する(UCC8-503条(b)参照)ような処理になじむという違いはありうる。しかし、(A)タイプでも共同で填補することが必然ではなく、UCC8-503条(b)のような処理をとることも可能であり、この点は、法令のタイプというより政策判断の問題だという考え方もあり得よう。

²¹ ただし、「券面ある証券」の不動化・大券化では権利が券面に化体したままであり、有価証券法理から離れられないのに対し、券面無効化や「券面なき証券」の場合には、券面を擬制しない限り、有価証券法理とは離れたものになるはずであるから、両者の法律構成を全く同一にすることは困難であろう。

に対する帳簿上の権利に対して優先権を有する旨の規定が必要であるが、その点では、物権的な効力を有するといえるからである。

なお、いずれのタイプをとるにせよ、上記の権利者は、仲介業者や振替決済機関が倒産した際には、当該仲介業者等が保有する当該証券の限度で、その一般債権者に優先する旨の規定を明文化しておくことが望ましいであろう。そのような規定を置かなくても解釈上、そのような結果を導き出せる場合もあるが、その場合でも解釈上の不確実性をなくすための確認規定の意味で、明文の規定を置くことに意味があると思われる。

提言2. 立法の方式として、(A) 振替決済機関に関する規定を置き、それを中心としたブックエントリーの仕組み全体をデザインするタイプをとる場合には、証券口座帳簿に記載された者は、当該証券上の権利（例えば、社債や国債であれば発行者に対する元利払請求権など）を取得する旨の立法措置をとるべきである。また、(B) 投資家等と仲介業者との間のように、証券口座帳簿の管理にかかる直接の相手方との法律関係についての規定を置き、そのような関係が階層構造として重なることでブックエントリーの仕組みが形成されるタイプによる場合には、証券口座帳簿上に記載された者は、仲介業者等の相手方に対して、アメリカの UCC 第 8 編におけるセキュリティ・エンタイトルメントと同様な権利を取得することにすべきである。

また、上記の権利者は、仲介業者や振替決済機関が倒産した際には、当該仲介業者等が保有する当該証券の限度で、その一般債権者に優先する旨の規定を明文化しておくことが望ましい。

(3) 権利移転の要件

権利移転の要件としては、前述のとおり、証券口座帳簿の記載（＝そのための一定のデータ処理）のみとすべきである。この場合に、口座への記載を権利取得の効力要件かつ対抗要件として定めたほうがより簡明と思われる。実際、株式、社債の券面の譲渡については、交付が効力要件かつ対抗要件であるとされている（商法 205 条、519 条参照）。振替決済の対象とされる権利は、従来、有価証券化されていた権利に限られないであろうが、そのような権利であっても振替決済の対象とするときにあえて区別する必要はないと思われる。

提言3. この振替決済に関する立法においては、権利移転の要件および対抗要件の具備は、証券口座帳簿の記載（＝そのための一定のデータ処理）を必要とし、かつ、

それをもって完結するものとすべきである。

(4) 権利の行使方法

帳簿上の権利の内容がどのようなものであれ、通常の場合、権利者が直接、発行者等に元利払請求権を行使することになると、振替決済の仕組みに支障が生じるから、その権利の行使方法については、当該証券の性質や振替決済の仕組みに応じた方法が法律上、設けられるべきである。これに対し、仲介業者、振替決済機関または発行者の倒産時などの「非常時」には別個の考慮が必要であり、その点についても法的手当てが必要になる²²。

提言4. 投資家等が帳簿上の権利を行使する方法については、当該証券の性質や振替決済の仕組みに応じた方法が、法律上、設けられるべきである。

(5) 担保取引の扱い

証券の振替決済によりコンピュータを使った帳簿上の処理によって簡易・迅速・大量・安全な権利移転処理を行うというニーズは、証券の譲渡だけでなく、証券を担保とする取引にも共通である。むしろ、最近では、銀行、証券会社等の金融機関の倒産リスクが現実的なものになったことなどから、金融機関相互の大口の金融取引において、担保の目的物として、流動性が高い証券を用いることが多くなってきている。そこで、証券の振替決済の仕組みとして当該証券を目的とする担保取引をどのように扱うかが問題となる。この点、担保権設定のための特別の仕組み（例えば、証券口座に担保口を設ける等）を設けることがありうる。例えば、株券等の保管及び振替に関する法律は、質権のための口座を設けている（15条、17条および26条等）。

しかしながら、担保取引は法的に「担保権」を設定しないとその目的を果たせないわけではない。わが国では、証券については質権を設定するより譲渡担保のかたちをとることが多かった²³し、最近では「証券の消費貸借+相殺」を利用した担保取引も行われている。また、いわゆるレポ取引も経済的には「証券を担保とした金銭の与信取引」という機能を果たしていると見るのが可能である。この場合には、当事者は権利の譲渡の形態で担保（目的の）取引を行っていることになる。

²² 振替決済の仕組み上、発行者は帳簿上の権利者と直接の債権債務関係にない場合がありうる。しかしながら、発行者が帳簿上の権利者に対して何らの義務を負わず、振替決済機関や仲介機関に対して元利金を払えば、いかなる場合も免責される仕組みは適当でないであろう。なお、検討を要すると思われる。

²³ 神田秀樹「担保法制の理論的構造と現代的課題」『金融研究』12巻2号（1993年）42頁参照。

そうすると、担保権設定のための特別の仕組み（例えば、証券口座に担保口を設ける等）を設けることが必要かどうかは、議論の余地がある。ここで扱うような流動性の高い証券の場合、質権のような仕組みを使うメリットは少なく、転質の扱い等かえって振替決済をめぐる法律関係が複雑になる可能性もあるからである。ただ、この点は、最終的には担保口を利用するニーズがどれだけあるかに依存しよう。

提言5. 上記の帳簿上の権利を担保とする取引については、担保権設定のための特別の仕組み（例えば、証券口座に担保口を設ける等）を設けることをせず、権利の譲渡の仕組みの中で当事者が担保取引を行うことにすることも考慮に値する。

(6) 国際私法上の手当て

日本の投資家 A が証券を海外のカストディアン C を通じて「間接保有」しているような場合、証券の券面や発行者が外国に所在する場合が少なくない。このような場合において、投資家 A が、例えば、その保有する証券または証券に関する権利を金融機関 B に譲渡し、あるいは担保に供する場合、B にとって、その譲渡または担保権が第三者との関係でも有効であるためには、しかるべき準拠法に従った第三者対抗要件が具備される必要がある。前述したように、現在の法例によれば、まず第 1 に、券面が存在するような場合には、券面の所在地法によってその券面の物権関係が決定されるので、上記の A の券面への物権的権利や、その譲渡および担保供与の第三者対抗要件は、券面の所在地法に従う必要がある。第 2 に、券面が存在しないような場合には、証券発行者に対する権利（例えば社債権）の準拠法は、証券発行者と証券引受人が定めることになると考えられるが、定めがない場合には、行為地法（＝証券発行地法＝発行者の所在地法）となると考えられる。したがって、投資家が発行者に対する権利を有するとすれば、そのような権利の発生や譲渡・担保供与の第三者対抗要件等は、発行者の所在地法に従う必要がある。ところが、実務においては、A の名前はカストディアン C の口座には記載されるものの、間接保有構造におけるそれより上位のカストディアンや決済機関（例えばアメリカの DTC）の口座には何ら記載されず（C の名前が C の直接の上位のカストディアンや決済機関の口座に記載される）B にとって、個々の証券ごとに、上記の準拠法を突き止めること、そしてそのうえでその準拠法に従った第三者対抗要件の具備等を行うことは、實際上不可能に近い。

そこで、現行の国際私法の考え方との整合性には十分配慮しつつも、このような間接保有状態の場合における投資家の権利関係（譲渡、担保供与を含む）について、諸外国の動向にも留意し²⁴、国際私法上のルールの改正を行うことが望ましいと考えられ

²⁴ 諸外国の動向については、Potok, Legal Certainty for Securities Held as Collateral,

る。その場合、まず性質決定の問題として、投資家の有する権利が何なのかを明確にする必要がある。この点については、投資家の有する権利は、直接のカストディアンおよびそのカストディアンが保有する財産に対するものと考えられる。そして、そのような権利が物権であれ債権であれ、その権利関係（譲渡、担保供与を含む）については、当該投資家の名前が記載されている口座を保管するカストディアン等の所在地法に従って決定される旨のルールを採用することが望ましいのではないかと考えられる。また、券面が市場に流出したような場合に、それを善意で取得した者の取扱い等の問題について、なお検討する必要がある。

提言6. 日本の投資家が投資証券を海外のカストディアンまたは決済機関を通じて「間接保有」しているような場合における投資家の権利の譲渡および担保提供の有効性（第三者対抗要件具備の有効性を含む）を決定する準拠法については、現行の国際私法上の考え方との原理的整合性に留意しつつ、立法論としては、その投資家の名前が記載されている口座を保管するカストディアンまたは決済機関の所在地法とすることが望ましい。ただし、投資家の有する権利の性質や、券面が市場に流出した場合に、それを善意で取得した者の取扱い等の問題について引き続き検討する必要がある。

以 上

International Financial Law Review, December 1999, at 12 参照。アメリカではUCC 8-110条、EUではDirective on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems, 98/26/EC, 19 May 1998, OJ L166/45, Art. 9, 2が準拠法決定のルールを定めている。