

多階層保有証券に関する一覚書：グローバル・カスト トディ안의視点から

上田，純子
九州大学大学院法学研究院：教授

<https://doi.org/10.15017/1790478>

出版情報：法政研究. 83 (3), pp.313-341, 2016-12-15. 九州大学法政学会
バージョン：
権利関係：



多階層保有証券に関する一覚書

——グローバル・カストディアンの視点から——

上
田
純
子

- 一 はじめに
- 二 グローバル・カストディアンを巡る法律関係
- 三 ジュネーヴ条約における口座管理機関と顧客／投資家との権利関係
- 四 証券の振替決済に関する議論
- 五 信託に基づく個別構成
- 六 おわりに

一 はじめに

上場会社の株式保有はいわゆるチェイン保有 (equity investment chain) により実質的な投資家を匿名としてなされることも多いが、このことは、取引の匿名性による取引当事者間の相互信頼関係の希薄さや実質的な投資家と発行会社との間に介在する中間保有者 (intermediaries)⁽¹⁾ 間のインセンティブの不整合を生み出し、もって投資家の資本市場に対する信頼を毀損し、短期主義を助長することが指摘されている⁽²⁾。

このような幾層ものチェイン保有そのものに問題の原点があることは明らかであるものの、本稿の視角はかかる株式保有に伴う構造的な問題点への処方箋を提示することにあるのではなく、⁽³⁾ このようなチェイン保有における法的不確実性が生み出す問題点を個別化し具体的に検討することにある。⁽⁴⁾ 国際的な株式保有に関しては、中間保有者が介在した複雑な保有構造により、実質的投資家からは中間保有の実像がみえにくく、権利義務の主体や責任の所在が明確ではないという意味での不確実性の問題に加え、法域ごとの法や実務の差異がもたらす不確実性の問題がある。これは準拠法決定の問題に集約されよう。⁽⁵⁾ しかし、そもそも準拠法決定の問題以前に、これら連鎖を個別化して法律関係を検討しうるのか、あるいは全体として一個の法律関係を観念しうるのか、は必ずしも詳らかではない。

わが国においては、上場証券の振替決済に関しては、中間保有者 (口座管理機関) が複数介在しても証券上の物権的権利は同一性を保って個別的に移転され、したがって、加入者/投資家と発行会社との法律関係は直接的であるとの見解が採られている (少なくとも、「社債、株式等の振替に関する法律」はそのような立場によっている⁽⁶⁾)。これは証券の振替決済という前提となる法律行為の性質 (物権の移転) が銀行口座間の振込みのような行為 (債権の得喪) とは異なるという認識からの構成であると思われるが、口座管理機関における証券は混蔵保管され、加入者/投資家はその共有持分権を有するに過ぎないこととなる点など、代替可能な目的物の保管・管理という側面に着目すると、いったん混蔵

プロセスを経たあと加入者／投資家の具体化かつ個別化された証券上の権利として相手方に移転することの説明が難しいようにも思われる。もともと事実上間接保有であるものを法的に加入者／投資家と発行会社との直接的な権利付けを擬制しているので、実態ないし実務にそぐわない「軋み」が生じている。⁷⁾

以上の問題意識から、本稿は、国際的な株式保有に必然的に伴わざるを得ない複数の階層保有におけるカストディアン（グローバル・カストディアンを主な対象とするが、グローバル・カストディアンとのその密接な関係性ゆえサブ・カストディアンにも及ぶことがある）と顧客／投資家との法律関係につき、資産の保管・決済の側面にもつばら焦点をあてつつ、実務に即して検討することを目的とする。国際的な証券決済に関する準拠法決定の問題や実質法上の論点を広範に取り上げ外国法の状況をも踏まえつつ検討する先行研究はすでに重厚である。⁸⁾ 他方、法域間での法制度・実務の差異への対応に関しては、法制度統一を目的とする抵触法レビューおよび実質法レビューでの二つの条約がそれぞれハーグ国際私法会議（Hague Conference on Private International Law）および私法統一国際協会（Institute for the International Unification of Private Law: UNIDROIT）の主導によって成立しており、⁹⁾ 現在に至るも未発効とはいえこれらの条約に関するまとまった検討成果もすでに蓄積しつつある。¹⁰⁾ 本稿はこれらの先行研究に多くを負うにとどまらず、さらに屋上屋を架するものとなるかもしれないが、本稿に些かなりとも意義があるとすれば、それは近時の新たな動きを踏まえつつ今日の文脈で再検討することではないかと考えている。

以下、本稿第二節においては、法的構成を検討するに先立ち、まず、インヴェストメント・チェインにおけるグローバル・カストディアン業務の意義および機能を明確化し、当該業務を巡る当事者間の法律関係を整理する。第三節においては、カストディアンを組み込んだ多階層保有に係る証券上の諸問題に関する国際的な潮流を浮き彫りにし、国際的に共通化された法的論点を摘すべく、抵触法および実質法レビューで採択された上記二条約の内容を検討することによって、加入者／投資家と口座管理機関、口座管理機関間、および口座管理機関と決済機関間の法的構成に示唆を得ること

とする。第四節においては、証券の振替決済に関し決済システムに組み込まれた口座管理機関と加入者／投資家等、関係者間の法的構成について先行研究に負いながら検討する。第五節においては、前節までの諸検討により得られた示唆等を踏まえたうえで、わが国において証券の多階層保有関係を信託に基づく個別の法的関係の連鎖（間接保有構成）と構成することの可能性および妥当性を検証する。

なお、本稿では、カストディ業務を営む者のことを「カストディアン」と称している。

二 グローバル・カストディアンを巡る法律関係

本節では、第三節以下の考察に先立ち、まずインヴェストメント・チェインに組み込まれたグローバル・カストディ業務の意義を明らかにし、当該業務を巡る当事者間関係および法律関係を整理することとする。本稿の主題であるいわゆるチェイン保有との関わりでカストディアンを巡る法律関係を捉える試みにおいて、その実像を抜きに議論を進めても実務と乖離した空疎な結果しかもたらされないであろうからである。そのうえで、グローバル・カストディ業務の法的性質や顧客／投資家および他の中間保有者等との法的関係について検討することとしたい。

いうまでもなく、外国証券の取引が活発化すれば、クロス・ボーダーでの証券の保管や決済の機会も増える。¹¹⁾それに伴い、海外の機関投資家がこれら事務をアウトソースする要請も高まる。¹²⁾また、運用と保管を分離することにより取引コストが減少する。さらに、アセット・マネジャーたる機関投資家にあつては、顧客の資金を預かる立場にあり、自ら株式を購入して名義株主となることは顧客との利益相反を生む可能性があり、現実にはノミニーに証券保有を委託せざるをえない。¹³⁾証券が無券面化され、振替決済によって取引がなされる場合には、口座管理機関や振替機関を介さざるをえないので、いずれにせよ、カストディ業務は不可避である。¹⁴⁾

一九七〇年代に米国で年金基金の対外証券投資が開放されたことなどにより機関投資家の外国投資が本格化し、対外投資対象国が急増すると国（市場）別のカस्टディアンへの委託がかえって煩雑となったため、国際的なネットワークを有する大手の米国銀行を中心に他国通貨資産の一括管理を行うサービスが登場し、これがグローバル・カस्टディ業務の嚆矢となったとされる⁽¹⁵⁾。

グローバル・カस्टディに関する法的定義はないと思われるが、実務上「他通貨資産（資金、証券等）に係る保管、決済、会計処理、保有資産に関する報告等を一元的に行う国際金融業務」が当該業務内容とされる⁽¹⁶⁾。実務的には、欧米の大手金融機関がグローバル・カस्टディ業務を担うことが多い。わが国においては、商業銀行は付随業務としての保護預り⁽¹⁷⁾、信託銀行は信託業務の委託⁽¹⁸⁾、証券会社は有価証券等管理業務（分別管理）⁽¹⁹⁾という形で業法に基づいてカस्टディ業務を営むことができる。日本マスタートラスト信託銀行、資産管理信託銀行、および日本トラスティ・サービス信託銀行のいずれも信託銀行がわが国における主要なカस्टディアンであるが、グローバル・カस्टディ業務については、欧米に比して未発展である⁽²⁰⁾。

海外投資家が日本の上場会社の株式を購入するに際しては、海外のグローバル・カस्टディアンを通じて保有し、さらに日本国内にも常任代理人（ローカル・カस्टディアン、サブ・カस्टディアン）を置くことが多い。これは、全国株懇連合会理事会の「外国株主に関する統一取扱指針」⁽²¹⁾（以下「株懇指針」という。）に即した実務であるし、また、当該指針策定の背景には証券の保管・決済・名義書換請求、利金・配当金受領、あるいは、情報収集等のため、そうする現実のニーズがある。

グローバル・カस्टディ業務における顧客／投資家、グローバル・カस्टディアン、および、サブ・カस्टディアン（常任代理人）との関係は、顧客／投資家がグローバル・カस्टディアンに証券を預託し、グローバル・カस्टディアンはさらに当該顧客／投資家の証券を投資先国のサブ・カस्टディアンに再預託するという関係になる。グローバル・カ

ストディアンは証券ごとに全顧客の保有分をとりまとめて、投資先国のサブ・カストディアンの口座に自己名義で一括預託する。顧客／投資家は、混蔵保管された証券について、共有持分権を有すると解されている⁽²³⁾（この点については、後述第四節（四）も参照）。なお、証券の振替決済に際しては、顧客／投資家の依頼に基づき、グローバル・カストディアンからの指図がないかぎり、証券銘柄ごとに一括して当該国内の振替機関口座にサブ・カストディアン名義で登録される⁽²⁴⁾。いずれにせよ、有価証券の保管・決済を中心とした有価証券管理やそのレポーティングはその業務の核の一つをなしている⁽²⁵⁾。

グローバル・カストディアンと顧客／投資家との間の法律関係は、従来、代理⁽²⁶⁾（準）委任⁽²⁷⁾、および寄託⁽²⁸⁾の混合契約と構成されてきた。ただし、信託銀行や信託業務の兼営の認可を受けた他の金融機関がカストディアン・トラスティとしてカストディ業務を担う場合には、信託となる⁽³⁰⁾。カストディアンが口座管理機関として有価証券の振替決済に組み込まれる場合をも含めたその法的構成については、次節以下で改めて検討する。

グローバル・カストディアンが顧客／投資家の代理人として取引等を行うことは理論的には可能であると解されるが、実務では、多くの場合、グローバル・カストディアンは顧客／投資家の代理人としてではなく本人として、また、サブ・カストディアンを自己の代理人として、相手方と取引等を行う⁽³¹⁾。したがってその背後にいる顧客／投資家は覆面であるが、取引等の相手方は背後の顧客／投資家の顕名化を必ずしも積極的に望んではないとされる⁽³²⁾。

三 ジュネーヴ条約における口座管理機関と顧客／投資家との権利関係

前節でみたように、カストディ業務の中核をなすのは有価証券管理および決済であり、グローバル・カストディアンの直上位には投資先国のサブ・カストディアンが口座管理機関として重層的に繋がっているため、投資先国において振

替決済が行われる際の法的構成を検討する作業は避けられない。本節以下では、国際的な問題認識と対応状況ならびに国内での議論状況および問題点の検討を行う。本節はかかる序列に従い、国際的に共有されてきた問題意識とそれら問題意識に出た議論状況をまず明らかにする。具体的には、本稿冒頭に触れた、抵触法および実質法レヴェルで起草された統一条約を取り上げる。そして、その沿革と内容をこの目的のもと採択された二つの条約の違いを浮き彫りにしつつ、概観する。とりわけ、加入者／投資家と口座管理機関、振替機関、および、発行会社との多階層関係に関する基礎的アプローチに意を用いる。

（一）沿革——ハグ条約からジュネーヴ条約へ——

証券の不動化、大券化、さらに無券面化は、とりわけ先進国市場における証券決済の特徴として一九八〇年代頃よりみられるようになってきた。わが国においても、ほぼ同時期、同様の状況のもと、証券の不動化、大券化が進んだ（後述第四節、参照）。株券等は「大券化」されて集中管理され、投資家間の取引において現実に流通しないようになると、保管振替機関や顧客口座を有する口座管理機関、すなわち金融機関等の業務の円滑化や安定、財政の健全性にもつばら関心が注がれるようになった。もともと、これらの機関への信頼は公法的監督規制によって担保される。

同様に、私法の平面で問題となってきたのが、既存の有価証券法理の再構成の問題であり、フランス、米国、ベルギー、ルクセンブルク等では新たな立法が行われた。⁽³³⁾ ここでは、口座への記載・記録の法的意味、振替手続、譲渡意思の撤回可能期間、決済の終了と譲渡の効力発生、等に関する事項が対象とされた。

証券決済の国際化が進むにつれ、準拠法の決定に関する問題も生じてきた。多層の階層保有が複数の国に跨るとき、この問題はとくに現実化する。欧州連合（EU）では、PRIMA（Place of the Relevant Intermediary）³⁴ すなわち、

口座への記載・記録により投資家が有する権利の法的性格やその権利移転、当該権利を巡って競合する権利の調整等は、問題となっている権利の記載・記録がなされている口座を管理する中間保有者を基準として決定される準拠法が規律するというアプローチを一九九八年に採用した。⁽³⁴⁾ もっとも、同様の問題はEUに限ったことではなく、国際的な検討課題とする必要があったため、ハーグ国際私法会議は、一九九九年に統一条約の起草に向けて舵を切った。二〇〇二年には当該プロジェクトの成果として、*The Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in respect of Securities Held with an Intermediary* (以下「HSC」という。)⁽³⁵⁾ が採択され、二〇〇六年七月五日にスイスと米国が署名した(批准したのはスイスとモリシヤスのみで、未発効である)。EU指令の立場を踏襲しつつも、たとえば、準拠法決定基準としては、PRIMAアプローチに当事者自治を組み込む(証券口座保管契約において準拠法が指定されており、当該準拠法国にて口座管理機関が営業していることを条件とする)⁽³⁶⁾ など、修正が図られたものの、EUの主要加盟国や欧州中央銀行がHSCに反対の立場を表明したため、今後も発効する見通しは立っていない。⁽³⁷⁾

統一条約が採択されたことにより、たとえ締約国の賛同を得られず未発効であったとしても、少なくとも共通の問題点への理解は深まり、ある程度の問題解決は図られたとの認識が生まれた。そのため、次のステップとして懸案となったのが、インヴェストメント・チェインを巡る法律関係の明確化に資する実質法レビューでの統一条約の起草である。⁽³⁸⁾ 二〇〇二年にはローマにおいてUNIDROITのプロジェクト・チームが発足し、法的リスクやシステムミック・リスクの低減、および、市場の効率性の向上に資する範囲で統一ルールを模索することとした。⁽³⁹⁾ ①上位(加入者の直上位より上位)機関への差押えの禁止、②有効な譲渡の法的要件、③物上担保の設定と実現、④統一化されていない処分形態の利用可能性、⑤善意取得者の保護、⑥ネットイング決済の可能性、⑦決済のファイナリティと撤回不能、⑧条件付増加記載・記録および条件不成就の場合の抹消の可能性、⑨加入者の口座に記載・記録された証券数に不足が生じた場合の損失配分、および、⑩振替決済システム運営者および参加者破産時の加入者の保護、などがプロジェクト発足時に検討

点として掲げられていた。プロジェクト・チームは四部会に分かれて二年余の検討を経た結果、二〇〇四年一月には中間試案をとりまとめ⁽⁴⁰⁾、その後の検討は、UNIDROITの運営審議会（Governing Council）によって招集される政府専門家委員会（Committee of Governmental Experts）に委ねられることとなった。当該委員会もまた、四部会に分かれ、二〇〇五年五月から二〇〇七年九月まで検討を重ねた。

その後当該委員会は、部会間ワーキンググループの参加や外部専門家等への諮問結果を踏まえ八週間程度のさらなる検討を加え、中間試案に大幅に加筆修正することとなるものの、ともあれ執行部は当該修正版を二〇〇八年九月にスイス政府を主催国、ジュネーヴを開催地とする外交会議の場に提出することとした。五二か国の代表、欧州共同体からのオブザーヴァー、および一一の国際機関等がジュネーヴで開かれた第一読会および第二読会に参加した。最終部会は二〇〇九年一月月に同じくジュネーヴで開催され、The UNIDROIT Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities (The Geneva Securities Convention)⁽⁴¹⁾（以下「GSC」という。）が採択された。

（二）ハーグ条約との違い

ここでは、両条約を対比しつつ、それぞれの内容をみていくこととしよう。まず、HSCとGSCとは、目的が異なる。すなわち、GSCは実質法の統一を目的とする条約であって、国際私法上の準則を定めるものではない。したがって、HSCによってGSCの適用の可否が決まるという関係にある。

GSCは、条約の適用対象について、一般的に、①適用される抵触法ルールが締約国法を準拠法と定める場合、②締約国法以外の法の適用に帰結しない場合に当該条約が適用されると定めるのみである⁽⁴²⁾。すなわち、GSCは、連結点に関する明文規定を置かず、法廷地の抵触法ルールに委ねている⁽⁴³⁾。仮にGSCが発効した場合には、法廷地の抵触法ル

ルにより締約国の実質法が準拠法となるかぎり、GSCの規定が適用される。法廷地がGSCの締約国にあるか否かに関わらず、その抵触法ルールにより締約国法（非締約国法）を準拠法とすべきこととなった場合には、GSCの規定は適用される（適用されない）。

法廷地国は自国法が準拠法とならない場合、GSCおよび準拠法となる締約国の宣言を適用しなければならない。¹⁴ 締約国の宣言は実質法の適用に関するオプト・インまたはオプト・アウトに係るものであることが想定されるので、これもまた、GSCが実質法に関する定めであることによる規定とみることができる。¹⁵

これに対し、HSCは、条約の適用対象を制限的列举によって定めている（①証券口座への記録によって生じる権利の法的性質ならびにその口座管理機関および第三者に対する効果、②口座管理機関によって保有される証券の処分の法的性質ならびにその口座管理機関および第三者に対する効果、③証券の処分に関する對抗要件、④証券上の権利の得喪や優先関係、⑤加入者および加入者と権利の帰属を争う者との間がある場合の口座管理機関の義務、⑥口座管理機関の保有証券に係る権利の実現のための要件、⑦口座管理機関の保有証券の処分が配当、収益、売却金等の利益に与える影響に関する事項であるが、債権的関係は含まれない）ものの、これは上記したGSCの適用対象より狭く、厳密にいえば、前記したようなHSCによりGSCが律されるという関係にはなっていない。

HSCは、概していえば、証券自体の、あるいは証券の信用から証券の保管口座へ至る諸権利、および、中間保有機関による保有証券の処分等に関する物権的側面を規定し、口座加入者（顧客／投資家）と口座管理機関や処分の際の当事者間の契約に由来する債権的権利には適用されない。¹⁶ 条約の適用対象としての上記制限的列举事項に対しては、HSCが定める抵触法ルールにより決定される準拠法が包括的に適用される。そのようにして決定された準拠法がGSCの締約国法である場合、GSCまたは条約外法（条約以外の締約国法）¹⁹ が上記制限的列举事項に適用される。

他方、GSCは、概して、①口座加入者（顧客／投資家）が中間保有者または第三者に対し有する証券上の権利の有

効性⁵⁰⁾、②支払不能の際の管財人に対する証券上の権利・利益の有効性⁵¹⁾、③口座加入者（顧客／投資家）と中間保有者との契約関係⁵²⁾、④口座加入者（顧客／投資家）の発行会社に対する一定の権利行使⁵³⁾、等の定めを中心とし、これらの準拠法を決定する包括的な抵触法ルールは措定されていない。法廷地の抵触法ルールに基づき個別に準拠法を決定して解決していくこととなる⁵⁴⁾。

口座加入者（顧客／投資家）に対する中間保有者の契約上の義務のようなHSCの射程外ではあるがGSCの射程内の法律関係に対しては、法廷地の契約上の債権債務関係に関する抵触法ルールが適用される。GSC締約国法が準拠法であれば、中間保有者が口座加入者（顧客／投資家）に対し負うべき義務等に関するGSC一〇条が適用される。

（三）各階層の個別化

GSCは、複数の階層序列によって構成されるインヴェストメント・チェーンを口座加入者（顧客／投資家）と中間保有者、あるいは、中間保有者間の個別の法律関係に分断し、そのうえで、口座加入者の証券口座を保管する中間保有者を他の中間保有者と区別し、当該中間保有者の準拠法を実質法とするPRIMAアプローチを採用している。HSCもまた、インヴェストメント・チェーンにおける各層を個別化するアプローチを採用しており、そのかぎりでは両者は調和し、また抵触法・実質法の両側面から相互に補完しあう関係にあるといえる⁵⁵⁾。

上記にみたたとおり、両条約が扱っている法的問題は多岐にわたるが、各階層を個別化した法的構成をとっている点では共通している。そこで、次節では、この点に関する証券決済に関するわが国の議論を英米の状況等も踏まえつつ取り上げることとする。仮にグローバル・カストディアンが投資先国の振替機関にサブ・カストディアン名義で口座を有していない銘柄があったとしても、証券上の物権が保管の目的物となっている以上、おそらくはパラレルに捉えるべき問

題である。冒頭に述べたとおり、すでにこの切り口からは諸論点を網羅する重厚な先行研究の蓄積がある。

四 証券の振替決済に関する議論

グローバル・カストディアンによる顧客口座を通じた証券の保管業務を行えば、証券に生じた権利の変動をも当然把握することとなり、証券の振替決済における口座管理機関として決済システムに参加することとなる。わが国においても一九八四年に「株券等の保管及び振替に関する法律」が成立し、上場会社の株券の不動化、大券化、および無券面化への一歩が踏み出された。⁵⁶ 他方、社債に関しても、まず短期社債について「短期社債等の振替に関する法律」が二〇〇一年に制定され、その後当該法律は二〇〇三年に長短の区別なく社債の振替決済を可能とする「社債等の振替に関する法律」へ改正され、さらに、二〇〇四年に「社債、株式等の振替に関する法律」(以下「振替法」という。)として、株式と社債の振替とが一本化された法律へと結実した。⁵⁷ そのような流れにあつて、証券の振替決済を巡る議論はいわゆる株券電子化問題としてわが国においても盛り上がり、階層保有に関与する多数当事者間の法的関係や準拠法の決定に関するまとまった研究成果が出された。

ここではそのような先行研究に多くを負いながら、グローバル・カストディアンを含む当事者間の法的関係に関する議論を整理する。

(一) 階層構造

ここでの階層構造は、発行会社と顧客／投資家との間に振替機関(主務大臣の指定を受けた振替業を営む株式会社)⁵⁸

および口座管理機関が介在するものであり、株券不発行を前提とする現在の制度のもとでは、口座管理機関の階層数には制限がない。⁽⁵⁹⁾

顧客／投資家は自己が口座を有する金融機関等（口座管理機関）とのみ直接相対し、その権利は当該口座にのみ記録される。口座管理機関は自己の直上位にある口座管理機関または振替機関と直接相対し、当該直上位口座機関または振替機関と顧客／投資家とは直接相対しない。すなわち、直上位口座管理機関または振替機関の口座には顧客／投資家の氏名または名称は現れず、直下位口座管理機関の名で当該口座管理機関の顧客口座へ記録される。振替機関では、直下位の口座管理機関の顧客口座におけるある株式会社株式の株式の移動が記録される（たとえば、P証券会社顧客口座から甲株式会社株式がn株差し引かれ、Q銀行顧客口座に甲株式会社株式がn株加算される）。

（二） 権利の帰属

わが国など主に大陸法諸国が採用する「伝統的」アプローチにおいては、顧客／投資家が保有する証券の譲渡においては、間に複数の金融機関・振替機関等が介在したとしても、顧客／投資家が有する物権的権利の同一性は保たれ、譲受人たる顧客／投資家へ移転すると解されている。⁽⁶⁰⁾ すなわち、振替口座簿に記録される証券上の権利は、顧客／投資家に直接帰属し、口座振替によってそれが同一性を保ったまま移転する。保有に関するこのような扱いを、直接保有方式という。⁽⁶¹⁾

他方、米国の統一商法典第八編では、顧客／投資家は口座管理機関を通じて間接的に証券上の権利を保有するという考え方が採用されている。⁽⁶²⁾ すなわち、顧客／投資家が有するのは、口座管理機関および当該口座管理機関が保有する金融資産に対する優先的な権利の束として構成される「セキュリティ・エンタイトルメント」であり、証券上の権利は、

譲渡人である顧客／投資家の口座管理機関に対する権利の消滅と、譲受人である顧客／投資家の口座管理機関に対する権利の成立という形で移転し、ここでは権利の同一性は保持されていない。顧客／投資家の証券上の権利は信託財産として口座管理機関に移転し、顧客／投資家はそれと引き換えに信託財産からの給付を受ける権利の束を有すると構成するのである。⁽⁶³⁾ 英国では、「ストリート・ネイム」(ノミニー名義)のもと金融機関やブローカー等によって保有されている証券については、信託の構成により、証券上の権利は金融機関やブローカー等に移転し、顧客／投資家は信託上の受益者となる。顧客／投資家が証券を譲渡する場合、当該顧客／投資家の受益権は消滅し、代わりに譲受人の金融機関やブローカー等を受託者とする新たな信託が設定され、譲受人に同様の受益権が創設される。⁽⁶⁴⁾ ただし、英米のアプローチは信託構成をとり、譲渡人・譲受人が証券上の権利を直接有する構成をとっていないことにおいては共通するものの、米国統一商法典第八編のセキュリティ・エンタイトルメント(給付を受ける権利の束)は英国における受益権(beneficial interest)とは同一ではなく、したがって、米国における譲渡人のエンタイトルメントの消滅と譲受人のエンタイトルメントの成立とは英国の伝統的信託における受益権の譲渡人側の消滅と譲受人側の成立とも異なることとなる。⁽⁶⁵⁾ ちなみに、わが国においても、金融機関における預金口座を利用した資金の振込取引においては、この間接保有構成がとられている。⁽⁶⁶⁾

上記したとおり、わが国の二〇〇四年の振替法は、前者の立場を採用した。⁽⁶⁷⁾ すなわち、証券の振替決済については、顧客が所有している物権の同一性を保った譲渡と構成されている。他方、前述したジュネーブ条約は、原則的には後者の立場を採用している。⁽⁶⁸⁾

（三）法的構成の相違からもたらされる論理的帰結

上記法的構成の差異により、権利の移転に関しいかなる相違が生じるか。

まず、譲渡人の譲渡意思に基づかず、譲渡人の振替口座簿の増加記載・記録がそれぞれなされた場合、有価証券上の権利は複数の口座管理機関等を経るも同一性を保ったまま移転するとの直接保有方式の構成からすれば、当該記載・記録は無効となる。譲渡人と譲受人間に有効な譲渡契約が存在しない場合には、振替口座簿の譲渡人側の減少記載・記録、また、それに対する譲受人側の増加記載・記録は無効となり、譲渡人と譲受人間の証券の譲渡の効力も否定される。⁽⁶⁹⁾

他方、間接保有方式の構成をとると、証券の振替決済による権利の移転は、上記したように、譲渡人の口座管理機関に対する権利の消滅と譲受人の口座管理機関に対する権利の成立を通じて実現されるため、それぞれが独立した法律関係である。したがって、上記した例示、すなわち、譲渡人の譲渡意思に基づかない場合や譲渡人と譲受人の間に有効な譲渡契約を欠くような場合の振替口座簿への記録は必ずしも無効になるわけではない。譲渡人に振替意思がなくとも、譲渡人の口座振替簿の増加記載・記録は有効となりうる。換言すれば、間接保有構成では、譲渡人の振替意思や譲渡人と譲受人との契約等に関する瑕疵という原因関係によって、権利移転の効力が左右されない。その意味では取引の安全がより図られうるということができよう。逆にいえば、そのような取引安全保護装置を欠く直接保有構成では、善意取得制度は必至である。

（四）代替性ある動産の混蔵保管

代替性ある動産の混蔵保管について、加入者／顧客は共有持分権を有することは既述した。有価証券が発行されてい

る場合、この共有持分権については権利を根拠づける証券が特定できない観念的な権利である。わが国の一九八四年の「株券等の保管及び振替に関する法律」は、有価証券の存在を前提とした振替決済法であったが、この観念的権利である共有持分権が口座の記載・記録によって移転するという、論理的問題を孕む構成をとっていた。⁽⁷⁰⁾ それに対して振替法では、振替口座簿へ記録される有価証券上の権利は加入者ごとに直接かつ個別に帰属するという立場を採用している。⁽⁷¹⁾ 有価証券の発行を前提としない場合には、口座管理機関が加入者分として管理する同一種類の有価証券はすべて均一で代替性がある。特定の権利を他から識別することは不可能であり、物理的に分離・単離することもまた不可能である。したがって、口座管理機関が加入者分として管理する有価証券の数は個々の加入者が有する数額で按分分割されて加入者に当然に帰属すると構成することにより、具体化された個別的権利の移転を前提とする直接保有構成との整合性を追求することが可能となるのかもしれない。⁽⁷²⁾ そのように構成できるのであれば、仮に口座管理機関が破綻したとしても、顧客／投資家には取戻権⁽⁷³⁾が認められ、第三者異議の訴えが提起できる。物権の排他性により、仮に二重譲渡されたとしても、対抗要件の具備、あるいは、善意取得の制度により、特定の者一人に権利が帰属する。⁽⁷⁵⁾ 確かに識別可能性や物理的分離可能性の観点からは目的物が無体化しその権利がより抽象化することにより目的物の無個性化は一層進むといえるのかもしれないが、均一性・代替性については同一種類の有価証券が発行されている場合とで大きく異なる（有価証券番号等により、個々の有価証券の識別ないしその権利者の特定は理論的には可能であると考えられるが、不動化・大券化した有価証券の束のなかでは、そのようなことはフィクションに過ぎないようにも思われる）、すなわち当然に加入者に按分分割帰属することにはならない、とも解される。

五 信託に基づく個別構成

そこで筆者なりに多層階層を個別化し、グローバル・カストディ業務の保管機能につき、英米のような信託に基づく構成を検討してみる。検討素材は英国における判例・学説である。信託発祥の地でもあり、おそらく同国は現在に至るまで最も柔軟かつ広範に信託構成を用いて複雑な当事者関係を簡素化し、受益者保護の実質化を図ってきたといえよう。前節（四）で検討した不動産の無体化に伴う混蔵保管下の権利帰属に示唆を与えうる裁判例にも触れることができる。

カストディ業務の法的性質は英国においても伝統的には寄託と考えられてきたが、カストディアンの支払不能から顧客を保護する文脈で信託構成が必要とされるようになった。とりわけ、リーマン・ショック以降この観点からの議論は一層活発化する。同時に、電信決済が主流となるにつれ無体不動産の保管に関する法律関係を、要物契約である寄託より、より容易に説明しうる信託の構成が浮上したとされる。⁽⁷⁶⁾

（一）無体不動産の混蔵寄託と信託の成否

英国のカストディ産業の発展に貢献したとされる *Hunter v Moss* ⁽⁷⁷⁾ においては、混蔵保管 (equitable tenants in common) に係る無体不動産（代替性ある権利）⁽⁷⁸⁾ に対し信託が有効に成立しうるかにつき画期的判断が示された。

事案は次のようである。Moss は Moss Electrical Company なる商号を有する英国株式会社（以下「MEL」という。）の発行済株式一〇〇〇株のうちの九五〇株を保有していた株主名簿上の株主である。Moss は、MEL の経理担当取締役を選任されていた Hunter との日常会話のなかで、そのうちの五〇株（発行済株式の五％）について、自らを受託者、Hunter を受益者として信託を設定することを明示に宣言した。Moss はその後 MEL の全株式を Benett &

Fountain Group (以下「B & F」という。)に売却し、その対価をB & Fの株式の形で受け取り、売却後三年間はHunterに当該株式に生じた配当金および無償割当株式を引き渡したが、その後途絶したため、Hunterがその引渡しを求めて提訴したのが本件である。

第一審である高等法院(衡平法部)は信託設定の口頭での明示の意思表示により本件信託を有効と扱うべき旨を命じたが、Mossの代理人は判決前に、命令を破棄し、トライアル時には争点となっていなかった点を提示して新たな判断を示すよう代理裁判官(deputy judge)に申し入れたが、当該代理裁判官は当該申入れについて改めてMossの主張を斥け、本件信託は有効である旨を判示した。新たに主張された争点とは、一〇〇〇株のうち信託財産とされた五〇株が特定されていないので、信託は有効に成立していない(混蔵保管物については、一〇〇〇株すべてにつき、A、B、Cという複数人を受益者とする信託しか認められない)というものであった。

裁判所は、「被告は、原告に対し、五〇株を特定しなかったが、そうすることは必要でないし、また、重要でなかったからである。(被告が保有する) 九五〇株すべてが等しい権利を有している…信託財産に関し主張された不確実性は、当職には、実際のかつ実務的というよりむしろ理論的かつ概念上のものにみえる。」

控訴院は、MELが普通株式一種類のみを発行し、かつ、MELの株式五〇株という程度に確実性(具体性)があり、さらに、MELの普通株式五〇株をMossの死亡時Hunterに遺贈することは可能であるとの言示を用い、遺贈の場合とパラレルに捉えつつ、本件信託設定の有効性を再確認し、Mossの上訴を棄却した。

株式のような代替性ある抽象的無形動産については信託財産の確実性を必要とする多数の先例があるなか、本判決はプラグマティックに預金や証券の保管に関する金融機関等の主または付随業務の法的根拠を示した点で意義深く、後続する多数の判例が追隨することとなる。⁷⁹⁾

（二）わが国における個別化と信託構成の可能性

わが国の信託法においては、信託財産に属する財産と固有財産または他の信託の信託財産に属する財産とを識別することができなくなった場合には、識別不能時の各財産の割合で、各財産の共有持分が信託財産と固有財産または他の信託の信託財産に帰属するものとみなされる⁽⁸⁰⁾。こうして信託財産に帰属するとみなされたものもまた、信託財産とされる⁽⁸¹⁾。したがって、混蔵寄託された有価証券に対し信託を設定することは可能である。無券面化した株式についても、同様に信託財産を構成しうると解される。

複数の口座管理機関の多層的法律関係については、信託法二八条により、信託事務の第三者委託と構成することができる。旧信託法は、受託者の自己執行義務を厳格に定めていたが⁽⁸²⁾、現行の信託法は、一定の場合に、受託者に対し信託事務を第三者に委託することを認めている。すなわち、①信託行為に信託事務の処理を第三者に委託する旨または委託することができ旨の定めがあるとき⁽⁸³⁾、②信託行為に信託事務の処理の第三者への委託に関する定めがない場合において、信託事務の処理を第三者に委託することが信託の目的に照らして相当であると認められるとき⁽⁸⁴⁾、または、③信託行為に信託事務の処理を第三者に委託してはならない旨の定めがある場合において、信託事務の処理を第三者に委託することにつき信託の目的に照らしてやむを得ない事由があると認められるとき⁽⁸⁵⁾、のいずれかに該当する場合である。②における「相当であると認められるとき」とは、受託者自らが行うより他人に委託したほうが費用・時間等のコスト面で合理的である場合や社会通念上受託者の本来的事務から外れており、通常受託者自ら処理することが期待されていない場合とされる⁽⁸⁶⁾。仮に第三者委託に関する定めを欠く場合であっても、②はむしろ今日の実務では通例であろうから、旧信託法における代人使用原則禁止の立場は、現行信託法によって一八〇度転換されたものとみることができ⁽⁸⁷⁾。分業化・専門化のめまぐるしい実務のニーズに応じたもので、相当な場合に信託事務処理を第三者に委託することを可能と

することによって信託事務処理の効率化・合理化を図ることを企図するものである⁽⁸⁸⁾。保管業務の多くは事実行為であり、グローバル・カストディアンとサブ・カストディアンの関係は、通常は委託に関する定めを措いていると思われるが、仮に同様の定めがないとしても、信託の目的に照らして相当と認められる場合に該当すると解されるので、この構成を用いて説明することができよう。

すでに、旧信託法のもとでも、口座管理機関の多層階層関係に対し、再信託や共同受託の構成を用いた説明が試みられていた⁽⁸⁹⁾。すなわち、委託者兼受益者と受託者との間で株式等証券を信託財産とする信託が設定され、さらに受託者が委託者兼受益者となり、原信託における受益権を信託財産としてさらに受託者との間で新たな信託を設定するというのが前者であり⁽⁹⁰⁾、他方、一つの信託財産について複数の受託者が選任されている場合、それを受託者間で共同受託し、受託者のうち一部は信託財産の保管業務のみを行うと考えるのが後者である⁽⁹¹⁾。むろん、多層層保有構造に係る法律関係に對するこのようなアプローチも可能であると考ええる。信託構成によれば、受託者たる口座管理機関が破産開始決定を受けた場合であっても、信託財産は口座管理機関の破産財団に属せず、また受益債権も破産債権とはならない⁽⁹²⁾。さらに、信託債権であっても受託者が信託財産に属する財産のみをもってその履行の責任を負うものについては、破産債権とならない⁽⁹³⁾。ただし、信託事務処理を第三者に委託し当該第三者が破産した場合には、適法に第三者を選任・監督していたとしても、第三者の破産により信託財産が毀損すれば、第三者の破産財団から受益者に弁済されなかった損失額につき、受託者が回復責任を負うこととなる⁽⁹⁴⁾。本稿の文脈に置き換えれば、受託者たるグローバル・カストディアンは第三者の選任・監督に限定されないより厳格な責任を負う。他方、直接保有構成を採ったうえで、抽象化された共有持分権に基づいて自己の証券上の権利を主張していけると考えるのであれば、顧客／投資家は口座管理機関が破綻した場合にも有価証券上の権利者として自己の権利の実現を図ることができる。すなわち、自己の権利の具体化と特定が可能であるか、または、客観化された価値算定方式の導入により、加入者／投資家の証券上の権利が抽象的権利から具体的権利として

明確に画定され、容易にその主張ができるというのであれば、信託構成に基づく間接保有構成と比べて、いずれが加入者／投資家保護により資するのかの判断は困難となる。ちなみに、前記ジュネーブ条約は、口座管理機関が破産した場合に、口座管理機関が自己名義等で加入者／投資家および自己のために保有する証券数が当該加入者／投資家の口座に記載・記録された証券数に不足するときの損失分担について定めるのみである。⁽⁹⁶⁾ 信託を用いた法的構成の可能性および妥当性については引き続き検討していくこととしたい。

六 おわりに

以上、本小稿においては、グローバル・カストディアンを中心とする証券の多階層保有構造の法律関係につき、さまざまな角度から検討してきた。カストディ業務はさまざまなサービスから成り立ちうるため、フロントティア業務を包摂して今後ますます拡大する可能性がある。したがって、厳密には、個々の業務内容に照らして法的構成を検討する必要があるといえるものの、もっぱら、その有価証券の保管・決済を含む包括的な有価証券管理機能に注目するならば、商業銀行や証券会社等が行う業務であっても、顧客との関係を（準）委任（厳密には、代理、委任、寄託の混合契約）ではなく信託構成によつて説明することができよう。また、そうすることによつて、信託事務の委託という形でサブ・カストディアンとの関係も説明しやすい。このような構成が、英米やハーグ条約およびジュネーブ条約が採っているアプローチにどの程度親和的なかは不明であるが、わが国の証券の振替決済で採られている直接保有方式はインヴェストメント・チェインを法的に読み解くひとつの説明の可能性を示しているに過ぎないことは確かである。おそらく、英米や上記二条約のアプローチがより重視するのは、事実としての間接保有、すなわち、保有の実態ないし実務なのであり、この問題に対しては、できるだけ、実態ないし実務との「軋み」が少ない理論を模索することが求められている。

有価証券の振替決済に関する議論との整合性がこの問題についてどの程度求められるのかについて、引き続き検証しつつ、新たな法的構成の可能性と限界とをさらに探っていきたい。

- (1) “intermediary”は「金融仲介業者」等と訳出されることが多いと思われるが、本稿では、より一般的な「中間保有者」という語を一貫して充ててくる。
- (2) Eg, BIS UK, *Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision-Making*, Final Report, July 2012 <www.bis.gov.uk/kayreview> (二〇一六年九月二〇日最終確認)。二〇一一年六月、英国ビジネス・イノベーション・職業技能省 (Department for Business, Innovation and Skills: BIS) はジョン・ケイ (John Kay) 、ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス教授に対し、英国株式市場の活性化に資するレビューを付託した。ケイ委員会は、二〇一二年二月に中間報告を、二〇一二年七月に最終報告をBISに提出し、英国株式市場の低迷に帰結しかねない、市場に蔓延る短期主義や経営者の誤った長期的判断の要因を分析したうえで、多くの大企業が資金余剰状態(市場からの資金調達を要せず自己金融が可能な状態)にある現状を踏まえ、株式市場の役割は会社間の資本の配分というよりはむしろ会社内の資本の配分の監視にあり、したがって、企業統治やスチュワードシップの改善こそが英国株式市場の役割であると結論づけた。ケイ報告書は法律委員会の法制度改革の検討に先立つものであった (Law Commission, Consultation Paper, Law Com No.215, October 2013; Law Commission, *Fiduciary Duties of Investment Intermediaries*, Law Com No.350, [2014] UKLC 350 : 前者公表後九六件の意見があり、それらを踏まえて議会に提出されたのが最終報告書である後者である)。株式保有における中間媒体の増加は投資の専門性と効率性につながる一方、投資コストの増大、インセンティブの不整合、および、中間保有者の立場からの市場の有効性評価、それらを通じた株式市場への信頼の低下の問題があることもまた同報告書において指摘された(ケイ報告書については、たとえば、林順一「過度なショート・ターミズムの克服を目指したケイ報告書の意義」北川哲雄編「スチュワードシップとコーポレートガバナンス―二つのコードが変える日本の企業・経済・社会―」東洋経済新報社(二〇一五年)五七頁以下)。
- (3) 法的リスク、システミック・リスクは中間保有者の数に比例して増大し、市場の効率性は損なわれるが、この問題は構造改革を必要とする (E. Micheler, ‘Transfer of Intermediated Securities and Legal Certainty’, in T. Keijser (ed.), *Transnational Securities Law* (Oxford University Press, 2013), p. 117; E. Micheler, ‘Intermediated Securities and Legal Certainty’, *LSE Law, Society and Economy Working Papers* 3/2014, p.2)° Micheler論文は随所で、連鎖的中间保有を省き、実質的投資家による振替

機関への直接アクセスを可能とすべく構造改革の必要性を説いている。

- (4) Law Commission, Consultation Paper No.215, October 2013; Law Commission, Fiduciary Duties of Investment Intermediaries, Law Com No.350, [2014] UKLC 350. 法律委員会諮問文書（前者）をもとにした邦語文献として、友松義信「信託義務をめぐる最近の動向―リーマンショック後の fiduciary をめぐる英米における議論状況」NBL1053号（二〇一五年）三九頁以下。

- (5) 実例として、*Eckert v Wickeder Westfälensahl GmbH* [2013] EWHC 68 (Ch), 英国会社のドイツ人実質株主が英国会社法九八条に基づいて非上場化を決定した株主総会決議の取消しおよび自己の株式の会社による買取りを請求した事例。

- (6) 高橋康文「長崎幸太郎」馬渡直史『社債等振替法』金融財政事情研究会（二〇〇三年）二二頁。たとえば、振替株式の譲渡は、振替申請により、譲受人の口座への譲渡に係る株式数の増加記載・記録が効力発生要件とされている（振替法一四〇条）。仮に各層の法律関係を個別化するのであれば、譲受人の口座への記載は譲渡人・譲受人間の譲渡の効力とは必ずしも連動しないはずである。

- (7) たとえば、①特定の投資家に関する情報を持っているのは通常直上位の口座管理機関のみである、②証券の発行契約においては原則として個別投資家は発行者に対し直接権利を有しない、および、③振替決済に直接参加できる者の資格が限られていることから、投資家は直接発行者に対し権利行使できない、などが指摘されている。森下哲朗「国際証券決済法制の展開と課題」上智法學論集四七巻三号（二〇〇四年）一九六頁。

- (8) たとえば、森下哲朗「国際的証券振替決済の法的課題（一）」(五・完)「上智法學論集四四巻一号（二〇〇〇年）一頁以下、四四巻三号（二〇〇一年）三五頁以下、四五巻三号（二〇〇二年）一九八頁以下、五〇巻四号（二〇〇七年）四五頁以下、五一巻一号（二〇〇七年）一三頁以下。

- (9) 欧州連合（EU）では、一九九八年に Directive 98/26/EC on settlement finality in payment and securities settlement systems を、二〇〇二年に Directive 2002/47/EC on financial collateral arrangements を採択し、準拠法の決定に PRIMA をローチを採用した（これらの改正指令と Directive 2009/44/EC of the European Parliament and of the Council of 6 May 2009 amending Directive 98/26/EC on settlement finality in payment and securities settlement systems and Directive 2002/47/EC on financial collateral arrangements as regards linked systems and credit claims）。本文に示したように、抵触法ヘヴェルへの統一条約と The Convention on the Law Applicable to Certain Rights in respect of Securities Held with an Intermediary, signed in The Hague on 5 July 2006（現在まづの署名および批准国はスイスとモロリシヤのみであるため、最低批准国数要件を満たさず未発効である）、実質法ヘヴェルへの統一条約と The UNIDROIT Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities, signed in Geneva on 9 October 2009（現在まづの署名国はバンダラデシュのみで批准国はな

いたる最低批准国数要件を満たさず未発効である）がある。条約の現在の状況については、<http://www.unidroit.org/status>で確認できる（二〇一六年九月二〇日最終確認）。ハーグ条約では、投資家と口座管理機関との間の契約によって準拠法を選択することができる旨を定め、また、ジュネーヴ条約では本文第三節に後述するように「原則として」PRIMAアプローチを採用している。

- (10) See, e.g., L. Gullifer and J. Payne (eds.), *Intermediated Securities: Problems and Practical Issues* (Hart Publishing, 2010); P.-H. Conac, et al. (eds.), *Intermediated Securities: The Impact of the Geneva Securities Convention and the Future European Legislation* (Cambridge University Press, 2013); T. Keijzer (ed.), *Transnational Securities Law* (Oxford University Press, 2013). 邦語文献として、たとえば、杉浦宜彦「橋本信仁「間接保有証券のクロス・ボーダー取引における準拠法等に関する問題点について」ハーグ間接保有証券の準拠法に関する国際条約の批准問題を契機に」FSAアクセス（二〇〇四年）一〇頁以下、森下・前掲注（七）二一四頁以下、神田秀樹「振替証券法制に関するユニドロア条約」東京大学法科大学院レビュー五号（二〇一〇年）一六九頁以下。

- (11) M. Yates and G. Montagu, *The Law of Global Custody* (4th ed. Bloomsbury, 2013), p. 1.

- (12) *Ibid.*

- (13) 全国株懇連合会「グローバルな機関投資家等の株主総会への出席に関するガイドライン」平成二七年十一月一日（全国株懇連合会）三頁。

- (14) 南條隆「グローバル・カストディについて」金融研究一〇巻一号（一九九一年）二〇頁。

- (15) 南條・同上二二頁。

- (16) 南條・同上。

- (17) 銀行法一〇条二項一〇号。

- (18) 信託業法二二条。

- (19) 金融商品取引法四三条、四三条の二、四三条の三。

- (20) 日本経済新聞電子版二〇一一年一月三十一日付、南條・前掲注（14）三三頁以下は、わが国における未発展の理由として、日本所在のグローバル・カストディアンに不利な税制および証券会社における保護預りの低手数料を挙げている。

- (21) 昭和四一年一〇月一五日決定、平成一九年二月二日最終改正。

- (22) 株懇指針では、外国株主は国内に通知を受けるべき場所を定めない限り、常任代理人を選任して、名義書換請求、株主総会における議決権行使、諸通知の受領、配当金の受領などを委任すべき旨が定められている（二項、一〇項）。なお、上田純子「わが

- （23） 同上場企業のガバナンスに果たす外国人投資家の役割」法政研究八二巻二・三合併号（二〇一五年）二八二頁、参照。
- （24） 森下・前掲注（7）二〇八頁。
- （25） 南條・前掲注（14）二五頁。
- （26） 近年では、管理・レポーティング業務の一環として有価証券管理に係る経理処理や発行会社内外の報告作成業務等も行われているほか、株券等の電子化に伴う担保株式等管理サービスの新たな業務も担っている。
- （27） 民法九九条以下。
- （28） 民法六四三条以下。
- （29） 民法六五七条以下。
- （30） 河本一郎『大武泰南』かくれた株主―実質株主管理と開示政策―『商事法務研究会（一九八六年）九一頁、澁谷彰久『預金口座と信託法理』日本評論社（二〇〇九年）九五頁。
- （31） 澁谷・同上九四―九五頁。
- （32） Yates and Montag, *supra* note 11, p. 2.
- （33） *Ibid.*
- （34） L. Thévenoz, 'The Geneva Securities Convention: Objectives, History, and Guiding Principles', in Conac, et al., *supra* note 10, pp. 7-8.
- （35） Financial Collateral Directive, Article 9(1). なお、前掲注（9）' 参照
- （36） Hague Conference on Private International Law, Proceedings of the Nineteenth Session (2002), tome II; Securities, 2006.
- （37） HSC, Articles 4-5.
- （38） Thévenoz, *supra* note 33, pp. 11-12.
- （39） *Ibid.*, p. 12.
- （40） UNIDROIT Study Group on Harmonised Substantive Rules Regarding Indirectly Held Securities, Position Paper, UNIDROIT 2003—Study LXXVIII—Dec. 8, August 2003. UNIDROIT の文書は〈www.unidroit.org〉ですべて公開されている（二〇一六年九月二〇日最終確認）。なお、邦語により詳細を記したものとして、神田秀樹「間接保有証券に関するユニドロイ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）』商事法務（二〇〇七年）五七一頁以下、同・前掲注（10）一六九頁以下、参照。
- （41） Preliminary Draft Convention on Harmonised Substantive Rule Regarding Securities Held with an Intermediary,

Explanatory Notes, UNIDROIT 2004, Study LXXVIII—Dec. 19, December, 2004.

- (41) See for the short title, Resolution 1.
- (42) GSC, Article 2.
- (43) GSC, Article 2(a).
- (44) GSC, Article 3.
- (45) F. Garcimartin and F. Guillaume, 'Conflict of Laws Rules', in Keijser, *supra* note 10, p. 300.
- (46) HSC, Article 2(1)(a)–(g).
- (47) GSC, Article 2(1)(a)(b).
- (48) HSC, Article 2(3)(a).
- (49) GSC, Article 1(m).
- (50) See, e.g., GSC, Articles 9, 11 and 12.
- (51) See, e.g., GSC, Articles 14 and 21.
- (52) See, e.g., GSC, Article 10.
- (53) See, e.g., GSC, Article 29; cf. Articles 8 & 9.
- (54) Garcimartin and Guillaume, *supra* note 45, p. 301.
- (55) *Ibid.*, p. 302.
- (56) 国際的潮流として、証券決済の事務を効率化するため、証券決済改革が進められたが、その大きな特徴は、①証券が発行されることを前提に証券自体は流通させない仕組みとする不動化、②券面が一枚の大券として発行され集中保管機構に寄託される大券化、および、③券面を発行せず帳簿上の振替のみで証券の権利移転を可能とする無券面化、である。二〇〇四年に振替法が成立し施行されたことにより、わが国は③の段階に至っている。
- (57) 以上の経緯については、たとえば、高橋康文・尾崎輝宏『逐条解説 社債、株式等振替法』金融財政事情研究会（二〇〇四年）二五頁。
- (58) 振替法三条一項。
- (59) 振替法四四条一項、株式等の振替に関する業務規程二四條、二六條ないし三〇條。
- (60) 岩原紳作『電子決済と法』有斐閣（二〇〇四年）七九頁、澁谷・前掲注(29)九〇頁；L. Thévenoz, 'Transfer of Intermediated Securities', in Conac, et al., *supra* note 10, pp. 139–140. 伝統型とセキュリティ・エンタイトルメント型という用語について

杉浦＝橋本・前掲注(10)一一頁以下。

(61) 同様の考え方を有するフランスとの比較研究について、森田宏樹「有価証券のペーパーレス化の基礎理論」金融研究二五巻法律特集号(二〇〇六年)四八頁。

(62) Uniform Commercial Code §§ 8. See C. W. Mooney, Jr, 'Beyond Negotiability: A New Model for Transfer and Pledge of Interests in Securities Controlled by Intermediaries', (1990) 12 Cardozo Law Review 305ff; C. W. Mooney, Jr, S. M. Rocks and R. S. Schwarz, 'An Introduction to the Revised UCC Article 8 and Review of Other Recent Developments with Investment Securities', (1994) 49 Business Lawyer 1891ff; C. W. Mooney, Jr and H. Kanda, 'Core Issues under the UNIDROIT (Geneva) Convention on Intermediated Securities: Views from the United States and Japan', in Gullifer and Payne, *supra* note 10, p. 80.

(63) 木南敦「証券決済制度における物権法的構成と債権法的構成——統一商法典第八編による扱いについて——」林良平先生献呈論文集刊行委員会編『現代における物権法と債権法の交錯』有斐閣(一九九八年)一二九頁以下、森田・前掲注(61)四九頁；Mooney, Jr and Kanda, *ibid.*, pp. 85-86.

(64) Thévenoz, *supra* note 60, p. 140.

(65) *Ibid.*

(66) この相違は、預金口座を通じた振込取引と有価証券の決済取引とで前提とする法的構成が異なることに由来すると考えられる。森田・前掲注(61)五〇頁、澁谷・前掲注(29)九〇頁。

(67) 岩原・前掲注(60)七九頁、高橋＝尾崎・前掲注(57)二〇一二頁。

(68) GSC, Article 11. もっとも、本文に「原則的に」と注記したように、同条約一六条は、締約国に証券の譲渡に際し譲渡人と譲受人との直接的権利関係の発生の構成をとりうることにしている。

(69) たとえば、森田・前掲注(61)四九・五〇頁。

(70) 森田・同上五二頁。

(71) 同上。

(72) 同上・五三頁。

(73) 破産法六二条参照。

(74) 民事執行法三八条一項参照。

(75) 渋谷・前掲注(29)九〇頁。

- (76) Yates and Montag, *supra* note 11, p. 37.
- (77) [1993] EWCA Civ 11.
- (78) 英国において少なくとも初めて株式の無券面化を制度的に保障する Uncertified Securities Regulations 1995 (SI 1995/3272) が制定される前の事例であるから、株券は発行されていたものと推察されるが、信託財産は株券という有体動産ではなく、株式という観念的な無体動産と位置づけられているようである。
- (79) *Re Harvard Securities (in liquidation)* [1997] 2 BCLC 369; *Re CA Pacific Finance Ltd (in liquidation)* [2000] 1 BCLC 494; *White v Shortall* 9 ITELR 470 (2006, NSWSC); Pearson and Others v Lehman Brothers Finance SA and Other Companies [2010] EWHC 2914 (Ch); *In the matter of Lehman Brothers International (Europe) (in administration)* [2011] EWCA Civ 1544.
- (80) 信託法一八条一項。識別不能時の価格が不明の場合には均等な割合で帰属すると推定される(信託法一八条二項)。
- (81) 信託法一六条二項。
- (82) 旧信託法二六条。
- (83) 信託法二八条一号。
- (84) 信託法二八条二号。
- (85) 信託法二八条三号。
- (86) 神田秀樹『折原誠『信託法講義』弘文堂(二〇一四年)七〇頁。
- (87) 新井誠『信託法(第四版)』有斐閣(二〇一四年)二八九頁以下。
- (88) 法務省民事局参事官室『信託法改正要綱試案補足説明』(二〇〇五年)五二頁、神田・折原・前掲注(86)六九頁、新井・同上二九五頁。
- (89) 道垣内弘人「保管受託者(custodian trustee)を用いた信託とその法的諸問題」金融研究二一巻二号(二〇〇二年)二五一頁以下。
- (90) 道垣内・同上二五四頁以下。
- (91) 同上・二六九頁以下。
- (92) 信託法二五条一項。
- (93) 信託法二五条二項。
- (94) 信託法四〇条。なお、新井・前掲注(87)二九八頁。
- (95) (GSC, Article 24(1)(b)). シュネーヴ条約では口座管理機関が自己のために保有する証券についても加入者／投資家の証券数に

算入される点として、点が特徴的である。ただし、条約外法の適用は排除されていないので、締約国法により口座管理機関が自己のために保有する証券を加入者／投資家の証券数に含めないこともできる（GSC, Article 24(4)）。

(96) See GSC, Articles 26, 25(1) & 24(2). GSC 二六条は、かかる損失分担について、加入者／投資家が一人しかいないときは、当該加入者／投資家に（二六条二項(a)）、その他の場合には口座に記載・記録された証券数に按分して加入者／投資家間に配分される旨を定めている（同条同項(b)）。

（付記）本稿は、科学研究費補助金（基盤（C）、課題番号 16K03408）の研究成果の一部である。記して謝意とする次第である。