

証券決済法理に関する最近の動向について

ドイツにおける新学説を中心とする一考察

嶋 拓哉*

概 要

我が国においては、平成 13 年の「短期社債等の振替に関する法律」の制定により、平成 14 年 4 月にコマーシャル・ペーパーのペーパーレス化が実現したのを皮切りに、以後の法改正によって、社債、株式等の有価証券が順次この対象に含まれ、最終的に平成 21 年 1 月には、有価証券の完全なペーパーレス化を達成する運びとなっている。研究者や実務家の中では、こうした新たなペーパーレス法制の下でも、証券決済が引続き従来からの物権的構成に依拠することを前提とする見解が示されているものの、他方において、現在の証券決済においては、券面の発行および授受行為は原則としてなされず、中央振替決済機関や仲介金融機関が口座間での振替を口座残高の増減という形で記帳しているに過ぎない。こうした決済の実態の変容にも関わらず、引続き券面の存在を擬制し有価証券法理に即して証券決済という事象を説明しようとすれば、善意取得をはじめ様々な点において実際の事象と法的枠組みとの間に齟齬が生じかねない。そこには、物権的構成を修正するか、もしくは別途新しい解釈の枠組みを構築していく必要性が存在していると考えられる。また、近年実質法および抵触法の両面において、間接保有証券の決済ルールの一統化を図るべく、UNIDROIT やハーグ国際私法会議の場において不断の条約制定作業が進められてきたが、その具体的な規定内容の適否はともかく、こうした動きも現実の決済事象と法律構成の一致を目指した動きと位置付けることができよう。

そこで本稿では、証券決済システムを通じて保管される証券、すなわち、間接保有証券の決済態様の変化や決済法理の一統化に向けた近年の動きが、各国の国内法にどのような影響を与えているかについて、特にドイツを例に採りながら、検証を行っていくこととする。ドイツでは、証券決済に関して、我が国とともに、長らく伝統的な有価証券法理に基づく物権的構成を通説として維持してきただけでなく、我が国における証券決済の法的枠組みの形成に少なからず影響を与えてきた経緯がある。間接保有証券を巡る近年のドイツにおける議論は、将来的な我が国におけ

* 信州大学法科大学院准教授（金融庁金融研究研修センター特別研究員）

本稿の執筆に当たっては、東京大学大学院法学政治学研究科・神田秀樹教授より有益な御意見を頂いた。もともと、本稿中にあり得べき誤りはすべて筆者の責に帰すものである。

また、本稿は、筆者の個人的な見解であり、金融庁の公式見解でない旨申し添える。

る新たな証券決済ルール進展に少なからず有用な示唆を与えてくれるものと期待される。

1. 問題の所在

証券決済という問題については、実際的な態様に変化してくる中、各国内においても、実態に即した法制度の構築を求める声が従来から存在していた。古くは、証券決済が有価証券の受渡しという形態により効率化が図られ、長らく有価証券法理がその法的基盤を担ってきたが、証券市場の拡大に伴い決済の一層の効率化を図るため、混蔵寄託さらには無券面化へと移行した結果、証券は、中央振替決済機関を頂点とするピラミッド型の階層構造の下で集中的に保管され、証券決済は口座管理機関における口座間の振替という形で行われるようになった。すなわち、現在では大半の証券決済において、もはや券面の授受行為はなされておらず、中央振替決済機関や仲介金融機関が口座間での振替を口座残高の増減という形で記帳しているに過ぎない。こうした決済の実態の変容にも関わらず、引続き有価証券法理に即して証券決済という事象を説明することにより、善意取得をはじめ様々な点において実際の事象と法的枠組みとの間に齟齬が生じていたことは事実であり、そこには、有価証券法理を修正するか、さらには有価証券法理とは異なる新しい法的枠組みの構築が求められる要因が存在していたのである。

加えて、証券決済については、各国においてその裏付けとなる法的基盤が区々となっており、これを統一的に規律するルールが存在していない。とりわけ問題とされるのが、証券決済が異なる国家に存在する複数の口座管理機関の口座振替により行われるケースであり、証券に化体された権利の帰属について、口座管理機関が存在する複数国の法によって異なる結論が導き出される可能性が存在する。こうした観点から、近年国際的にも間接保有証券の決済法理の統一化に関心が集まってきた。その結果、実質法の統一化を図る動きがUNIDROIT（International Institute for the Unification of Private Law）を中心に起こり、そのスタディ・グループにおいて、統一法にかかる第一次草案（以下、「UNIDROIT第一次草案」という。）が起草され、2004年に公表された¹⁾ほか、抵触法の統一化を図る動きも、2002年のハーグ国際私法会議において、間接保有証券にかかる権利の準拠法に関する条約（以下「ハーグ条約」という。）²⁾という形で結実し、現在、その批准を巡り各国毎に検討が進められている。こうした国際的な統一法化の適否については兎も角、その動き自体は、各国の法制度に働きかけを行い、各国において伝統的に維持されてきた証券決済法理に修正を迫るという側面を有している。実務者サイドからも、国際的な証券取引にかかるリスク管理という視点のみならず、投資証券市場の発展を促すといった観点から、証券決済法理の統一化を望む声が最近一層強まっているのも事実である³⁾。

本稿では、証券の決済態様の変化や決済法理の統一化に向けた近年の動きが、各国の国内法にどのような影響を与えているかについて、特にドイツを例に採りながら、検証を行っていくこととしたい。ドイツでは、間接保有証券の法的構成に関して伝統的な物権的構成を維持しているが、

¹⁾ Preliminary Draft UNIDROIT Convention on Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with an Intermediary, Uniform Law Review 2005-1/2, 10ff.

²⁾ R.Goode/H.Kanda/K.Kreuzer, Explanatory Report on the Hague Securities Convention, 2005.

³⁾ G.Davies, Using intermediated securities as collateral: equitable interests with inequitable results?, Butterworths Journal of International Banking and Financial Law, February 2007, 70ff.; 藤池智則「外国証券取引の実質法上の検討の深化を望む」金融法務事情 1798号1頁（2007年）。

既に大半の証券は不動化（immobilization）しているほか、国債等の一部証券については、特別法に基づき物理的な券面の発行自体がなされない無券面化（dematerialization）が実現しており、こうした現実と物権的構成という法理論との間で齟齬が生じてきているのも事実である。近年はこうした事態に対する明確な問題意識を持って、物権的構成とは別途の法的構成を試みる動きが学界で顕現化してきている。その代表的なものが Einsele 教授の学説である。同教授は間接保有証券にかかる権利義務関係について信託的構成を提唱し、券面の有無に拘泥する必要なく統一的な解釈を行うことが可能になるよう、自身の学説の精緻化を進めている。以下本稿では、伝統的な物権的構成と新しい信託的構成とを紹介しつつ両者の比較を行い、近年の国際的な実務動向の中でドイツでの議論がどのような変化を見せ、またそうした動きがどういった実践的意義を有するのかを中心に検証を進めることとしたい。

なお、ドイツを選んだ理由としては、第一に、ドイツでは、証券決済に関して、我が国とともに、長らく伝統的な有価証券法理に基づく物権的構成を通説として維持してきたというのみならず、我が国における証券決済の法的枠組みの形成に少なからず影響を与えてきた経緯がある⁴⁾。我が国では既に、完全なペーパーレス化を前提とする社債、株式等の振替に関する法律（以下、「社債、株式等振替法」という。）が存在するが、同法の解釈を巡って引続き各国の法体系や学説を参照する必要は少なからず存在しており、とりわけ従来から関係の深いドイツでの議論や新たな学説をフォローしておくことは然るべき重要性を有していると考えられる。第二に、ドイツの動向は国際的な統一法化の将来的な方向性にとって大きな鍵を握ると考えられる。一例を挙げると、前述のハーグ条約に対しては、欧州中央銀行が資金決済におけるファイナリティ（対第三者完了性）確保の観点から反対する意見を表明している⁵⁾が、こうした事実はドイツをはじめとする伝統的な有価証券法理に基づく物権的構成を維持する勢力が、自身の法的枠組みと齟齬を生じる新しい法的構成に慎重な姿勢を崩していないことを間接的に表すものである。国際的な統一法化の成否にとって、ドイツの動向が大きな鍵を握っていると考えてもさほど大きな間違いはないと思われる。

2. 物権的構成（伝統的通説）

2. 1 物権的構成の成立・発展の実務的背景

ドイツでは、第一次世界大戦後の急激なインフレーションを背景に、証券の発行残高が急増したため、その保管や授受に伴う事務を簡略化する必要性に迫られ、混蔵寄託（Sammeverwahrung）が本格的に開始されたとされる⁶⁾が、その法的基盤は 1937 年に制定された有価証券寄託法

⁴⁾ 河本一郎『有価証券振替決済制度の研究』（有斐閣、1969 年）。

⁵⁾ European Central Bank, Opinion of the European Central Bank of 17 March 2005, at the request of the Council of the European Union on a proposal for a Council decision concerning the signing of the Hague Convention on the Law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary (COM(2003)783 final)(CON/2005/7), OJ2005/C81/08.

⁶⁾ 金融機関自身が権利者となっている有価証券については、すでに 1882 年の段階で、混蔵寄託が実施されていたようである（K.Stüdemann, Der Effektenbestand in West-Deutschland als materielle Grundlage der allgemeinen Einführung von Bucheffekten, Abhandlungen aus dem Industrieseminar der Universität zu Köln, Heft22, 1966, 53.）。

(Depotgesetz) によって事後的に齎されることとなった⁷⁾。同法によれば、混蔵寄託は代替可能な無記名証券の保管についての法的な枠組みを提供するものであり、全ての顧客から寄託された同一種類の証券は中央振替決済機関 (Zentralverwehler) および仲介金融機関 (Intermediär) に混蔵される⁸⁾。そのうえで、顧客はもはや単独の所有者ではなく、混蔵された総残高について証券の額面もしくは枚数に応じて共有持分権 (Miteigentumsrecht) を有することとなるが、これにより顧客は総残高に対して物権的な (dinglich) 権利を確保すると評価されている⁹⁾。

こうした個別証券を総額保管するという動きは、さらに大券 (Globalurkunde) 化へと発展していくこととなった。大券は、証券発行総額の全てもしくは大部分についてその対象となる権利を表象する券面¹⁰⁾であり、1972 年の有価証券寄託法改正によって盛り込まれた制度である。個別証券を混蔵保管するのであれば、権利の移転等に際して個別証券を物理的に授受することはもはやなく、結局個別証券を発行する意味はないのであって、そうした実際的な問題意識に基づき創設されたと考えられている¹¹⁾。現在では、顧客による個別証券の発行・引渡請求権を認めない形態の大券 (Dauerglobalurkunde)¹²⁾が主流となっているが、この場合には、定義により、償還期間を通じて、顧客は口座管理機関の残高管理により権利を確保するほかない¹³⁾が、他方において、大券という券面が発行されていることから、証券に化体された権利の行使や移転に当たっては券面の占有が必要であるとする通説的な立場¹⁴⁾を維持することも可能であったと言える。

もっとも、実際には、証券に化体された権利の譲渡に当たっても、物理的に券面が動くわけではなく、証券を混蔵寄託したり、もしくは大券を保管している中央振替決済機関において、口座振替が実施されることを通じて、権利の移転が実現することとなる。そうすると、券面は事実上、資格証明 (Legitimationsnachweis) としての意義を有するのみであり、こうした実務上の発展は、券面の本来的な機能の喪失という事態を招くに至ったのである¹⁵⁾。

2. 2 物権的構成の概要

(1) 実質法

最終投資家である顧客は、個別証券に対する権利ではなく、あくまで自身が証券の寄託を行った口座管理機関の総残高に対して、共有持分権を有するのであるが、これは物権的な権利として性格付けられる。従って、顧客が権利を譲渡する場合には、個別証券に対する所有権ではなく、共有持分権が譲渡の対象とされる¹⁶⁾。

⁷⁾ A.Zöllner, Die Zurückdrängung des Verkörperungselements bei den Wertpapieren, Festschrift für Ludwig Raiser, 1974, 249, 255ff.

⁸⁾ Depotgesetz §5 Abs.1 und 2.

⁹⁾ Depotgesetz §6 Abs.1 und §8. G.Opitz, Depotgesetz, Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren von 4. Februar 1937, Kommentar, 2.Aufl., 1955, 151.

¹⁰⁾ Depotgesetz §9a Abs.1.

¹¹⁾ D.Einsele, Bank- und Kapitalmarktrecht, 2006, §9 Rdnr.3.

¹²⁾ Depotgesetz §9a Abs.3.

¹³⁾ こうした状況は“Zwangs giro”と言われる。なお、J.Than, Kapitalmarkt und Globalurkunde, in Festschrift für Theodor Heinsius, 1991, 809, 820, 824ff.

¹⁴⁾ A.Zöllner, a.a.O.(Fn.7), 269; A.Hueck/C.Canaris, Recht der Wertpapiere, 12.Aufl., 1986, 18ff.

¹⁵⁾ Zöllnerは、こうした事態に至り、従来の通説的な定義は有価証券の現状と整合的ではないとし、権利者が既に無記名証券の券面を占有している場合には、他者とりわけそれ以前の権利者による権利行使を實際上排除することができることを有価証券のメルクマールとする修正的な見解を提示することとなった (A.Zöllner, a.a.O.(Fn.7), 271)。

¹⁶⁾ D.Einsele, Wertpapier im elektronischen Bankgeschäft, WM 2001, 7, 7.

また、とりわけ無記名証券については、証券に権利を化体させることにより、権利流通の保護を達成することを目的としており、具体的には善意取得を通じてこれが達成されるものと考えられてきた¹⁷⁾が、こうした権利流通保護の要請は、混蔵寄託や大券の場合であっても変わらず存在している¹⁸⁾。共有持分権に関しても、個別証券と同様に、民法（BGB）929 条以下の物権変動に関する規定によって譲渡がなされ、善意取得の規定（同法 932 条以下）に沿って取引安全の保護が図られるものと考えられている¹⁹⁾。

（２）手続法

間接保有証券にかかる共有持分権に関しては、民事訴訟法（ZPO）857 条、829 条、835 条、836 条等により差押えがなされるとするのが通説である²⁰⁾。同法 857 条は不動産以外の財産のうち、有体動産、金銭債権および有体動産の引渡しまたは給付を目的とする請求権を除くその他の財産権に対する執行手続を規定するものであるが、これらの規定の内容に沿って、間接保有証券にかかる共有持分権の執行手続の概略を纏めると、以下のとおりである。

- ① 裁判所は、第三債務者（＝債務者が自身の口座を有する口座管理機関）に対して、債務者への弁済を禁止すると同時に、債務者（＝共有持分権者）に対して、債権の取立て等の処分を行わないよう命令する²¹⁾。
- ② 債権者は第三債務者に決定を送達させるほか、執行官は送達証書の謄本とともに、債務者に決定を即時に送達する。差押えは第三債務者に対する決定の送達を以ってその効力を発生する²²⁾。
- ③ 差押えの対象となった共有持分権は、債権者の選択に沿って、取立てのために、または支払いに代え券面額により債権者に委付される。後段の場合には、共有持分権は債権者に移転し、その効力として、当該債権が存在する限り、債権者は債務者に対する自己の債権について弁済を受けたものとされる²³⁾。
- ④ 委付により、私法上共有持分権の取立てのための要件とされる債務者の方式上の表示が補充される²⁴⁾。

¹⁷⁾ 河本一郎『有価証券法研究』（成文堂、2000 年）180-181 頁。

¹⁸⁾ C.Canaris, Bankvertragsrecht, 2.Aufl., 1981, Rdnr.2026; T.Heinsius/A.Horn/J.Than, Depotgesetz, Kommentar zum Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren v. 4. Februar 1937, 1975, §6 Rdnr.91.

¹⁹⁾ C.Canaris, a.a.O.(Fn.18), Rdnr.2168; T.Heinsius/A.Horn/J.Than, a.a.O.(Fn.18), §4 Rdnr.19.

²⁰⁾ S.Kunst, Zwangsvollstreckung in Wertpapiere, 2004, 166; W.Zimmermann, ZPO Kommentar, 6.Aufl., 2002, §857 Rdnr.2; B.Wieczorek/R.Schütze, ZPO Kommentar, IV, 2.Aufl., 1981, §857 D II c; F.Stein/M.Jonas, ZPO Kommentar, Bd.IV/1, 20. Aufl., 1986, Bd.IV/2, 20.Aufl., 1988, §857 Rdnr.17; H.Thomas/H.Putzo, ZPO, Mit Gerichtsverfassungsgesetz und den Einführungsgesetzen, Kommentar, 18.Aufl., 1993, §857 Rdnr.2.

なお、このほかに、Depotgesetz §7 Abs.1、ZPO §846、847、829 に則り寄託物返還請求権を差し押さえることを提唱する見解も存在する（T.Heinsius/A.Horn/J.Than, a.a.O.(Fn.18), §6 Rdnr.50）。この点、Einsele 教授は、先にある債権者が ZPO §847 により寄託物返還請求権を差し押さえても、その後に共有持分権を差し押さえた別の債権者が優先することになるとし、寄託物返還請求権の差押えよりも、共有持分権の差押えが適当であると結論付けている（D.Einsele, Wertpapierrecht als Schuldrecht: Funktionsverlust von Effektenurkunden im internationalen Rechtsverkehr, 1995, 134）。

²¹⁾ ZPO §829 Abs.1.

²²⁾ ZPO §829 Abs.2 und 3.

²³⁾ ZPO §835 Abs.1 und 2.

²⁴⁾ ZPO §836 Abs.1.なお、共有持分権を債務者から債権者に移転させるためには、本来であれば、指図による占有移転にかかる債務者の意思表示が必要であるが、本条文によれば、委付は当該意思表示としての効力を有すると解される。

なお、共有物にかかる共有持分権の差押決定については、他のすべての共有権者への送達が必要であるが、他方で、間接保有証券にかかる共有持分権の差押決定（上記②）に当たっては、他のすべての共有持分権者に送達を行う必要はなく、債務者が口座を有する口座管理機関にのみ送達すれば足りるとされている²⁵⁾。この理由としては、(a)共有持分権者の権利行使は信託的に口座管理機関に委任されており、口座管理機関は共有持分権者との関係で第三債務者と見なされ得ること²⁶⁾に加えて、(b)共有持分権者の数が膨大であるほか、銀行には顧客情報につき守秘義務が課せられるなど、実際上の問題として、全ての共有持分権者に送達を行うのが困難であること、(c)有価証券寄託法では、共有持分権者が共同関係の解消を求める権利を有していないなど、他の共同関係と比べても特異な位置付けにあること、といった点が挙げられている²⁷⁾。

（３）抵触法

ドイツでは、1985年の有価証券寄託法改正において、同法5条4項を前提とした上で、中央振替決済機関が海外の中央振替決済機関との間に振替口座を保有し、同法1条1項にいう有価証券の保管を委託することを容認するなど、クロスボーダーでの証券の流通を可能とする枠組みが構築されてきた²⁸⁾が、こうした動きは、証券決済における抵触法上の問題をクローズアップすることにもなった。ドイツでは、民法施行法（EGBGB）43条1項に見られるように、物に関する準拠法には所在地法原則（*lex rei sitae*）が適用されており²⁹⁾、有価証券についても本来的にはこの原則を適用するのが自然である。もっとも、ドイツでは、間接保有証券にかかる共有持分権に関する準拠法を巡っては、特別法的な規定を有価証券寄託法17a条に設け、別途のルールにより規律することとした。混蔵保管残高に対する共有持分権について所在地法原則の適用を回避した背景には、①共有持分権の処分といっても、実態は、譲渡人の口座残高の減少と譲受人の口座残高の増加という事象に帰着し、かつ決済プロセスが複数国家に跨っている場合には、所在地法原則が十分機能しない惧れがあること³⁰⁾、②米国のように、投資家の権利をセキュリティ・エンタイトルメント（*security entitlement*）として構成する国家との間での証券残高の合算管理も想定されるが、セキュリティ・エンタイトルメント³¹⁾は大陸法上の物権に相当するとは言い難く、これに所在地法原則を適用することは本来的に困難であること³²⁾、といった理論的な問題が存在していたと考えられている。

さて、有価証券寄託法17a条についてであるが、同条項は、欧州連合ファイナリティ指令³³⁾の制

²⁵⁾ S.Kunst, a.a.O.(Fn.20), 166; T.Heinsius/A.Horn/J.Than, a.a.O.(Fn.18), §6 Rdnr.50; G.Opitz, a.a.O.(Fn.9), 175; D.Einsele, a.a.O.(Fn.20), 132.

²⁶⁾ S.Kunst, a.a.O.(Fn.20), 167; T.Heinsius/A.Horn/J.Than, a.a.O.(Fn.18), §8 Rdnr.50; U.Hintzen/U.Höppner/P.David, Erfolgreiche Zwangsvollstreckung, 3.Aufl.,1999, 143; K.Stöber, Forderungspfändung, Zwangsvollstreckung in Forderungen und andere Vermögensrechte, 13.Aufl., 2002, Rdnr.1787e.

²⁷⁾ M. Krieger, Die Zwangsvollstreckung in Wertpapiere,1950, 80-82.

²⁸⁾ D.Einsele, a.a.O.(Fn.16), 14.

²⁹⁾ H.Bamberger/H.Roth, Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Band 3, 2003, 2557ff.

³⁰⁾ D.Einsele, a.a.O.(Fn.16), 15.

³¹⁾ セキュリティ・エンタイトルメントについては、嶋拓哉「国債振替決済制度をめぐる実体法上の考察（Ⅲ）－社債等振替法に準拠した新制度への移行を踏まえて－」商事法務1694号41-43頁（2004年）を参照。

³²⁾ D.Einsele, Das Treuhandmodell als Alternative zum geltenden Recht, in T.Baums/A.Cahn (Hrsg.), Die Zukunft des Clearing und Settlement, 2006, 3, 11.

³³⁾ Directive 98/26/EC of the European Parliament and of the Council of 19 May 1998 on settlement finality in payment and securities systems, OJ L166, of 11 June 1998, 45-50. なお、同指令の内容および欧州連合各国における国内法化の動きを解説したものとして、M.Vereecken/A.Nijenhuis(ed.), Settlement Finality in the European Union, 2003を参照。

定およびその国内法化という一連の過程において創設された特別の規定である。ファイナリティ指令 9 条 2 項は決済システムにおける担保目的物が有価証券であった場合に、その担保権の法的有効性や対第三者効力をどの国の法に基づいて判断するかという準拠法の問題を規律しているが、担保権にかかる準拠法決定ルールを如何に設定すべきかという点は担保権を実行する過程で問題となり、延いてはシステミック・リスクの発生原因になる可能性があった。そのため、ファイナリティ指令 9 条 2 項では、間接保有証券にかかる担保権の法的有効性や対第三者効力を、カストディアン等が当該担保権を記帳している帳簿の所在地国の法に基づき判断するという、いわゆる PRIMA (Place of the Relevant Intermediary Approach) を採用し、抵触法上のルールの統一を図ることとなったのである。こうした欧州連合の動きを背景として、ドイツでは、有価証券寄託法 17a 条において、間接保有証券が担保目的物である場合に限らず、間接保有証券にかかる権利の移転や権利の発生等一切について広く PRIMA を採用することとなった。ファイナリティ指令の国内法化のタイミングを好機と捉えて、間接保有証券にかかる権利の得喪全てについて統一的な準拠法ルールを構築することを目指した動きであり、欧州中央銀行等もこうしたドイツ国内の動きを支持した経緯があったようである³⁴⁾。

通説は、あくまで間接保有証券にかかる共有持分権は民法の物権変動にかかる規定に沿って譲渡されるものであり、口座記帳が効力発生要件ではないとしている³⁵⁾が、他方において、口座を通じた海外との接合がクロスボーダー決済においては不可欠な要素であり、これを通じて、米国のセキュリティ・エンタイトルメントといった物権的構成とは異質な権利との代替可能性を許容する以上は、抵触法上のルールにおいても所在地法原則という物権に関する大原則を修正することも止むを得ないとの割り切りを行ったものと考えることができる。

3. Einsele 教授による最近の提言

3. 1 物権的構成に対する批判

Einsele 教授によると、間接保有証券にかかる権利の変動を有価証券法理に基づく物権的構成により説明する伝統的通説は、実質法、手続法、抵触法という各法領域において、実際の事象との乖離を引き起こすなど様々な問題を惹起しているとする。以下、同教授が指摘する各法領域における問題点を簡単に纏めておく。

(1) 実質法

Einsele 教授が実質法の領域において指摘の対象としている最大のポイントは、現在の証券決済システムにおける取引保護を善意取得制度に求めることが可能か否かという点である。同教授によれば、とりわけ Dauerglobalurkunde では、顧客には個別証券の発行・引渡請求権が認められておらず、そもそも投資家は中央振替決済機関が保有する総残高に対して何らの物権的権利を有して

³⁴⁾ こうした流れの詳細については、嶋拓哉「資金決済におけるファイナリティ概念について—ファイナリティ概念の多義性を巡る法的検証」・『FSA リサーチ・レビュー 2006』(2007 年) 221 頁以下を参照。

³⁵⁾ J.Than, Neue Rechtsentwicklungen für den grenzüberschreitenden Effektingiroverkehr, in Festschrift für S.Kümpel, 2003, 534, 553.

いないことや、投資家の共有持分権の割合が第三者から見れば明確でないこと等を考えれば、善意取得制度の前提となる権利外観の存在が肯定されないとする³⁶⁾。また、通説的な見解によれば、口座管理機関が有する寄託保管帳簿上の記帳 (Depotbuchung) が権利外観の存在を肯定する根拠として、共有権の代替機能³⁷⁾もしくはその補完機能³⁸⁾を果たすと主張するが、これに対しても、Einsele教授は、確かに券面の発行を伴わない帳簿記帳債権 (Schuldbuchforderung) であっても、混蔵寄託証券の共有持分権であっても、譲渡時には「記帳」という共通の行為を伴い、法律によってこれらを同様に取扱うことが認められているのは事実である³⁹⁾が、だからといって、実質的な権利義務関係についても、両者を全く同等のものとして擬制するべきではないとし、そうした法の自己創造 (Rechtsfortbildung) は認められないと主張する⁴⁰⁾。同教授によれば、銀行には厳格な秘密保持の規制が課せられているほか、証券取引の記帳に際しては電子データ処理が行われており、人的な関与が想定されていないこと等を考慮すると、譲受人あるいは取引関係に入ろうとする第三者が記帳を十分閲覧できるわけではなく、記帳をもって善意取得を根拠付けることは困難であると結論付けている⁴¹⁾。

さらに、現在の証券決済システムは、譲渡人、譲受人いずれにとっても、いわばブラック・ボックス化しているが、他方で、投資家が証券を保有するニーズを有する限りは、それに参加せざるを得ないという側面を有している。同教授は、善意取得を通じて取引の保護を図るためには、ある持分権が誰から誰の手に譲渡されたのかを確認すること (tracing) が必要であるが、大抵の場合には、こうした作業は非常にコストを要する非効率なものになってしまうという実際上の問題点についても付言している⁴²⁾。

(2) 手続法

上述 (2. 2 (2)) のごとく、通説は差押えの送達をすべての共有持分権者に対して行う必要はなく、受寄者 (Verwahrer) にのみ行えば足りるとするが、この点に関連して、Einsele教授は、本来的にはすべての共有持分権者を第三債務者として取扱い、差押えの送達を行うべきであるとし、通説が主張するような対応は、受寄者に対して送達の受領に関する一切の権限を任意に付与するものであり、正当化できないと主張する⁴³⁾。

また、通説によっても、差押えの送達を受領する権限を与えられる受寄者が具体的に何を指しているのかが明確ではない。例えば、Kümpel教授などは、差押債務者たる投資家と直接的な受寄関係にある仲介金融機関を想定している⁴⁴⁾が、他方において、一般には中央振替決済機関 (Zentralverwahrer) を含めた混蔵寄託保管銀行 (Sammelbank) が該当すると解されている⁴⁵⁾。この点に関しても、Einsele教授は、証券決済システムが有するピラミッド構造を前提とする限り、差押えの送達を中央振替決済機関といった上位機関に行ったところで、実際的なフィージビリティ

³⁶⁾ D.Einsele, a.a.O.(Fn.32), 5ff.

³⁷⁾ T.Heinsius/A.Horn/J.Than, a.a.O.(Fn.18), §6 Rdnr.35; C.Canaris, a.a.O.(Fn.18), Rdnr.2027.

³⁸⁾ S.Kümpel, Depotgeschäft, in Bankrecht und Bankpraxis, 8.Teil: Depotgeschäft, Band 4, Stand Januar 2002, Rdnr.8/73.

³⁹⁾ §8 Abs.2 S.1 Bundeswertpapierverwaltungs-gesetz vom 11.12.2001, BGBl. I, 3519.

⁴⁰⁾ D.Einsele, a.a.O.(Fn.11), §9 Rdnr.34.

⁴¹⁾ D.Einsele, a.a.O.(Fn.11), §9 Rdnr.35.

⁴²⁾ D.Einsele, a.a.O.(Fn.32), 7.

⁴³⁾ D.Einsele, a.a.O.(Fn.32), 8; D.Einsele, a.a.O.(Fn.11), §9 Rdnr.48.

⁴⁴⁾ S.Kümpel, a.a.O.(Fn.38), Rdnr.8/79a; T.Heinsius/A.Horn/J.Than, a.a.O.(Fn.18), §6 Rdnr.50.

⁴⁵⁾ A.Baumbach/K.Hopt, Handelsgesetzbuch, 32.Aufl., 2006, §6 Depotgesetz Rdnr.2.

イが確保できないとする。すなわち、中央振替決済機関が第三債務者として末端投資家についての差押えの送達を受けたからといって、自己が保有する混蔵証券のどの部分が差押えの対象となっているのかすら把握できず、ましてや民事訴訟法 840 条に規定する第三債務者としての意見陳述を行うことは不可能であるというのが、同教授の主張である⁴⁶⁾。UNIDROIT第一次草案 8 条において、債務者が直接自分名義の口座を保有していない口座管理機関に対して当該債務者の口座保有証券にかかる強制執行を行う、いわゆるupper-tier attachmentを認めない旨の規定が設けられているが、こうした規定はEinsele教授の基本的な見解と方向を一にするものと位置付けることができるであろう。

(3) 抵触法

抵触法の領域に関して、Einsele教授は、第一に、有価証券寄託法 17a条の射程が不明確である点を指摘する⁴⁷⁾。同教授によれば、有価証券寄託法 17a条は、その条文の文言を見る限り、登録記帳や口座記帳が権利形成的な効果を伴うものである場合に限り、その物権変動について適用がなされるものと理解すべきであり、具体的には、同法 24 条 2 項がこのケースに該当するとする。しかしながら、通説的な理解に立てば、間接保有証券にかかる共有持分権に関しては、そうした記帳によるのではなく、物権変動にかかる一般規定である民法 929 条によって譲渡が行われる⁴⁸⁾のであり、有価証券寄託法 17a条が適用される局面というのが著しく制約されるのではないかとの問題提起を行っている。

第二に、Einsele教授は、有価証券寄託法 17a条が、典型的な循環論法（Zirkelschluss）の罠に陥っており、その法的効果にも問題があると主張する⁴⁹⁾。同条の規定は、PRIMAルールを採用しているが、やや仔細にみると、受寄者である口座管理機関が譲受人の口座に権利形成的な効果を伴う記帳を行う場合に、その譲受人の口座を管理している店舗の所在地法をもって準拠法とする旨の規定となっており、準拠法の決定に当たっては、譲受人が誰であるかが重要なメルクマールの一つとなっている。もっとも、譲受人の特定に当たっては、適用されるべき準拠法によって結論が左右される側面が強く、結果として、「鶏と卵」の関係のように論理が循環することになると指摘するのである。

さらに、Einsele教授は、伝統的な物権的構成が、2002 年 12 月 13 日にハーグ国際私法会議で採択されたハーグ条約との関連において理論的な整合性を維持できなくなる惧れを指摘する⁵⁰⁾。ハーグ条約では、間接保有証券にかかる権利の移転や権利の発生等の一切について、PRIMAルールを原則としつつも、口座管理契約で契約準拠法が明示的に合意されている場合には、当該契約準拠法を優先的に適用することが認められた⁵¹⁾。すなわち、同条約 4 条において、間接保有証券の権利の処分については、第三者に対する効力も含めて、口座管理機関と口座開設者間の契約で明示的に合意された契約準拠法が適用される旨規定されており、こうした当事者自治を大幅に認めた準拠法ルールに対しては、当該準拠法所属国に口座管理機関の実質的な拠点が存在しているこ

⁴⁶⁾ D.Einsele, a.a.O.(Fn.11), §9 Rdnr.48.

⁴⁷⁾ D.Einsele, a.a.O.(Fn.32), 12; D.Einsele, a.a.O.(Fn.11), §9 Rdnr.89-90; D.Einsele, a.a.O.(Fn.16), 15.

⁴⁸⁾ J.Than, a.a.O.(Fn.35), 553.

⁴⁹⁾ D.Einsele, a.a.O.(Fn.11), §9 Rdnr.91; D.Einsele, a.a.O.(Fn.32), 13.

⁵⁰⁾ D.Einsele, a.a.O.(Fn.32), 13.

⁵¹⁾ R.Goode/H.Kanda/K.Kreuzer, supra note 2, 65ff.

とを要件とする“reality test”が課されるに過ぎない⁵²⁾。ドイツにおける物権的構成によれば間接保有証券の所在地は一意に決まり、万人に対して普遍的に通用すると考えられるのに対して、こうしたハーグ条約の基本的な枠組みは、その都度個々の共有権持分権者と口座管理機関との間の寄託契約関係を吟味しなければならず、両者の考え方には大きな隔たりがあるとするのである。

3. 2 信託的構成の提言

(1) 概要

Einsele教授は、証券決済システムにおけるピラミッド型の体系を授權信託関係(Ermächtigungstreuhand)によって説明しようとする⁵³⁾。ピラミッドの頂点に位置する中央振替決済機関とその直下に存在する仲介金融機関との関係、仲介金融機関とその直下に存在する仲介金融機関との関係、仲介金融機関とその顧客である最終投資家との関係を、すべからず信託契約における受託者と寄託者の関係として整理する。そして、もはや伝統的通説のように、最終投資家が口座管理機関を通じて証券を間接占有しているといった物権的な構成を採るのではなく、あくまで証券の所有権者(rechtlicher Eigentümer)は中央振替決済機関であり、最終投資家はその受益者(wirtschaftliche Eigentümer)の地位に止まるとするのである⁵⁴⁾。最終投資家は、信託契約を通じて、様々な権利を享受すると説明され、その主たるものは、①記帳された自身の権利を自身のために処分・保管してもらう権利、②自身の権利から生じた収益を受取る権利、③自身の権利に付随する様々な権利を行使する権利などである。

このように、最終投資家の権利は、伝統的通説とは異なり、債権的な請求権として構成される⁵⁵⁾。しかしながら、同教授によれば、信託的構成を採用した場合であっても、伝統的通説と同様に、仲介金融機関の倒産時や、仲介金融機関に対する強制執行時においても最終投資家の権利はこれらの手続による影響を受けないとされる。要するに、信託的な形で最終投資家から信託を受けた証券上の権利については、仲介金融機関の資産とは見做されず、こうした倒産手続や強制執行手続の対象から除外されることになるのである。同教授は、これを「債権的請求権の擬似物権的な強化」(quasidingliche Verstärkung dieser schuldrechtlichen Ansprüche)と位置付けている⁵⁶⁾。

(2) 実質法

信託的構成によれば、間接保有証券にかかる権利変動はジーロ振替(Girouberweisung)に依拠して説明される。譲渡人から譲受人への権利の移転というのは、実際には、「移転」ではなく、譲渡人がその口座管理機関に対して有する権利の減少と、譲受人がその口座管理機関に対して有する権利の増加というそれぞれ独立した事象によって構成されるとするのである⁵⁷⁾。前述のUNIDROIT第一次草案3条でも、やはり同様の考え方に基づいた規定が置かれており⁵⁸⁾、Einsele教授の見解も基本的にこうした国際的な流れを踏襲したものと見ることができよう。

⁵²⁾ R.McCormick, Legal Risk in the Financial Markets, 2006, 176.

⁵³⁾ D.Einsele, a.a.O.(Fn.20), 561-596; D.Einsele, a.a.O.(Fn.32), 15; D.Einsele, a.a.O.(Fn.16), 13

⁵⁴⁾ Einsele教授は、こうした受益者としての最終投資家の権利をWertと呼称する。一般に「価値権」と訳出されることが多い。

⁵⁵⁾ D.Einsele, a.a.O.(Fn.32), 15.

⁵⁶⁾ D.Einsele, a.a.O.(Fn.11), §9 Rdnr.73; D.Einsele, a.a.O.(Fn.32), 16.

⁵⁷⁾ D.Einsele, a.a.O.(Fn.32), 17.

⁵⁸⁾ supra note 1, Article 3 (1), (3) and (4).

そのうえで、同教授は、こうした信託的構成による説明の下では、譲受人の権利取得が適切になされたかどうかは、譲渡人が真正な権利者であったかどうかによって決せられるわけではなく、その限りで、譲受人は派生的に権利を取得するのではなく、原始的に権利を取得することが想定されている。それゆえに、伝統的通説のような善意取得の問題は生じ得ないと結論付けるのである⁵⁹⁾。口座管理機関が貸方記帳 (Gutschriftbuchung) するということは当該口座管理機関からすると債務の承認を意味するが、その債務承認の効力は当該口座管理機関が実際に間接保有証券に対して権利を取得しているか否か、すなわち借方記帳 (Belastigungsbuchung) が有効になされているか否かによって影響を受けないと考えるのである。

これは譲渡人が無権利者であることのリスクを直近上位の口座管理機関が負うことに他ならず、借方記帳が有効になされていない場合には、旧来の権利者と新しい権利者双方の権利を同時に満たしてやる必要に迫られることになる。Einsele教授は、こうした場合には、口座管理機関は、実際に顧客分として預かっている保管高を超えて、帳簿上過大な記帳を行っていることになるが、これについては、当該口座管理機関が自己分として保有している残高から顧客分に充当する形で、顧客の権利を満足させることを要求する⁶⁰⁾。証券決済システムにおいては、顧客は当該システムが中央振替決済機関や仲介金融機関により適切に運営されることを信頼するほかなく、権利移転のプロセスに何らの影響や働きかけを及ぼす術がない以上、当然の帰結であると主張するのである。UNIDROIT第一次草案でも、ほぼ同様の規定が設けられているのは示唆的である⁶¹⁾。

(3) 手続法

信託的構成においては、最終投資家の権利は飽く迄債権的な請求権に止まることから、最終投資家に個別証券の引渡請求権が認められる場合には、民事訴訟法 846 条を通じて 829 条の規定が適用される⁶²⁾。こうした請求権は原則として、直近上位の口座管理機関に対するものであり、当該口座管理機関が第三債務者に該当することから、伝統的通説のように、送達先の問題も生じることはない。また、寄託者に対する債権を以って、受託者が保有する信託財産に執行を行うことも認められないため、いわゆるupper tier attachmentの問題も生じないとされる⁶³⁾。

さらに、仮に中央振替決済機関の債権者が信託財産に対して強制執行を行おうとしても、最終投資家は民事訴訟法 771 条に沿って第三者異議の訴 (Dritt widerspruchsklage) を提起すれば、その権利保全を図ることが可能である⁶⁴⁾。

(4) 抵触法

Einsele教授には、信託的構成の最大の利点が抵触法の領域にあると考えている節が見受けられる⁶⁵⁾。最終投資家の権利が信託関係によって擬似物権的な強化がなされているとは言っても、その本質は債権的な請求権であることから、最終投資家と口座管理機関の法的関係は民法施行法 27

⁵⁹⁾ D.Einsele, a.a.O.(Fn.11), §9 Rdnr.74; D.Einsele, a.a.O.(Fn.32), 18.

⁶⁰⁾ D.Einsele, a.a.O.(Fn.32), 18-19.

⁶¹⁾ supra note 1, Article 14-16.

⁶²⁾ R.Zöller, Zivilprozessordnung, 24.Aufl., 2004, §829 Rdnr.33; BGHZ 11, 37, 43.

⁶³⁾ D.Einsele, a.a.O.(Fn.32), 24.

⁶⁴⁾ BGHZ 11, 37, 41; R.Zöller, a.a.O.(Fn.62), §771 Rdnr.26; F.Stein/M.Jonas/W.Münzberg, Kommentar zur Zivilprozessordnung, 23.Aufl., 2002, §771 Rdnr.14.

⁶⁵⁾ D.Einsele, a.a.O.(Fn.32), 27.

条以下の規定に基づいて、準拠法選択の自由という原則の影響を色濃く受けることとなる⁶⁶⁾。つまりはこれら当事者間の契約において準拠法が指定されていれば、それに依拠することとなる。また、こうした準拠法の指定が契約上なされていない場合には、民法施行法 28 条 2 項に基づき、口座管理機関に対する最終投資家の権利は、契約締結時に当該口座管理機関が主たる営業所もしくは支店を有していた国の法秩序により規律されることとなる⁶⁷⁾。

同教授も示唆している⁶⁸⁾が、こうした準拠法の決定ルールに従えば、ピラミッド型の各階層ごとに、異なる準拠法が指定あるいは決定でき、各階層ごとに個別に法的評価を下せることになるため、前述のハーグ条約との親和性も極めて高くなる。

3. 3 信託的構成に対する評価

これまで Einsele 教授の見解を中心に、信託的構成の概要を紹介してきたが、それは、伝統的な通説である物権的構成と間接保有証券の現実との間の乖離を適切に認識したうえで、より後者に即した法的構成を理論化していくことに腐心してきた結果と位置付けることができよう。また、単に国内における実務面での変化への配慮だけでなく、間接保有証券を巡る国際的な動向にも留意して自身の理論を構築しているという点でも、ややもすると伝統的な法理論に固執するドイツの中であって、その実践的な意義は決して小さいものではない。

もっとも、それは Einsele 教授が間接保有証券を巡る現実に関し単に流されているということを意味しない。むしろ、同教授は従来からの伝統的通説が持っていた実益を自説においても極力維持し、また、伝統的通説を否定したことに伴い生じる投資家の不利益を別途の方法によりカバーするという規範的な姿勢をも併せ持っており、それが十分反映された内容となっている。

具体的には、実質法の領域では、①物権的構成と同様に、仲介金融機関の倒産や強制執行時においても、最終投資家の権利がそれによって影響を受けず完全に保護されること、②物権的構成と異なり善意取得を否定せざるを得ないが、それに伴い生じる顧客分の過剰記帳の問題については、口座管理機関が自己分から顧客分に充当する形で責任を取るべきとしていること、などが実践的な意義として挙げられる。特に②については、UNIDROIT 第一次草案の規定との平仄を意識した内容となっている。また手続法の領域における実益としては、①upper tier attachment の問題を回避し得ること、②強制執行時における送達先について、物権的構成では同一の仲介金融機関に口座を保有する投資家全てとされる可能性があったが、これが論理的に仲介金融機関のみに限定され得ること、といった点が挙げられよう。中でも①は、UNIDROIT 第一次草案 8 条を強く意識したものである。抵触法の領域では、間接保有証券にかかる投資家の権利を債権的請求権と構成することで、準拠法選択の自由を重視するハーグ条約との親和性を高め、結果として国際的な潮流と一致した帰結を導出することを容易にしたと評価することが可能である。

以下では、間接保有証券の法的構成を巡る国際的な潮流との関係で、Einsele 教授の見解をもう一度見直したうえで、同教授の見解に存在する問題点を内在的に検証してみることとしたい。

⁶⁶⁾ D.Einsele, a.a.O.(Fn.20), 433-435; P.Czermak, Der express trust im internationalen Privatrecht, 1986, 217-220; BGH NJW 1959, 1317, 1318.

⁶⁷⁾ H.Bamberger/H.Roth, a.a.O.(Fn.29), EGBGB Art.28 Rdnr.9ff; H.Erman, Bürgerliches Gesetzbuch, 11 neubearbeitete Aufl., 2004, EGBGB Art.28 Rdnr.21ff.

⁶⁸⁾ D.Einsele, a.a.O.(Fn.32), 27.

（１）国際的潮流の重視

まず Einsele 教授は、信託的構成を提唱するに当たって、国際的な調和を重視していると考えられる。近年、UNIDROIT のスタディ・グループによって作成された間接保有証券にかかる実質法の調整を図るための第一次草案や、間接保有証券に係る権利についての準拠法ルールを規定したハーグ条約など、実質法、抵触法それぞれの分野で、間接保有証券に関する法規定の統一化を目指す動きが活発化してきているが、同教授は、こうした条約や条約草案の内容が現行のドイツ法の下でも解釈により実現させることができるよう、その法律構成に腐心していると感じられる。

①間接保有証券にかかる権利の変動については「権利の移動」として構成するのではなく、ジーロ振替同様に「記帳の増減」によって説明している点、②譲渡人が無権利者であることのリスクは口座管理機関が負うとしている点、③準拠法決定ルールに当たって大幅な当事者自治の原則を取り入れている点はいずれも、その具体的な現れであると言える。

そのうえで、同教授が参考にしたのは、主として英国の伝統的な通説であると考えられる。英国では、間接保有証券にかかる権利関係を巡って信託法理を利用して説明するのが一般的であり、これが通説的な立場となっている。英国の信託法理によれば、信託関係は、受託者（trustee）と受益者（beneficiary）の契約から成り、受託者が信託財産についての法的な権利者とされ、受益者は信託財産についての実質的・経済的な所有者として位置付けられる⁶⁹⁾。複数階層（multi-tier）の証券決済システムでは、各階層ごとにこうした信託関係（sub-trust）を想定し、これを通じて信託財産の実質的な権利を最終投資家のレベルにまで付与することが可能とされている⁷⁰⁾。もっとも、最終投資家の権利は飽く迄その直近の上位にある口座管理機関に対する信託契約上の権利に過ぎず、中央振替決済機関が保有する資産そのものへの直接的な権利（direct interest）が認められているわけではなく、中央振替決済機関との間に直接的な法的関係が生じるわけではない点に留意が必要である⁷¹⁾。

さらに言えば、同教授は米国の統一商事法典（Uniform Commercial Code＜以下、「UCC」という。＞）を参考にしたと考えられる部分も見受けられる。例えば、同教授によれば、顧客である最終投資家分の保管高総額がこれら最終投資家分の記帳残高総額を下回っている場合には、口座管理機関は自己のために保有する残高をその差額分について充当する義務を負うとしているが、これなどは、UCC§8-503(a)の考え方を踏襲しているものと考えて差し支えないであろう⁷²⁾。

（２）理論面での問題の存在

Einsele 教授の提唱する信託的構成は、伝統的な通説である物権的構成と実務における取扱いの間に乖離があることを適切に捉えたうえで、投資家の取引安全の保護や倒産隔離等前者の長所を活かしつつ、法律構成を証券決済の実態に近づけようとしている点で肯定的な評価を与えることが可能であるように思われる。

例えば、同教授は、証券決済のあり方をジーロ振替と同様に捉え、譲渡人口座の減額記帳と譲受人口座の増額記帳を相互に影響を受けない独立したものと理解しているが、現在の証券決済シ

⁶⁹⁾ J.Benjamin, *Interests in Securities*, 2000, §2.37.

⁷⁰⁾ A.O.Austen-Peters, *Custody of Investments-Law and Practice*, 2000, §4.27.

⁷¹⁾ A.O.Austen-Peters, *supra* note 70, §4.40.

⁷²⁾ UCCの概要については、嶋・前掲注 31) を参照。

システムを見る限り、こうした視点の方が実態を正確に捉えていると考えられる。すなわち、現在の証券決済においては、クリアリング等の機能が発達した結果、譲渡人口座と譲受人口座双方において、同額同数の証券が同時に増減記帳されるケースはむしろ稀であり、個別の証券の取引に焦点を当てるのではなく、資金と同様、ポートフォリオとしての合算額に着目して証券取引や決済がなされているというのがより実態に近いように思われる。

また、決済システムの複雑化に伴い tracing が困難になっていることや、投資家にとって決済の過程がブラック・ボックス化していること等を踏まえると、伝統的な善意取得制度を証券決済において維持することに疑義が生じることも当然である。金融市場における回転売買等の実態を前提とした場合には、譲渡人と譲受人の紐付けが正確に出来るかは、理論的には兎も角、実際上の問題としては極めて困難であるという他ない。さらに同教授は、口座管理機関がその負担において投資家の取引安全の保護を図るべきとの基本的な考え方を示しているが、そうした見解についても、口座管理機関が決済実務を取り仕切っており、決済のリスク管理を最も容易に行い得る立場にいる以上、法政策的にも肯定される側面が存在していると言わざるを得ない。

もっとも、こうした信託的構成についても、クリアすべき理論面での問題点は存在するのであって、今後、そうした点について、更に踏み込んだ研究を行っていく必要があるものと思われる。

第一に、Einsele 教授は、間接保有証券にかかる投資家の権利を債権的請求権であると構成したうえで、これに「擬似物権的な強化」(quasidingliche Verstärkung)を加えたものと位置付けている。しかしながら、間接保有証券にかかる債権的な請求権についてのみ何ゆえにこうした物権的な強化が図られるべきなのかが説明されていない。同教授の提唱する見解は、間接保有証券にかかる投資家の権利保護を現状の水準に保つ一方で、法理論面での構成を国際的なスタンダードと考えられているものに近づけるという実際的な問題意識が強く、それを重視する余り、「物権と債権の相克」に関わる根源的な議論が十分に尽くされていない感を受けるのである。

第二に、第一の論点とも関わるが、信託にかかる「直接性の要件」(Unmittelbarkeitserfordernis)を巡る取扱いが不十分であることが挙げられる。ドイツにおいては、従来より、信託の成立要件としては、寄託者から受託者に直接実際に信託財産を手渡すことが必要であるとされ、受託者が帳簿上目的物にかかる権利の取得を行ったり、あるいは信託財産の目的物についての債権的な引渡請求権を取得するだけでは、この直接性の要件を満たさないとされてきた⁷³⁾。Einsele教授は、明らかに他人の金銭を保管・管理する目的で設定された信託勘定に金銭を振替えるようなケースはこの直接性要件の適用が除外されとした判決例⁷⁴⁾を根拠として、間接保有証券にかかる投資家の権利についても同様に扱うべきであると主張している⁷⁵⁾。もっとも、この点については、従来より、証券帳簿における貸方記帳では直接性の要件は満たされないとの見解⁷⁶⁾が有力であり、こうした従来の見解との整合性をどのように採っていくかが問題になるであろう。さらには、Einsele教授は、第一の論点においては間接保有証券にかかる投資家の権利と金銭債権とを分けて考えることに組しつつ、他方で直接性の要件に関しては、金銭債権にかかる判例に引き付ける形

⁷³⁾ R.Serick, Eigentumsvorbehalt und Sicherungsübertragung, die einfache Sicherungsübertragung – Erster Teil Band II, 1965, §19 II 2; BGH 14.7.1958, WM1958, 1044, 1045; BGH 7.4.1959, WM1959, 686, 688; BGH 1.7.1993, WM1993, 1524.

⁷⁴⁾ BGH 5.11.1953, NJW 1954, 190 191.

⁷⁵⁾ D.Einsele, a.a.O.(Fn.11), §9 Rdnr.72.

⁷⁶⁾ T.Heinsius/A.Horn/J.Than, a.a.O.(Fn.18), §22 Rdnr.44.

で間接保有証券にかかる投資家の権利を捉え、両者を統一的に把握しようとしているが、そうした議論の説得性についても検証を行っていくことが必要であると思われる。

第三に、Einsele教授は、信託的構成を採用する最大のメリットを、抵触法の領域においてハーグ条約との整合性を確保し得る点に求めているが、決済システムの安定性確保の観点に立ったハーグ条約に対する批判的検討が十分行われていないように思われる。欧州中央銀行は、2005年3月に同条約に対するスタンス・ペーパーを公表し、その中で、主として資金決済におけるリスク管理の厳格化を図る観点から、その規定内容の問題点を指摘し、同条約に反対する姿勢を明確に表明している⁷⁷⁾。すなわち、ハーグ条約のように証券決済に当事者自治の原則を大幅に取り入れた場合には、資金決済にかかる担保証券を処分するといった緊急事態において、担保目的物の処分について参加者ごとに準拠法が異なることになるが、これでは、参加者を問わず一律に単一の準拠法により処理されるケースに比べて法的不確実性が増すことは避けられないとの判断に基づくものである。間接保有証券にかかる抵触法ルールを論じるに当たっては、①末端投資家には、口座単位で準拠法を統一することにより証券の種類ごとに準拠法が区々になることを回避し、口座管理証券を一括して担保として差し入れることで、直近上位の仲介金融機関から信用供与を円滑に受けたいというニーズが存在していること、②資金決済システムの運営主体は、担保証券を迅速に処分し早期のファイナリティ確保を目指すため、参加者を問わず単一の準拠法により規律したいとのニーズを有していること、という2つの点を念頭に置く必要がある。大まかに言えば、ハーグ条約は①の問題を解決することを目的に採択されたものである一方、欧州中央銀行の主張は②の問題を意識して展開されたものであり、それぞれ異なるレベルの問題を議論の対象に据えていると考えられる。ハーグ条約の規定により、上記①のような末端投資家のニーズが充たされるほか、証券決済プロパーの視点から見れば、準拠法の明確化を通じて証券決済そのものの法的安定性が高まるというメリットがあることは言うまでもない。しかしながら、他方において、銀行間資金決済における安定性の確保という要請はいわばpublic policyであり、資金決済におけるファイナリティを早期に付与することはシステミック・リスクの回避にとって必要不可欠な要素である。然るに、欧州中央銀行が主張する上記②の要請にも十分な留意を払いつつ、ハーグ条約の規定内容の適否を慎重に判断していく必要があると考えられる⁷⁸⁾。加えて、Einsele教授は、実質法の領域において、間接保有証券にかかる投資家の権利を債権的請求権と構成しつつも、「擬似物権的な強化」という特別な保護ルールを設けている以上、抵触法の領域においても、「債権＝当事者自治の原則」という単純な思考に囚われる必要はなく、実質法の領域同様に、間接保有証券にかかる権利が物権的な性格を帯びていることを踏まえて、特別なルール・メイキングを行う余地も十分にあるのではないかと考えられる。従って、ハーグ条約に規定されるような当事者自治の大幅な導入が、信託的構成を採用することの論理的な帰結であると速断するのは妥当ではないであろう。

⁷⁷⁾ European Central Bank, supra note 5.

⁷⁸⁾ 嶋・前掲注34) 239頁。証券決済システムの運営主体の多くは、参加者である仲介金融機関との口座開設契約において、準拠法指定の条項を設けており、ハーグ条約の当事者自治の原則を貫徹させたとしても、欧州中央銀行が懸念するような事態は実際あまり生じないと考えられる。但し証券決済システムの運営主体は、システムの安定性確保を一層推し進める観点から、参加者に対して、顧客との間の口座開設契約においても、システム運営主体と参加者との間で指定したのと同じ準拠法を指定するように働きかけることが想定される。もっとも、こうした事案では、ハーグ条約に規定するreality testとの関係で、かかる準拠法指定が否定されるケースもあり、その実効性には自ずと限界があると考えられる。

4. 結語

Einsele教授の信託的構成は、実質法や抵触法の領域における統一ルールの設定という国際的な取組みを念頭に置きつつ、英国の伝統的通説を参照し構築されたものと考えられるが、他方、その英国においても、近年新たな考え方が提示されるに至っている。英国では、従来より信託的構成を採用してきたが、そこでは、間接保有証券に対する投資家の権利は、エクイティ上の権利（equitable rights and interests）とされ、その権利は中央振替決済機関に保管されている証券から派生するものと考えられてきた⁷⁹⁾。しかしながら、Goode教授等⁸⁰⁾は、英国法の下において、投資家がオムニバス口座を通じて証券に対する権利を保有している場合に、当該投資家の権利は対人権（personal rights）と仲介金融機関が保有しているものに対する共有権（co-ownership）からなるが、それらは中央振替決済機関に保管されている証券とは分離されたものとする。投資家は自らが口座を保有する直近上位の口座管理機関に対してのみ権利を行使しうるのであって、米国のUCC第8編に規定されるセキュリティ・エンタイトルメント（security entitlement）と基本的な枠組みを一にするとの見解を提唱している。

このように、近年、間接保有証券にかかる法領域に関して、欧州における状況は国際的なルール統一化の流れを踏まえて、ドイツでは英国に、英国では米国に、それぞれ考え方を近づけようとする新たな試みがなされているのに対して、我が国では、法改正がなされたものの、その解釈は従来の物権的構成という枠組みに基づいて行われる傾向が強いように思われる。我が国においては、社債、株式等振替法に基き、近い将来において、有価証券の完全なペーパーレス化が実現することが予定されている⁸¹⁾。新たな法制度の下で、従来から存在している証券決済システムが稼働することになるが、研究者や実務家の中では、こうした新たなペーパーレス法制の下でも、引続き従来からの物権的構成に依拠することを示唆する記述が散見される。例えば、岩原紳作教授は、「わが国では、平成14年改正社債等振替法も階層構造を導入したが（同法2条7項等参照）、UCC第8編のような構成は採らず、証券の同一性を保持する物権的構成を維持した」⁸²⁾としているほか、より具体的には「わが国の社債等振替法は、UCC第8編のように特定性を否定する方向は採らず、（中略）有価証券の特定性の法理は維持したまま、口座への誤記等から生じる問題に対処している」⁸³⁾と論じている。また、森田宏樹教授も、同様の見解に立って議論を展開している⁸⁴⁾。実務界でも、坂本哲也＝渡邊誠両氏が「セキュリティ・エンタイトルメントの「譲渡」といっても、同一の権利の証券取得でないことなど、UCC第8編と社債等振替法とは権利移転の法律構成がそもそも大きく異なることに留意する必要がある」⁸⁵⁾と指摘しており、やはり新法の下でも証

⁷⁹⁾ G.Davies, *supra* note 3, 73.

⁸⁰⁾ R.Goode, *Legal Problems of Credit and Securities*, 2003, §6.11ff; G.Davies, *supra* note 3, 73.

⁸¹⁾ 社債、株式等振替法の概要については、高橋康文編著・尾崎輝宏著『逐条解説社債、株式等振替法』（金融財政事情研究会、2004年）を参照。

⁸²⁾ 岩原紳作『電子決済と法』（有斐閣、2003年）79頁（注188）。

⁸³⁾ 岩原・前掲注82）80頁。

⁸⁴⁾ 森田宏樹「有価証券のペーパーレス化の基礎理論」IMES DISCUSSION PAPER SERIES No.2006-J-23（日本銀行金融研究所、2006年）47-50頁。

⁸⁵⁾ 坂本哲也＝渡邊誠「社債等振替法の下での決済ファイナリティとDVPに関する一考察」日本銀行信用機構室ワーキングペーパーシリーズ03-No.1（2003年）3頁（注6）。

券もしくは権利の同一性が維持されるとの見解を示している。

我が国の現行法下において物権的構成を維持することの是非については、即座に結論を出せるものではないが、少なくとも言えることは、現行の社債、株式等振替法を虚心坦懐に読み限り、資金振替と同様に、証券振替についても、譲渡人口座の減額記帳と譲受人口座の増額記帳を別個のものとして整理し、必ずしも両者の「物権」としての同一性を確保することまでも要求していないと解することも可能であるという点である⁸⁶⁾。とりわけ、すでに券面という物理的な存在を否定してしまった社債、株式等振替法の下において、券面の存在を前提とする物権的構成を維持することが可能か疑問なしとしない。仮に同一性を担保し得るとすれば、それは金銭的価値の同一性といったものではないかと考えられる。すなわち、本稿で見えてきたように、ドイツでは未だ完全なペーパーレス化が実現していないものの、券面の有無に拘らず間接保有証券にかかる法的構成を信託的・債権的構成として統一的に理解し、一部の債権的請求権について擬似物権的な保護を及ぼそうとするEinsele教授のような学説が出現しているが、我が国においても、完全なペーパーレス化の実施を契機として、こうした海外における新しい議論等を踏まえつつ、「券面」から「価値」に重点を移し、実質的に投資家の保護や取引の安全が従前同様に図られる法的メカニズムを構築していく必要があるのではないかとと思われる。社債、株式等振替法の現行規定をどのような法理に基づき解釈していくかは、その法解釈全体の整合性をいかに無理なく保ち得るかという点にかかっているのであって、それは物権的構成以外の解釈枠組みを模索することを否定するものではないという点に十分配慮しておく必要があろう。

また、他方において、資金決済と証券決済を口座振替システムにかかるルールの下で統一的に説明するとして、両者の線引きをどこで行うかという問題がある。この点はEinsele教授の議論においてややもすると十分な説明がなされていないように思われる。従来我が国においても、金銭的価値の所有権や物権的返還請求権といった議論が展開され、金銭的価値を物権的なルールに服せしめる可能性が議論されてきた⁸⁷⁾が、その議論について十分な深化がなされていないのが現状である。もはや、証券という券面が擬制され得ない完全なペーパーレス化の下では、証券に化体・表象されていた権利も、単なる金銭債権も形式的な相違はないはずである。にもかかわらず、主として前者にのみ「物権的な権利強化」を図る理由を見出すためには、こうしたより強い保護を付与すべき金銭的価値にかかる要件（例えば、「特定性」の要件等）を明確化すること等を通じて、前者と後者の間の線引きを推し進めていく必要があると考えられる。

（追記）

なお、本稿は、国際コミュニケーション基金の平成16年度受付分助成対象研究『電子金融取引・決済の潮流とその法的枠組』における研究成果の一部でもある。末尾であるが、関係者の皆様方

⁸⁶⁾ 森田宏樹教授は、「社債・株式振替法において、口座振替が権利の消滅および権利の成立と構成されていないことは明らかである」と主張される（森田・前掲注84）49頁（注174）が、同法の規定を見る限り、この主張には直ちに賛同し得ない。確かに、同法には、口座振替を権利の消滅とそれと別個の権利の成立として構成していることを指し示す規定振りは存在しないが、他方において、口座振替について証券や権利の同一性を担保する規定振りが存在していないのも事実である。なお、善意取得の規定（同法77条）は物権的構成を前提としているかのようであるが、伝統的な善意取得とは指し示す内容が異なっており、同法が物権的構成を採用しているとする説得的な論拠とはなり得ない。

⁸⁷⁾ 我が国における議論の経緯を論じるものとして、森下哲朗「電子社会と金融ペーパーレス化時代の私法理論試論」・中里実＝石黒一憲編著『電子社会と法システム』（新世社、2002年）205頁以下を参照。

に謹んで謝辞を申し上げる。

また、校正作業の段階で、森下哲朗「国際的証券振替決済の法的課題（４）」上智法学第 50 巻 4 号 45 頁以下（2007 年）に接した。本稿と同じくドイツにおける証券決済の法的枠組みについて理論的検証を行ったものであるが、他方で、森下教授の論稿は、ドイツの理論状況についてより包括的で詳細な説明を加えている。

参考文献

岩原紳作『電子決済と法』（有斐閣、2003 年）

河本一郎『有価証券振替決済制度の研究』（有斐閣、1969 年）

河本一郎『有価証券法研究』（成文堂、2000 年）

坂本哲也＝渡邊誠「社債等振替法の下での決済ファイナリティと DVP に関する一考察」日本銀行信用機構室ワーキングペーパーシリーズ 03-No.1（2003 年）

嶋拓哉「国債振替決済制度をめぐる実体法上の考察（Ⅲ）－社債等振替法に準拠した新制度への移行を踏まえて－」商事法務 1694 号 40 頁以下（2004 年）

嶋拓哉「資金決済におけるファイナリティ概念について－ファイナリティ概念の多義性を巡る法的検証」・金融庁金融研究研修センター『FSA リサーチ・レビュー2006』（2007 年）221 頁以下

高橋康文編著・尾崎輝宏著『逐条解説社債、株式等振替法』（金融財政事情研究会、2004 年）

藤池智則「外国証券取引の実質法上の検討の深化を望む」金融法務事情 1798 号 1 頁（2007 年）

森下哲朗「電子社会と金融－ペーパーレス化時代の私法理論試論」・中里実＝石黒一憲編著『電子社会と法システム』（新世社、2002 年）205 頁以下

森田宏樹「有価証券のペーパーレス化の基礎理論」IMES DISCUSSION PAPER SERIES No.2006-J-23（日本銀行金融研究所、2006 年）47-50 頁

A.O.Austen-Peters, Custody of Investments-Law and Practice, 2000.

H.Bamberger/H.Roth, Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Band 3, 2003.

A.Baumbach/K.Hopt, Handelsgesetzbuch, 32.Aufl., 2006.

J.Benjamin, Interests in Securities, 2000.

C.Canaris, Bankvertragsrecht, 2.Aufl., 1981.

P.Czermak, Der express trust im internationalen Privatrecht, 1986.

G.Davies, Using intermediated securities as collateral: equitable interests with inequitable results?, Butterworths Journal of International Banking and Financial Law, February 2007, 70ff.

D.Einsele, Wertpapierrecht als Schuldrecht: Funktionsverlust von Effektenurkunden im internationalen Rechtsverkehr, 1995.

D.Einsele, Wertpapier im elektronischen Bankgeschäft, WM 2001, 7.

D.Einsele, Bank- und Kapitalmarktrecht, 2006.

D.Einsele, Das Treuhandmodell als Alternative zum geltenden Recht, in T.Baums/A.Cahn (Hrsg.), Die Zukunft des Clearing und Settlement, 2006, 3.

H.Erman, Bürgerliches Gesetzbuch, 11 neubearbeitete Aufl., 2004.

European Central Bank, Opinion of the European Central Bank of 17 March 2005, at the request of the Council of the European Union on a proposal for a Council decision concerning the signing of the Hague Convention on the Law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary (COM(2003)783 final)(CON/2005/7), OJ2005/C81/08.

R.Goode, Legal Problems of Credit and Securities, 2003.

R.Goode/H.Kanda/K.Kreuzer, Explanatory Report on the Hague Securities Convention, 2005.

T.Heinsius/A.Horn/J.Than, Depotgesetz, Kommentar zum Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren v. 4. Februar 1937, 1975.

U.Hintzen/U.Höppner/P.David, Erfolgreiche Zwangsvollstreckung, 3.Aufl., 1999.

A.Hueck/C.Canaris, Recht der Wertpapiere, 12.Aufl., 1986.

M. Krieger, Die Zwangsvollstreckung in Wertpapiere, 1950.

S.Kümpel, Depotgeschäft, in Bankrecht und Bankpraxis, 8.Teil: Depotgeschäft, Band 4, Stand Januar 2002.

S.Kunst, Zwangsvollstreckung in Wertpapiere, 2004.

R.McCormick, Legal Risk in the Financial Markets, 2006.

G.Opitz, Depotgesetz, Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren v. 4. Februar 1937, 2.Aufl., 1955.

Preliminary Draft Unidroit Convention on Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with an Intermediary, Uniform Law Review 2005-1/2, 10ff.

R.Serick, Eigentumsvorbehalt und Sicherungsübertragung, die einfache Sicherungsübertragung – Erster Teil Band II, 1965.

F.Stein/M.Jonas, ZPO Kommentar, Bd.IV/1 und 2, 20.Aufl., 1986.

F.Stein/M.Jonas/W.Münzberg, Kommentar zur Zivilprozessordnung, 23.Aufl., 2002.

K Stöber, Forderungspfändung, Zwangsvollstreckung in Forderungen und andere Vermögensrechte, 13.Aufl., 2002.

K.Stüdemann, Der Effektenbestand in West-Deutschland als materielle Grundlage der allgemeinen Einführung von Bucheffekten, Abhandlungen aus dem Industrieseminar der Universität zu Köln, Heft 22, 1966, 53.

J.Than, Kapitalmarkt und Globalurkunde, Festschrift für Theodor Heinsius, 1991, 809.

J.Than, Neue Rechtsentwicklungen für den grenzüberschreitenden Effektenverkehrsverkehr, in Festschrift für S.Kümpel, 2003, 534.

H.Thomas/H.Putzo, ZPO, Mit Gerichtsverfassungsgesetz und den Einführungsgesetzen, Kommentar, 18. Aufl., 1993.

M.Vereecken/A.Nijenhuis(ed.), Settlement Finality in the European Union, 2003.

B.Wieczorek/R.Schütze, ZPO Kommentar, IV, 2.Aufl., 1981.

W.Zimmermann, ZPO Kommentar, 6.Aufl., 2002.

R.Zöller, Zivilprozessordnung, 24.Aufl., 2004.

A.Zöllner, Die Zurückdrängung des Verkörperungselements bei den Wertpapieren, Festschrift für Ludwig Raiser, 1974, 249.