

間接保有証券に関する ユニドロア条約策定作業の状況

財団法人 日本証券経済研究所
証券取引法研究会

まえがき

日本証券経済研究所の証券取引法研究会では、証券市場、証券取引をめぐる様々な法律問題について、ご専門の研究者、法律家の先生方に委員としてご参加いただき、又、行政のご担当者や実務家の方々にもオブザーバーとして参加していただき、ご報告、ご討論いただく場としている。

今回の研究記録では、3月23日開催の研究会における神田秀樹会長（東京大学大学院法学政治学研究科教授）の「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」についてのご報告とそれについての討論の議事録をお届けする。

わが国では、2009年に予定されている株券のペーパーレスにより社債券、株券等の投資有価証券は原則としてペーパーレス（電子化）されることとなるが、このような投資有価証券の電子化の動きは、欧米等各国で進展しつつある。国によっては、券面は廃止せず中央預託機関において不動化するにとどまる国もあるようだが、いずれにしてもこのようないわゆる「間接保有状態」で券面の保有がされ、又取引がされるのが、主要国の共通の姿となっている。こうした間接保有証券の保有、譲渡、担保取引について、私法レベルで各国法の調整を図ろうという動きが、ローマに本部がある私法統一国際協会、ユニドロアで進められている。スタディグループの検討を経て、2004年11月にユニドロア事務局による条約草案が取りまとめられ、政府専門委員会の場でこの草案に基づく検討が進められているところである。スタディグループの段階からこの検討に参加され、政府専門委員会にも日本政府を代表して参加しておられる神田先生から、各国法を調整していく上で問題となっている主要な論点や条約草案についての考え方等をご報告いただき、ご

参加いただいた委員の方々から活発な討論が行われた。有価証券の国際取引の進展が展望されるなか、大変興味深い研究記録となっている。

貴重なご報告をいただき、議事録の整理にもご協力をいただいた神田先生に心から厚く御礼申し上げ、又、研究会にご出席いただき熱心にご討議いただいた前田副会長をはじめ、委員の先生方に感謝申し上げます。しだいである。

2007年5月

財団法人 日本証券経済研究所
理事長 高橋厚男

間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況

(平成19年3月23日開催)

報告者 神 田 秀 樹

(東京大学大学院法学政治学研究科教授)

目 次

はじめに	2
1. 経 緯	4
2. スタディグループにおける主要な論点	6
3. 政府専門家委員会における主要な論点	11
4. 現時点における条約草案の概要	16
5. 日本の制度についての指摘	22
討 議	28
資料1 「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 (報告レジュメ)	49
資料2 説明用スライド	51
資料3 「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 (江頭憲治郎先生還暦記念「企業法の理論」【下巻】所収)	57
資料4 現時点における条約草案の概要 「PRELIMINARY DRAFT CONVENTION ON SUBSTANTIVE RULES REGARDING INTERMEDIATED SECURITIES」 [Appendix2]	70

証券取引法研究会出席者(平成19年3月23日)

会 長	神 田 秀 樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副 会 長	前 田 雅 弘	京都大学大学院法学研究科教授
委 員	青 木 浩 子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	太 田 洋	西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士
〃	神 作 裕 之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒 沼 悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	近 藤 光 男	神戸大学大学院法学研究科教授
〃	戸 田 暁	京都大学大学院法学研究科助教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤 田 友 敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	山 田 剛 志	新潟大学大学院現代社会文化研究科助教授
オブザーバー(代理)	池 田 和 世	金融庁総務企画局市場課課長補佐
〃	永 井 智 亮	野村証券執行役
〃	桑 原 政 宜	大和証券グループ本社法務部長
〃	永 山 明 彦	日興コーディアルグループ法務部長
〃	浅 場 達 也	みずほ証券法務室長
〃	伊地知 日出海	日本証券業協会常務執行役
〃	山 内 公 明	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	檜 崎 みどり	日本証券業協会客員研究員・中央大学法学部助教授
〃	美濃口 真 琴	東京証券取引所総務部法務グループリーダー
研 究 所	高 橋 厚 男	日本証券経済研究所理事長
〃	関 要	日本証券経済研究所顧問
〃	小 林 和 子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	安 田 賢 治	日本証券経済研究所事務局次長

(敬称略)

間接保有証券に関する ユニドロア条約策定作業の状況

前田副会長 定刻になりましたので、研究会を始めさせていただきます。

前回、神田先生からお話がありましたように、司会は神田先生と私との交代制になりましたので、本日は私が司会をさせていただきます。どうぞよろしくをお願いいたします。

ご報告いただきます前に、オブザーバーに若干変更がございましたので、ご連絡させていただきます。

お手元の委員会名簿と出席者名簿にありますように、まず人事異動に伴いまして、日興コーディアルグループから永山法務部長に参加いただいております。日本証券業協会の客員研究員といたしまして、これまでは若林先生にご参加いただいておりますけれども、新たに河村先生と檜崎先生にもご参加いただくことになりました。

金融庁からオブザーバーとしてご参加いただいている松尾さんがご都合で参加できないために、本日は代理として池田さんが参加しておられます。

前田副会長 それでは、報告の方に移らせていただきます。

本日は神田秀樹先生から「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」についてご報告をいただきます。

それでは、神田先生、よろしく申し上げます。

神田会長 神田でございます。ご報告をさせていただきます。

報告は1時間弱をめどにしたいと思っています。まず、お手元の資料あるいは事前にお送りしました資料の簡単な確認をさせていただきます。それから私の報告でどういうことを申し上げようかということを中心に申し上げて、それから報告に入らせていただきます。

はじめに

資料の確認

資料ですけれども、資料1を私の報告ではレジюмеにさせていただきます。そのほかにも幾つか事前にお送りいたしました。資料2はパワーポイントの資料みたいなものですが、必ずしも報告に使う趣旨ではありません。もし後でご質問等があったときに、必要に応じて参照させていただきたいと思います。

資料3は、私が江頭先生の還暦記念論文集に書かせていただきました論文という報告であります。

また、ユニドロアの原資料というか、いずれもホームページからダウンロードできる状態のものをいくつか事前にお送りしました。

1つは（未収録）、一番最初のペーパーというか、成果物になります、後で申し上げますスタディグループと呼ばれているところが作成したポジション・ペーパーと呼んでいるものであります。

もう1つは（未収録）、昨年3月の会合のために作成された条約草案です。

このほか（未収録）、昨年3月の、後で申し上げます政府専門家委員会の記録というか、結果のレポートです。また、若干前後いたしますが、もう1つ（未収録）、その後、昨年11月の政府専門家委員会のために作成されました、直訳しますと透明制度と訳すのでしょうか、英語で Transparent Systems と呼んでいますが、それについての報告書というか、問題提起をするワーキングペーパーです。

最後に、資料4（一部収録）は、昨年11月の政府専門家委員会の後に、その政府専門家委員会の作業を踏まえて作成された条約草案です。本当は仮条約草案と訳すべきですが、ちょっと発音がしにくいものですから、条約草案ということで本日は通させていただきます。現時点におきましては、これが条約草案の最新版ということになります。

以上が資料の確認でありまして、私の報告は次のように進めさせていただきます。

きたいと思います。

報告の内容

後でも申し上げますけれども、このユニドロアの会合は、政府専門家委員会という状況に現在なっています。私はそれに出席をさせていただいているのですが、日本政府として臨むということでもありますので、ほかの国連国際商取引研究会（アンシトラル）ですとかの会合等と同じく外務省において研究会が開かれており、それに基づいて政府はいわゆる対処方針というものを作成して会合に臨むというやり方をしています。

本日お集まりの皆様方の中には、外務省の方の研究会のメンバーあるいはオブザーバーとして出席されている方もいらっしゃいますので、そういう方々にはここで同じことを2度お話するという面もあるのですが、しかし他方で初めてこの話を聞くという方々もいらっしゃると思います。また、この研究会は、学界メンバー中心ということでもありますので、かれこれ考えまして、きょうは次のようなこととお話しさせていただきたいと思います。

まず、レジюмеで申しますと、1の「経緯」と2、3。2、3は江頭先生の論文集に書かせていただきましたものと項目番号を合わせていますので、レジюмеの1、2、3について、江頭先生の還暦論文集に書かせていただきましたものに沿ってご報告します。

次に、レジюмеですと4になりますが、現時点における条約草案の概要ということで、翻訳していなくて申しわけないのですが、資料4に沿って、大体どういうことを決めているのかという各条文の、せめてタイトルぐらいをごく簡単にお話ししたいと思います。

それから、レジюмеの5ですが、これは外務省の研究会等では報告できない話でして、こういう研究会に向いているのではないかと思うものです。こういうプロジェクトを通じて日本の制度について何か考えることがあるかという問題関心です。このプロジェクトについてのアメリカ代表の1人でいらっしゃいますペンシルバニア大学のムーニー先生という先生が、昨年秋、3カ月日本に滞在されまして、日本の制度も研究された結果、幾つか指摘を

されました。その指摘をご紹介して、どういうふうにとらえたらいいのかということをご多少申し上げてみたいと思います。

大体、以上のような順番でご報告をさせていただきたいと思います。

1. 経緯

そこで、まず「経緯」ですけれども、資料3の「はじめに」のあたりからごらんいただければと思います。

「間接保有証券」というのは余りいい日本語ではないのですが、日本でいいますと株券ですとか社債券等の投資有価証券というか、そういうものを保有し、あるいは譲渡あるいは担保取引が行われるような状態を意味しています。ご存じのように、こういった投資有価証券の電子化が各国で進展しています。

国によっては、有価証券という券面それ自体は廃止せずに、中央の預託機関というか、一般にCSDと呼んでいますけれども、そこに預託して動かさないという状態で処理をするにとどまっている国もあります。アメリカの株券等がそうでありまして、日本でも現在エクイティ証券は、ご承知のように紙があることが前提であり、証券保管振替機構に預けていることになります。

これを完全に電子化している国もありますが、いずれにしても、こういう状態のことを、余りいい表現ではありませんが、「間接保有状態」あるいは「階層保有状態」などと呼んでいることは、皆様方もご存じかと思います。そういう状態で、例えば株式であればその譲渡あるいは担保提供が行われる。国債あるいはその他の債券についても同じ状況であります。こういった状況はアメリカとか日本だけではありまして、世界の主要国のみならず、かなり多くの国で既にそういう状況になっています。

ユニドロアといいますのは、ローマに本部があり、私法統一国際協会と訳していますが、各分野における私法の統一その他の活動をしている団体でありまして、国がメンバーであり、日本もユニドロアのメンバーの1国であります。

このユニドロアにおきまして、こうした間接保有証券の保有、譲渡、担保取引等について、私法レベルでの各国法の調整をしようというのが、本日は「本プロジェクト」と呼ばせていただきますが、この「間接保有証券に関するユニドロア条約策定プロジェクト」ということになります。

この分野は、そもそも「間接保有」という日本語もよくわからない日本語ですが、さらにそれぞれの言葉がまだまだ確定していないところがあります。英語では通常 intermediary といいます。日本の社振法の言葉を使えば、これは口座管理機関ということになります。それから、やはり英語で account holder という言葉がよく出てきますが、これは口座名義人と呼ぶことになります。

そのほかの、そもそも権利をどう呼ぶかという問題等もあり、各国によっていろいろ違ってはいますが、日本語としても、漠然と「証券」と呼んでみたり、「証券上の権利」と呼んでみたりということによって定まっておられません。本日の報告では、そのあたりはいいかげんにさせていただきたいと思っております。

ユニドロアでの作業の経緯を簡単に紹介させていただきます。

資料3でいいますと、もとのページで572ページから573ページあたりになります。西暦でいいますと2002年、今から5年ぐらい前にこのプロジェクトが始まりました。その2002年9月にスタディグループというものが開かれまして、そこの私の日本語の記載は正確ではないのですが、スタディグループは2002年9月の会合を含めて合計で5回というのが正確であります。2年間にわたって5回開催されまして、その成果に基づいて、2004年11月と12月にユニドロアの事務局によって条約草案とその説明資料が取りまとめられました。

先ほど申し上げましたように、このスタディグループレベルから始まりまして今日に至るまで、非公式のセミナーを含め、公式の資料等は、この次に申し上げます政府専門家委員会の資料等も含めて、すべて注に引用してありますユニドロアのホームページからダウンロードできる状態になっていま

す。これをすべてダウンロードしますと、今回お送りしました資料の約3倍ぐらいの量になります。

私自身はスタディグループの段階から縁があって参加してきました、その後、この後申し上げます政府専門家委員会については法務省の担当の方と私とで参加して、今日に至っています。

話を戻しますけれども、スタディグループの成果を受けて条約草案が取りまとめられました。これを受け、ユニドロアの理事会は政府専門家委員会を設置することを決定いたしました。そして、政府専門家委員会の会合の第1回目が2005年5月に開催され、2回目が昨年3月に開催されました。

私の原稿というか論文自体は昨年の夏前に書かせていただいたものですから、それには第3回目の会合が昨年11月に開催される予定であると書いてありますが、実際に昨年の11月に開催されました。

このプロジェクトでは条約の策定を目指すべきなのか、モデル法というか、モデルローあるいはガイドライン、プリンシプルなどとも呼んでいます。そういうものを目指すべきかという問題もありますが、現時点では、ユニドロアの理事会としては条約の策定を目指しているようであります。

2. スタディグループにおける主要な論点

そこで次に、時間の関係もありますので資料1の「2. スタディグループにおける主要な論点」と「3. 政府専門家委員会における主要な論点」をごくかいつまんでお話しさせていただきたいと思います。しかし、これは資料3に沿ってお話しさせていただきます。

スタディグループの議論のポイントが一番よく書かれていますのが、最終成果物ではないのですが、2003年8月に公表された「Position Paper」と題する資料です。

個別の主要な論点については資料1にも列挙させていただきましたが、その前置きとして、このプロジェクトは一体何をしようとしたのか、何が問題なのかということがあろうかと思っています。

ここでの問題意識は、資料3でいいますと574ページの1行目からになりますが、こういった間接保有、階層保有状態において保有される投資有価証券について譲渡ですとか担保取引が行われる。それが国際機関での条約ですので、国境を越えて行われる場合に生じ得る法的不確実性がある。それを取り除いて、それによってスムーズな譲渡取引や担保取引が行われるように、私法面でのルール調整をしようということでもあります。

このプロジェクトを行っていく上で、2つ基本的な視点が挙げられました。それは、英語で申し上げますと各国のシステムがそれ自体としてサウンドであるというか、直訳すれば国内的にというのでしょうか、internal soundnessという言葉を使っています。もう1つは、各国のシステムの共存性と訳してみたのですが、compatibilityの2つを挙げるようになりました。

これはどういうことかといいますと、現代のコンピューターテクノロジー等を前提として、こういった株とか社債とか国債とかが間接保有される、あるいは階層保有される。そういうシステムは、まず、それ自体として各国のシステムそのものがちゃんと動くのかどうか。そして、1国のシステムとしては動くとしても、国によってシステムが違うことが結構ありますので、他の国のシステムと接続した場合にそれがうまくいくのかということでもあります。

論文の注には書かせていただいたのですが、私は第1点の方をworkability、2つ目の点のことをconnectibilityと、そちらの方がわかりやすいのではないかというので、そういう表現を使ったりしています。なお、この分野の法制度については、日本でも既に何人かの先生の論文等によって各国の法制度のご紹介がなされています。

それによりますと、例えば、アメリカの制度と日本の制度は全然違うのですが、それだけではなく、いわゆるコモンロー諸国と呼ばれている、例えばアメリカとイギリスの制度も、法制度としては非常に違う。それから、大陸法国といわれているドイツの制度とフランスの制度も非常に違うわけであり、英米法系と大陸法系という違いはありますが、それ以上に英と米でも

違いますし、例えばドイツとフランスも違っているという状況があります。これは、もし時間があれば、後で少し申し上げたいと思います。

いずれにしましても、各国の法制度が非常に違っていますので、そういう状況の中でこのプロジェクトがとったアプローチというのは、いい表現かどうか分かりませんが、機能的アプローチ、functional approach と呼んでいます。

それはどういうことかといいますと、一言でいいますと、法律構成は国によって違っていてもいい、あるいはそれを調整することはほとんど不可能であろう。しかし、その法的ルールがもたらす結果は同じでないで困るということです。

そこには例は挙げていないのですが、一番わかりやすい例でいいますと、例えば証券会社等の口座管理機関が万が一倒産したような場合であっても、顧客の証券というのは倒産した口座管理機関の破産財団等には属さない、顧客に属す。これが結果です。

その法律構成が、それは物権というか、あるいは物権ではないという法律構成をとりながらも破産財団には属しませんというか。例えば特別立法をするか。それは各国にゆだねられているのであって、その法律構成まで統一しましょうということは考えない。しかし、顧客の証券は口座管理機関が倒産したらその破産財団には属さないという結果は調整しないと困る、こういう発想であります。

こういった視点に立ちまして、各国法の調整を要する主要論点として何があるかということも挙げていきまして、このポジション・ペーパーでは、資料1にも列記させていただきました①から⑨までの9つの論点を挙げました。それを簡単にご紹介させていただきます。

①上位差押さえの禁止

①は、これもなかなかうまく日本語にならないものですから、ポジション・ペーパーの英文そのものを引用させていただいています。いわゆる上位差押

さへの禁止という問題です。これはどういう問題かといいますと、基本的な図でも書かなければいけないかもしれませんが、日本でいえば一番上に保振がありまして、その下に口座管理機関が新しい社振法のもとでは2層、3層になることも可能です。一番下が口座名義人だとしますと、例えば一番下の口座名義人の債権者が、その口座名義人に例えば債務不履行とか何かがあった場合に、その口座名義人の日本でいえば証券を差し押さえるわけです。しかし、その口座名義人の直接の口座管理機関よりももっと上のレベルで、例えば保振でいって差し押さえることは認められるべきではないという問題があります。それが1つ目の問題です。それだけでは何をいつているのかわかりにくいかもしれませんが、時間の関係がありますので、先に進みます。

②証券口座への記帳の意味

②は証券口座への記帳の意味であります。これは、口座へ記帳したら、それが直接法的効果を発生させる要件とすべきかということであります。日本法はそうなっていますが、実はこの分野について法制を現代化しているのは、フランス、アメリカ、日本という、主要国では3国だけあります。イギリスでもドイツでも、その他主要国においても口座への記帳が直接法的効果を発生させるような、いわば特別法を持っているわけではありません。

③担保権の設定と実行の手續

③といたしまして、担保権の設定と実行の手續であります。担保権の設定の方法については、国によって非常に分かれています。実行につきましても、この分野だけではありませんが、有名な、いわゆる私的実行を認めるべきではないかという論点があります。

④記帳を伴わない方法での証券の譲渡・担保差入れ

④、これは今申し上げましたことと関係いたしますけれども、記帳を伴わない方法で証券（株とか債券）の譲渡や担保提供ができるのかということでありまして、日本の社振法ではそういうことは認めていません。しかし、アメリカが代表的ですが、多くの国では、口座名義人が担保権者、すなわち債権者との間で合意すれば、口座管理機関との3者間の合意によって担保権の

設定、かつ第三者対抗要件の具備が認められています。

とりわけ、口座管理機関が証券会社だとしますと、その証券会社から口座名義人がお金を借りて、そこに自分の証券を担保に入れることも、アメリカなどでは非常に行われます。この場合には口座名義人が債務者であり、口座管理機関が債権者になりますので、担保権者になり、2者間の合意で担保権の設定と対抗要件の具備が認められています。

⑤仮記帳（条件付記帳）

⑤になりますが、仮記帳というか条件付記帳というか、英文をみるとそういうことですが、これは各国によって非常にバラエティーがありまして、そういうものについてできれば調整したいということです。

⑥善意取得

⑥、善意取得と書きました。日本の社振法でも善意取得制度はありますがけれども、そういうものを認めるべきではないかということでもあります。

⑦ネットベースでの証券決済

⑦はネットベースでの証券決済と書いてみましたが、証券決済をネットベースで行うことが認められてしかるべきであるということでもあります。

⑧譲渡のファイナリティと譲渡手続等申請の撤回不可

⑧、ちょっと決済の話になっていく感じがありますが、いわゆるファイナリティみたいな話であります。なかなか論者によっていっている意味は違うわけですが、普通にいいますと、一旦なされた記帳について、どのような場合に取消しが認められるべきかという論点と理解した方がいいように思います。

関連する問題としていろいろなものを書かせていただきましたが、いわゆる無因性と有因性、すなわちもとなる売買取引が無効だった場合に記帳を取り消せるかという問題があります。日本ではこの点について明文の規定はありませんで、解釈にゆだねられています。

⑨証券に不足が生じた場合の損失負担

最後に⑨といたしまして、証券に不足が生じた場合の損失負担。これはど

この国でも生じ得る話だと思いますが、口座管理機関が保有する証券、日本の場合には証券は保有しないという構成ですので、うまくいえませんが、口座管理機関が保有する数と実際の数食い違った場合、特に足りない場合にどうするかという問題であります。

3. 政府専門家委員会における主要な論点

こういったポジション・ペーパーを公表した後、スタディグループでの議論に基づきまして、2004年の暮れに条約草案が成果として公表されました。それをベースに2005年5月に第1回の政府専門家委員会会合が開かれました。そこでの主要な論点が、レジユメでいいますと3の(ア)から(ケ)まで列記させていただいたものであります。

私の感想を申し上げますと、主として法律的に問題となる主要論点は、むしろスタディーグループの方に上がっていたように思いました。その後は、どちらかというところをどうこなしていくのかという感じに論点が移っていったように思います。

先に申し上げておきますと、第1回の政府専門家委員会会合の結果は、ホームページからダウンロードできる状態になっております。

そこで、第1回政府専門家委員会会合の主要論点であります(ア)から(ケ)までをごく簡単に申し上げます。

(ア) 口座名義人が有する権利

(ア)は、結局国によって非常に制度が違いますので、それをどうカバーするかという、どちらかというところ技術的な問題であります。

アメリカやイギリスが採用する制度は、よく我々は「切れた関係」といっていますが、1つ1つが別々の権利で構成されています。例えば一番下の口座名義人は、自分の口座管理機関に対してある権利を持っており、アメリカではそれをセキュリティ・エンタイトルメントと呼んでいます。

イギリスでは、通常は信託構成をしますので、特別法はありませんが、信託受益権ということになります。そして、英米では、口座管理機関は、また

その上の口座管理機関に対して別個の信託受益権あるいはセキュリティ・エンタイトルメントを持ってずっと上まで行っている状況であります。

これに対して、フランスと日本が代表ですけれども、口座管理機関は何も証券上の権利を持たない、一番下の口座名義人が株式とか社債そのものを有するという考え方であります。

それが（ア）であり、どちらかという両者をカバーできるように書くという技術的な問題であります。

（イ）譲渡取引と担保取引の取扱い

（イ）は譲渡取引と担保取引をどういうふうに包括的にというか、すき間なくカバーするかということであります。

（ウ）譲渡取引と担保取引の要件

（ウ）です。いろいろな論点がありますけれども、（ウ）は主として、一方で口座への記帳を当然要件にするわけですが、手続的な要件としては十分条件であるということにしたい。他方で、担保取引については、先ほど申し上げましたように、日本法とは異なり、当事者間の合意による担保権の成立及び第三者対抗要件具備も認められてしかるべきではないかという論点であります。

さらに、よくいわれることですが、口座自体を担保に提供するとよくいいますが、英語でいうと Securities Account そのものを担保の対象とするというか、担保の対象物とするという言い方をします。要はその口座に日々記帳され、変動する証券群というものについて一括して担保権の設定をするようなことを認めるべきであるというのでしょうか。アメリカですとかフランスでもそれが認められているわけですけれども、日本では現在、少なくとも直接それを認める規定はありません。そういった論点があります。

（エ）口座管理機関の義務等

（エ）は口座管理機関の義務等であります。これにもいろいろな論点がありますが、時間の関係で先へ進ませていただきます。

(オ) 不足が生じた場合の損失負担ルール

(オ) は不足が生じた場合の損失負担ルールであります。

(カ) 善意取得と担保権の優劣

(カ) は省略いたします。

(キ) 発行会社との関係

(キ) は発行会社との関係。

(ク) 担保取引についての特則

(ク) について一言だけ申し上げておきます。また後で申し上げますが、担保取引については、2002年にEUで担保取引指令というディレクティブというものができていまして、それをこちらでも取り込むということになりました。

(ケ) その他

最後に(ケ) その他としまして、先程申し上げた上位差押さえ禁止ルールというのはなかなか難問でありまして、引続きの検討事項とされ、②に書きました決済システムの規則等によるルールの変更の許否といたしますのは、決済システムが独自の規定を持っている場合にはそちらの方を優先すべき場合があるのではないかという論点であります。③の記帳の有効性、取消し・撤回云々というのは、先ほど少し紹介したポジション・ペーパーに既に出てきたものであります。いずれにしましても、そういう点が一通り議論されたのが、一昨年5月の第1回政府専門家委員会になります。

第2回政府専門家委員会会合

その後、非公式のセミナー等を経まして、2回目の政府専門家委員会会合は、昨年3月に開催されました。その結果の報告書が、お手元に、少し分厚いものですが、配らせていただきました(未収録)。その内容を詳しくご紹介している余裕はないのですが、基本的には私の資料3の方にも簡単に、582ページから583ページにご紹介させていただいたような内容であります。新たな論点が出てきたというよりは、第1回会合で議論が分かれており結論が出なかった基本的な論点の多くについて、方向性が出たといつてよろしい

かと思えます。

第3回政府専門家委員会会合

第2回の政府専門家委員会、すなわち昨年3月の会合後に、さらにそれに基づいた条約草案が作成されました。それに基づいて、その後は資料3には書いていないのですが、昨年11月に第3回の政府専門家会合が開かれました。昨年の11月の第3回の会合の結果の報告書というのは、実は今週の水曜日の夜に私のところに送られてきてまして、私もまだ読んでおりません。

いずれにしても、新しい論点があるかというとはほとんどありませんで、既存の論点が繰り返し議論されたと申し上げてよろしいのではないかと思います。若干特徴的なところはあろうかと思いますが、時間の関係で、それは後で触れさせていただきます。

第4回政府専門家委員会会合（予定）

現時点ではそういうわけでありまして、11月に第3回目の政府専門家委員会会合が開かれました。今後はどうなるかというとなのですが、現在の予定では、今年の5月にもう1回、短か目のものですが、第4回の政府専門家委員会の会合が開かれる予定になっています。うまくいけばですが、条約の策定を目指すこととなります。現時点では全くはっきりしませんが、来年の5月か6月あたりに、条約ということになりますと、いわゆる外交会議というものを開くこととなりますので、その開催を目指すというのが現在の状況だと聞いております。これらはすべて理事会で決められることであります。

EUの法的確実性プロジェクト

簡単にいうと以上が概況ですが、各国の対応ということではいいますと、1点だけ補足させていただきたいことがあります。それは、EUの動向であります。

EUは、私の資料3でいいますと585ページに数行書いてあります。EUの方ではLegal Certainty Project、2005年1月末に、直訳しますと法的確実性プロジェクト。余りいい訳ではないのですが、それを設置しまして、EUの見地からユニドロアのこのプロジェクトとほぼ同じ論点についての検

討が続けられています。

江頭先生の還暦論文集に書かせていただいた時点では、ヨーロッパ諸国についての情報はなかったのですが、その活動の一環として、EU諸国外にもクエスチョネールというか質問を送って回答を求めるという作業が行われまして、日本とスイスとアメリカがその回答を提出しました。これらはEUのホームページからダウンロードできる状態になっています。

私がこの資料3を書かせていただいた後に、昨年の夏に、EU自体は25カ国の加盟国の各国の状況をまとめた資料をこのホームページに掲載しました。この資料も全部で600ページを超える資料でありまして、読みごたえがあるというか、なかなか分量が多いものであります。

それを見ますと、EUの加盟国の中でも、この分野は調整しようとする結構大変のようです。もともと調整する必要があるのかどうかということもあるわけですが、そういう状況があります。したがって、現在、ヨーロッパという目で見ますと、このユニドロアのプロジェクトとは別にというか同時並行的に、EUにおけるLegal Certainty Projectというものが進行しているということになります。

4. 現時点における条約草案の概要

そこで、次に、レジюмеで申しますと4になりますけれども、現時点における条約草案の概要ということで、資料4をお持ちの方は、ご覧下さい。条文がどういう項目をカバーしているかということをごく簡単に申し上げます。

第1条

まず第1条は用語の定義であります。これも何か申し上げるべきことがあるかと思えますけれども、時間の関係で先へ進ませさせていただきます。

第2条

第2条ですが、これは適用範囲でありまして、この条約草案というのは実質法を調整することにあるということでもあります。別途、国際私法のルール

につきましては、2002年の暮れにハーグ国際私法会議において条約が成立しています。まだ発効していませんけれども。いずれにしても、ユニドロアの方のプロジェクトは実質法の調整をするということでもあります。

第3条

第3条はCSDについて、一部の活動の側面については、この条約草案は適用しないということでもあります。

第4条

第4条は国際条約では当たり前の規定であります。

第5条

第5条からが実質的な中身になります。第5条は、先ほど少し申し上げたように、要するに口座名義人はどういう権利を有するかということです。日本でいえば、紙がある世界で申しますと、自分が株券を持っていたらどういう権利を持っているかということですが、これを文章にするのは大変なことであります。日本の社振法には何も書いてありません。ですから、書かなくてもいいのではないかという考え方もあるかと思うのですが、物権だとか債権だとか、いろいろな議論を経て、現状は5条にそれを書き出すことになっています。

これを読んでもすぐにはわからないのですが、簡単にいいますと、所有権的な権利、すなわち仮に株券を持っていれば、株式を所有権というか譲渡、処分できる権利。それから、発行会社に対して株主権を有する。大きくいうとその2つであります。5条の1項(a)というのは発行会社に対する権利であります。

しかし、先ほど申しましたように、英米のような国とフランスや日本のような国がありますので、1(a)(i)は何をいっているかということ、階層保有の一番下の名義人のことをいっています。ですから、フランスや日本でいうと1(a)(i)で一番下の口座名義人が、日本語でいいますと株式とか社債を有するということになり、(ii)は、英米などでは途中の口座名義人であり、したがって口座管理機関でもあるわけですがけれども、それも権利

がある場合には、ということになります。

アメリカなどでは一番上のCSDが発行会社との関係では株主。日本でいいますと、現在の保振法はそういう制度になっており、保振機構が発行会社との関係では、商法上というか会社法上の株主になるわけです。そういうのは1(a)(ii)で、if the non-Convention law so providesというところで、各国法がそれを認める場合には、そういう上の方の人も権利がありますよということになります。

(b)と(c)は、むしろ所有権に当たるものでありまして、簡単にいいますと譲渡とか質入れその他の担保提供ができますということであります。

そのほか、証券というか紙があることを想定しているシステムもありますので、日本の保振制度もそうなのですが、その紙を引き出す権利みたいなものもそこに書いてあります。

少し時間ありませんので、差し当たり全体でどういう項目が触れてあるかということだけ述べさせていただきます。

第6条

そうしますと、6条は飛ばさせていただきます、次の基本条文は7条になります。

第7条

これは何をいっているかといいますと、減額記帳と増額記帳。記録というべきかもしれませんが、本日は「記帳」という言葉で日本語としては通させていただきます。

debit、credit といっていますが、減額記帳と増額記帳によって、譲渡あるいは担保取引ができるというのが7条であります。これは何を意味しているかという、手続的な要件としては、減額記帳や増額記帳という記帳が必要条件であると同時に十分条件であるという意味です。十分条件というのはどういう意味かという、第三者対抗要件具備も含むということあります。日本もそうなっています。

しかし、そのことと、先ほども申しました有因、無因ということとは別で

す。すなわち記帳がなされれば、譲渡なら譲渡取引は、日本の法制でいいますと効力を生じ、効力要件であり、かつ第三者対抗要件となりますけれども、例えば間違っで記帳した場合どうなるのか。

その場合には、そういう意味では記帳自体は有効かもしれませんが、それを有効というかどうかは言葉の問題かもしれませんが、それを取り消すという作業が起きます。そういうものは7条では書かないで11条で書くことにしています。7条では11条の場合を除きというか、そういう文言を入れてあります。

第8条

8条は担保権設定でありまして、長々と書いてありますのは、先ほど申し上げましたように、記帳による方法だけではありませんで、当事者間の合意による担保権設定アンド対抗要件具備を書いてあるからであります。そのほか、証券口座自体を担保に入れることも可能にするというのが8条の3項あたりをごらんいただきますと書いてあります。

第9条

9条は飛ばさせていただきます。

第10条

10条も飛ばさせていただきます。

第11条

11条は、今申し上げた有効、無効といった話であります。これは、もしご質問があれば、後でまた詳細にお話しさせていただくことにしまして、ここでは先ほど申し上げたことでいいますと、例えば間違いで記帳した場合には直せる、あるいはもとの売買契約が無効だという場合には記帳を直せるということはあるということであります。それが11条で書いてあることでもあります。

第12条

12条は、いわゆる善意取得についてのルールであります。善意取得という概念がいいかどうかは日本でも議論があるところでして、この条約草案で

は innocent acquisition というか、無知による取得というか、innocent person といった言葉を使っています。いわゆる good faith とかいう言葉は使わないことにしています。

第 13 条

次に、13条はプライオリティー、すなわち優劣を決めた規定です。したがってこれは担保権にしか適用はありません。複数の担保権がある場合に、その優劣を決めた規定であります。原則、先に対抗要件を具備した方が勝ちます。1つ特徴的なところとしては、口座への記帳を重視していますので、口座への記帳による方法で対抗要件が具備された場合には、その時間的順番であり、口座への記帳以外の方法での担保権の設定及び第三者対抗要件の具備を認める場合には、そういう方法によるものは劣後するというのが基本的な考え方で13条はできています。

第 15 条

14条は飛ばしまして、15条から。15条は、冒頭で少し申し上げたように、基本的には口座管理機関が倒産した場合であっても、口座名義人の権利は有効であるというか、破産財団には属さない。日本語でいえばそういうことになるとは思いますが、そういうことを定めています。

第 17 条

16条は省略いたしまして、17条が、先ほどちょっと申し上げました上位差押さえの禁止であります。ただ、時間の関係で中身は省略させていただきます。

第 18 条

18条からは、どちらかというとい口座管理機関の義務とか免責というところちょっと言い過ぎかもしれませんが、責任というべきかもしれません。そういったものが定められています。

このあたりは、基本的には日本法と同じ部分も多いのですけれども、若干特徴的なことを申し上げます。

第 20 条

20 条あたりで書いてある問題として、簡単にいいますと、口座管理機関というのは、一方で自分の口座名義人、自分が契約している口座名義人からの指示に従ってのみ振替え記帳を行う。それ以外の人からの指示には従わないということを書いています。これについては難しい問題がありますが、後で申し上げたいと思います。

第 21 条

21 条からは、いろいろなことが書いてありますが、21 条と 22 条は、証券（あるいは記帳）が不足したような場合です。ですから、日本でいいますと口座管理機関が自分の顧客の証券として、例えば 100 というものを持って（記帳して）いるが、自分自身は顧客勘定として、自分の上位の口座管理機関に 80 しかなかった。20 足りないわけで、こういう場合にどうするかというのが基本的事例であります。

第 22 条

22 条の方は、そういう状態で口座管理機関が倒産してしまった場合には、按分で顧客がへこんだ部分を負担すると書いてある。しかし、21 条がわかりにくいのは、これはさっき申し上げようか非常に迷ったのですが、日本などでいいますと分別管理義務との関係について定めている点です。実は、分別管理義務は定めておらず、口座管理機関が有する証券は、顧客勘定で有するものも自己勘定で有するものも、足りない場合には合わせて全部顧客へ行く。それが 21 条の考え方です。

少しわかりにくいと思いますが、口座管理機関が自分の顧客の証券 100 を有している。有しているというのは記帳額を意味しますが、社振法の世界では証券そのものは持っていないのですが、今は便宜上そういう表現を使わせていただきます。

口座管理機関がお客さんの証券を 100 持っている。何かの事情で上には 80 しかない。そういう事態が生じた場合でも、仮に、自己勘定で同じく 80 上で持っていたとします。そうすると、その口座管理機関は自分より上位の

口座管理機関あるいはCSDにトータルで160持っていることになります。この場合には、160のうち100はお客さんに行くというのが21条の考え方です。

なぜ時間のない中で私がこれを申し上げるかといいますと、日本は分別管理義務を課していますので、今の自己分80と顧客分80というのは上位の口座管理機関において、当該口座管理機関は分別保管する義務があります。万が一倒産した場合、顧客が100だった場合でも、口座管理機関の自己分の80は顧客分には充当されません。これは、破産財団に属し、当該破産した口座管理機関の一般債権者へ行くことになるわけです。

ユニドロアでは日本がそれを主張したところ、主要国はどこも賛成しなかったという非常に不思議な結果が生じまして、私などは非常に驚きました。昨年11月の専門家委員会会合でわかったことです。スペインとポルトガルだけが賛成してくれて、大陸法系でいいますとドイツもフランスもどこもそうでないという。そうでないというのは、日本のようにはならないと。アメリカやイギリスはそうなりません。

すなわち、これは顧客保護のために顧客の証券が足りない場合には分別管理していたとしても、自己分も全部顧客の方にまず充てられるべきだというのが主要国ではそろった見解であります。

それで、顧客保護という観点からはそれでいいのかもしれないのですが、少なくとも日本法はそうならないと指摘しましたら、非常に孤立いたしました。この個別の論点ばかり強調するのはどうかとは思いますが、しかし日本法はおかしいとは思えないというか、何のために分別管理をするのでしょうかという議論をいろいろしているうちに、最終的には現在条約草案ではどうなっているかと申し上げますと、条約草案では21条の5項で日本のような制度はそれによろしいということにはなっています。

先へ進ませていただきます。

第23条

23条は、先ほど少し申し上げましたが、これは証券決済システムに関す

る特別規定だということだけ申し上げます。

第 24 条

次へ行きますして、24 条と 25 条は発行会社との関係であります。これは難しいような難しくないような話でして、直接保有というのでしょうか、証券（紙）が出ている場合がそうですが、直接保有の場合と同じような状況が間接保有になっても、なければいけませんということです。

第 25 条

例えば、25 条は相殺なのですが、間接保有状態になったから相殺ができなくなるという 2 者間の関係がそうでなくなるのはおかしいでしょうということであります。

第 26 条

26 条以下は、先ほど少し申し上げた E U の担当指令というか、collateral directive と呼ばれているものを取り込もうとするものであります。これも本当は内容を説明すべきかもしれませんが、ここでは私的実行ですとか、例えば口座管理機関が顧客の証券を管理している場合に、それを顧客の同意を経て自分の債務の担保に付していいか、これは 29 条 1 項ですけれども、そういったようなことを定めております。

ただ、この E U 指令をコピーした部分は、丸ごとコピーではないのですが、全部または一部をオプトアウトすることができるようにつくられています。したがって、仮に条約になった場合のことを考えますと、各国にとってそれほど深刻な問題は生じないということであります。そのオプトアウトの規定、全部または一部をオプトアウトできるという規定は、最後の 32 条に書かれています。

5. 日本の制度についての指摘

大変はしょりまして、余り中身に入れなかったかと思いますが、最後にレジュメの 5 としまして、冒頭に少し申し上げましたが、こういった条約の策定作業にアメリカ代表団の 1 人として参加しておられるペンシルバニア大学

のムーニー先生という方が、昨年の秋、日本に滞在されました。そのときに日本の制度を研究され、そのうえでなされた指摘が6点あります。そこで、最後にこの6点をご紹介しますと思います。

ただ、この6点の指摘は、よくも悪くも応用問題だという面がありますので、むしろこの6点に行く前にもっと基本的なところを議論した方がいいのかもしれませんが、基本的なことはもう聞き飽きているという方もいらっしゃるかもしれませんが、ここではムーニー先生がされた指摘をご紹介しますみたいです。

これは資料がなくて大変申しわけありませんが、多分もうすぐムーニー先生が論文を発表されると思います。まだ発表されておりませんので、私が個人的に聞いたところを、口頭でご紹介させていただきます。これは日本の制度についての質問のような形で指摘されたものであります。いずれもそうです。

最下位の口座名義人から先に物権的アレンジが可能か

まず第1に、最下位の口座名義人から先に物権的アレンジが可能か。余りいい日本語でなくて申しわけないのですが、要するにアメリカでいえば社振法に当たるものの私法的側面というのは、UCCの第8編と9編であります。

アメリカの場合には、階層構造は幾らでも下へ伸びて行くことができます。ただ、日本の場合には口座管理機関は登録制でありますので、私法的なルールと同時に公法的な規制というか監督法制とが組み合っているわけでありませう。したがって、一番下の口座名義人というのは、さらに下に次なるお客さんを勝手にぶら下げることはできません。

といいますか、ぶら下げることは自由ですが、私が一番下にぶら下がっているとすれば、私が仮に証券会社であるとしても、口座管理機関の登録を持っていない限りは、勝手にお客さんを下にぶら下げても、法律上はあくまで私が最下位の口座名義人である。したがって株主はだれかという私であり、私の下の人を株主にするには日本ではできません。もちろん、私が口座管理機関になればできますけれども。ところが、アメリカでは、もともとだれ

が株主かというのはさっきのように全然違う。一番上の人が株主だということですが、幾らでも下へ下げていくことができます。

そこで、日本の法制度の場合には、登録をとらないと下へは伸びていけないのかというのが最初の質問であります。

損失補償基金制度のあり方

2つ目ですが、損失補償基金制度のあり方。きょうは直接は触れませんでしたけれども、先ほどのような口座管理機関が倒産しまして、証券が足りないということになりますと、結局顧客が按分で負担することになります。この場合に、日本では加入者保護信託だったと思いますが、こういった損失補償基金というセーフティーネットがありますし、同じようなものはアメリカその他にもあります。

問題は、何を按分するかということにして、ご存じの方もいらっしゃるかもしれませんが、日本ですと、これは証券ごとになります。ですから、例えば口座管理機関が倒産して、そこにAという会社の株式が足りないということになりますと、先ほどの100・80でいうと、お客さんが全員100分の80ずつ按分することになります。

しかし、アメリカのSECのルールという言い方がいいかどうかわかりませんが、証券会社が破綻した場合は、証券ごとではありませんで、全証券を按分します。すなわち、株式、社債、国債、持っているものを全部1つのプールにして顧客で按分するというやり方をとっています。これは全くやり方が違うわけですし、どちらが望ましいかという点であります。

口座名義人の権利取得の時点

3点目は、口座名義人の権利取得の時点であります。これが非常にシリアスになりますのは、口座管理機関が倒産した場合です。まだ顧客口座へ記帳していなかった。AさんからBさんへの譲渡があって、Bの口座へ記帳するはずが、Bの口座管理機関が自分のところまでは記帳はしたが、Bの口座に記帳する前に倒産したような場合であります。

日本法は、口座の記帳というものを譲渡の効力発生要件にしていますので、

口座に記帳していない限り権利を取得することはないといわざるを得ないわけですが、アメリカのUCCは、ご存じの方いらっしゃるかもしれませんが、顧客の口座に記帳しなくても、口座管理機関の口座に記帳されると、顧客は当該口座管理機関との関係で、アメリカ法でいうとセキュリティ・エンタイトルメントと呼んでいます。日本でいえば株式や社債の権利を取得すると書いてありますので、そこで口座管理機関が倒産した場合には、顧客は保護されることとなります。そこが、日本は不十分ではないかという問題提起であります。

CSDレベルでの外国証券の保有

4番目。CSDレベルでの外国証券の保有。これは、どちらかというところ、日本でいいますと、法制審議会の方の部会で議論されている論点に近いのですが、要するに、日本の制度でいいますと、アメリカの証券を日本の保振が保有しているという形の場合です。例えば、アメリカの普通の会社の株式ですと、頂点となるCSDはDTCCと呼んでいます。DTCCの下に、口座管理機関が2つぐらいあって、その下に保振がぶら下がって、さらにその下に日本の証券会社、投資家。こうぶら下がったような場合に、一体日本の証券会社あるいは保振機関は何を保有していることになるのか。セキュリティ・エンタイトルメントですか、その場合に下にぶら下がっていく日本の投資家等はどういう権利を持っていると考えたらいいかという問題です。

口座管理機関の免責問題

5番目。口座管理機関の免責問題。これは先ほど飛ばしたことで、アメリカではいわゆる1987年にブラックマンデーというのがありまして、そのときに非常に問題になりました。

したがって、本日は詳細はお話しできないのですが、アメリカのUCCというのは1994年に第8編が全面改訂されています。その改訂のきっかけになりましたのは、この87年のブラックマンデーです。そのときにいろいろなことがあったようです。一番問題になったのはどういうことかといいますと、ブラックマンデーで証券会社が倒産したりしたときに、顧客が他の証券

会社を訴えて、その証券は自分のものだという訴訟が頻発した。ところが、これはどういう主張かという、訴えた原告である、機関投資家が多いのですが、顧客は、日本法的にいうと、その証券の所有権は自分にあるという主張であります。にもかかわらず、被告である証券会社と呼んでおきますけれども、口座管理機関は、振替記帳していたというわけであります。

これをもう少し日本法に即してわかりやすい例で申し上げますと、例えば、善意取得が成立していない場合に、もとの権利者が取得者の帳簿の振替を行った口座管理機関を訴えるということであります。

例えば、AがBに譲渡か担保して取引をしたが無効であった、間違いであったということでもいいです。その記録がBからCへ記帳され、Bは無権利者だが、Cが善意取得するか。しなかったとします。幾つか前提を置かなければいけないのですが、わかりやすくするために、AがCに対して、その証券は自分のものだと言主張できる状態だとします。そういう状態で、Cの口座管理機関がCの証券をDに振り替えた。そのときにAは、つまり無権利者であるCの口座振替機関が、私の証券であるものをCからDに勝手に振り替えたので、日本でいうと不法行為になると思うのですが、そのCからDへの証券の振替を行った口座管理機関を訴えたというケースでして、かつ口座管理機関に悪意というか、不法行為ですから日本法でいうと過失があったのではないか、こういう訴訟であります。

この経験にかんがみて、アメリカはUCCに有名な規定がありまして、口座管理機関は仮に正当な権利者から訴えられても、要するに今の例でいいますと、Cの口座管理機関ですから、Cからの振替の申請に基づいてCの口座にある証券をDに振り替えていくということを、通常行っている限りにおいては免責されるという規定があります。

いかにもアメリカらしく、例外として裁判所の命令があった場合とか、日本でいうと悪意重過失になるのでしょうか、フロード（詐欺）があった場合というのが例外になるわけであります。先ほど読み飛ばしてしまったのですが、条約草案の中にはそういう規定を入れようではないかというので、少し

だけ今のところは入っています。

日本でどうなるのかというのが、ムーニーさんの指摘ということになります。

「支配」による担保権設定

最後は簡単な例です。6点目は、日本では担保権設定というのは必ず減額記帳と増額記帳という形で、振替をしないと質権の設定は認めないというのが、社振法の世界です。考えてみると、もちろん記帳を変えるということによる担保権設定があっというわけですが、それに加えて3者間合意というか、担保設定者である債務者、担保権者である債権者、そして口座管理機関、3者の合意による、アメリカでは支配（コントロール）による担保権設定と呼んでいます。担保権設定を認めていいではないかということがいわれます。

これはメリットは幾つかあるのですが、2つだけ、彼らがいうことを申し上げますと、1つは、口座自体を担保にとるにはこの方法でないとうまくいかない。証券群は日々変動しますので、この方法があると便利だという点。

2点目には、よく公示がないとか、だれにもわからないではないかとかいう人がいますが、考えてみると、帳簿の振替えで動く振替証券ですので、口座管理機関が同意していれば振替えは起きないのです。もちろん裏切れれば別ですけれども。ですから、3者が合意していれば、それで担保権の設定を認めても特に問題はないという点がもう1つあります。

したがって、日本でもそういう形での担保権設定、あるいはもう少し各論を申し上げますと、証券口座というか、口座を対象とする担保権設定というのを認めてしかるべきではないかというのが問題提起であります。

報告の時間をちょっと超過してしまっって申しわけありませんでしたけれども、ユニドロアの作業のご紹介ということ、そこにおける主要な論点をお話しさせていただきました。

残りの時間、皆様方からいろいろな点について、ご指摘をいただければありがたいと思います。

以上です。

討 議

前田副会長 どうもありがとうございました。

それでは、ただいまのご報告につきまして、ご意見、ご質問をよろしくお願いたします。特にどこかでは切りにくいように思いますので、どこからでもよろしくお願いたします。

前田副会長 このプロジェクトが、モデルあるいはガイドラインにとどまらずに、条約策定まで進むということになりますと、日本の現在の制度の相当重大な部分で修正を余儀なくされるところが、先生のご感触では出てくるとお考えですか。

神田会長 そのように聞かれますと、外務省の研究会的になるのですが、実は現状では日本の法制度を変えなければいけないという点はほとんどありません。なぜかというと、日本の法制度との関係では、先ほど申しました分別管理のところを含めて、既に修正をしていただいて、今日に至っているからであります。

江頭先生の論文集にも少し書かせていただいたのですが、このプロジェクトは全体として見ると、法制度として世界で進んだ制度を持っているのは、アメリカとフランスと日本です。この分野の制度については、日本は、どちらかというより学ぶ側というより学ばれる側になっています。むしろドイツとかイギリス、あるいは他の諸国が、アメリカとその対極にあるフランスや日本の制度に学ぶという状況になっています。

細かい点で日本の方が直した方がいいもの、例えば最後の合意による担保権設定はその例かもしれませんが、この条約との関係では、そういう担保権設定の方法を必ず認めなければいけないというふうにはしていません。過去の経緯はお話ししていませんが、それが認められている国においては、そういう方法でよろしいという考え方になっています。

したがって、日本が困るということはありませんというのが基本です。厳密にいきますと、ありませんというといい過ぎで、細かな点はいくつかあり

ます。1例を挙げますと、善意取得のところの要件は、有償である、善意に有償というふうに書いてあります。日本でいう重過失概念とは少し違った概念が使われているのではないか。こういうあたりはやはりこれでは日本としては困るのではないかといった点がありえます。

実はこうした点は、このプロジェクトだけではなく、UNCITRALとかでも善意取得が出てくるプロジェクトではすべて同じです。せめてジュネーブ条約の手形条約ぐらいにしてもらわないとということは、議論したりはします。この善意取得の問題についていいますと、仮に条約になったとしますと、より第三者を保護するのは、それぞれの国にゆだねましようということに恐らくなりそうです。

つまり、今の例でいいますと、無償であっても、日本は善意者を保護します。それは構わないということに恐らく落ちつくと思います。有償でなければ、無償で取得した人は保護されないというのが現在の案です。日本法は、それ以上に善意者を保護しているわけですから、そういうものはありにしましようということに、明文上はまだはっきりしないのですが、恐らく最終的にはしていくと思われます。

私が、これがこのまま条約になると、日本法を変えなければいけないという点がありますかと直ちに聞かれると、すぐには思い浮かばないということになります。

ただ、もう1点、それでは、日本は今ままで万全かといわれたら、それはそんなことはないので、ムーニー先生からの指摘もありますけれども、いろいろ改善した方がいいという点はあるとは思います。

近藤委員 機能的アプローチということの意味についてお聞きします。今のご説明の点にも関連するのですが、結果についての法的不確実性を取り除くという趣旨であって、結果が同じになることは意図していない。各国で結果が同じになることを意図しているわけではないのですね。しかし、結果が違う場合に、要件その他から考えたときに、果たして法的不確実性というのはどこまで取り除くことができることになるのかということが少し気になるの

です。

神田会長 ありがとうございます。非常に本質的な点です。まさにそれが毎回の会合で問題になる点といてもいいと思います。

答えは、結局、どういうふうに申し上げたらいいのでしょうか、結果ももちろん調整したいということではありますが、結果を法的不確実性を取り除く程度まで最小限調整したいということになります。

ですから、もしこれがモデルローなどであれば、もっと理想的に結果が全部調整されるような案を提示するのでしょうか、条約ということになりますと、交渉事になってきますので、どこまで調整が可能か。どこまで調整すればこのプロジェクトの目的である法的不確実性が取り除けるかということが問題になります。

2つ例を挙げさせてください。1つは、先ほど少し申し上げました口座管理機関の倒産というのがいい例だと思います。口座管理機関が倒産した場合、これは顧客が保護されなければ困る。この結果は完全に統一しなければいけないと思われれます。

それに比べてやや難しいのは、今の善意取得などがいい例かもしれません。お手元に資料の2というのがあれば、昨年11月の会合で議論されたものなのですけれども、その4ページ目の下に、G F P Rule (1) があると思います。丸があって、「not harmonized」というもの「harmonized」というものが書いてあります。

これは3回の政府専門家委員会の会合を経て、とりあえず現在到達しているところで、B側は、調整しましょう、ハーモナイズしましょう。しかし、A側は、ハーモナイズしないことにしましょうということで落ちついている。

どういうことかと申しますと、Aが100証券持っていて、減額記帳されました、Bの方に増額記帳されました。Bがどういう要件のもとで保護されるかということは、少なくとも調整しましょう。その意味は、もっといいですと、先ほど日本の善意取得の例を挙げたからややこしい点はあるのですが、少なくともBは善意で、無償か有償かということはあると思うのですが、日

本語でいえば、善意で無重過失であれば、Bは保護される。つまり、権利を取得するということにしましょう。

ただ、Aは権利を失うかということについては、国によって考え方はばらばらであります。失わないという国もあれば、ほかの人が、Aがだれかを特定できないので、皆で按分して、へこむという法制もあります。

そのスライドの下に書いてありますが、法的な効果、特にだれが失う人なのかということを含めて各国法にゆだねましょう。最初はそれも全部最小限調整しましょうという案を提示していたのです。しかし、到底まとまらないということがわかってきたときに、このプロジェクトが必要とする最小限の結果の統一は何かといったら、B側を一定の要件のもとで保護することでしよう。その結果、A側はどうなるかということは、表現は悪いですが、各国ばらばらであっても、それは差しさわりのないで、ここは調整の対象とはしないことにしましょうというのが、1例であります。

これは非常にわかりにくいと思うのですが、ご指摘の点は非常に本質的な点であって、このプロジェクトの一番重要な点だと思います。

黒沼委員 条約ができたとして、コモンロー諸国で、条約を受けて法律を制定することが予定されているのですか。

神田会長 私に答えられるかどうかかわからないのですが、このプロジェクト、実はまだ条約も何もできていない状態なのですが、もう既に影響を及ぼしていて、スイスとかカナダは立法しているのです。最終確認していませんが、カナダは多分ことしの1月1日から施行されている。州別ですけれども、主要な州は施行されていると思います。既に影響を及ぼしてきたといってもいいのかもしれませんが、そういう意味においては。

したがって、今のご質問で、ここで条約ができたなら、その条約をモデルにして、コモンロー諸国で法改正をする国があるのでしょうかと聞かれますと、よくわからないということにはなるのですが、主要国で特別法を持ってない国としてはやはりイギリスが大きいですね。それから、カナダが今そういうことで立法中というべきかもしれません。あと、オーストラリアです。

なお、国の数からいうと、圧倒的に大陸法の方です。例えば、ユニドロアの加盟国だけでなく、国の数をどうやって数えるかという問題がありますけれども、仮に経済の規模で上から 50 数え、大陸かコモンローかに分けたら、40 は大陸法系です。もっとも北欧諸国はどっちかとか、そういう問題が若干ありますけれども。

この分野についての特別法を、日本でいう社振法、アメリカでいう UCC、こういうのを持っている国は何カ国ありますかといったら、現状、恐らく 5 カ国に満たないのではないかと思います。

これが条約になろうがなるまいが、私の予想でいいますと、恐らく 50 挙げたら 25 カ国ぐらいいは何かの特別法の対応とかを 5 年ぐらいをめどでする方向に行くのではないかという気がします。気がしますではいけないのですけれども。

実際のところ、主要国で法制の現代化を終えている国で申し上げますと、口座の記帳を要件としているような国では、歴史の順番でいうと、アメリカの UCC の前のバージョン、第 8 編の前のバージョンは、77 年ころだったと思います。ただ、それを全面改正して、94 年が現在のバージョン。フランスは 84 年です。そして、日本は、いつから数えるのか少し微妙ですが、短期社債法なのか、階層構造になったところから数えますと、2002 年ということになります。

そしてカナダ、今スイスが法案を出しています。それ以外の国は、イギリス、オーストラリアは特別法はありません。ドイツもありません。イタリア、スペイン、この辺もないというのが現状です。

黒沼委員 日本で社振法ができたときに、口座の記帳によって権利を取得したり譲渡できたりすることについて違和感を持つ人も多かったようです。そういうことができるのだったら、苦勞して保管振替法をつくる必要もなかった、法律で決めればそういうこともできるのかという声も聞きました。

コモンロー諸国では、権利を直接取得する方式をとってないところが多いのではないかと思うのですが、日本のような方式は、コモンロー諸国から理

解を得られているのでしょうか。これはムーニー先生の最初の質問、つまり契約によって物権的なアレンジができるかという問題にも絡んでいるように思うのです。先生のお考えはいかがですか。

神田会長 2点申し上げます。まず第1点、みながどう思っているかということでは、コモンロー諸国の方がむしろ抵抗がないというのが私の感じですが、イギリスとかオーストラリアはあまり抵抗がなく、アメリカは帳簿の記帳を要件にしている。それについて、イギリスやオーストラリアはもちろん一般法はありませんから、解釈になります。解釈になるとどうなるかということ、ドイツもそうですけれども、口座の記帳というのは、何かの手がかりになるわけです。日本でいえば、特別法がなければ、例えば指図による占有移転あるいはその他の占有移転の方法のメルクマールということになります。一手段ですということになり、それはドイツなどでいわれている証拠的な価値とか、直接の法律上の要件、構成要件ではないという言い方になるわけです。その帳簿の記帳を日本のように、おっしゃるように法律上譲渡あるいは質入れの効力要件であり、かつ対抗要件であるということ、それは口座の記帳が直接の要件になるわけです。

イギリス、オーストラリアは抵抗ないのですけれども、実は大陸法系の方が問題になっている。黒沼さんが指摘されたのと全く同じ理由なのですが、口座の記帳によって権利の得喪が物権的に生じていいのか。しかも、その口座は私人が管理している口座ではないかという抵抗が、大陸諸国であります。

今どうなっているかということですが、間接保有構造になっているいろいろな国のシステムを見た場合に、何が特徴的かといったら、口座の記帳がない制度はないのです。変な話ですけれども。そういう状態にあるときに何をメルクマールにするのが、法的確実性というのは余りに抽象的でよくないのですが、わかりやすいかということ、やはり減額記帳があって、増額記帳があるでしょう。Aさんのものを100減額してBさんのところに100と書く。これを中心に考えた方がいいのではないかというのがこのプロジェクトで、それがだんだん浸透してきて、この2～3年の間にはかなりの大陸法系の国も

そういう雰囲気になってきているというのが現状とっていいかと思いません。

もう1点申し上げたいことは、こちらの方が学問的な話になると思います。これは私も短期社債法あたりのときからずっと関心があることですし、今回の電子記録債権法という新しい法律にも関係することです。発生もそうかもしれないませんが、少なくとも社振法の世界でいいますと、権利の得喪を、あるいは物権的な効果というものを私人が管理する帳簿への記帳をもって、そういう効果を発生させることが適切かどうか。そういう論点についていうと、当時あった議論は、当時というのは社振法を立法するときにあった議論という意味ですが、私人の帳簿を基準に権利の得喪を規定するのは問題なので、何らかの公的な関与が必要である。そこで、登記のように、公的な機関が運営することが必要ではないかと。対抗要件だけですけれども、不動産や何かの所有権移転登記のように。そういう議論があった中で、私がおのときいていたのは、株主名簿とか社債原簿、当時の商法、現在の会社法ですけれども、それなどはいい例ではないか。私人が管理する、すなわち会社という私人が管理している帳簿の記載をもって権利の得喪を認めています。第三者対抗要件ですけれども。

したがって、要は、だれが管理するかというと、コンピューターの時代でいうと、帳簿というよりデータですね。データというのは複数あるし、複数の方が管理することが論理的には可能ですが、だれが管理しているデータへの処理をもって権利の得喪の要件にするか。権利の得喪という効果を付与するかというのが問題であって、私人が管理するデータであるから適切でないということは直ちにはいえないし、株主名簿や社債原簿というのはその例でしょうという議論も当時随分したことを思い出します。

ただ、その結果、短期社債法や社振法はどうなっていったかというところ、それはやはり口座管理機関というのは監督に服するのだという考え方で、話が飛躍しますが、電子記録債権などは権利の発生から得喪から全部、消滅のところは必ずしも帳簿には直結しないことにしましたが、管理機関で

これはやはり監督に服するというのが日本での考え方にはなりました。

ですから、これがクロスボーダーになると一体どうなのか。他国において監督を受けてないようなところで、得喪を認める法制があって、それと接続した場合にどうなるかという問題が、今後の問題として出てくるということはいえると思います。

最後に、ムーニー先生ご指摘の問題については、私は、日本法のもとでは、信託を利用することで物権的に下へ伸ばしていくことが可能であると答えることとしています。

藤田委員 3点ほど。細かいことを本当は聞きたいのですが、大きい方が趣旨に合いそうなので大きな話ばかりです。1点目は黒沼先生の質問の少しテクニカルな聞き直しです。イギリスは、日本等のように制定法ベースで証券決済制度をつくっているわけではなくて、今CRESTのルール等でやっているはずですが、この条約上、“non-Convention law”とか、“if relevant law so states”と書いて国内法の優先を認めているときに、CRESTの規則に書いているというのはどう評価されるのでしょうか。CRESTの規則は、イギリスの国内法上はそれは有効に尊重されています。そういうときに、イギリスがこの条約を批准したら、このルールは基本は全部適用されるのですが、今いったようなCRESTのルールは、“non-Convention law”あるいは“relevant law”の一種という扱いで、その限りで条約のルールは適用を排除されることになるのか。それとも、イギリスはCREST等のルールに反する条約のルールを排除しようとするれば、そのための制定法かせめてレギュレーションか何かつくらなければいけないのか。それはどちらの扱いなのでしょうか。

神田会長 それは解釈問題で、この条約は触れていませんけれども、イギリスの理解はクレストのルール等は現行法のもとで有効である。したがって、その意味でこの条約でいうノン・コンベンション・ローに当たるという理解です。ただし、クレストの規則それ自体はノン・コンベンション・ローには該当しません。

藤田委員 わかりました。

2つ目の質問は、何を統一しようとしているのかという先ほどの近藤先生の質問に関するものです。これは本来の趣旨でなかったのかもしれませんが、またこういう言い方をすると、関わっている方に甚だ失礼かもしれないのですが、次のような理解でよいでしょうか。仮に条約を批准しても、日本は基本的にあまり変えなくて済む、日本はそれなりに立派な制度をつくって条約作成に際しては教える立場だからといわれました。他方、日本とは相当制度の違うアメリカもまたあまり譲歩しなくていいようにできていると読みました。たとえば担保の設定を含めてですね。これもおそらく日本についての説明と同じことが当てはまるのだと思います。

つまり、アメリカも日本も、基本的にはあまり本質的なところは譲らずに入れる。しかし、両国の制度にはかなり相当本質的な違いはある。したがって、これは本当の意味での統一をねらっているのではなくて、現在先端的なシステムを持っている国々は、その基本を変えずに維持できる。しかし、それ以外の全く違うシステムが出てくることは防止する、一種 non-proliferation treaty とでもいうべき性格なのかなという気もしました。確か、条約作成の最初の頃はもっと細かく全部統一しよう、実質を統一しようということであったが、現在はそれからはだいぶ後退して、大体重要な問題については、主要な法制の併存を維持する形で2つぐらいの選択肢が残るようになり、実体法の統一に関する目標の高さも変わってきたのかなと想像したのですが。あるいは、少し失礼な見方かも知れませんが。

神田会長 いえいえ、少しも失礼ではなくて、こういうプロジェクトは結果としてそうなるのではないかということだと思います。まだわかりませんが、結果としてそうになっているのではないかと思います。ただ、私はこのプロジェクトの意義としては、個人的な見解としては、条約ができてでもできなくてもどちらでもいいと私は思っているのです。表現が悪いのですが。そういいますのは、このプロジェクトには2つ特徴があって、1つは、他のプロジェクトと違ってそれを直接サポートするインダストリーとか、サポー

トする団体その他の業界というのは存在しない。これはこの手のビジネス分野のプロジェクトとしてはめずらしいプロジェクトだと私は思っています。

2点目は、そのことの裏返しになりますが、したがって、条約ができようができまいが、このプロジェクトというのは、ドイツやイギリスも含めて、ちょっといい過ぎで問題かもしれませんけれども、日本やアメリカに学ぶ、先進国以外の国は一層そうなのです。ただ、輸入するつもりは彼らはなくて、それを学んだ結果、わけわからぬ分野なので、自分たちとしていいものをつくろう。自分たちの伝統に合ったものをつくりましょうという話がかかなり大きい。それゆえ、実は非常に多くの国がこれまでのプロセスを評価してくれている。これも普通の条約と非常に違う。

そういうことでいうと、条約ができようができまいが、プロセスそのものが非常に重要であって、いいかげんな言い方をすれば、かりにきょうこのプロジェクトがつぶれたというか、解散ということになったとしても、十分な意味はもうあったとさえ思っています。といいますのは、各国でいろんな検討がなされているからです。

ですから、藤田さんがおっしゃったようなことは、結果としてそうになっていく、なりつつあるということはあるように思います。

藤田委員 実質を完全に統一しないとすると、かなり実体的なルールがばらばらのままになり、結果的には国際私法の側面がかかなり重要になってくると思うのです。そして、この条約は、国際私法的な観点からも、非常におもしろいのです。たとえば、10条等は非常に変わってしまして、準拠法が当該締約国である場合に限ってその留保は有効であると規定しています。留保というのは普通は法定地の裁判所が条約適用しないための道具なのに、そこに準拠法という要素を入れて規定していて、非常に特異な性格を持っています。ともかく、かなり特色的な国際私法の考え方をいろんなところに入れているような気がしています。

伺いたいのは、国際証券決済については、もう1つ先行プロジェクトといえますか、もう結果が出ているもので、証券決済の準拠法に関するハーグの

条約があります。この条約を作成しておられる方々は、ハーグ条約は基本的に批准した上で、これに入ることを想定して書かれているのでしょうか。なぜかという、いろいろなところで本条約は、準拠法に解決を委ねているところがあるのですが、普通に各国の国際私法を適用して準拠法を決定すると、相当むちゃくちゃで整合性がない結果になりそうな気がします。ハーグ条約のように証券決済の特質を十分考慮した抵触法ルールを前提にすれば、この条約のように、多くの論点を準拠法に委ねても何とか動くとは思いますが。

神田会長 非常に重要な話ですね。クロスボーダーの話ですから。ユニドロアと今おっしゃったハーグの方の証券準拠法条約は、当然のことながら国際機関は別です。ハーグ国際私法会議と呼んでいるわけです。したがって、これは国際機関間の連携というか、通常の姿ではあるのですが、お互いに尊重するという考え方に立っています。

したがって、今おっしゃった点についていうと、国際私法のルールというのはハーグで条約ができているので、その条約を一応の想定として議論は進んでいます。ただ、この条約はまだ発効していません。国際私法のルールとしては、少なくともヨーロッパ諸国は、現在ハーグ条約が発効する前の状態で持っているルール、EUレベルでのルールがあります。その国際私法のルールというものも合わせて前提にしています。

国際私法のルールを統一すれば実質法レベルでの調整は不要かというのは、これまた重要な基本的な点ですが、ユニドロアのプロジェクトは実質法レベルでの調整も必要であるという考え方に立っていることになります。

同じようなことで、今いわれて気がついたのですが、UNCITRALとも調整しました。UNCITRALの方は、担保取引についての立法ガイドというのをつくっています。その立法ガイドからは投資有価証券、間接保有の投資有価証券は除外するという形でお互いに調整しています。

神作委員 各論についての細かいご質問で恐縮なのですが、神田先生から比較的詳しくご説明のあった分別管理義務について伺いたいと思います。まず、実態の問題としてお聞きしたいと思った点は、諸外国における口

口座管理機関というのは、それだけを専ら業務にしており、他の業務を兼営したり、あるいは自己勘定でいろいろ金融商品を持っているということがあまりない世界を前提にしているのか。そうではなくて、自己勘定で持っている部分も相当にあるということを前提としているのか、実態についてご質問させていただきます。

分別管理義務を遵守しているのにもかかわらず、自己勘定と顧客勘定分とを合わせて不足分はまず顧客に充当するというのは、カストディアン以外の業務をいろいろ行っているような場合には、非常に不自然というか不合理的な感じがするので、そのような考え方が有力であったということは、海外の口座管理機関はもっぱら口座管理だけを行っているのか、という点をご確認したいということです。

第2の質問は、第1のご質問に関連するのですが、顧客分を担保にとって決済システムに差し入れているような場合であっても、22条の考え方というのは、もし不足分が生じたら、顧客に充当するということになるのか。顧客分を担保に差し入れた場合の担保権者と顧客に戻る場合の顧客の権利の優劣関係はどのように考えられているのか。もし、ここで決済システムのために差し入れられた担保がひっくり返るということになると、このプロジェクトの最大の目的であるはずの決済システムの安定性と効率性の確保という問題に大きく反する可能性があると思います。担保化された部分というのは別扱いになっているのかどうかという点も含めて、2点お伺いできればと思います。

神田会長 2点目の方が簡単なのですが、担保権者の方が勝ちます。有効な担保権が、有効という意味は対抗要件を備えたという意味も含めてですが、ある限りにおいては、担保権者が勝つという点は動きません。

今神作さんがおっしゃった例で、例えば顧客の証券であっても、自己勘定の証券であれば当然ですけれども、顧客の証券を、日本でいえば同意を得た上で、決済システムその他に当該口座管理機関が担保に入れた場合、その後で口座管理機関がつぶれた場合には、その証券については、有効な担保権が

ある以上は担保権者が勝つわけであって、それが顧客に充当されることはない。この点はこの条約の立場でもありますし、ほとんどの国がそういう立場にあります。

ただ、そういう問題があるということも、ほとんどの国は認識されてないので、そういう意味では、学ぶプロセスになっているというところがあります。

それから、1点目は、難しいお話なのですけれども、一応という言い方はよくないかもしれませんが、口座管理機関が自己勘定でも相当持っているという状況が想定されているといった方がいいと思います。

それに時間を余りとしてはいけないのかもしれませんが、どういう言い方を彼らはしてくるか。彼らというのは、ほとんどの国です。どういつてくるかという、やはり顧客のもの、他人のものを管理している。そこで、自分がつぶれて、顧客の分に不足するという場合には、ただし、同じ銘柄の証券というふうに通常はこの条約は想定していますが、先ほどの全部按分するというのではなくて。その同じ銘柄の証券を自己勘定で持っていたなら、不足している場合には当然先に顧客の方に行くべきだ。まず、そういう言い方をするのです。

アメリカやイギリスがそういう言い方をするのはわからないではない。なぜなら、アメリカではUCCの明文の規定がありまして、UCCは分別管理を要求しませんので、口座管理機関が有する証券というのは顧客に全部充てる、こう書いてあるわけです。

イギリスはどうかというと、信託の法理かどうかははっきりしないのですが、多数説は信託の法理で、信託の法理の場合に、信託財産が足らなければ固有財産を充てなければいけない。自明ではないのですが、金銭とか何かについての判例では、一部そういうことが認められています。イギリスがそういうことをいうのもわからないではない。

ただ、ドイツやフランスもそういうので、私にはわからなくなる。必ずしもはっきりしないのですが、彼らがいおうとしていることは、ロジックとし

ていうと、分別管理というのは顧客の財産を保護するための手段だと。したがって、分別管理義務を課していても、やはり足りない場合には自己分が充てられるべきだ、こういうことをいうのですね。

これは日本の法律家のロジックとは全く合わない。日本がどういう言い方をしてきたかという、ちょっと苦し紛れのところがあるのは正直なところ。自己勘定に権利を持つ人にも保護されるべき人がいるでしょう。例えば口座管理機関が証券会社であるとして、証券会社はいろいろな取引をしていますので、例えば証券会社から説明義務違反か何かで被害をこうむった顧客というのは、債務不履行か不法行為の債権を持っているかもしれないけれども、債権者の1人でしょう。自己分がすべて顧客に行くというよりも、破産財団の一般債権者の中にも同じ程度保護されるべき消費者のような顧客もある得るでしょう、ロジックだけでいいますと。したがって、自己勘定が無原則で全部顧客に行くのがポリシーとしてベストだとは、当然にはいえないのではないのでしょうかという言い方をしています。これに対して、大陸法国は、ドイツは何もいわないのです。アメリカなどが何とってくるか。それは大変難しい問題だけれども、そういう場合は、神作さんの2点目と関係するのです。そういう人はやっぱり担保権を設定するか別の方法で保護すればよいというのです。

ですから、担保権がない一般債権者、倒産した口座管理機関の一般債権者と顧客ということになった場合には、まず顧客の方に充てられてしかるべきではないかという言い方をしてくる。

私もわからなくなっていて、この点は法務省とも何度も相談しているのですが、やはり日本は形式主義だなと感じます。分別となったら、固有財産は固有財産、顧客財産は顧客財産。余り政策的な議論をしなくて、そうなるので、別のものは別でありますと。そういう考え方で今のところ通しているということです。

前田副会長 最後の方の口座管理機関の免責問題のところ、口座名義人のところで善意取得が成立せず、本来なら口座管理機関としてはもとに戻さな

いといけないにもかかわらず、口座名義人の譲渡の申し出に応じたしまった場合に、口座管理機関は責任を負うのかという例を挙げられました。日本の場合ですと、口座簿の記録には権利者としての推定が働きますので、当該口座名義人は善意取得していなくても、権利者としての推定は受けているのであって、その者を権利者として扱った口座管理機関は、悪意重過失がなければ免責される、つまり手形法 40 条 3 項型の免責は受けられるのではないのでしょうか。それとも、自分がつくっている口座簿の記録を信頼しても保護の対象にはならないのでしょうか。

神田会長 何というか、自分が記帳した人のことを考えています。ですから、A、B、Cといった例でいうと、Cの口座に100と記帳した。でも、実はAに権利があって、Cは取得しなかったという場合で、口座管理機関はCに記帳した張本人です。それを次にCの申出に基づいて、その100をさらにDに振り替えたというようなケースを想定しているものですから、確かに記帳には推定効はあるかもしれませんが、口座管理機関は自分が記帳した。もちろん口座管理機関には悪意はないとか、フロードはないという前提で話が進んでいます。

そういう状況です。

前田副会長 私は、転々と前者から譲渡されてきたけれども前者が無権利者で、たまたま口座名義人に悪意または重過失があるために善意取得が成立しないという状況を念頭に置いてお聞きしておりました。

神田会長 今の話でいうと、A、B、Cでいうと、Aが本来権利者であって、Bが無権利者、Cが善意取得するかどうかというときに、Bの記帳を信じるかについて、紙がある世界をパラレルに見ますという話はあると思います。ですから、Bは本当は無権利者だったけれども、推定効がありますし、それを信じてBの口座管理機関から、口座管理機関が同じか違うかという問題はありますが、減額して増額したというときには、そういう問題はあると思います。

問題は、たまたまCが悪意だったから取得しませんでした。しかし、その

Cに記帳した口座管理機関が、またその記帳を振り替えていくという行為についてどうかといわれると、実はそれ、規定がないものですから、アメリカでは大変訴訟になりました。その結果、規定を設けたというのがアメリカの歴史で、いわれているのは、日本も直接の規定はないのですが、規定がなくても大丈夫かというふうにいわれたということです。

私はそのときどう答えたかという、それはもう不法行為の請求でしょう。そして、過失があるとはいえないでしょうと、通常はなるのではないかと申し上げてはいるのですけれども、自信はないところです。

前田副会長 ありがとうございます。

永井オブザーバー（以下 OBS） 先ほどムーニー教授の、損失補償基金制度のご説明では、アメリカだけ特別なおっしゃられ、特徴的な整理の仕方をされていて、全証券を対象にした整理の仕方がなされているとのご説明でした。ちょっと意味がよくわからなかったので、ご説明をいただけませんか。

神田会長 実は、これはむしろ私、こういう場で皆様方の感覚を、学界の方を含めてぜひお聞きしたいです。

証券会社が倒産しました。ある財産、若干の財産があったという場合に、顧客口座、日本ですと分別管理ですけれども、どういう形で按分して分配するかということです。アメリカは証券会社だけ特別ルール。そういうのは余り正確ではなくて、アメリカの損失補償基金がそういうルールなのです。損失補償基金は証券の銘柄ごとでなく株も国債も社債も全部一緒にする。全部一緒にして、全部顧客の現在価値で計算してそして按分する。これは証券会社だけかというと、証券の損失補償、日本だと証取法と社振法の方とありますけれども、それだけに適用されるわけです。では、例えばですけれども、銀行が口座管理機関であって倒産したという場合どうなるかということ、アメリカではUCCに戻って、UCCは銘柄ごとなのです。当該A社ならA社の株式、A社の債券についてだけ按分をする。次にB社の株式について按分する。日本は常に後者です。常に後者だとははっきりしないかもしれませんが

れども、恐らくそういうことになると思うのです。

アメリカはかなりの議論を経て、今の証券補償基金の制度をつくるときに、全証券をプロラタにするのが投資家保護の趣旨に合致するのだというSECの強い主張があつて、そうになりました。恐らくコマシャル・ローというか、UCCの関係者は反対したと思います。ロジックからいうと銘柄ごとだと。結局議会は、連邦法になりますけれども、証券会社の倒産の場合の補償基金の制度については、全部一緒にして1つのプールにするということした。どっちがいいのでしょうか。ぜひご意見をお聞きしたいところなのですが。

前田副会長 今の問題につきましては、特にご発言ございませんでしょうか。

永井 OBS かなり政策的な問題ですね。

黒沼委員 当該証券会社と取引したことについての自己責任を求めるという考え方からすると、全証券について合算した方がいい感じがします。特定の証券についての誤記帳、その証券について誤った記帳をしたとか、足りなかったということは、必然の結果ではないような感じがします。

永井 OBS 個別にひもつけができるのであれば、巻き込まれてプロラタになってしまうのも不合理な気はしますけれども。ですから、日本的な何かの解決法があれば。

神田会長 商法の先生は普通はそういうふうにおっしゃいます。ところが、マーケット的な発想をする人は、今黒沼さんがおっしゃったようにいい、アメリカ人に聞いてもいまひとつよくわからない……。

神作委員 前提として質問したいのですが、証券会社が倒産した場合に、その資産はそのままできたら別の証券会社に引き継がれるという前提で考えると、全部合算して計算し直していたのでは、非常にむだが多いというか手間がかかるのではないか、むしろ足りない部分だけを計算すればいいような感じがします。この話の前提というのは、倒産した証券会社が生じたときは、持っている資産は全部処分して清算するという前提の話なのではないでしょうか。

神田会長 少し難しいご質問ですけれども、そういうふうにいった方がいいでしょう。当然オン・ゴーイングな関係というのでしょうか。例えば一番わ

かりやすい例でいいますと、デリバティブで先物取引の建玉とか、こういうものは移管をめざしていきます。ですが、資産という意味でいうと、当然倒産するからには通常は資産が不足しているのですが、そこは全部計算する。その場合にそれは破産手続ということになると、顧客に配る。顧客への帰属を計算する上で足りないという状態を想定して補償基金の制度はできています。その場合の計算というのは全証券についてやりましょうという制度です。

藤田委員 事故の起きるリスクというのは、証券の種類や正確によって全く差はないと考えていいですか。というのは、今まで幾つか出た視点、どれも、わかるような気がする反面、決定的な面がないような気もするからです。つまり自己責任というのであれば、その証券会社顧客の外にリスクが出て行くことはいけないということにはなりそうですが、その証券会社すべての顧客に平等というところまで当然には出てこないような気がします。

他方、すべての種類の証券で按分というルールだと、関係ない顧客が巻き込まれてかわいそうという意見がありました。しかし、逆にその種類の証券しか及ばないとすると、たまたま自分の持っている同種の証券が事故に遭ったときには物すごくインテンシブに損害をこうむるわけです。ですから、すべての証券で按分というのは、いわば当該証券会社の顧客みんなで保険をかけている状態で、それとどっちがいいかということは実ははっきりしない。消費者法的なことを強調するなら、投資家は全員リスク回避的だという前提で、むしろみんなで保険に入っている状態がいいということになるかもしれない。SECなどそう考えているかもしれない。

もし証券の種類毎にリスクを分担させるべきだということについて唯一理論的に議論が可能だとすれば、証券のクラス分けが可能で、リスクの違いがあるとすれば、そこはできるだけ分類した方がいい。それがなければ純粋にリスクの負担能力に関する政策だと思います。ですから最初に事故の起きるリスクが違うかといったことを聞いたのです。

神田会長 おっしゃるとおりですね。考え方としては。

黒沼委員 実際に不足が生じるのは、先程過誤といったのですが、過誤では

なくて、破綻しそうになって、故意に誤記帳をするときです。そのとき口座管理機関がどの証券を選ぶかということに何か必然性があるのだろうかという感じがする。

神田会長 それは藤田さんがおっしゃった点と共通の点ですね。ですから、これは善意取得が認められるべきかという議論をするときもありますけれども、全部コントロールというか、支配は証券会社側にあって、顧客から見れば自分が帳簿を管理しているわけでも何でもなし。証券会社に何かあればそれを信じるしかないというか、選んでいるという言い方は悪いのかもしれませんが。証券というか、紙があれば自分で金庫に入れておきなさいとか、自己責任というのはそういうレベルでいうのです。

口座を管理しているのは証券会社ですから、そこで何か起きた場合、そして倒産した場合には、顧客はどうしようもないという状況のところ、さっきおっしゃった個別性を、それぞれリスクが違うという議論ができればいいのですけれども、できなければ全部偶然だと。そうしたら全部一緒だというのがアメリカの考え方です。

むしろそれをいうのであったら、私は証券会社だけでなく、銀行でも何でも同じようにと思うのですが、なぜか証券会社だけそうになっている。これはおもしろい問題だと思うのですが、今まで日本ではほとんど議論したことがありません。

前田副会長 それでは、まだ議論があるかもしれませんが、そろそろ時間になりましたので、ご報告と質疑はこれで終わりにさせていただきます。今後の日程等につきまして、私の方から連絡をさせていただきます。

各委員の先生方にご報告いただくテーマと日程等につきましては、アンケートの結果に基づきまして、お手元の資料のようにまとめさせていただき、事務局を通じて皆様のご了承を得ているところでございます。当面はこの案に沿って研究会を開催させていただくこととなります。

次回は5月16日水曜日に、金融庁総務企画局市場課長の三井秀範様よりご報告をいただきます。7月25日水曜日には青木委員から、特定投資家・

一般投資家に関連するテーマでご報告をいただくことになっております。

なお、各委員の今後の報告についての詳しい日程調整などにつきましては、事務局にご相談いただければということでございます。

それでは、本日はこれで閉会とさせていただきます。

間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況

平成19年3月23日

神 田 秀 樹

1. 経 緯

2. スタディグループにおける主要な論点

- ①上位差押えの禁止 (preclusion of upper-tier attachment)
- ②証券口座への記帳の意味 (role of book entries into a securities account)
- ③担保権設定と実行の手続 (formalities regarding creation and realisation of collateral)
- ④記帳を伴わない方法での証券の譲渡・担保差入れ (role of non book-entry dispositions over securities)
- ⑤仮記帳 (条件付記帳) (possibility of a provisional credit, which does not correspond to the total number of securities credited to accounts maintained by an intermediary)
- ⑥善意取得 (good faith acquisition)
- ⑦ネット・ベースでの証券決済 (net settlement)
- ⑧譲渡のファイナリティと譲渡手続等申請の撤回不可 (finality of book entry transfers and irrevocability of instructions)
- ⑨証券に不足が生じた場合の損失負担 (loss allocation, i.e. who bears the risk of a shortfall in securities)

3. 政府専門家委員会における主要な論点

- (ア) 口座名義人が有する権利——異なるシステムの取り込み
- (イ) 譲渡取引と担保取引の取扱い

(ウ) 譲渡取引と担保取引の要件

(エ) 口座管理機関の義務等

(オ) 不足の場合の損失負担ルール

(カ) 善意取得と担保権の優劣等

(キ) 発行会社との関係

(ク) 担保取引についての特則

(ケ) その他

① 「上位差押え禁止」ルールの是非、

② 「決済システム」の規則等によるルールの変更の許否、

③ 記帳の有効性と取消し・撤回の許否および条件付記帳の許否など

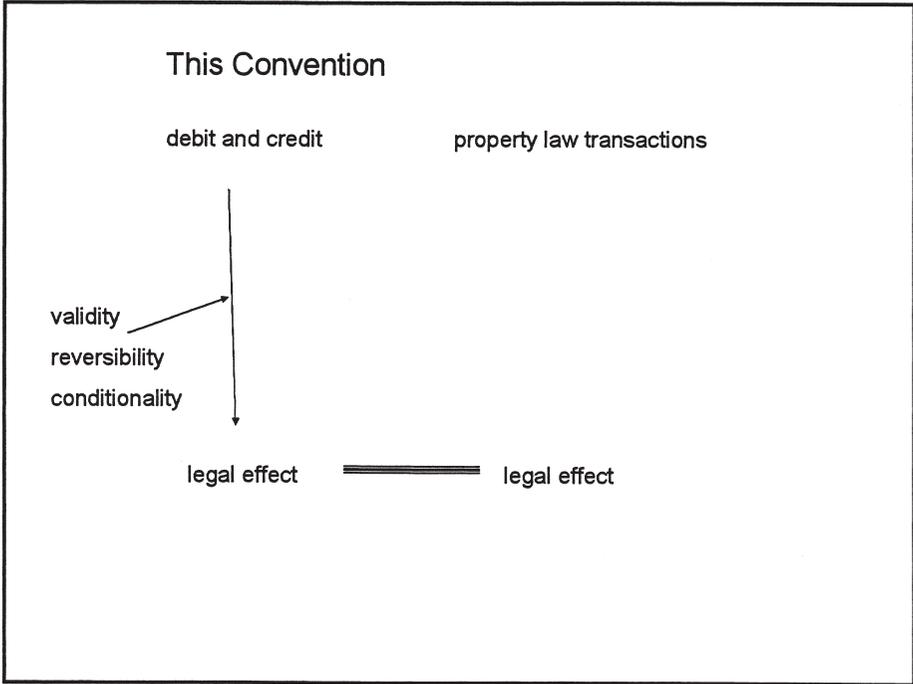
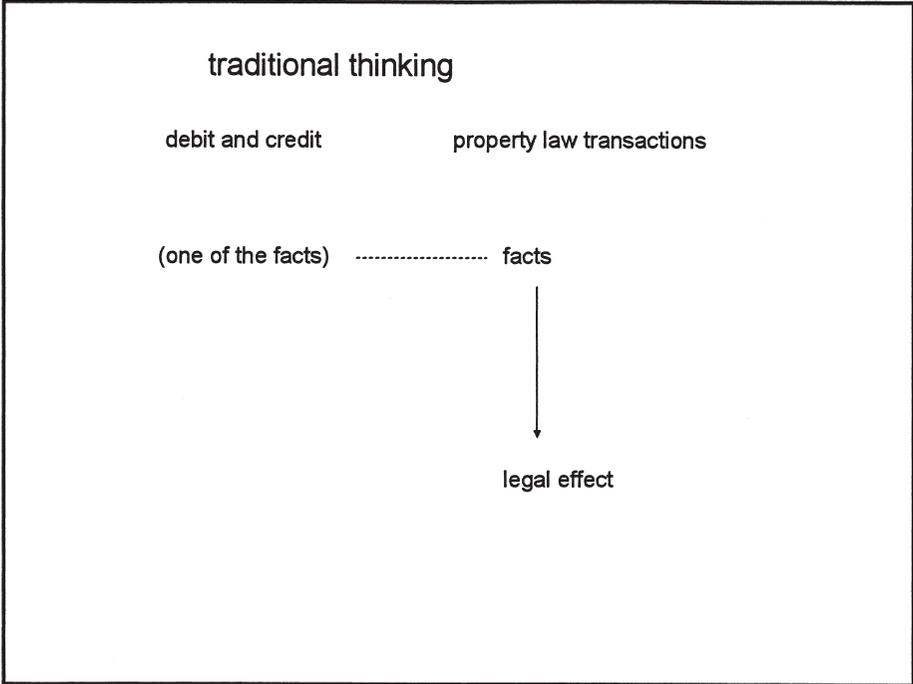
4. 現時点における条約草案の概要

5. 日本の制度についてのムーニー教授の指摘

- ・ 最下位の口座名義人から先へ物権的アレンジが可能か
- ・ 損失補償基金制度のあり方
- ・ 口座名義人の権利取得の時点（口座管理機関の倒産時かつ未記帳時）
- ・ CSDレベルでの外国証券の保有（制度への取り込み）
- ・ 口座管理機関の免責問題
- ・ 「支配」による担保権設定

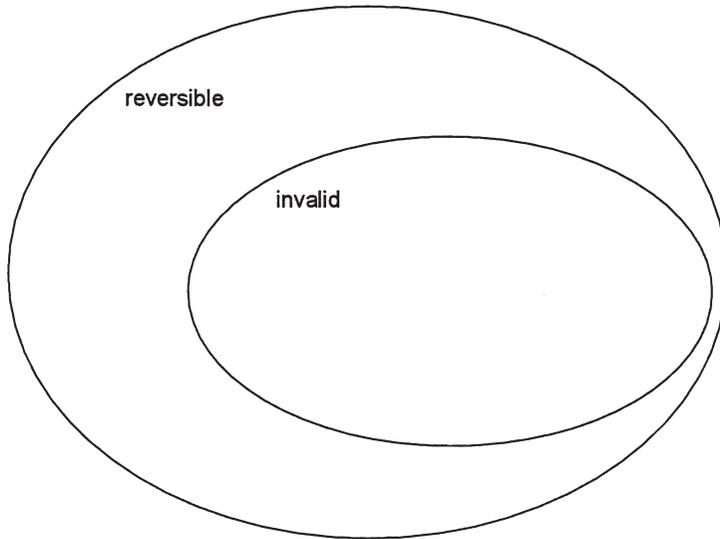
6. むすびに代えて

以 上

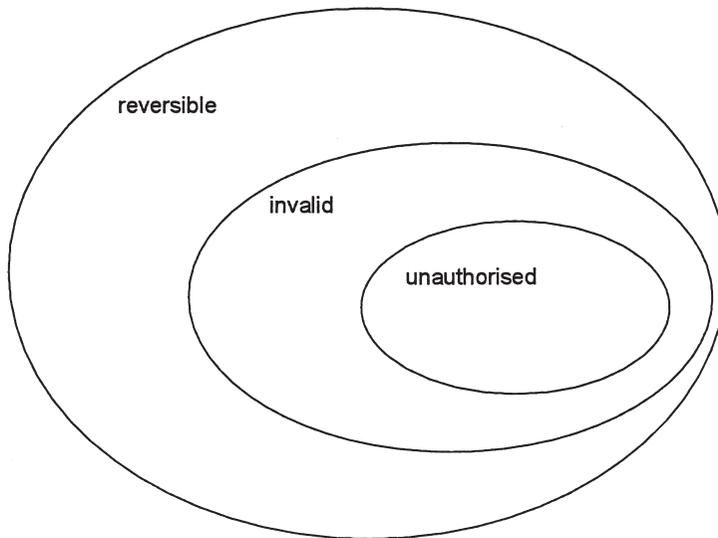


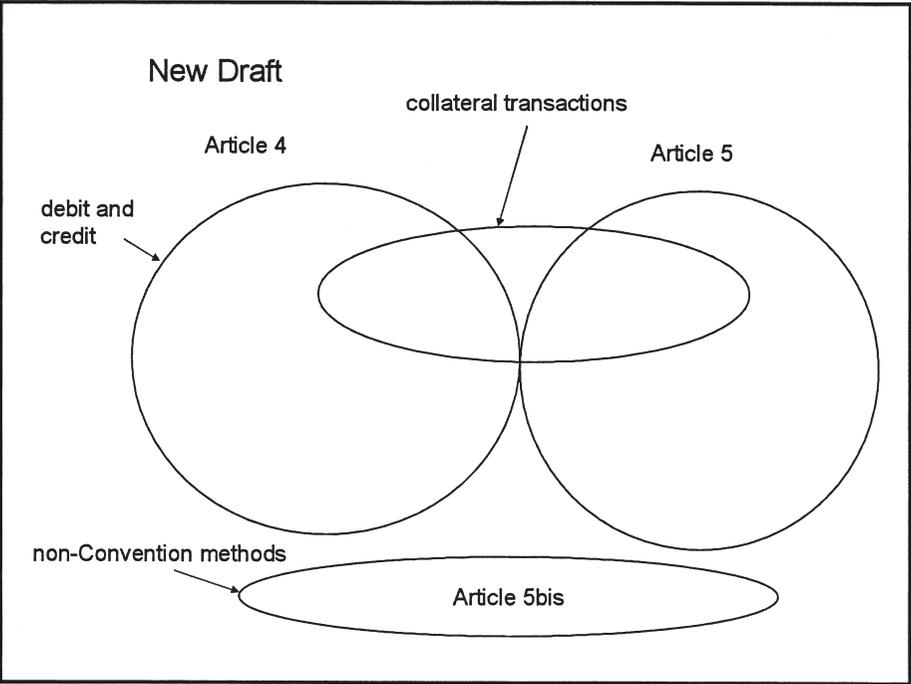
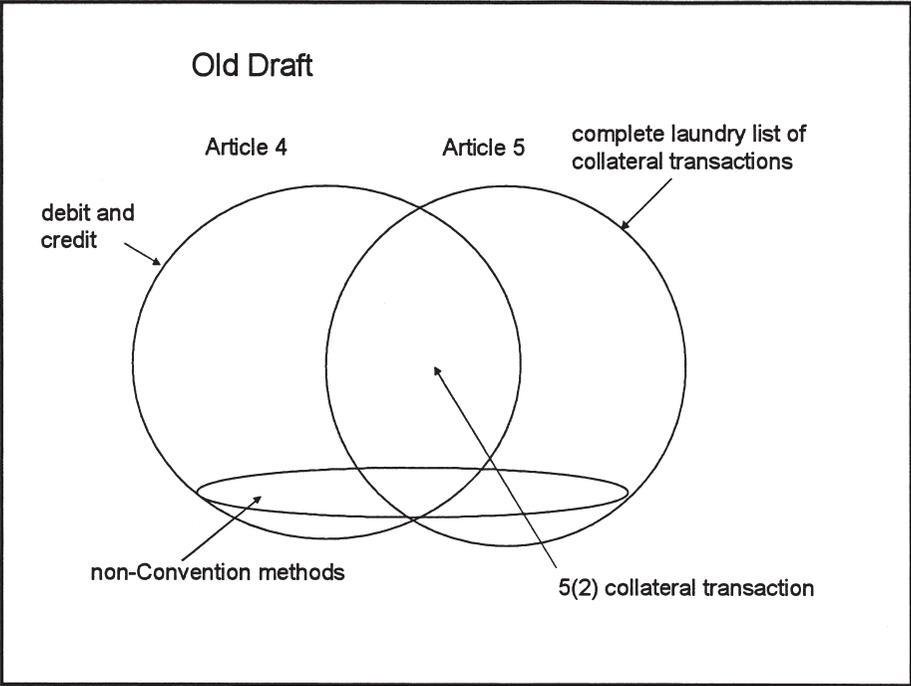
credit entry

subject to BFP rule

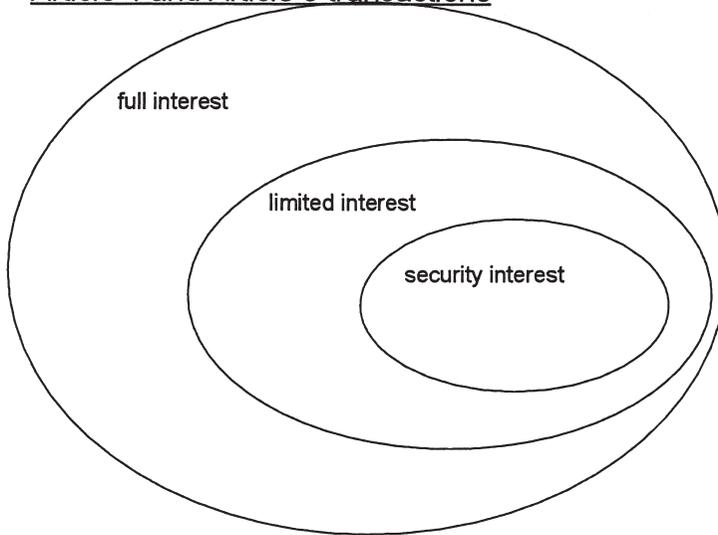


debit or designating entry





full interest or limited interest not as the line between Article 4 and Article 5 transactions



GFP Rule (1)

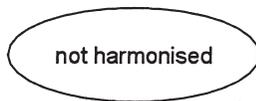
debit = may be unauthorised, invalid or reversible

credit = GFP rule

A

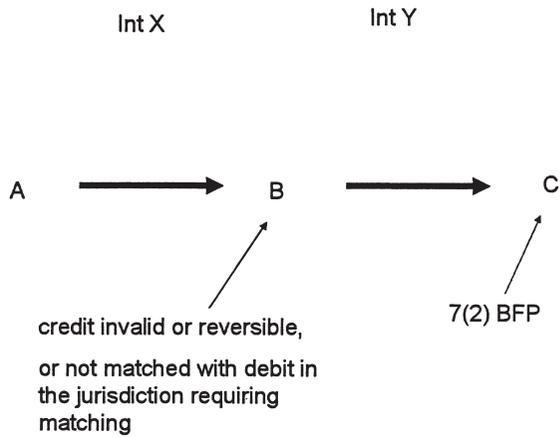


B

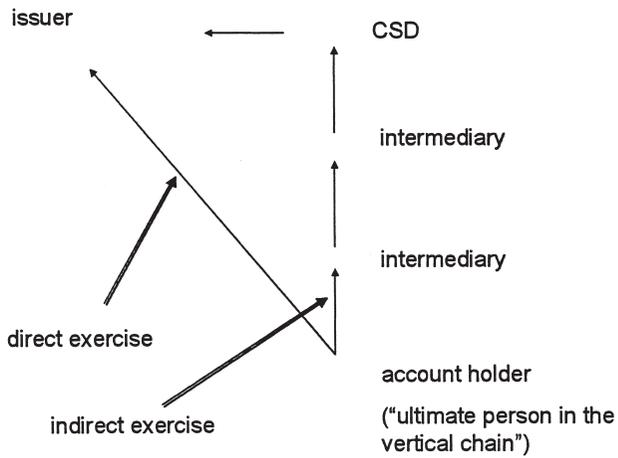


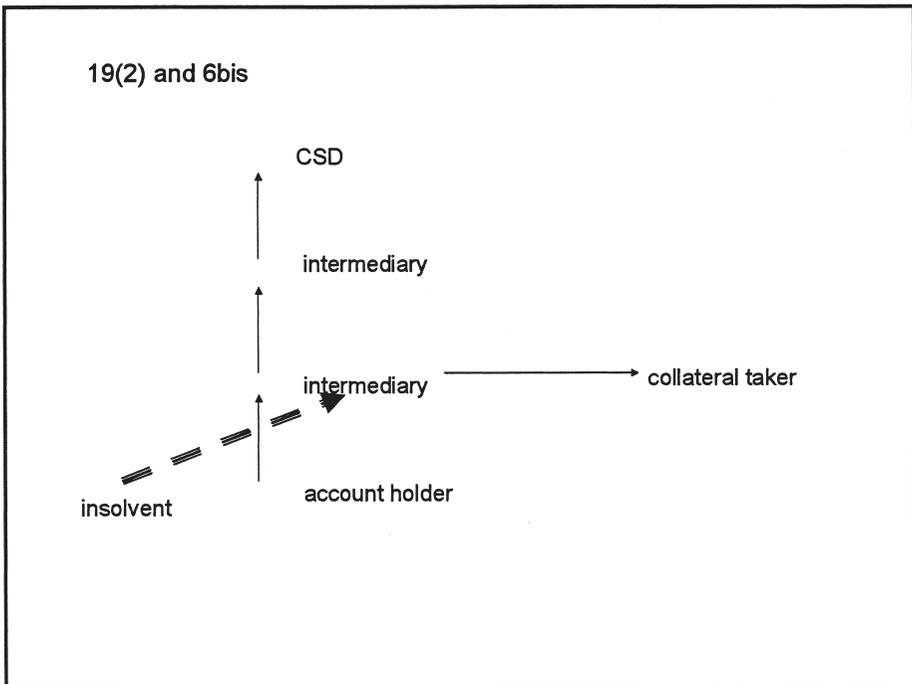
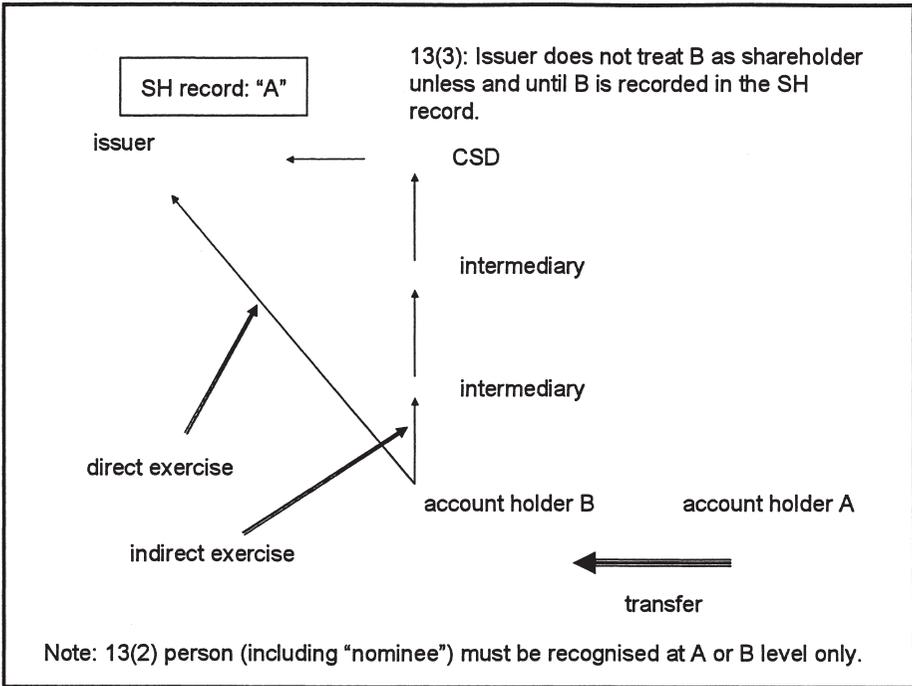
↑
legal consequence, including the question of who is the loser, is determined by non-Convention law

GFP Rule (2)



neutrality between two systems as to SH right against Issuer





江頭憲治先生還暦記念

「企業法の理論」(下巻)抜刷

間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況

神田 秀樹

- 一 はじめに
- 二 ユニドロアでの作業の経緯と状況
- 三 各国の対応と課題等
- 四 むすび

一 はじめに

株券・社債券等の投資有価証券の電子化が各国で進展しつつある。国によっては、有価証券という券面を廃止せずに、中央の預託機関（一般にCSD〔central securities depository〕と呼ぶ）に預託して不動化した状態で処理をすることにとまっている国もあるが、投資有価証券についてはこうしたいわゆる間接保有状態あるいは階層保有状態で証券の保有がなされ、そして譲渡取引や担保取引等の取引がなされるのが、今日の主要国における共通の姿である。

本稿は、こうした間接保有・階層保有状態のもとでなされる証券の保有および譲渡取引・担保取引等に関し、私法レベルでの各国法の調整を目的とする私法統一国際協会（ユニドロア：UNIDROIT）〔International Institute for the Unification of Private Law〕における条約策定作業（本稿では「本プロジェクト」と呼ぶ）の経緯と状況について、簡単な紹介をすることを目的とする。

以下、二においてユニドロアでの本プロジェクトの作業の経緯と状況を述べる。三において各国の対応と課題等について述べる。四は簡単な結語とする。

なお、本稿では、間接保有・階層保有状態にある場合における中央預託機関を「振替機関」、その下に参加者として位置する金融機関・証券会社等を「口座管理機関」（intermediary）、口座管理機関に顧客として口座を保有する者を「口座名義人」（account holder）と呼ぶこととする。また、口座への増額あるいは減額の記載または記録を「記帳」と呼ぶこととする（株式等の場合には通常は数の増加または減少として記帳されるが、便宜上本稿では増額また

は減額記帳という言葉を用いる)。そして、振替機関や口座名義人(口座管理機関を含む)が有するあるいは有しうる当該投資有価証券上の権利を表現する適切な言葉が思い浮かばないため、本稿では漠然と「証券」と表現することとする。すなわち、たとえば、日本における最下位の口座名義人の権利(株式・社債等)、アメリカ法にいう「security entitlement」やイギリスの制度における信託受託権など、すべて本稿では、とくに必要な場合を除いて「証券」と表現することとする。

(1) ユニドロアの本プロジェクトにおいて、筆者はスタディ・グループに個人の資格で参加した。また、政府専門家委員会の第一回会合には、坂本三郎氏(法務省民事局付)と筆者が、回第二回会合には、柴玉匠美氏(法務省民事局付)と筆者が、それぞれ日本政府代表として出席した。これらの会合では、会合での検討に基づき具体的な条約草案を執筆する起草委員会が設置され、作業が行われたが、筆者はその委員会の委員長を務めた。また、本プロジェクトへの日本の対応のしかたとしては、他の国際機関による条約等に関するプロジェクトにおけるのと同様、外務省にユニドロア研究会が設置され、そこでの検討の結果等を踏まえて政府としての対応方針を決め、それに基づいて意見を提出し、また政府専門委員会各会合に臨んだ。ただし、本稿は、筆者の個人的見解を述べたものであって、本稿の内容や誤り等については、筆者のみが責任を負う。

二 ユニドロアでの作業の経緯と状況

1 概 況

ユニドロアでは、二〇〇二年に本プロジェクト(間接保有証券実質法調整プロジェクト〔Harmonised Substantive

Rules regarding Intermediated Securities)が始動した⁽²⁾。まず、二〇〇二年九月に個人の資格で参加したメンバーからなる「スタディ・グループ」の第一回会合が開催された。その後、スタディ・グループは合計で五回開催され、その研究成果に基づいて、二〇〇四年一月と二月にユニドロア事務局は条約草案とその説明資料をとりまとめた〔Preliminary Draft Convention on Harmonised Substantive Rules regarding Intermediated Securities〕文書番号一八および「Explanatory Notes to the Preliminary Draft Convention」文書番号一九⁽³⁾。これを受けて、ユニドロアの理事会は政府専門家委員会(Committee of Governmental Experts)を設置することを決定した。そして、政府専門家委員会の会合の第一回目は二〇〇五年五月に開催され、第二回目の会合が二〇〇六年三月に開催された。第三回目会合の成果に基づいて公表されている条約草案の最新版は二〇〇六年三月のもの〔Preliminary Draft Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities〕文書番号四二であり⁽⁴⁾、これに基づいて第三回目の会合が二〇〇六年一月に開催される予定である。

なお、本プロジェクトが条約の策定をめざすべきか、モデル法あるいはガイドラインのようなものとするべきかという論点があるが、諸般の事情により、現時点(本稿執筆の時点)では、ユニドロアの理事会としては条約策定をめざしているようである。

2 スタディ・グループでの視点と主要論点

(ア) 二〇〇三年八月まで

スタディ・グループの初期の議論のポイントは、二〇〇三年八月に公表された「Position Paper」と題する資料(文書番号八。以下「ポジション・ペーパー」と呼ぶ)に述べられている⁽⁵⁾。

まず、そこでは、本プロジェクトの目的として、間接保有・階層保有状態において保有される投資有価証券についての譲渡取引や担保取引が国境を越えて行われる場合に生じうる法的不確実性を取り除き、それによりスムーズな譲渡取引や担保取引がなされることを可能とするような私法面でのルールの調整をはかることにあるとされている。そして、本プロジェクトにおける基本的な視点として、各国のシステムのそれ自体としての健全性 (internal soundness) と他国のシステムとの共存性 (compatibility) の二つがあげられている⁽⁶⁾。このような視点があげられるに至った重要な前提として、本プロジェクトでは「機能的アプローチ」を採用することとした点がある。その意味は、各国がその法制度のもとで関係者の権利義務等をどのように構成するかは大きく分かれているが、それらを調整することをめざすのではなく、各国の制度のもとで譲渡取引等が行われる場合について、その経済的効果あるいは法的ルールがもたらす「結果」に着目し、国際的な投資証券の流通等についての法的不確実性を減少させるためにはどのような機能が確保されるべきかという視点から本プロジェクトを遂行するという意味である (本プロジェクトではこれを「functional approach」と呼んできている)。

このような視点から「ポジション・ペーパー」においては、各国法の調整を要する主要論点として、次の九つの論点があげられた⁽⁷⁾。なお、以下で「日本法」という場合は、「社債等の振替に関する法律」(以下「社債法」と略す)のもとでの制度(株式等のエクイティ証券にも適用される平成一六年改正後の制度)を意味する(実際には、株式等については平成二二年一月に施行が予定されており、施行時に法律の名称も「社債、株式等の振替に関する法律」と変わる)。

① **上位差押えの禁止 (preclusion of upper-tier attachment)** 口座名義人の債権者がその直接の口座管理機関よりも上位のレベルで(たとえば上位の口座管理機関に対する権利を)差押えをすることは認めべきでないという問題である。日本法では生じえないが、従来アメリカ等で問題視されてきた問題である。

② **証券口座への記帳の意味 (role of book entries into a securities account)** 口座への記帳を直接の法的効果を生じさせる要件とすべきかという論点である。日本法はそうしている。

③ **担保権設定と実行の手續 (formalities regarding creation and realisation of collateral)** どのような手續で担保権の設定を認めるかという論点である。また、その実行として、私的実行を認めるべきではないかという論点もある。

④ **記帳を伴わない方法での証券の譲渡・担保差入れ (role of non book-entry dispositions over securities)** アメリカ等では、口座名義人(債務者かつ設定者)・口座管理機関・債権者(担保権者)の三者間の合意による担保権設定および第三者対抗要件具備を認めており(債権者の「支配(control)」取得による担保権設定)、また、口座名義人(債務者かつ設定者)・口座管理機関の二者間の合意による口座管理機関が担保権者となる担保権設定も認められている。日本法ではこのようなことは認められていない。

⑤ **仮記帳(条件付記帳) (possibility of a provisional credit, which does not correspond to the total number of securities credited to accounts maintained by an intermediary)** 日本法ではこのような制度はないが、これを認めるシステムが多いようである。その要件や意味等をどのように定めるかという論点である。

⑥ **善意取得 (good faith acquisition)** これを認めることにあまり異論はなく、どのような条件で認めるかが論点である。なお、本プロジェクトでは、その後、善意取得という概念ではなく「無知の取得者 (innocent acquirer) の保護」という表現を用いているが、その実質は善意取得と同じであるので、本稿では「善意取得」という表現を用いる。日本法でも善意取得制度が認められている。

⑦ **ネット・ベースでの証券決済 (net settlement)** 証券決済をネット・ベースで行うことが認められること

を明記すべきかという論点である。同時に、いわゆる一括清算ネットイングの有効性についても明記すべきであるとの指摘もある。前者については、日本法では明文の規定はないが、認めない趣旨ではない。

⑧ 譲渡のファイナリティと譲渡手続等申請の撤回不可 (finality of book entry transfers and irrevocability of instructions) この問題は論者によってとらえ方が異なるが、むしろいつたんなされた記帳について、どのような場合に取消し、撤回が認められるべきかという論点であると理解したほうがよい。なお、関連する問題として、原因となる「取引」の有効・無効と記帳の有効・無効との関係をどのように整理するかという問題がある(いわゆる無因性をどこまで認めるかという問題)。この問題については日本法では明文の規定はなく、解釈にゆだねられている。

⑨ 証券に不足が生じた場合の損失負担 (loss allocation, i.e. who bears the risk of a shortfall in securities) 「ポジション・ペーパー」では、口座管理機関が倒産した場合における口座名義人の権利保護などが重要事項であると指摘されている。この点については、口座管理機関が倒産した場合に口座名義人の証券は倒産財団に属すべきでないことに異論はない。そこで、そのような場合に口座名義人の証券が口座管理機関がその顧客口座に記帳して保有する数量に不足するような場合に誰が損失を負担するかという問題である。日本法では口座名義人が按分して損失を負担することとなっており、本プロジェクトでも同様に解する意見が多い。

(イ) その後

「ポジション・ペーパー」を公表した後、スタディ・グループは引き続き検討を重ねたが、その成果は、事務局によって、二〇〇四年一月に「Preliminary Draft Convention」(文書番号一八)としてまとめられて公表された。そして翌二月には、その説明資料として「Explanatory Notes to the Preliminary Draft Convention」(文書番号

一九)が作成・公表された⁽⁸⁾。先に述べたように、これらをベースとして、政府専門家委員会の設置がエントロア理事会によって決定された。なお、二〇〇四年二月の説明資料で指摘されている主要論点は、先に紹介したポジション・ペーパーで指摘された主要論点と若干異なるが、両者の間に本質的な部分での相違があるというわけではないので、ここではその紹介は省略する。

3 第一回政府専門家委員会会合(二〇〇五年五月)

第一回政府専門家委員会会合の状況は、その報告書において詳細に報告されている(「Report on the 1st CGE session」文書番号二三改訂版⁽⁹⁾)。そこで、ここでは、その詳細を述べるのではなく、筆者がポイントと感じた点について、簡潔に紹介することとしたい。

(ア) 口座名義人が有する権利—異なるシステムの取り込み

各国の間接保有制度には、大別して二つのタイプがある。本プロジェクトはその両方をカバーするものでなければならない。一つは、アメリカ・イギリス等が採用するもので、口座管理機関と口座名義人の関係ごと(いわゆる「切れた」)関係となっているシステムである⁽¹⁰⁾。もう一つは、フランス・日本等が採用するシステムで、最下位の口座名義人が株式や社債を有するとするシステムである。アメリカ・イギリス型の制度のもとでは、口座名義人はその直接の口座管理機関に対してしか権利を持たない。これに対して、フランスや日本の制度では、最下位の口座名義人は直接発行会社に対して株式または社債という権利を有するだけでなく、中間の口座管理機関や振替機関(CSD)は株式や社債(本稿でいう「証券」)をいつさい有しない。本プロジェクトがこれら両方のシステムをどのようにしてカバーするかという問題は「書き方」の問題であり、その意味では技術的な問題であるともいえるが、容

易な作業でないことが判明し、条約草案の条文は何度も書き換えられた。

具体的には、口座名義人が有する権利をどのように書き出すのかという形で問題となった。たとえば日本の社振法ではこのようなことについては正面からは規定は置かれていない。最下位の口座名義人が株式や社債を有することは当然の前提であるからである。しかし、本条約草案では、右に述べたように、異なるシステムをカバーする必要があるため、そのために口座名義人が有する権利を書き出すことが必要であると認識され、困難な作業を強いられることとなった。

おおざっぱにいうと、ポイントとしては、物権的な権利（当該株式等の帰属および当該株式等を譲渡する等、処分する権利）と発行会社に対する権利（当該株式等のいわば権利内容）とを分けて書き出し、後者については、最下位の口座名義人は直接または間接に（間接にという意味は口座管理機関を介してという意味）権利行使することができる書くという点にあるということになった。

（イ）譲渡取引と担保取引の取扱い

二〇〇四年一月の草案では、口座への記帳を伴う取引とそうでない取引とに分けて規定を設けていたが、担保取引については一つの条文のもとに担保権設定のすべての方法を列挙するほうがわかりやすいということになり、そのように整理することとなった。

（ロ）譲渡取引と担保取引の要件

口座への記帳がなされる取引については、口座への記帳が取引の必要条件であるとともに十分条件であることとすることが確認された。なお、担保取引については、日本法と異なり、当事者間の合意で担保権者に「支配」を与え、それによって担保権が成立し第三者対抗要件を具備することを認める法則があり、本条約草案のもとでは、そ

のような方法も認められる。また、本条約草案では、口座自体を担保とすることも認められる（その意味は口座に日々記帳される証券群すなわち個々の証券について担保権が設定されるという意味であると解するのがおおむねの理解である）。

第一回会合では、口座への記帳について、減額記帳と増額記帳がマッチ（一致）すべきであるという主張がフランスやドイツなどいくつかの国なら強くなされた。譲渡取引の場合、たとえば一〇〇株の増額記帳があれば必ず対応する一〇〇株の減額記帳がなければおかしく、そうでない記帳をすると公法（異動）違反となるというのである。日本は、日本の法制でも原則はそうでなければいけないけれども間違いが生じることもありうるので、本条約上はそのような一致を求めたりそれを前提とすることは適切でないという主張をした。なお、アメリカやイギリスの制度では、口座名義人と口座管理機関の関係ごとに切れた関係となっているため、そのような一致は求められていない。ちなみに、このほか、新株発行等の場合には増額記帳だけがなされることに異論はない。会合ではこの点の議論にかなりの時間を費やしたが、最終的には、第二回会合で引き続き検討することとなった。

（ハ）口座管理機関の義務等

いろいろな点が議論されたが、主要な点として、第一に、「平時」において（口座管理機関が倒産等していない場合）口座管理機関がその口座名義人の口座に記帳した証券の合計数量と比べて自らが顧客口座に記帳して保有する証券の合計数量に不足がある場合に、口座管理機関はそれを埋める義務を負うか、またそのような状態では新しい譲渡取引や担保取引をすることはできないとすべきかが議論された（なお、日本の制度では口座管理機関が証券を保有することはないので以上の記述は正確性を欠くが、ここではこの点は本質的な点ではないので、本稿では原則として以上のような表現を用いることとする）。前者については肯定する意見が多く、後者については意見は分かれた。第二に、

分別管理義務との関係で、そのような不足が生じた場合には、口座管理機関はその自己分の証券も顧客の不足分に充当されるとするのが二〇〇四年一月の草案の立場である。日本は、この点については日本の法制は異なることを指摘したが、なぜか主要国に賛同者はほとんどなかった。

(イ) 不足の場合の損失負担ルール

右のような不足が生じた場合であって、口座管理機関によってその不足が埋められないような場合（実際問題としては口座管理機関が倒産したような場合に問題が顕在化する）、その不足による損失は顧客が按分で負担するというのが二〇〇四年一月の草案の立場である。この点は賛成者が多かったが、証券の「特定」を可能とするシステムを有すると主張する国から反対の意見も述べられた。なお、この最後の点は、上位差押え禁止の問題にも波及する論点である。

(ロ) 善意取得と担保権の優劣等

二〇〇四年一月の草案によれば、担保権の優劣を決めるルールは「先勝ちルール」であり、善意取得は「後勝ちルール」であるため、この両者のルールの適用関係が明確でなかった。この問題は大きな問題であり、第一回会合では問題点の指摘にとどまり、引き続き第二回会合で検討することとした。なお、この論点のほか、善意取得の要件について、草案では善意・有償を要件としている点などについて、日本は自国法の要件と異なること等を指摘した。

(ハ) 発行会社との関係

発行会社との関係についてもいろいろと議論されたが、ポイントは、直接保有状態であれば行使できる権利は間接保有状態であっても行使できないとおかしいという点にあり、この点についてはそれほど異論はなかったといっ

てよい。同様に、相殺についても、直接保有状態であれば相殺可能な場合には間接保有状態であっても相殺可能でないとおかしいというのが、本条約草案の立場である。

(ニ) 担保取引についての特別

担保取引については、二〇〇二年のEU担保取引指令（Collateral Directive⁽¹⁾）を参考として、条約草案には一連の特別規定が置かれている。これらのルールについては、締約国に（一部または全部について）オプトアウトする権限が認められる。これらのルールについても、重要な論点が含まれており、第一回会合ではいろいろと議論がなされたが、ここではその紹介は省略する。

(ホ) その他

以上のほか、難問である①「上位差押え禁止」ルールの是非、②「決済システム」の規則等によるルールの変更の可否、③記帳の有効性と取消し・撤回の可否および条件付記帳の可否などについて議論がなされたが、結論は出ず、第二回会合に検討が引き継がれることとなった。

4 第一回政府専門家委員会会合後の作業と非公式セミナー

第一回政府専門家委員会会合の成果は、条約草案としてとりまとめられた（「Preliminary Draft Convention」文書番号二四⁽²⁾）。そして、第二回会合までの間に、公式に二つの作業が行われた（「Report of an Ad Hoc Working Group on Art 19.1 of the Preliminary Draft Convention on Harmonised Substantive Rules regarding Intermediated Securities」文書番号二六および「Report of Ad Hoc Working Group on Legislative Techniques or the Implementation of the Preliminary Draft Convention on Harmonised Substantive Rules regarding Intermediated Securities」文書番号二七⁽³⁾）。これらに加え、

非公式に三つのセミナーが開催された（「UNIDROIT Seminar on Intermediated Securities-Bern, Switzerland, 15-17 September 2005」〔UNIDROIT Seminar on Intermediated Securities-São Paulo, Brazil, 13-14 October 2005〕〔UNIDROIT Seminar on Intermediated Securities-Paris, France, 31 January-1 st February 2006〕⁽¹⁴⁾）。

5 第二回政府専門家委員会会合（二〇〇六年三月）

第二回政府専門家委員会会合の状況も、その報告書において詳細に報告されている（「Report of the UNIDROIT Committee of Governmental Experts for the Preparation of a Draft Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities on its Second Session, held in Rome from 6 to 14 March 2006」文書番号四⁽¹⁵⁾）。そこで、以下でも、筆者がポイントと感じた点を簡単に述べることにしたい。

まず第一に、第二回会合では、条文の順番（配列）の再整理と各条文の簡素化ということが課題であるとされた。前者については、アメリカとフランスから具体的な提案がなされ、両国で調整した最終案に沿って条文の順番を並び替えることが承認された。また、後者については、主として起草委員会において大幅な簡素化をはかった。

第二に、第一回会合において議論が分かれて結論が出なかった多くの基本的な論点について、ほぼ結論の方向性が出された。各国がお互いに制度を理解したり論点を理解したりするのに時間は相当かかったが、本プロジェクトにとって基本問題である先に述べた3（ア）と（ウ）の問題がほぼ決着した。（ウ）については、減額記帳と増額記帳の一致を強制したりこれを前提としてルールを策定することはしない方向ではほぼ落ち着いた。また、（エ）については、口座管理機関が「平時」において口座名義人の口座に記帳した証券の合計数量と比べて自らが顧客口座に記帳して保有する証券の合計数量に不足がある場合に、そのような状態では口座管理機関は新しい譲渡取引や担保

取引をすることはできないとしていた規定は削除された。

第三に、一般的に、本プロジェクトの見地からみて重要ではないと考えられる問題の処理について各国法にまかせる範囲を拡大することによって、条約草案への各国の賛同を高めることとした。正確さを犠牲にしてラフにいうと、たとえば、善意取得の要件を緩和すること、口座管理機関の分別管理義務の効果、口座自体を担保に取ることなどを可能とすること等については、その具体的な処理の範囲等についておおむね各国法にまかせることとした。もっともこの点については、こうしたことをやりすぎると条約策定の意味（ひいては法的確実性を高めるという本プロジェクトの目的）が減殺されるおそれもあるという指摘もなされた。

第四に、しかしながら、いくつかの点については時間の制約もあって意見の集約は見られなかった。とくに二層制のシステムを採用する国（北欧諸国など）の制度の取扱いについては、「口座管理機関」の定義、上位差押え禁止ルールの取扱い、口座に証券が不足した場合の処理等との関係で、さらに検討することとなった。また、「決済システム」の規則等によるルールの変更の許否についても、引き続き検討することとなった。さらに、記帳の有効性と取消し、撤回の許否および条件付記帳の許否などについても、一定の整理はなされたが、最終的な整理は引き続き検討することとなった。

6 第二回政府専門家委員会会合後の作業

第二回政府専門家委員会会合の成果は、条項の順番の再整理をくぐり、条約草案としてとりまとめられた（二〇〇六年三月「Preliminary Draft Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities」文書番号四⁽¹⁶⁾）。そして、第三回会合までの間に「口座管理機関」の定義、とくに二層制のシステムを採用する国（北欧諸国など）の

制度の取扱いについての意見交換作業が行われることになった。

- (2) 本プロジェクトに関するほとんどの資料は公開されており、エントロアのウェブサイトでダウンロードにより入手可能である (<http://www.unidroit.org/english/workprogramme/study078/item1/main.htm>)。以下本稿で言及する資料もすべてこのウェブサイトで入手できる。以下本稿で「文書番号〇〇」という場合、それは本プロジェクトの関係文書に付番した番号であり、ウェブサイトでその番号が使用されている。
- (3) 前掲(2)のウェブサイトで入手できる。
- (4) 前掲(2)のウェブサイトで入手できる。
- (5) 前掲(2)のウェブサイトで入手できる。
- (6) 筆者はより簡潔に前掲を workability、後者を connectivity と表現することが多く、この表現も使用されることがある。
- (7) 前掲(2)のウェブサイトで入手できる。
- (8) 前掲(2)のウェブサイトで入手できる。
- (9) 前掲(2)のウェブサイトで入手できる。
- (10) 本稿では各国の制度については述べない。たとえば、森下哲朗「国際証券決済法制の展開と課題」上法四七巻三二〇二一四頁(二〇〇四年)を参照。¹⁷⁾
- (11) Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on financial collateral arrangements, OJ L168, 27.6.2002, p. 43-50.
- (12) 前掲(2)のウェブサイトで入手できる。
- (13) 前掲(2)のウェブサイトで入手できる。
- (14) 前掲(2)のウェブサイトで入手できる。
- (15) 前掲(2)のウェブサイトで入手できる。
- (16) 前掲(2)のウェブサイトで入手できる。

三 各国の対応と課題等

1 EUの法的確実性プロジェクト

ヨーロッパ委員会(EU委員会)は、その「金融市場インフラ部門」のなかに、二〇〇五年一月末に「法的確実性プロジェクト(Legal Certainty Project)」を設置した。そこでは、EUの見地からエントロアの本プロジェクトとは同様の論点について検討が続けられている。¹⁷⁾ これまで、主としてEU各国の制度等の比較・整理を行ってきたようであるが、その活動の一環としてEU諸国外にも質問票を送付して制度についての回答を求め、日本・スイス・アメリカが回答を提出している。¹⁸⁾

2 日本の対応

日本は、二〇〇一年に「短期社債等の振替に関する法律」を制定し、二〇〇二年にこれを「社債等の振替に関する法律」と名称変更するとともに中身の大幅改正をして、社債や国債等に適用し、かつ多層構造からなる間接保有・階層保有制度を整備した。そして、二〇〇四年には、この制度を株式その他のエクイティ証券にも適用する改正をした(その施行は法律名を「社債、株式等の振替に関する法律」と変更することを含めて二〇〇九年一月の予定)。

そこで、簡単にいえば、日本はこの分野についての法制の現代化を終えていることになる。そうだとすると、エントロアの本プロジェクトは、日本の制度を模倣するという性格を有するとともに、日本の制度を世界に紹介し

(そして宣伝する)よい機会であるということになる。この分野について法制の現代化を終えている国は、主要国では他にはアメリカくらいである。フランスは、一九八四年に導入した制度が二〇〇四年に二〇周年を迎え、さらなる制度整備を目指しているが、イギリス・ドイツなど、他の主要国は、制度の整備は今後とされている(なお、カナダはアメリカ類似の制度へと改正をし、スイスは改正作業中である⁽¹⁹⁾)。そして、日本の制度は、法律構成の点においてはアメリカの制度と対極に立つ内容のものであるだけに、ユニドロアの本プロジェクトでは、アメリカのような制度とともに、日本のような制度も、現代の間接保有・多層構造に十分対応できるものであるかどうか問われているという状況にある。

細かな点を別とすれば、これまでのところ、ユニドロアの本プロジェクトにおける条約草案策定作業においては、アメリカのような制度も日本のような制度もともに「健全性」と「共存性」を備えた制度として現代にふさわしい制度であると理解されており、その意味では、日本も(とくにアメリカ型でない法律構成でも十分機能するということを示している点において)本プロジェクトにそれなりの重要な貢献をしているといつてよいように思われる。

筆者の感想をやや極端にいえば、ユニドロアの本プロジェクトは、ヨーロッパ諸国がこの分野の法制のあり方を主として日米に学び、意見交換をするという場となってきたように感じられる。そうしたプロセスに他の新興国等の国々も参加しているといふ感じを受ける。そして、そうしたプロセスはこれまでのところ成功してきているように見受けられる。この分野は複雑でもあり、各国の代表がさまざまな論点を議論し理解しあう場として、ユニドロアの本プロジェクトはこれまでのところ有意義な場を提供してきているといつてよいように思われる。

3 課題等——善意取得制度を例として

(ア) 今後の課題等

先に述べたように、ユニドロアの本プロジェクト今後の予定としては、第三回目の政府専門家委員会が二〇〇六年一月に予定されている。その後、条約策定への手続が進む可能性がある。そうなってくると、最終的な条約草案の内容にもよるが、「学び、意見交換する場」とだけ言っているわけにはいかない。各国には国内法との突合せ等の綿密な作業が要求されてくる。本稿執筆の時点では、未だ最終的な条約草案の内容の詳細は固まっているとはいえないので、今後こうした条約策定の手続へと状況が進んだような場合に具体的にどの点が主要な論点になるのかは、何ともいえない。また、これまで検討された諸論点についても、個々の論点について紹介しようとする、複雑な論点もあり、相当の紙幅を必要とする。

そこで、本稿では、最近の論点から比較的わかりやすい論点を一つだけ取り出して、以下で簡単に紹介することとしたい。

(イ) 善意取得制度の適用

そもそも間接保有・階層保有状態においてなされる証券取引において善意取得制度を甲斐すべきかという基本問題がある。しかし、ここでは、何らかの善意取得「的」ルールは存在すべきことを前提とする。ユニドロアの本プロジェクトでも善意取得ルールが認められているし、日本でも、「株券等の保管及び振替に関する法律」(保管振替法)においても、そしてまた「社債等の振替に関する法律」(社振法)においても、善意取得ルールが認められている(同法一四四条五号或十六年改正後の条文番号。以下同じ)。なお、保管振替法に基づく保管振替制度と社振法に基づく振替制度とは制度が異なるが、以下本稿では、後者を念頭におくこととする。

そこで、基本的な問題は、日本の振替制度のもとでは、次のようなことである。すなわち、Pは実は無権利者であったが、Pの口座に甲会社株式一〇〇株と記帳されており、それがすべてQの口座に振り替えられた。そしてQについて善意取得が成立した。

問題は、Qが善意取得したことの結果として権利を失うのは誰かという点である。たとえば、振替制度が存在せず株券が出回っているような場合には、たとえば株券を真の権利者であるVからPが盗んで、それをQに譲渡し、Qが善意取得したような場合、株式という権利を失うのは「真の権利者」であるVである。ところが、振替制度のもとでは、誰がVに該当するのかが明確ではない。

なお、この先を論じる前に二つ前置きの注を述べておきたい。第一に、ここでは、発行会社との関係は取り上げない。すなわち、発行会社との関係では、どの国でもたとえば発行済株式総数をこえる株式が存在するという事態は発生しないように手当てされているが、ここではそうした発行会社との関係は取り上げない。第二に、発行会社との関係を別とすると、一般ルールとしては三つのルールが考えられる。すなわち、たとえば、Tに対してUが一〇〇万円貸し、その後Vが一〇〇万円貸した。Tが両方に返済できないような場合、UとVのどちらが優先するか。ラフに言えば、「先勝ち」ルール（Uが優先する）、「後勝ち」ルール（Vが優先する）、「平等取扱い」ルール（U・Vが按分する）の三つがある。これまた（きわめて）ラフに言えば、UVが担保権者である場合には一般には先勝ちルールが採用され、Uが担保権者でVが買主であるような場合には（右の例でVは一〇〇万円支払ってTからその保有する証券を購入したような場合）、後勝ちルールが採用されている。UVがともに一般債権者であつてTが倒産したような場合には平等取扱いルール採用されている。なお、日本の社団法の制度のもとでは、典型担保権としては質権だけが用意されており、しかも質権の設定は質権者の質権口座への増額記帳を要することとされているの

で（社団法一四一～一四三条）、同じ証券について第一順位・第二順位といった二つの質権を設定することは原則として不可能である。譲渡担保も可能であるが、譲渡手続をふむ必要があるため、譲受人の口座への増額記帳が必要である（同法一四〇条²⁰）。

(一) 同一の口座管理機関のもとで善意取得が生じた場合

さて、こうした振替制度のもとで、口座管理機関Xが管理する口座名義人Aの口座から何かの事故で株式一〇〇株が減額記帳され、同じXの下にふらさがっている別の口座名義人であるPの口座に増額記帳されたとする。この場合、Aの口座からの減額記帳は誤りであつたわけであるからAの口座へは一〇〇株という記帳を復活させるべきことになる。ところが、その後、先に述べたように、Pから同じ口座管理機関Xの下にふらさがった口座名義人であるQへと譲渡がなされ、Pの口座に減額記帳、Qの口座に増額記帳されたとする。そして、Qが善意取得したとする。この株式について権利を失うのはAとつてよいだろうか。

答えは「否」であるように思われる。なぜなら、振替制度のもとでは、Qが善意取得した株式はAの株式であるとはいえないからである。つまり、振替制度のもとでは株式の数量だけが問題であり、特定性は失われているのである。そうだとすると、いったい誰が権利を失うのか。権利を失う者は特定できないといわざるをえない。

Xが顧客口座に甲社株式を合計四〇〇株記帳していたとする。そして、顧客である口座名義人はA・B・C・Dであり、A・B・C・Dの口座にそれぞれ一〇〇株ずつ記帳され、A・B・C・Dがそれぞれ一〇〇株ずつ保有していたとする（Xの自己分はなしと仮定する）。このような状態で先の事故が起きたとする。Qは一〇〇株の株式を取得する。では誰が権利を失うか。①Aが失う、②A・Dの4名が失う、という二通りが考えられるが、特定性がない以上、②と解せざるをえない。この場合、③A・DとQの5名で四〇〇株を按分すべきではないかという意見がある。この見解は、

Qの善意取得によって誰も権利を失わないと(とりあえず)考えて、その後、顧客の各口座における記帳額の合計額が口座管理機関がその顧客口座に有する記帳額を超える場合には「按分ルール」を適用するとする見解である。日本では、超過記録かどうかを問題にするので、通常は③という結論にはならない。

詳細はこれ以上立ち入らないが、ここでは、口座の記帳の有無をどれだけ重要視するのが適切かという問題があることだけを指摘しておきたい。

(ii) 異なる口座管理機関のもとで善意取得が生じた場合

先の例で、Qは異なる口座管理機関であるYにふさがつていたとする。この場合には、通常は、PからQへの振替えがなされると、Xの顧客口座(日本の制度ではXの上位の口座管理機関においてXの顧客口座として管理される)の残高は通常は四〇〇株から三〇〇株へと減少する。そうだとすると、Qが善意取得すると、Qは一〇〇株取得し、Xが有する三〇〇株をA・Dで按分するということになりそうである。

(iii) 担保権——同一の口座管理機関のもとで問題が生じた場合

先の例(A・B・C・Dの例)で、Dがその有する一〇〇株についてKに担保権を設定した。日本では、質入れまたは譲渡担保しか方法がないのでDの一〇〇株はDの口座から減額記帳されるが、たとえばアメリカ等では、Dの口座の一〇〇株の記帳をそのままにした状態でD・X・K三者の合意によって担保権を設定することができる(貸三看付抗要件も具備される)。そこで、アメリカのような法制をとっている国においては、まず、第一に、Dがそのような方法でKに担保権を設定し、次に同じ一〇〇株についてLに(同様の方法で)担保権を設定するという事態が生じうる(もちろんXは先にした合意に違反する行為をしたことになる)。この場合にK・Lの優劣はどうなるか。おそらく通常は、先に対抗要件を備えたほうが優先するはずである。という意味は、Lについて善意取得ルールの適用はない

ということにしなければならない。

次に第二に、Lが口座の記帳をえた場合はどうか。すなわち、ここでもXの裏切りがあることは前提となるが、Dの口座から一〇〇株が減額されLの口座に増額記帳された。これは、Lについて善意取得ルールの適用がありそうである。

さて、いずれにせよ、第三に、もしLが善意取得するとなると、誰が権利を失うのかという問題がある。D(したがってK)が敗者となるのか。それとも、先の例のように、A・B・Cも損失を負担するのか。その場合、さらに、A・B・C・Dで按分するのか、それともA・B・C・Lで按分するのかという問題がある。前者なら、A・B・Cは各七五株(合計三〇〇株)、Lは一〇〇株有することとなる。もともと、譲渡担保であるとして仮に被担保債務が一部返済され残りについて担保権が実行されたが清算義務の履行の結果として一部Lから返金があったような場合には、おそらくそれはA・B・C・Dに平等に渡されるというべきであろう。

後者なら、A・B・C・Lで按分するので、各百八〇株(合計四〇〇株)ということになる。

いずれにせよ、KはDが有する部分について担保権を有するということになろう(前者なら七五株、後者なら八〇株について)。

ユニドロアの本プロジェクトにおいては、第一回政府専門家委員会合会の後の非公式のセミナーにおいてこの点が検討され⁽²⁾、第二回政府専門家委員会合会の場では、発行会社との関係ではインフレーションが生じ(日本法的にいえば超過記録)、したがってA・B・C・Lで按分することとするのが妥当であるという見解が、この問題を検討した複数のメンバーから示された⁽³⁾。

しかし、ここで担保取引が問題となっているのであれば、担保取引であることが立証されたような場合には、K

単な紹介を行った。日本はこの分野について法制の現代化を二応終えている国であるということもあり、ユニドロアの本プロジェクトにおいては、日本はめずらしく字ぶ剛というよりは字はれる剛に立っている。その結果、日本の法制を世界に発信する場にもなっており、そのこと自体はよいことであると思われる。いずれにせよ、本稿では取り上げなかったが、日本の制度にも細かな点等において再点検すべき点は存在するので、ユニドロアの本プロジェクトが今後進展していく過程で、日本においても必要に応じてより一層洗練された制度の整備に向けた検討が引き続き行われていくことが望まれる。

としとは合計してDの有する範囲でしか担保権を有しないと解すべきではないかとも考えられ、筆者はこうした点を会合の場でも指摘した。

以上は、ユニドロアの本プロジェクトにおいて検討中の論点の一つであるが、他の論点と合わせて今後詰めた検討が引き続き行われるものと予想される。

- (17) EUのウェブサイトから状況を知ることが出来る (http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/certainty_en.htm 参照)。
- (18) 前掲(17)のウェブサイトから入手できる。
- (19) カナダではオンタリオ州やアルバータ州ではすでに改正は成立し、他の州も含めて二〇〇七年一月二日を目標として施行されることが予定されているようである(「J. Michel Deschamps氏とMaxime Pare氏からの」紹介による)。スイスについては、たとえば前掲(17)のウェブサイトに掲載されているスイス提出の資料を参照。
- (20) 始岡正光「株券等不発行制度・電子公告制度の導入」別冊商事法務総務部編『株券等不発行制度・電子公告制度』(別冊商事二八六号) 八二頁以下(二〇〇五年) 参照。
- (21) 前掲のベルンでのセミナー(資料は前掲(2)のウェブサイトから入手できる)。
- (22) 前掲の第二回政府専門委員会会合の報告書(文書番号四三二) 参照(前掲(2)のウェブサイトから入手できる)。

四 む す び

本稿では、間接保有・階層保有状態のもとでなされる投資有価証券の保有および譲渡取引等に関し、私法レベルでの各国法の調整を目的とするユニドロア(私法統一国際協会)における条約策定作業の経緯と状況について、簡



INTERNATIONAL INSTITUTE FOR THE UNIFICATION OF PRIVATE LAW
INSTITUT INTERNATIONAL POUR L'UNIFICATION DU DROIT PRIVE

**UNIDROIT COMMITTEE OF GOVERNMENTAL EXPERTS
FOR THE PREPARATION OF A DRAFT CONVENTION ON
SUBSTANTIVE RULES REGARDING INTERMEDIATED
SECURITIES**

**Third session
Rome, 6/15 November 2006**

UNIDROIT 2006
Study LXXVIII – Doc. 57
Original: English/French
November 2006

**PRELIMINARY DRAFT CONVENTION ON SUBSTANTIVE RULES
REGARDING INTERMEDIATED SECURITIES**

*(as adopted by the Committee of Governmental Experts
at its third session, held in Rome, 06-15 November 2006)*

APPENDIX 2

**PRELIMINARY DRAFT CONVENTION ON SUBSTANTIVE RULES REGARDING
INTERMEDIATED SECURITIES**

CHAPTER I - DEFINITIONS, SCOPE OF APPLICATION AND INTERPRETATION

Article 1
[Definitions]

In this Convention:

(a) "*securities*" means any shares, bonds or other financial instruments or financial assets (other than cash) which are capable of being credited to a securities account and of being acquired and disposed of in accordance with the provisions of this Convention;

(b) "*intermediated securities*" means securities credited to a securities account or rights or interests in securities resulting from the credit of securities to a securities account;

(c) "*securities account*" means an account maintained by an intermediary to which securities may be credited or debited;

(d) "*intermediary*" means a person that in the course of a business or other regular activity maintains securities accounts for others or both for others and for its own account and is acting in that capacity;

(e) "*account holder*" means a person in whose name an intermediary maintains a securities account, whether that person is acting for its own account or for others (including in the capacity of intermediary);

(f) "*account agreement*" means, in relation to a securities account, the agreement between the account holder and the relevant intermediary governing that securities account;

(g) "*relevant intermediary*" means, with respect to a securities account, the intermediary that maintains the securities account for the account holder;

(h) "*insolvency proceeding*" means a collective judicial or administrative proceeding, including an interim proceeding, in which the assets and affairs of the debtor are subject to control or supervision by a court or other competent authority for the purpose of reorganisation or liquidation;

(i) "*insolvency administrator*" means a person (including a debtor in possession where applicable) authorised to administer an insolvency proceeding, including one authorised on an interim basis;

(j) securities are "*of the same description*" as other securities if they are issued by the same issuer and:

(i) they are of the same class of shares or stock; or

(ii) in the case of securities other than shares or stock, they are of the same currency and denomination and are treated as forming part of the same issue;

(k) “*control agreement*” means an agreement between an account holder, the relevant intermediary and another person, or, if so permitted by the non-Convention law, an agreement between an account holder and another person of which notice is given to the relevant intermediary, which relates to intermediated securities and includes either or both of the following provisions –

(i) that the relevant intermediary is not permitted to comply with any instructions given by the account holder in respect of the intermediated securities to which the agreement relates without having received the consent of that other person;

(ii) that the relevant intermediary is obliged to comply with any instructions given by that other person in respect of the intermediated securities to which the agreement relates in such circumstances and as to such matters as may be provided by the agreement or the non-Convention law, without any further consent of the account holder;

(l) “*designating entry*” means an entry in a securities account made in favour of a person other than the account holder in respect of intermediated securities, which, under the account agreement, a control agreement, the uniform rules of a securities settlement system or the non-Convention law, has either or both of the following effects –

(i) that the relevant intermediary is not permitted to comply with any instructions given by the account holder in respect of the intermediated securities in relation to which the entry is made without having received the consent of that other person;

(ii) that the relevant intermediary is obliged to comply with any instructions given by that other person in respect of the intermediated securities in respect of which the entry is made in such circumstances and as to such matters as may be provided by the account agreement, a control agreement, the uniform rules of a securities settlement system or the non-Convention law, without any further consent of the account holder;

(m) “*non-Convention law*” means the provisions of law in force in the State whose law is applicable under Article 2, other than those provided in this Convention;

(n) “*securities settlement system*” means a system which-

(i) settles, or clears and settles, securities transactions;

(ii) is operated by a central bank or central banks or is subject to regulation, supervision or oversight by a governmental or public authority in respect of its rules; and

(iii) has been notified, on the ground of the reduction of risk to the stability of the financial system, as a securities settlement system in a declaration by the Contracting State the law of which governs the rules of the system;

(o) “*securities clearing system*” means a system which -

(i) clears, but does not settle, securities transactions through a central counterparty or otherwise;

(ii) is operated by a central bank or central banks or is subject to regulation, supervision or oversight by a governmental or public authority in respect of its rules; and

(iii) has been notified, on the ground of the reduction of risk to the stability of the financial system, as a securities clearing system in a declaration by the Contracting State the law of which governs the rules of the system;

(p) “*uniform rules*” means, in relation to a securities settlement system or securities clearing system, rules of that system which are common to the participants or to a class of participants and are publicly accessible.

Article 2
[Sphere of application]

This Convention applies where –

- (a) the conflict of laws rules of the forum state designate the law in force in a Contracting State as the applicable law; or
- (b) the circumstances do not involve a choice in favour of any law other than the law in force in the forum state and the forum state is a Contracting State.

Article 3
[Central Securities Depositories]

This Convention does not apply to the activity of creation, recording or reconciliation of securities conducted by central securities depositories or other persons *vis-à-vis* the issuer of those securities.

Article 4
[Principles of interpretation]

In the implementation, interpretation and application of this Convention, regard is to be had to its purposes, to the general principles on which it is based, to its international character and to the need to promote uniformity and predictability in its application.

CHAPTER II – RIGHTS OF THE ACCOUNT HOLDER

Article 5
[Intermediated securities]

1. - The credit of securities to a securities account confers on the account holder:

- (a) the right to receive and exercise the rights attached to the securities, including in particular dividends, other distributions and voting rights
 - (i) where the account holder is not an intermediary or is an intermediary acting for its own account; and,
 - (ii) in any other case, if the non-Convention law so provides;
- (b) the right, by instructions to the relevant intermediary, to effect a disposition under Article 7 or grant an interest under Article 8;
- (c) the right, by instructions to the relevant intermediary, to cause the securities to be held otherwise than through a securities account, to the extent permitted under the law under which the securities are constituted, the terms of the securities, the non-Convention law and, to the extent permitted by the non-Convention law, the account agreement or the uniform rules of a securities settlement system;
- (d) unless otherwise provided in this Convention, such other rights, including rights and interests in securities, as may be conferred by the non-Convention law.

2. - Unless otherwise provided in this Convention,

- (a) the rights referred to in paragraph 1 are effective against third parties;

(b) the rights referred to in paragraph 1(a) may be exercised against the relevant intermediary or the issuer of the securities, or both, in accordance with this Convention, the terms of the securities and the law under which the securities are constituted;

(c) the rights referred to in paragraph 1(b) and 1(c) may be exercised only against the relevant intermediary.

3. - Where an account holder has acquired a security interest, or a limited interest other than a security interest, by credit of securities to its securities account under Article 7(4), the non-Convention law determines any limits on the rights described in paragraph 1.

Article 6

[Measures to enable account holders to receive and exercise rights]

1. - An intermediary must take appropriate measures to enable its account holders to receive and exercise the rights specified in Article 5(1), but this obligation does not require the relevant intermediary to take any action that is not within its power or to establish a securities account with another intermediary.

2. - This Article does not affect any right of the account holder against the issuer of the securities.

CHAPTER III – TRANSFER OF INTERMEDIATED SECURITIES

Article 7

[Acquisition and disposition by debit and credit]

1. - Subject to Article 11, intermediated securities are acquired by an account holder by the credit of securities to that account holder's securities account.

2. - No further step is necessary, or may be required by the non-Convention law, to render the acquisition of intermediated securities effective against third parties.

3. - Subject to Article 11, intermediated securities are disposed of by an account holder by the debit of securities to that account holder's securities account.

4. - A security interest, or a limited interest other than a security interest, in intermediated securities may be acquired and disposed of by debit and credit of securities to securities accounts under this Article.

5. - Debits and credits to securities accounts in respect of securities of the same description may be effected on a net basis.

Article 8

[Grant of interests in intermediated securities by other methods]

1. - An account holder grants an interest in intermediated securities, including a security interest or a limited interest other than a security interest, to another person so as to be effective against third parties if -

(a) the account holder enters into an agreement with that person; and

(b) one of the conditions specified in paragraph 2 applies and the relevant Contracting State has made a declaration in respect of that condition under paragraph 4;

and no further step is necessary, or may be required by the non-Convention law, to render the interest effective against third parties.

2. - The conditions referred to in paragraph 1(b) are as follows -

- (a) that the person to whom the interest is granted is the relevant intermediary;
- (b) that a designating entry in favour of that person has been made;
- (c) that a control agreement in favour of that person applies.

3. - An interest in intermediated securities may be granted under this Article so as to be effective against third parties -

(a) in respect of a securities account (and such an interest extends to all intermediated securities from time to time standing to the credit of the relevant securities account);

(b) in respect of a specified category, quantity, proportion or value of the intermediated securities from time to time standing to the credit of a securities account.

4. - A Contracting State may declare that under its non-Convention law -

(a) the condition specified in any one or more of sub-paragraphs (a) to (c) of paragraph 2 is sufficient to render an interest effective against third parties;

(b) this Article shall not apply in relation to interests in intermediated securities granted by or to parties falling within such categories as may be specified in the declaration;

(c) paragraph 3, or either sub-paragraph of paragraph 3, does not apply;

(d) paragraph 3(b) applies with such modifications as may be specified in the declaration.

5. - The non-Convention law determines in what circumstances a non-consensual security interest in intermediated securities may arise and become effective against third parties.

Article 9

[Other methods under non-Convention law]

This Convention does not preclude any method provided by the non-Convention law -

(a) for the acquisition or disposition of intermediated securities or of an interest in intermediated securities;

(b) for the creation of an interest in intermediated securities and for making such an interest effective against third parties;

other than the methods provided by Articles 7 and 8.

Article 10

[Evidential requirements]

The non-Convention law determines the evidential requirements in respect of the matters referred to in Articles 7 and 8.

Article 11
[Invalidity and reversal]

1. - A debit of securities to a securities account or a designating entry is invalid if the relevant intermediary is not authorised to make that debit or designating entry:

(a) by the account holder and, in the case of a debit or designating entry that relates to intermediated securities which are subject to an interest granted under Article 8, by the person to whom that interest is granted; or

(b) by the non-Convention law.

2. - Subject to Article[s] 12 [and 13], the non-Convention law and, to the extent permitted by the non-Convention law, an account agreement or the uniform rules of a securities settlement system determine –

(a) the validity of a debit, credit or designating entry;

(b) whether a debit, credit or designating entry is liable to be reversed;

(c) where a debit, credit or designating entry is liable to be reversed, its effect (if any) against third parties and the consequences of reversal;

(d) whether and in what circumstances a debit, credit or designating entry may be made subject to a condition; and

(e) where a debit, credit or designating entry is made subject to a condition, its effect (if any) against third parties before the condition is fulfilled and the consequences of the fulfilment or non-fulfilment of the condition.

Article 12
[Acquisition by an innocent person of intermediated securities]

1. - Where securities are credited to the securities account of an account holder at a time when the account holder does not know that another person has an interest in securities or intermediated securities and that the credit violates the rights of that other person with respect to that interest –

(a) the account holder is not subject to the interest of that other person;

(b) the account holder is not liable to that other person; and

(c) the credit is not invalid or liable to be reversed on the ground that the interest or rights of that other person invalidate any previous debit or credit made to another securities account.

2. - Where securities are credited to the securities account of an account holder, or an interest becomes effective against third parties under Article 8, at a time when the account holder or the person to whom the interest is granted does not know of an earlier defective entry –

(a) the credit or interest is not rendered invalid, ineffective against third parties or liable to be reversed as a result of that defective entry; and

(b) the account holder, or the person to whom the interest is granted, is not liable to anyone who would benefit from the invalidity or reversal of that defective entry.

3. - Paragraphs 1 and 2 do not apply in respect of an acquisition of securities, other than the grant of a security interest, made by way of gift or otherwise gratuitously.

4. - For the purposes of this Article –

(a) “*defective entry*” means a credit of securities or designating entry which is invalid or liable to be reversed, including a conditional credit or designating entry which becomes invalid or liable to be reversed by reason of the operation or non-fulfilment of the condition;

(b) a person knows of an interest or fact if that person –

(i) has actual knowledge of the interest or fact; or

(ii) has knowledge of facts sufficient to indicate that there is a significant probability that the interest or fact exists and deliberately avoids information that would establish that this is the case; and

(c) when the person referred to in (b) is an organisation, it knows of an interest or fact from the time when the interest or fact is or ought reasonably to have been brought to the attention of the individual responsible for the matter to which the interest or fact is relevant.

5. - To the extent permitted by the non-Convention law, paragraph 2 is subject to any provision of the uniform rules of a securities settlement system or of the account agreement.

Article 13

[Priority among competing interests]

1. - This Article determines priority between interests in the same intermediated securities which become effective against third parties under Article 8.

2. - Subject to paragraph 5 and Article 14, interests that become effective against third parties under Article 8 have priority over any interest that becomes effective against third parties by any other method permitted by the non-Convention law.

3. - Interests that become effective against third parties under Article 8 rank among themselves according to the time of occurrence of the following events –

(a) if the relevant intermediary is itself the holder of the interest, when the agreement granting the interest is entered into;

(b) when a designating entry is made;

(c) when a control agreement is entered into, or, if applicable, a notice is given to the relevant intermediary.

4. - Where an intermediary has an interest that has become effective against third parties under Article 8 and makes a designation or enters into a control agreement with the consequence that an interest of another person becomes effective against third parties, the interest of that other person has priority over the interest of the intermediary unless that other person and the intermediary expressly agree otherwise.

5. - A non-consensual security interest in intermediated securities arising or recognised under any rule of the non-Convention law has such priority as is afforded to it by that law.

6. - As between persons entitled to any interests referred to in paragraphs 2, 3 and 4 and, to the extent permitted by the non-Convention law, paragraph 5, the priorities provided by this Article may be varied by agreement between those persons, but any such agreement does not affect third parties.

*Article 14**[Priority of interests granted by an intermediary]*

This Convention does not determine the priority or the relative rights and interests between the rights of account holders of an intermediary and interests granted by that intermediary that have become effective under Article 8.

CHAPTER IV – INTEGRITY OF THE INTERMEDIATED HOLDING SYSTEM*Article 15**[Rights of account holders in case of insolvency of intermediary]*

The rights of an account holder under Article 5(1), and an interest that has become effective against third parties under Article 8, are effective against the insolvency administrator and creditors in any insolvency proceeding in respect of the relevant intermediary.

*Article 16**[Effects of insolvency]*

Subject to Article 23 and Article 31, nothing in this Convention affects:

- (a) any rules of law applicable in insolvency proceedings relating to the avoidance of a transaction as a preference or a transfer in fraud of creditors; or
- (b) any rules of procedure relating to the enforcement of rights to property which is under the control or supervision of an insolvency administrator.

*Article 17**[Prohibition of upper-tier attachment]*

1. - No attachment of or in respect of intermediated securities of an account holder shall be granted or made against the issuer of the relevant securities or against any intermediary other than the relevant intermediary.

2. - In this Article "*attachment*" means any judicial, administrative or other act or process for enforcing or satisfying a judgment, award or other judicial, arbitral, administrative or other decision against or in respect of the account holder or for freezing, restricting or impounding property of the account holder in order to ensure its availability to enforce or satisfy any future such judgment, award or decision.

Article 18
[Instructions to the intermediary]

1. - An intermediary is neither bound nor entitled to give effect to any instructions with respect to intermediated securities of an account holder given by any person other than that account holder.

2. - Paragraph 1 is subject to:

(a) the provisions of the account agreement, any other agreement between the intermediary and the account holder or any other agreement entered into by the intermediary with the consent of the account holder;

(b) the rights of any person (including the intermediary) who holds an interest that has become effective against third parties under Article 8;

(c) subject to Article 17, any judgment, award, order or decision of a court, tribunal or other judicial or administrative authority of competent jurisdiction;

(d) any applicable rule of the non-Convention law; and

(e) where the intermediary is the operator of a securities settlement system, the uniform rules of that system.

Article 19
[Requirement to hold sufficient securities]

1. - An intermediary must, for each description of securities, hold securities and intermediated securities of an aggregate number and amount equal to the aggregate number and amount of securities of that description credited to securities accounts which it maintains.

2. - If at any time an intermediary does not hold sufficient securities and intermediated securities of any description in accordance with paragraph 1, it must within the time required by the non-Convention law take such action as is necessary to ensure that it holds sufficient securities and intermediated securities of that description.

3. - The preceding paragraphs do not affect any provision of the non-Convention law, or, to the extent permitted by the non-Convention law, any provision of the uniform rules of a securities settlement system or of an account agreement, relating to the method of complying with the requirements of those paragraphs or the allocation of the cost of ensuring compliance with those requirements or otherwise relating to the consequences of failure to comply with those requirements.

Article 20
[Limitations on obligations and liabilities of intermediaries]

1. - The obligations of an intermediary under this Convention and the extent of the liability of an intermediary in respect of those obligations are subject to any applicable provision of the non-Convention law and, to the extent permitted by the non-Convention law, the account agreement or the uniform rules of a securities settlement system.

2. - [An intermediary, including the] [The] operator of a securities settlement system, who makes a debit, credit, or designating entry (an "entry") to a securities account maintained by the

[intermediary] [operator] for an account holder is not liable to a third party who has an interest in intermediated securities and whose rights are violated by the entry unless –

(a) the [intermediary] [operator] makes the entry after the [intermediary] [operator] has been served with legal process restraining it from doing so, issued by a court of competent jurisdiction, and has had a reasonable opportunity to act on that legal process; or

(b) the [intermediary] [operator] acts wrongfully and in concert with another person to violate the rights of that third party.

3. - Paragraph 2 does not affect any liability of the [intermediary] [operator] -

(a) to the account holder or a person to whom the account holder has granted an interest that has become effective against third parties under Article 8; or

(b) that arises from an entry which the [intermediary] [operator] is not entitled to make under Article 18.

4. - The operator of a securities settlement system or securities clearing system to whose securities account securities are credited and who authorises a matching debit of those securities to its securities account is not liable to a third party who has an interest in intermediated securities and whose rights are violated by that credit or debit unless –

(a) the operator receives the credit or authorises the debit after the operator has been served with legal process restraining it from doing so, issued by a court of competent jurisdiction, and has had a reasonable opportunity to act on that legal process; or

(b) the operator acts wrongfully and in concert with another person to violate the rights of that third party.

Article 21

[Allocation of securities to account holders' rights]

1. - Securities of each description held by an intermediary or credited to securities accounts held by an intermediary with another intermediary shall be allocated to the rights of the account holders of the former intermediary to the extent necessary to ensure that the aggregate number or amount of the securities of that description so allocated is equal to the aggregate number or amount of such securities credited to securities accounts maintained by the intermediary for account holders other than itself.

2. - Subject to Article 14, securities allocated under paragraph 1 shall not form part of the property of the intermediary available for distribution among or realisation for the benefit of creditors of the intermediary.

3. - The allocation required by paragraph 1 shall be effected by the non-Convention law and, to the extent required or permitted by the non-Convention law, by arrangements made by the relevant intermediary.

4. - The arrangements referred to in paragraph 3 may include arrangements under which an intermediary holds securities in segregated form –

(a) for the benefit of its account holders generally; or

(b) for the benefit of particular account holders or groups of account holders;

in such manner as to ensure that such securities are allocated in accordance with paragraph 1.

5. - A Contracting State may declare that under its non-Convention law the allocation required by paragraph 1 applies only to securities that are held by the relevant intermediary in segregated form under arrangements such as are referred to in paragraph 4 and does not apply to securities held by the relevant intermediary for its own account.

*Article 22**[Loss sharing in case of insolvency of the intermediary]*

1. - This article applies in any insolvency proceeding in respect of an intermediary unless otherwise provided by any conflicting rule applicable in that proceeding.

2. - If the aggregate number or amount of securities of any description allocated under Article 21 to an account holder, a group of account holders or the intermediary's account holders generally is less than the aggregate number or amount of securities of that description credited to the securities accounts of that account holder, that group of account holders or the intermediary's account holders generally (as the case may be), the shortfall shall be borne -

(a) where securities have been allocated to a single account holder, by that account holder;

(b) in any other case, by the account holders to whom the relevant securities have been allocated, in proportion to the respective number or amount of securities of that description credited to their securities accounts.

3. - To the extent permitted by the non-Convention law, where the intermediary is the operator of a securities settlement system and the uniform rules of the system make provision in case of a shortfall, the shortfall shall be borne in the manner so provided.

*Article 23**[Effect of debits, credits etc. and instructions on insolvency of operator or participant in securities settlement system]*

1. - To the extent permitted by the non-Convention law, the following provisions shall have effect notwithstanding the commencement of an insolvency proceeding in respect of the operator of the relevant system or any participant in the relevant system -

(a) any provision of the uniform rules of a securities settlement system or of a securities clearing system in so far as that provision precludes the revocation of any instruction given by a participant in the system for making a disposition of securities, or for making a payment relating to an acquisition or disposition of securities, after the time at which that instruction is treated under the rules of the system as having been entered irrevocably into the system;

(b) any provision of the uniform rules of a securities settlement system in so far as that provision precludes the invalidation or reversal of a debit or credit of securities to, or a designating entry in, a securities account which forms part of the system after the time at which that debit, credit or designating entry is treated as irrevocable under the rules of the system.

2. - Paragraph 1 applies notwithstanding that any invalidation, reversal or revocation referred to in that paragraph would otherwise occur under any rule applicable in an insolvency proceeding.

CHAPTER V – RELATIONSHIP WITH ISSUERS OF SECURITIES*Article 24**[Position of issuers of securities]*

1. - The law of a Contracting State shall permit the holding through intermediaries of securities that are permitted to be traded on an exchange or regulated market, and the effective exercise in accordance with Article 5 of the rights attached to such securities which are so held, but need not require that all such securities be issued on terms that permit them to be held through intermediaries.

2. - In particular, the law of a Contracting State shall recognise the holding of such securities by a person acting in his own name on behalf of another person or other persons and shall permit such a person to exercise voting or other rights in different ways in respect of different parts of a holding of securities of the same description; but this Convention does not determine the conditions under which such a person is authorised to exercise such rights.

3. This Convention does not determine whom an issuer is required to recognise as the holder of securities.

*Article 25**[Set-off]*

1. - As between an account holder who holds intermediated securities for its own account and the issuer of those securities, the fact that the account holder holds the securities through an intermediary or intermediaries shall not of itself, in any insolvency proceeding in respect of the issuer, preclude the existence or prevent the exercise of any rights of set-off which would have existed and been exercisable if the account holder had held the securities otherwise than through an intermediary.

2. - This Article does not affect any express provision of the terms of issue of the securities.

CHAPTER VI – SPECIAL PROVISIONS WITH RESPECT TO COLLATERAL TRANSACTIONS*Article 26**[Scope and interpretation in Chapter VI]*

1. - This Chapter applies to collateral agreements under which a collateral provider grants a security interest in intermediated securities to a collateral taker in order to secure the performance of any existing or future obligation of the collateral provider or a third person.

2. - In this Chapter –

(a) “*collateral agreement*” means a security collateral agreement or a title transfer collateral agreement;

(b) “*security collateral agreement*” means an agreement between a collateral provider and a collateral taker providing (in whatever terms) for the grant of an interest other than

full ownership in intermediated securities for the purpose of securing the performance of relevant obligations;

(c) “*title transfer collateral agreement*” means an agreement, including an agreement providing for the sale and repurchase of securities, between a collateral provider and a collateral taker providing (in whatever terms) for the transfer of full ownership of intermediated securities by the collateral provider to the collateral taker for the purpose of securing or otherwise covering the performance of relevant obligations;

(d) “*relevant obligations*” means any present or future obligations of a collateral provider or a third person;

(e) “*collateral securities*” means intermediated securities delivered under a collateral agreement;

(f) “*collateral taker*” means a person to whom an interest in intermediated securities is granted under a security collateral agreement or to whom full ownership of intermediated securities is transferred under a title transfer collateral agreement;

(g) “*collateral provider*” means an account holder by whom an interest in intermediated securities is granted under a security collateral agreement or full ownership of intermediated securities is transferred under a title transfer collateral agreement;

(h) “*enforcement event*” means, in relation to a collateral agreement, an event of default or other event on the occurrence of which, under the terms of that collateral agreement, the collateral taker is entitled to enforce its security or operate a close-out netting provision;

(i) “*equivalent collateral*” means securities of the same description as collateral securities;

(j) “*close-out netting provision*” means a provision of a collateral agreement, or of a set of connected agreements of which a collateral agreement forms part, under which, on the occurrence of an enforcement event, either or both of the following shall occur, or may at the election of the collateral taker occur, whether through the operation of netting or set-off or otherwise:

(i) the respective obligations of the parties are accelerated so as to be immediately due and expressed as an obligation to pay an amount representing their estimated current value or are terminated and replaced by an obligation to pay such an amount;

(ii) an account is taken of what is due from each party to the other in respect of such obligations, and a net sum equal to the balance of the account is payable by the party from whom the larger amount is due to the other party.

Article 27

[Recognition of title transfer collateral agreements]

1. - The law of a Contracting State shall permit a title transfer collateral agreement to take effect in accordance with its terms.

2. - If an enforcement event occurs while any obligation of the collateral taker to transfer equivalent collateral under a title transfer collateral agreement remains outstanding, that obligation and the relevant obligations may be the subject of a close-out netting provision.

Article 28
[Enforcement]

1. - On the occurrence of an enforcement event, the collateral taker may –
 - (a) realise the collateral securities provided under a security collateral agreement:
 - (i) by selling them and applying the net proceeds of sale in or towards the discharge of the relevant obligations; or
 - (ii) by appropriating the collateral securities as the collateral taker's own property and setting off their value against, or applying their value in or towards the discharge of, the relevant obligations, provided that the collateral agreement provides for realisation in this manner and specifies the basis on which collateral securities are to be valued for this purpose; or
 - (b) operate a close-out netting provision.
2. - Collateral securities may be realised, and a close-out netting provision may be operated, under paragraph 1:
 - (a) subject to any contrary provision of the collateral agreement, without any requirement that:
 - (i) prior notice of the intention to realise or operate the close-out netting provision shall have been given;
 - (ii) the terms of the realisation or the operation of the close-out netting provision be approved by any court, public officer or other person; or
 - (iii) the realisation be conducted by public auction or in any other prescribed manner or the close-out netting provision be operated in any prescribed manner; and
 - (b) notwithstanding the commencement or continuation of an insolvency proceeding in respect of the collateral provider or the collateral taker.

Article 29
[Right to use collateral securities under security collateral agreement]

1. - If and to the extent that the terms of a security collateral agreement so provide, the collateral taker shall have the right to use and dispose of the collateral securities as if it were the owner of them (a "*right of use*").
2. - Where a collateral taker exercises a right of use, it thereby incurs an obligation to replace the collateral securities originally transferred (the "*original collateral securities*") by transferring to the collateral provider, not later than the discharge of the relevant obligations, equivalent collateral or, where the security collateral agreement provides for the transfer of other assets [following the occurrence of any event relating to or affecting any securities provided as collateral], those other assets.
3. - Securities transferred under paragraph 2 before the relevant obligations have been fully discharged:
 - (a) shall, in the same manner as the original collateral securities, be subject to a security interest under the relevant security collateral agreement, which shall be treated as having been created at the same time as the security interest in respect of the original collateral securities was created; and

(b) shall in all other respects be subject to the terms of the relevant security collateral agreement.

4. - The exercise of a right of use shall not render invalid or unenforceable any right of the collateral taker under the relevant security collateral agreement.

Article 30

[Requirements of non-Convention law relating to enforcement]

Articles 27, 28 and 29 do not affect any requirement of the non-Convention law to the effect that the realisation or valuation of collateral securities or the calculation of any obligations must be conducted in a commercially reasonable manner.

Article 31

[Top-up or substitution of collateral]

1. - Where a collateral agreement includes:

(a) an obligation to deliver additional collateral securities –

(i) in order to take account of changes in the value of the collateral provided under the collateral agreement or in the amount of the relevant obligations;

(ii) in order to take account of any circumstances giving rise to an increase in the credit risk incurred by the collateral taker as determined by reference to objective criteria relating to the creditworthiness, financial performance or financial condition of the collateral provider or other person by whom the relevant obligations are owed;

(iii) to the extent permitted by the non-Convention law, in any other circumstances specified in the collateral agreement.

(b) a right to withdraw collateral securities or other assets on providing collateral securities or other assets of substantially the same value,

the provision of securities or other assets as described in paragraph (a) and paragraph (b) shall not be treated as invalid, reversed or declared void solely on the basis that they are provided during a prescribed period before, or on the day of but before, the commencement of an insolvency proceeding in respect of the collateral provider, or after the relevant obligations have been incurred.

2. - A Contracting State may declare that paragraph 1(a)(ii) does not apply.

Article 32

[Declarations in respect of Chapter VI]

1. - A Contracting State may declare that this Chapter shall not apply under its non-Convention law .

2. - A Contracting State may declare that under its non-Convention law this Chapter shall not apply –

(a) in relation to collateral agreements entered into by natural persons or persons falling within such other categories as may be specified in the declaration;

(b) in relation to intermediated securities which are not permitted to be traded on an exchange or regulated market;

(c) in relation to collateral agreements which provide for relevant obligations falling within such categories as may be specified in the declaration.

CHAPTER VII – FINAL CLAUSES

Article X *[Applicability of Declarations]*

A declaration made by a Contracting State under any article of this Convention is applicable only if the law of that Contracting State is the non-Convention law.

配布資料

配布資料一覧

- 資料1 「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」（報告レジュメ）
- 2 説明用スライド
- 3 「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」
（江頭憲治郎先生還暦記念「企業法の理論」【下巻】収録）
- 4 ‘PRELIMINARY DRAFT CONVENTION ON SUBSTANTIVE RULES REGARDING
INTERMEDIATED SECURITIES’
（as adopted by the Committee of Governmental Experts at its
third session, held in Rome 06-15 November 2006）（抜粋）

（注）上記は、研究会当日配布した資料の一部である。

〔 ユニドロア条約に関連する資料は、ホームページを参照下さい。
（ <http://www.unidroit.org> ） 〕

証券取引法研究会メンバー

(平成19年3月23日現在)

顧問	森本 滋	京都大学大学院法学研究科教授
会長	神田 秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副会長	前田 雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
委員	青木 浩子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	太田 洋	西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士
〃	川口 恭弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒沼 悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	近藤 光男	神戸大学大学院法学研究科教授
〃	戸田 暁	京都大学大学院法学研究科助教授
〃	中東 正文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤田 友敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	山田 剛志	新潟大学大学院現代社会文化研究科助教授
オブザーバー	松尾 直彦	金融庁総務企画局金融商品取引法令準備室長
〃	永井 智亮	野村証券執行役
〃	桑原 政宜	大和証券グループ本社法務部長
〃	永山 明彦	日興コーディアルグループ法務部長
〃	浅場 達也	みずほ証券法務室長
〃	伊地知 日出海	日本証券業協会常務執行役
〃	平田 公一	日本証券業協会常務執行役
〃	山内 公明	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	河村 賢治	日本証券業協会客員研究員・関東学院大学 経済学部助教授
〃	榑崎 みどり	日本証券業協会客員研究員・中央大学法学部助教授
〃	若林 泰伸	日本証券業協会客員研究員・国学院大学法学部講師
〃	美濃口 真琴	東京証券取引所総務部法務グループリーダー
研究所	高橋 厚男	日本証券経済研究所理事長
〃	若林 良之助	日本証券経済研究所常務理事
〃	関 要	日本証券経済研究所顧問
〃	小林 和子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	安田 賢治	日本証券経済研究所事務局次長

(敬称略)

[参考] 既に公表した「証券取引法研究会研究記録」

- | | |
|---|----------|
| 第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」
報告者 森田章同志社大学教授 | 2003年11月 |
| 第2号「システム障害と損失補償問題」
報告者 山下友信東京大学教授 | 2004年1月 |
| 第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」
報告者 前田雅弘京都大学教授 | 2004年3月 |
| 第4号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」
報告者 浜田道代名古屋大学教授 | 2004年6月 |
| 第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向
—投資商品、証券業務の範囲を中心として—」
報告者 神作裕之東京大学教授 | 2005年7月 |
| 第6号「近時の企業情報開示を巡る課題
—実効性確保の観点を中心に—」
報告者 山田剛志新潟大学助教授 | 2005年7月 |
| 第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・
販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」
報告者 青木浩子千葉大学助教授 | 2005年9月 |
| 第8号「目論見書制度の改革」
報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授 | 2005年11月 |
| 第9号「投資サービス法(仮称)について」
報告者 三井秀範金融庁総務企画局市場課長
松尾直彦金融庁総務企画局
投資サービス法(仮称)法令準備室長 | 2005年11月 |
| 第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題
—委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—」
報告者 太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士 | 2005年11月 |

- 第 11 号「集団投資スキームに関する規制について 2005 年 12 月
 —組合型ファンドを中心に—
 報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
- 第 12 号「証券仲介業」 2006 年 3 月
 報告者 川口恭弘同志社大学教授
- 第 13 号「敵対的買収に関する法規制」 2006 年 5 月
 報告者 中東正文名古屋大学教授
- 第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」 2006 年 7 月
 報告者 戸田暁京都大学助教授
- 第 15 号「新会社法のもとでの株式買収請求権制度」 2006 年 9 月
 報告者 藤田友敬東京大学教授
- 第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」 2006 年 12 月
 (TOB、大量保有報告関係、内部統制報告関係)
 報告者 池田唯一金融庁総務企画局企業開示課長

[新刊案内]

新外国証券関係法令集 アメリカ (I)

サーベンス・オクスリー法 原文収録

『米国 SOX 法』を本邦初の全訳 監査制度・内部統制等整備の原典
 A5 判 177 頁 税込 1,575 円 日本証券経済研究所訳編

購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申し込み下さい。
 当研究所の出版物案内は研究所のホームページ <http://www.jsri.or.jp/> にてご覧いただけます。

証券取引法研究会研究記録 第17号

間接保有証券に関する

ユニドロア条約策定作業の状況

平成19年5月7日

定価（本体500円＋税）

編者 証券取引法研究会
発行者 財団法人 日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋茅場町1-5-8
東京証券会館内 〒103-0025
電話 03(3669)0737 代表
URL: <http://www.jsri.or.jp>

ISBN978-4-89032-633-4 C3032 ¥500E