

CRESTにおける無券面化された株式制度の検討

東京大学大学院修士課程民刑事法専攻
経済法務専修コース 小田正人(26111)

．はじめに

2001年以降わが国の商法改正はかつてない早さと規模で実施されており、2001年4月18日に法務省参事官室から公表された「商法等の一部を改正する法律案要綱中間試案」の中で残されたものは少なくなった。その残された主なものとしては、株券不発行制度の導入があげられる。現行法では、会社はその成立後又は新株の払込期日後遅滞なく株券を発行しなければならず(商法226条1項)、例外的に株主が望む場合に株券不所持制度(同226条ノ2)が認められている。ただ株券不所持株主であっても、株式を譲渡する場合には株券の発行を受けた上で譲受人に対して株券を交付することが必要である(同205条1項)。一方株券不発行制度は、「会社は、定款で、株券を発行しない旨を定めることができるものとする」¹とあるように、そもそも株式を無券面化する制度であることから、株式の発行、取得、保持、譲渡等それぞれの段階において株券が無いことを前提に法律的、手続的な構成が構築されることとなる。特に、株式の譲渡について取締役会の承認を要しない会社は、その株主に振替制度の利用を保障することが不発行制度導入の要件とされているが²、この振替制度をいかに構成するかが最大の議論となっている。

ところで、1984年に施行された「株券等の保管及び振替に関する法律」(以下保振法)による保管振替制度の浸透により、公開会社株券の保管振替機関(株式会社証券保管振替機構)への預託率は50%を超えるに至った³。株券の保管振替制度は、株券等の有価証券を保管振替機関に集中保管し、株券等の有価証券の受渡しを実際の券面の移動を伴うことなく、保管振替機関や参加者の管理する帳簿上の口座の振替によって行う制度である。たしかに保管振替機関への預託率が上昇するに伴い決済システムの効率化は進んできたが、現行の保管振替制度は参加者口座簿または顧客口座簿への記載をもって株券の交付とみなし(保振法27条)、また預託株主に保管振替機構に対する株券返還請求権を認めるように(同28条)、法律構成上でも株券の存在が必須の前提となっている。

このような状況を前提に株券不発行制度の導入が検討されている趣旨は、以下の三

¹ 「商法等の一部を改正する法律案要綱中間試案」第六-1

² 「商法等の一部を改正する法律案要綱中間試案」第六-1注1

³ 株式会社証券保管振替機構ホームページ <http://www.jasdec.com/> 2002年3月末における取扱社数は3,610社、保管残高は1,915億株である。

点である⁴。第一に、実際に株券を交付して譲渡することは少なくなったこと(いわゆる株券の不動化)、第二に、特に大規模公開会社においては、株券の発行費用や手間が膨大なものとなること、第三に、証券決済において大量かつ迅速な取引を円滑に行うために決済期間の短縮化が必要なことである。思うに、保振法が施行された1984年はもとより保管振替制度が稼動した1991年と比べても、現在のコンピュータシステムの発展は目覚ましいものがある。会社法の世界でも議決権行使の電子化の導入が可能になったことに象徴されるように、従来紙ベースで行われてきたものがコンピュータシステムに取って代わられるのは時代の趨勢ともいえる。また一方で、世界的な証券決済システムの効率化の流れは、すでにわが国のはるか先を行く感があり、各国で株式の無券面化を前提とした新たな法律的構成・手続的構成を構築し、さらにEU圏内ではクロスボーダーの証券決済を行う国際証券決済機関(International Central Securities Depository : ISCD)を軸にした合従連衡が行われるなど動きが激しい分野である。また、アメリカにしても、2005年6月に決済期間の短縮化(約定日の翌日決済化)達成を目指している。

そこで本稿ではわが国における株券不発行制度の実現を控えて⁵、具体的な制度としてイギリスにおける証券決済システムであるCRESTについて検討してみることとする。CRESTとは、従来イギリスでも決済において株券他書面を必要とされていたところ、1990年代後半に株式を無券面化することにより効率化された決済システムを実現したものである。もちろんイギリスで一般に発行されている株券とわが国において発行されている株券では、その法的性質に差異があるが、株式自体を無券面化したこと、および従来の券面有での決済を抱合する形で効率的な決済システムを構築したことから非常に興味深く、また今後のわが国での株式無券面化を検討・理解するに有益であると思われる。

なお、CRESTの適用証券は株式に限られないが、本稿では株式についての部分を論じることとしたい。

．CRESTの概要

1. CRESTの発足

CRESTとは、イギリスにおいて現在稼動する証券決済システムであり、従来からの株券等の券面が有る(certificated form)証券と無券面化された(uncertificated form)証券の両方に対応している。このCRESTを法的に基礎付けているのは、1989年会社法

⁴ 法務省ホームページ審議会情報「法制審議会会社法(株券の不発行等関係)部会会議事録」
<http://www.moj.go.jp/SHINGI/index.html>

⁵ 前掲法務省ホームページ審議会情報によれば、改正要綱案の作成(2003年8月)を経て、2003年秋の臨時国会に改正法案として提出される予定である。

207 条であり、同法に基づき制定された Uncertificated Securities Regulation 2001 と呼ばれる規則である。1989 年会社法 207 条は、国務大臣は証券についての権限を書面なしに証明し移転することを可能にする規則を制定することができるとしている。規則については、当初 Uncertificated Securities Regulation 1995(以下旧 USR)が制定・施行されていたが、現在は決済におけるリスク削減を主目的に改正⁶された Uncertificated Securities Regulation 2001(以下 USR)が 2001 年 11 月 26 日から施行されている。USR は第 2 条で目的と基本的な定義を、「(1)この規則は、証券単位に対する権利が券面以外の方法で証拠付けられ、書面以外の方法で譲渡され、補完・付随する規則が作成されることを可能とする。この規則において関連システム(relevant system)とは、コンピュータによるシステム及び手続きであり、証券単位に対する権利を書面無しに証拠付けて譲渡することを可能にして、また補完・付随する事柄を容易にするものである。(2)この規則により証券単位に対する権利が券面以外の方法で証拠付けられている場合には、その権利の譲渡については本規則の拠るところとなる。」と規定する。上記のように、CREST および USR の特徴の一つは、強制参加システムではなく、システム運営会社(CRESTCo.)、発行会社、個々の株主の三者の承諾に基づく任意のシステムであることである。また、上場会社に限定された制度ではない。

CREST を運営するのは CRESTCo. Limited という私会社(private company)である。CRESTCo.が設立される前に、ロンドン証券取引所による会社証券の強制的な無券面化を企図していたトールスプロジェクト(Taurus project)が 1993 年に中止された。これを受けてイングランド銀行が主導して、費用効率性の高い決済システムへの改善を主眼に CREST と呼ばれる新しい決済システムを構築することとなった。そして CRESTCo.は、1994 年に新しい決済システムを所有し運営する会社として設立された。その株主は現在 96 人で、証券取引所・証券会社・銀行他エクイティ市場の各部門を代表する機関等である。1996 年 7 月からロンドン証券取引所の券面有を前提とした決済システムであるタリスマン(Talisman)から CREST への移行が開始され、1997 年 4 月には引継が完了した。これにより、ロンドン証券取引所の株式受渡し・決済部門が CREST に移管されたことになった。その後、スイス・ドイツ・アメリカ等諸外国の決済機関とのリンクを積極的に確立した。そして 1999 年 5 月にはイングランド銀行の一部門でイギリス国債・公共債の受渡し・決済業務を行っていた CGO(Central Gilts Office)の監督権限を、同年 9 月には短期金融商品の受渡し・決済業務を行っていた CMO(Central Moneymarkets Office) の監督権限を譲り受け、順次株式と同じシステムを導入しつつある。これにより、イギリスにおける各種証券の証券決済機関(Central Securities Depository : 以下 CSD)としての地位を確立している。

⁶ 改正の趣旨は、英国財務省の consultation document である HM Treasury, Modernising Securities Settlement Part ~ Part に詳述されている。

http://www.hm-treasury.gov.uk/Consultations_and_Legislation/Modernising_Securities_Settlement/consult_mss_index.cfm

2.イギリスにおける株式の取得(株券の存する場合)

CREST について詳しく論じる前提として、イギリスにおいて株券が存する場合にどのような方法で株式が取得されるかについて確認しておくこととしたい。

まずイギリスにおける株券であるが、法制度上は2種類ある。share certificate⁷と share warrant to bearer⁸である。以下その機能面を重視して share certificate を登録式株券、share warrant to bearer を非登録式株券と記載することにする。ただ実際のところ、非登録式株券がイギリスの投資家及び会社の双方にとってメリットが感じられなかったことから、イギリスの会社の株式は、ほぼ全てが登録式株券で非登録式株券はほとんど発行されていないといわれている⁹。具体的には、紛失・盗難の場合に非登録式株券は登録式株券に比べて権利を喪失する危険が高いこと、非登録式株券は株券自体に高い印紙(6%)を貼付する必要があること、会社が株主との接触に新聞紙による公告が必要となることがあげられる。そこで、登録式株券が発行されることを前提にイギリスにおける株式の取得について確認する。

イギリスにおける株式の取得の最大の特徴は、株主名簿(register of members)に登録されてはじめて株主となることである¹⁰。その前提として全ての会社は、株主名簿を作成して法定記載事項につき登録する義務を負う¹¹。株主名簿の法定記載事項は、株主の氏名・住所と 株主として登録された日(つまり株主となった日)、そして 現在は株主でない場合には株主でなくなった日である¹²。さらに株主の氏名・住所に付随して、各株主が保有する株式の明細を登録しなければならない¹³。この株主名簿への登録は、イギリス法上は一応の証拠(prima facie evidence)であるとされる¹⁴。また会社には、株券(share certificate)を株主名簿への登録後一定期間内に発行する義務がある¹⁵。この株券であるが、株券自体は権利を表章するものではなく、株券を交付等しても権利の移転等が生じるわけではない。株券は、一応の証拠(prima facie evidence)であるとされ¹⁶、またその時点で株券に記載された者が株式を取得したことを示す証拠

⁷ 1985 年会社法 § 185 ~ 187

⁸ 1985 年会社法 § 188(1)(2),355 非登録式株券は、全額払込済の株式につき定款に授權されていれば発行が可能である。登録式株券と異なり券面の交付のみで譲渡が完結することから、流通証券(negotiable instrument)としての性格を有する。発行する場合には、株主名簿から株主の氏名を削除して非登録式株券の発行の事実・日付・株数を記載する。

⁹ L.C.B.Gower, Gower's Principle of Modern Company Law (6th ed. 1997, Sweet & Maxwell) P.329

¹⁰ 1985 年会社法 § 22(1)(2)

¹¹ 1985 年会社法 § 352(1)

¹² 1985 年会社法 § 352(2)

¹³ 1985 年会社法 § 352(3)

¹⁴ 1985 年会社法 § 361

¹⁵ 1985 年会社法 § 185(1)

¹⁶ 1985 年会社法 § 186(1)

であって、その時点以降も権利者であったことを示すものではない¹⁷。株主名簿の登録と株券のいずれもが一応の証拠ということになるが、株主名簿のほうが一般的に優先的な効果があるといわれる¹⁸。肝心なのは、誰が登録されるべき権利(資格)を有しているかということになる。つまり、株券は有価証券ではないことから善意取得のように無権利者からの譲受人を保護する制度はなく、また株券に優先する一応の証拠である株主名簿にしても、その記載への信頼を根拠に善意取得を認めるという構成にはなっていない¹⁹。

株式を新株発行により会社から取得する場合には、まず新株の申込をした者に対して割当証が交付されるが、これにより株主となる合意が完結することになる。そして、株主名簿に割当人の氏名が登録された時点で株主となり²⁰、新しい株券が割当から一定期間以内に会社から株主に対して発行される²¹。

株式を他の株主からの譲渡により取得する場合は、株式を売買する契約の締結、譲渡証書と株券の交付、会社と譲受人の同意及び名義書換という三段階に分かれている。契約成立後、譲渡人は正当な譲渡証書を作成して株券とともに譲受人に交付し、譲受人は会社に譲渡証書と株券を会社に提出して名義書換を請求する。株式の譲渡は適法な譲渡書類(*proper instrument of transfer*)によってなされなければならないが、会社が適法な譲渡書類によらない譲渡で名義を書き換えることは違法となる²²。この規定の主たる目的は、譲渡証書に貼付する印紙税の徴収を確保することである²³。そして名義書換が終了してはじめて、会社との関係でも第三者との関係でも完全に株主となり、新しい株券が登録から一定期間以内に会社から株主に対して発行される²⁴。

・ CREST における株式の無券面化

1. CREST における当事者

CREST は、オペレーター、参加発行体、システム参加者によって構成される。

¹⁷ 1985 年会社法 § 184(1)

¹⁸ 前掲 L.C.B.Gower P.344

¹⁹ 神田秀樹 = 山田誠一 = 神作裕之 = 藤田友敬「日本の証券決済法制のあり方 民事基本ルールを中心として」(財団法人証券振替機構 2000) P.6 ~ 7

²⁰ *Butterworths Company Law Guide*, James Thorne(general editor), Dan Prentice(consultant editor) P.64 また、割当人は割当証を第三者に交付することにより、株主となる権利を実質的に譲渡することも可能である。この場合には、定められた期間内に株主となる者の署名を割当証に記載して会社または会社の株式登録機関(registrar)に提出される必要がある。前掲 L.C.B.Gower, P.334

²¹ 1985 年会社法 § 185(1)(a)で定める期間は 2 ヶ月であるが、ロンドン証券取引所の上場規則等ではより短い期間が規定されている。

²² 1985 年会社法 § 183(1)

²³ James Thorne, Dan Prentice, *Butterworths Company Law Guide* P.170

²⁴ 1985 年会社法 § 185(1)(b) で定める期間は 2 ヶ月であるが、ロンドン証券取引所の上場規則等ではより短い期間が規定されている。

オペレーター(Operator)とは、USR に基づき関連システムのオペレーターとして英国財務省から承認された者である。CRESTCo は CREST システムの運営会社であり、かつ USR の規定するオペレーターとしてシステムの中心的役割を担う。USR の規定上は誰でも承認申請してオペレーターになることが可能であるが、現状 CRESTCo が唯一のオペレーターであり、CREST システムが唯一の関連システムである。わが国の株券保管振替制度における株式会社証券保管振替機構に相当する機関といえよう。

参加発行体 (participating issuer) とは、参加証券(participating security、オペレーターから関連システムを通して譲渡することが許可されている証券)を発行している主体のことである。CREST は任意のシステムであることから、ある株式がオペレーター登録簿に登録されて CREST の関連システムで取引されるためには、オペレーターによる認定とともに、当該発行会社が、当該株式を券面無しで保有しかつ関連システムで譲渡されることを認めていることが必要である²⁵。

システム参加者 (system-participant) とは、関連システムに関して、適正に認証された電子化された指図を送信し受信することをオペレーターから許可された者である。システム参加者のうち、他人に帰属せしめられる適正に認証された電子化された指図を送信し、他人のために適正に認証された電子化された指図を受信することをオペレーターから許可された者のことを、スポンサーリングシステム参加者 (sponsoring system-participant) といい、一般に証券会社が該当する。

2 . USR 特有の制度(規定)

上記の当事者以外にも USR には、株式の無券面化を実現するために 1985 年会社法等一般法には見られない特有の制度(規定)や旧 USR と大きく異なった点がある。以下主要なものを論じる。

(1)電子化された指図(dematerialised instruction)

関連システムにおいて送受信されるコンピュータによる指図のことである。オペレーターが発する電子化された指図はオペレーター指図 (Operator-instruction) であり、参加発行体が発する電子化された指図は発行体指図(issuer-instruction)である。有券面株式の譲渡に必要とされる株券や譲渡証書という書面のかわりに、無券面株式の譲渡に必要とされるものである。CREST はクローズドなシステムネットワークであるが、電子化された指図は、有券面株式の譲渡において株券や譲渡証書が適法な譲渡書類であることが要求されるのと同様に、USR やオペレーター規則その他に従って適法に認証されたものである必要があ

²⁵ USR.14

る²⁶。

(2)株主名簿(register of members)

株主名簿とは前述の通り、そこに登録された者が株主となる法的効力を有するものである。USRにおいては、株主名簿について1985年会社法上の一般原則を修正して、株主名簿とは発行体登録簿(issuer register of members)とオペレーター登録簿(operator register of members)の双方、またはどちらかを意味するものと定義する²⁷。この規定の趣旨は、USRに基づく無券面株式を保有する株主については、発行会社の管理する登録簿ではなくオペレーターの管理するオペレーター登録簿への登録をもって株主とするところにある。つまりUSRでは、発行体登録簿とオペレーター登録簿への登録の効果に、株主名簿への登録と同じ一応の証拠としての効力を認めた²⁸上で、有券面株式を保有する株主については発行体登録簿への登録、無券面株式を保有する株主についてはオペレーター登録簿への登録をもって株主となるとしたのである。

発行体登録簿は、参加発行体が作成しなければならない株主の登録簿である²⁹。発行体登録簿の法定記載事項は、株主の氏名・住所、株主として登録された日(つまり株主となった日)、そして現在は株主でない場合には株主でなくなった日である³⁰。さらに株主の氏名・住所に付随して、券面が有る株式につき各株主が保有する株式の明細を登録しなければならない³¹。

オペレーター登録簿は、オペレーターが各参加発行体について作成しなければならない各参加発行体の株主の登録簿である³²。オペレーター登録簿の法定記載事項は、無券面化された株式を保有する株主の氏名・住所と各株主が保有する無券面化された株式の明細等である³³。

ところで、発行体登録簿には有券面の株式を保有する株主と無券面の株式を保有する株主の両者の氏名・住所が混在して登録され、有券面の株式については各株主が保有する株式の明細が株主の氏名・住所に付随して登録されているが、無券面の株式についての明細は発行体登録簿にはなくオペレーター登録簿に登録されていることになる。そしてUSRは発行体登録簿の氏名・住所の登録は、その者が有券面株式を保有している登録がある場合か、オペレーター登録簿に無券面の株式を保有している登録がある場合にはじめて株主として扱うことができる

26 USR.3(2)

27 USR.3(1), USR 20(4)

28 USR.24(1)

29 USR.20(2)

30 USR.Schedule4.2(1)

31 USR.Schedule4.2(2)

32 USR.20(3)

33 USR.Schedule4.4(1)

と規定する³⁴。以上の通り発行体登録簿は、1985 年会社法 352 条で全ての会社に作成が義務付けられる株主名簿の記載内容とほぼ同じ内容であることから、両者は実質的に同一であるといえることができる。ただ、参加発行体は同じ内容のものを二重に作成する必要があるわけではない。参加発行体である会社は、1985 年会社法 352 条の適用対象から除外されており³⁵、発行体登録簿のみを作成すればよいことになる。一方で、会社や役員に対しては発行体登録簿についての不履行責任として、株主名簿についての不履行責任と同じ内容の罰則規定をおいている³⁶。

(3)無券面化された株式の記録(record of uncertificated shares)

参加発行体は、発行体登録簿に加えて無券面化された株式の記録を保持しなければならないと規定される³⁷。この無券面化された株式の記録の記載内容は、オペレーター登録簿に記載されている内容と可能な限り同じ事項が要求されることから³⁸、無券面化された株式を保有する株主の氏名・住所と各株主が保有する無券面化された株式の明細等が記録される。これは参加発行体の備える発行体登録簿は、上述の通り有券面株式についての明細の登録しかなく、無券面株式の明細の登録についてはオペレーター登録簿に存在することから、発行会社が無券面株式について把握する何らかの手段を設ける必要があるからである。これは、参加発行体が、自身が発行する株式の取引について管理し、公的な検査を可能にする状態の継続を確保することを意図したものである³⁹。参加発行体は、不可抗力で実行不可能でない限り、無券面化された株式の記録をオペレーター登録簿と恒常的に一致させなければならない⁴⁰。そして会社や役員に対しては、この無券面化された株式の記録につき株主名簿・発行体登録簿に関する不履行責任と同じ内容の罰則規定をおいていることから⁴¹、実質的に株主名簿の一部を構成するものであるといえる。以上のように無券面化された株式の記録は、わが国の保管振替制度における実質株主名簿と似た機能を有する。

(4)旧 USR(1995)との構成の相違

旧 USR(1995)における株主名簿(register of members) の定義は、1985 年会社

34 USR.24(3)

35 USR.Schedule4.2(4)

36 USR.Schedule4.2(5)、1985 年会社法 § 352(5)

37 USR.20(6)

38 USR.Schedule4.5(1)

39 前掲 HM Treasury, Modernising Securities Settlement Part .21

40 USR.Schedule4.5(2)

41 USR.Schedule4.5(4)

法 352 条に規定する株主名簿そのものであった⁴²。ただ、株主名簿への登録にあたり、各株主が保有する有券面株式と無券面株式の株数を区別して表示する義務が課されていた⁴³。旧 USR(1995)の構成は、CREST のオペレーター指図 (Operator-instruction)に従って株主名簿を書き換える義務が発行会社に発生するというものであった⁴⁴。しかしこのような構成をとると、証券取引の決済時点と権利の登録時点との間に、わずかではあるが時間的ギャップが存在しリスクが発生することになる。そこでこの時間的ギャップを解消して決済システムにおけるリスクを削減することが、旧 USR を改正した現 USR(2001)が制定された主な理由である⁴⁵。

3 . CREST における新株の発行

参加発行体は、無券面化された新株を発行するために、オペレーターに対して発行体指図(issuer-instruction)により、無券面化された新株の株主となる者の名前と株数をオペレーター登録簿に登録記載するように請求することができる⁴⁶。無券面化された株式の効力を発生させるには、オペレーター登録簿に記載する必要があるからである。ただ、新株の保有者が CREST のシステムメンバー (system-member、関連システムに関して、その者が保有する無券面化された証券の権利を関連システムにより譲渡することをオペレーターから許可された者)である場合に限られる。オペレーター登録簿に記載されることにより、はじめて新株発行の効力が発生すると同時に株主となる。

旧 USR においては、無券面化された新株の保有者が CREST のシステムメンバーに限定される点は共通するが、新株発行の効力自体は、参加発行体が自己の管理する株主名簿に無券面化された新株の保有者を登録すれば足りた⁴⁷。ただ、発行体指図によりオペレーターに対する通知は要求されていた。

4 . CREST における株式の譲渡

オペレーターは、無券面株式の譲渡の決済時に、以後株式につき有券面で保有する者に対する譲渡の場合を除いて、オペレーター自身のルールに則してオペレーター登

⁴² 旧 USR.3(1)

⁴³ 旧 USR.19(1)

⁴⁴ 旧 USR.23

⁴⁵ 前掲 HM Treasury, *Modernising Securities Settlement Part 2*。また、旧 USR における CREST 制度については、前掲神田他「日本の証券決済法制のあり方 民事基本ルールを中心として」(財団法人証券保管振替機構 2000) P.4 ~ 10

⁴⁶ USR.34(1)

⁴⁷ 旧 USR.20

録簿に株式の譲渡を登録しなければならない⁴⁸。このオペレーター登録簿への登録により当該譲受人は株主となる。そしてオペレーターは、オペレーター登録簿への登録をした場合には、直ちに関連する参加発行体に対して登録を通知するオペレーター指図を発しなければならない⁴⁹。これを受けた参加発行体は、無券面化された株式の記録(record of uncertificated shares)を変更することともに、一定の場合には発行体登録簿への登録をしなければならない。たとえば、発行体登録簿に株主として登録されている者の間での譲渡で、かつ当該譲渡後も両者とも株主であり続ける場合には無券面化された株式の記録の変更のみで完結するが、発行体登録簿に株主として登録されていない者が新たに無券面株式の保有者となる場合には、この者を発行体登録簿に株主として登録する必要が生じることになる。この点につき、旧 USR ではオペレーター指図が発せられて、それに従って発行会社が株主名簿に登録することになっていたところ、現在の構成をとることにより無券面株式の権利譲渡の登録が、該当する取引の決済と同時に生じることになる⁵⁰。USR は、オペレーターが上記の決済時以外にオペレーター登録簿に株式の譲渡を登録しなければならない場合として、無券面株式への転換(後述)のような CREST システム内部の要因以外に、裁判所の命令や立法による場合のような外部要因についても規定している。それ以外の場合に権利移転の登録をすることは禁止されており⁵¹、違反してなされた登録は効力が認められない⁵²。

譲受以後株式につき有券面で保有する者に対する譲渡の場合は少し異ってくる。この場合オペレーターは当該譲受人をオペレーター登録簿に登録することはできず、参加発行体に対してオペレーター指図を発しなければならない。そして参加発行体は、原則としてオペレーター指図に従い、発行体登録簿に当該譲渡を登録しなければならない⁵³。のみならず参加発行体は、オペレーター指図に従い発行体登録簿に当該譲渡を登録したことをオペレーターに確認通知しなければならない⁵⁴。この部分については旧 USR と同じ形となる。オペレーター登録簿と同様に発行体登録簿についても、オペレーター指図の他裁判所の命令や立法による場合を除いて無券面株式部分の権利移転の登録をすることは禁止されており⁵⁵、違反してなされた登録は効力が認められない⁵⁶。発行体登録簿の権利移転についての規則違反に関して、会社は規則違反の結果損害を被った何人に対しても責任を負うことになる⁵⁷。

48 USR.27(1)

49 USR.27(7)

50 前掲 HM Treasury, Modernising Securities Settlement Part .19

51 USR.27(5)

52 USR.29

53 USR.28(1)(2)

54 USR.28(5)

55 USR.28(6)

56 USR.29

57 USR.46

5. 無券面株式と有券面株式との転換

CREST は任意のシステムであることから、会社が無券面の形態での株式保有を認めていても、換言すると参加証券である株式であっても、株主は従来からの有券面の形態で株式を保有することができる。そして、無券面と有券面の間で相互に転換することが可能である。もっとも参加発行体は、無券面の株式自体に株券を発行することは明文で禁じられているが⁵⁸、これはオペレーター登録簿に記載されている株式についての規定であり、相互に転換する場合とは違う次元の規定である。また、有券面の形態であっても無券面の形態であっても、保有するのは発行会社に対する株主としての権利で同じ性質の権利である。

(1) 有券面株式への転換

無券面株式を有券面株式に転換するには、オペレーターから参加発行体に対するオペレーター指図が発せられる必要がある⁵⁹。オペレーター指図が発せられるためには、オペレーターの転換ルールで認められていることやシステムメンバーによって請求があったこと、参加発行体から書面で請求を受けたことが必要である⁶⁰。これを再券面化通知(rematerialisation notice)というが、オペレーターは通知に際してオペレーター登録簿から当該登録を削除しなければならない⁶¹。また、通知を受けた参加発行体は、無券面化された株式の記録を変更するとともに、通知で特定されたシステムメンバーを有券面株主として発行体登録簿に登録しなければならない⁶²。その後株券発行義務の規定に従って株券を発行することになる⁶³。この場合、オペレーター登録簿からの削除と発行体登録簿への登録に時間的なズレが生じうるが、発行体登録簿への記載まではオペレーター登録簿からの削除にかかわらず依然株主であり、かつ継続的に株主であったものとされることが明文で規定されている⁶⁴。

(2) 無券面株式への転換

同様に、有券面株式を無券面株式に転換するには、参加発行体からオペレーターに対して発行体指図によって通知しなければならない。これを無券面化通知

58 USR.38(2)

59 USR.32(1)

60 USR.32(2)

61 USR.32(4)

62 USR.32(5)

63 USR.32(7)(8),1985 年会社法 § 185

64 USR.32(6)

(dematerialisation notice)という⁶⁵。無券面化通知が発せられるのは、システムメンバーが保有している株式について、参加発行体がシステムメンバーからオペレーターの転換ルールに則した転換を請求する書面と当該株券を受け取った場合と、現在はシステムメンバーの保有する株式ではないが無券面化後にシステムメンバーの名前でオペレーター登録簿に登録される場合には、参加発行体がシステムメンバーからシステムメンバーに対する適法な譲渡書類と当該株券を受け取った場合に限られる⁶⁶。後者は、後述するが一般投資家がノミニー口座に株式を譲渡する方法で保有株式を無券面化する場合に該当する。ここでは、前述(2)のような株券が存する場合の譲渡方法に則して手続きが行われることになる。参加発行体は無券面化通知に際して、発行体登録簿において当該株式の権利を証拠付ける全ての登録、すなわちその者が有券面株式を保有している登録について削除しなければならない⁶⁷。また、通知を受けたオペレーターはオペレーター登録簿に当該システムメンバーを株主として登録しなければならない⁶⁸。この場合、発行体登録簿の有券面株式保有についての登録削除と、オペレーター登録簿への登録に時間的なズレが生じうる点は、上述の再券面化の場合と同様であるが、オペレーター登録簿への登録までは発行体登録簿からの有券面株式保有についての登録削除にかかわらず依然株主であり、かつ継続的に株主であったものとされることが明文で規定されている⁶⁹。

6．登録簿の訂正

参加発行体が、同時にオペレーター登録簿の訂正が必要になるような発行体登録簿の登録を訂正するには、オペレーターの同意を得るか裁判所の命令がある場合にのみ発行体登録簿の登録を訂正することができる⁷⁰。裁判所の命令により発行体登録簿の登録を訂正したときは、直ちにオペレーターに対して書面の通知をしなければならない⁷¹。また、オペレーターがオペレーター登録簿の訂正をするときは、関連する参加発行体とシステムメンバーにオペレーター指図で通知しなければならない⁷²。

7．一般投資家の保有形態

65 USR.33(1)

66 USR.33(2)(5)

67 USR.33(6)

68 USR.33(7)

69 USR.33(8)

70 USR.25(1)(2)

71 USR.25(3)

72 USR.25(4)

システム参加者ではない一般の投資家が株式を無券面化した形態で保有するには、通常2つの方法がある⁷³。第一は、ブローカー証券会社のノミニー口座に株式を譲渡する方法である。この方法はコストがかからない反面、ノミニー名義となることから、発行会社と株主との直接的な関係が分断されてしまうことになる。第二に、スポンサーリングシステム参加者であるブローカー証券会社を通して投資家自身がCRESTのパーソナルメンバー(personal member)となることである。この場合ブローカー証券会社は、当該株主のために当該株主の名前を出して適正に認証された電子化された指図を送受信することになる。パーソナルメンバーを選択するメリットは、オペレーター登録簿と発行体登録簿に自己の名前が登録されることにより、会社に対する直接的な権利行使が可能となることである。ただ、スポンサーリングシステム参加者はCRESTに対してパーソナルメンバー1名につき年間10ポンド(約2,000円)を負担する必要があることから、最終的には相当額を株主が負担する形になっているようである。さらには、投資家自身がシステムメンバーになる第三の選択肢もある。しかしシステムメンバーになるには、CRESTシステムに適合したコンピュータ設備とソフトウェアを備える必要があることから、コスト面から現実的な選択とならない。

また、CREST自体が任意の制度であることから、そもそも株主は株式を無券面化した形態で保有することは強制されない。従来どおり株券を保有して発行会社登録簿に登録されることにより、CRESTの制度外における株主であることが可能である。この場合発行体登録簿に自己の名前が記載されていることから会社に対する直接的な権利行使が可能であることは当然であるが、一方で譲渡するときにコストが高くなるとことや、決済までに要する期間は長くなる(T+10)というデメリットが存する。これは決済に際してCRESTにより一度無券面化して再度券面化するからといわれている⁷⁴。いずれにしても選択肢は多様であり、投資家に裁量が認められていることは大きな特徴である。

8. 株式の間接保有

イギリスでは従来からノミニー名義での株式保有、すなわち株式の間接保有が行われていることは周知の通りであるが、無券面株式の制度の導入がこの傾向を強めるといえる見解がある⁷⁵。なぜなら、一般の投資家が保有株式を無券面化するには、上記の通りブローカー証券会社のノミニー口座に株式を譲渡する方法が一番簡単だからである。このように、無券面株主となるために必然ではないが、結果として株式の間接保有化が進む可能性があることから、イギリスにおける株式の間接保有について簡単

⁷³ 前掲 L.C.B.Gower, P.339

⁷⁴ 前掲 L.C.B.Gower, P.339

⁷⁵ 前掲 L.C.B.Gower, P.333

に検討したい。一般に間接保有の株主は、直接保有の株主と異なる3つのリスクを抱える⁷⁶。発行体に対する権利行使が直接にはできないこと、ノミニー口座を管理する証券会社等であるカストディアン⁷⁷の倒産リスク、カストディアンにおける証券(券面)の紛失リスクである。

についてであるが、イギリスの株主名簿(発行体登録簿、オペレーター登録簿)は、明示信託、黙示信託、擬制信託等いかなる信託についての記載を禁止されており、発行会社はノミニー口座の受益的株主(beneficial owners of shares)が誰であるかを知ることができない⁷⁷。間接保有株主は、カストディアンとの契約に基づいて、議決権行使や配当金の受取等の権利行使をすることになる。発行会社と直接的な権利関係を維持するためには、直接保有の形態すなわちCRESTにおいてはシステムメンバーかパーソナルメンバーとして株主となるか、またはCREST制度外で有券面株主となる必要がある。

についてであるが、この点について少なくともUSRは、アメリカ統一商事法典(Uniform Commercial Code;UCC)第8編のように⁷⁸、カストディアンたる証券会社等の一般債権者と間接保有形態の株主との権利の優劣関係を規定していない。そもそも現行のUCC第8編は、1970年代以降急速に発達した金融機関を通じた証券の保有、つまり証券の間接保有という実態に適合する法的構造を確立するために1994年に改正されたものである⁷⁹。改正では証券(security)を間接保有する者の権利を扱うために、セキュリティエンタイトルメント(security entitlement)という概念を導入しているが⁸⁰、これは金融機関(証券仲介機関)を通じて証券を保有する者がその金融機関および、その金融機関が保有する財産に対して有する権利の束のことである⁸¹。カストディアンの倒産時に、顧客からの預かり資産をカストディアン自身の債権者からの追及から保護すべきという考え自体には異論はないと思われる。ではイギリス法上は、どうであろうか。株主名簿にはカストディアンのノミニー名義が記載されている以上、株式の間接保有者は、株主という法的な権利(legal title)は保有していない。間接保有者が保有する権利は、カストディアンにより保有されている同じ発行体の株式の集合体に対する共有持分である。したがってイギリス法においてカストディアンは、証券

⁷⁶ Roy Goode, *The Nature and Transfer of Rights in Dematerialised and Immobilised Securities*, Fidelis Oditah ed, *The future for the Global Securities Market*, Clarendon Press, 1996, P.117

⁷⁷ USR. 23(3),40(3),1985 年会社法 § 360

⁷⁸ UCC § 8-503(a) 規定する内容は以下の通り。金融機関(証券仲介機関)がある金融資産に関するセキュリティエンタイトルメント全部を満たすために必要ながかりで金融機関が当該金融資産に対して保有する権利は、すべてそのエンタイトルメントホルダー全部のために金融機関によって保有されるのでありこの金融機関のものではないこと。また、この金融機関が保有する当該金融資産がエンタイトルメントホルダーの権利と当該金融資産に対する担保権を有する債権者の権利の両方を満たさないとき、そのような債権者の権利が優先すると扱われる場合を除いて、この金融機関の債権者の権利の対象とならない。詳細は、木南敦「証券決済制度における物権的構成と債権的構成 統一商法典第8編による扱いについて」林良平先生献呈論文集・現代における物権法と債権法の交錯 P.131 (有斐閣、1998)

⁷⁹ UCC Article 8 Prefatory Note 1994

⁸⁰ UCC § 8-102(a)(17)

⁸¹ 前掲木南 P.128

上の権利を信託財産とする信託の受託者であり、間接保有者はその信託財産に受益的権利を有する。この信託は、カストディアンが自由裁量的な管理権限を有していない点を除けば通常信託と同様の信託であり、間接保有者の持分は信託財産としてカストディアンの倒産から隔離されることになる⁸²。

についてであるが、無券面株式については証券(券面)の紛失ということは通常ありえない。登録簿等の誤記載等が考えられるが、これについては後述する。もっとも有券面株式についても登録式株券の法的性質からすると、券面を紛失しても譲渡が不能になるわけではないように⁸³、券面の紛失は権利の喪失を意味するものではない。いずれにしてもイギリスにおいて株式が登録式証券であることを前提にすると、カストディアンにおける証券(券面)の紛失で発生しうるリスクはあまり大きくないと思われる。

9. オペレーターの責任

USR に規定するオペレーターのオペレーター登録簿を保持・登録する義務は、USR に明文で規定するものや、オペレーターの故意・過失等によるものを除く他に義務・責任を生じさせるものではない、というのが一般規定である⁸⁴。オペレーターの故意・過失等によるものとしては、株数の過大登録のような例が考えられる。具体的には、無券面株式を 1,000 株保有している株主 A が 1,000 株全部売却したにもかかわらず、オペレーター登録簿の 1,000 株という登録が削除されずに残ったような場合である。この場合、A は既に株主ではなくなっているのであるから、オペレーター登録簿の 1,000 株という記載にかかわらず A は無権利者である。その後誤りに気付けば、USR 所定の手続きに基づいて登録簿の訂正をすることになる。しかし、もし A がオペレーター登録簿に 1,000 株という登録が残っていることを奇貨としてさらに 1,000 株を B に譲渡した場合にはどうなるのであろうか。この場合前述(2)のように、株主名簿の記載を信用したことをもって保護されるとはとされていないこと、また、コモンのローのルールとして、保有していない権利は与えることができないことからすると⁸⁵、B は A が権利を有しない以上権利を取得できないことになる。譲受人である B が、仮にオペレーター登録簿に登録されている A の 1,000 株が不実のものであることを知っているような場合には問題ないが、そうではない場合に B はなんら保護されないのであろうか。オペレーター登録簿の登録といってもコンピュータ上のものであることから、B は不実の登録につき知らないのが通常であろう。この場合には、有券面株式の譲渡

⁸² 前掲 Roy Goode P.125

⁸³ 北沢正啓「イギリスにおける記名株式の譲渡」株式会社法研究 P.326 ~ 327

⁸⁴ USR.23(1)

⁸⁵ Joanna Benjamin, Ease of Transfer and Security of Transfer in The Securities Markets, Butterworth Journal of International Banking and Financial Law May/2001, P. 221

で偽造の譲渡証書が絡んだ場合における善意の取得者が、エストoppelによって被った損失の補償を受ける⁸⁶のと平行に考えることになる。つまり、権利を取得することはないが、一応の証拠であるオペレーター登録簿を信じて地位を変更した場合には、オペレーターから被った損失の補償を受けることになると思われる。

USR において規定する責任としては、偽造の電子化された指図等に対する責任があげられる。従来株主名簿の登録を変更する根拠となっていたのが株券と譲渡証書であったが、CREST システムにおいて株券を無券面化するにあたりその役割を担うのが、関連システムによって送受信される指図である電子化された指図である。そこでオペレーターを装った指図が最大のリスクであり、USR は偽造防止のためシステムセキュリティ等につき細かく規定している⁸⁷。一方でオペレーターに対しては、偽造のオペレーター指図等の結果としてオペレーター登録簿や発行体登録簿の登録に影響が出た場合に、損害を被った者に対して一定の限定的な補償をすべきことを規定している。

・ CREST の特色(日本法への示唆)

CREST の特徴を、わが国の保管振替制度および株券不発行制度との比較を念頭に論じてみたい。

1 . 制度の任意性

まず CREST による株式の無券面化は、発行会社および株主のどちらにとっても任意の制度であることがあげられる。発行会社は、無券面株式の発行および CREST システムでの譲渡を通常定款に規定することにより株式の無券面化が可能である。株主は、CREST システムの中で無券面株式として保有することと、CREST システムの外で有券面株式として保有することを選択することができる。そして無券面株式と有券面株式との間で相互に転換することが可能である。つまり、株式の無券面化が可能になっても従来の有券面株式の制度が並存することにより、株券の発行は禁止されることはないのである。この点については、わが国の保管振替制度が株式の無券面化ではなく株券の不動化ではあるが、ほぼ同じであるといえる。保管振替機構が当該株券を取り扱うためには発行者の同意が必要であり(保振法 6 条の 2)、株主は参加者を通して保管振替機構に株券を預託することができるし(同 14 条)、いつでも預託した株券の返還を請求できる(同 28 条 1 項)。

ところで、イギリスにおける無券面株式と有券面株式との相互転換が行われた場合

⁸⁶ 前掲北沢 P.329 ~ 330

⁸⁷ USR.Schedule1.5 他

には、名簿上の手続きを直後に完結する義務が課されていることに加えて、当該株主は継続的に株主である旨が明確に規定されているのに対して、保管振替制度における一般株主(株券保有株主)と実質株主(保振預託株主)との相互転換については、実際に継続して保有しているにもかかわらず、対会社対抗要件である株主名簿(実質株主名簿を含む)の記載上は、当該株主の株式保有に断絶が生じることがある(例えば、1,000株券を保有している株主が保振に当該株券を預託した場合、預託株券が直後に保管振替機構名義に書き換えられると、期末に実質株主名簿が更新されて実質株主として記載されるまでの間は、発行会社に対して株主であることを主張できなくなってしまう。)。これは、CRESTが無券面株式と有券面株式との間の相互転換において、オペレーター指図または発行体指図という有券面株式の譲渡における株券と譲渡証書に相当する手続きを要求していることにより、無券面株式と有券面株式それぞれの権利を確立しているからであるといえよう。もっとも保管振替制度にしても、株主権を表章する株券の交付はなされているのであり、CRESTの構成に劣後する原因は、実質株主名簿が通常1年に2回しか更新されないことにある。

これに対して株券不発行制度は、CRESTや保管振替制度と異なり株券を発行しない制度である。中間試案の記載では、採用はあくまでも発行会社の任意となっているが、特に公開会社に関しては、本当に発行会社の任意にまかせてよいのかが議論となっている。一部の会社が採用するのみでは、不発行制度導入の目的のひとつである決済期間のさらなる短縮には不十分であること、また公開会社に不発行制度採用会社と不採用会社が混在することは、未だ大量の公開会社株券が投資家の手元にある現状を前提にすると混乱を招く等である。ちなみに1984年に完全なる券面廃止を実現したフランスでは、上場株券の約95%が当該立法時には証券振替機関であるシコバム(SICOVAM、現ユーロクリアフランス：Euroclear France)に預託されていたようである⁸⁸。この点についてCRESTに関するかぎり、証券決済の合理化として株券および譲渡証書によらない決済は目指していたが、全く株券を発行しないところまでは念頭になかったように思われる。

2. 無券面株主の権利

無券面株主の権利の内容は、有券面株主が保有する権利と法的性質において同じ権利である。どちらも株主名簿への登録により株主となるのであり、会社に対する株主権を取得する。無券面株主の場合は、発行会社(または株式登録機関：registrar)が管理する株主名簿(発行体登録簿)ではなく、オペレーターが管理するオペレーター登録簿への登録により株主となる。これは決済リスクを縮減するために、決済と同時に行われ

⁸⁸ 大武泰南「DEMATERIALISATIONにおける株式の譲渡および株主権の行使(一) フランスの株式登録管理制度」撰南法学第4号 P.40 (1990)

るオペレーター登録簿への登録に権利移転の効力を付与したものである。もちろん発行会社は、有券面株主と同様に無券面株主についても把握する必要があるので、オペレーター登録簿への登録後に発せられるオペレーター指図に基づいて作成される無券面化された株式の記録を保持することになる。

わが国においても、一般株主が株券の交付を受けることにより株券に表章されている発行会社に対する株主権を取得すると同様に、保管振替制度においても、株券を預託して保管振替機構の参加者口座簿または参加者の顧客口座簿に記載されることにより、発行会社に対する株主権を取得する。正確に言うと保振預託株主は、口座簿に記載された株式の数に応じた株券の占有者とみなされる結果として、発行会社に対する株主権を取得することになる。また、保振預託株主は実質株主名簿に記載されてはじめて対会社対抗要件を備えることになるが、前述(1)の通り実質株主名簿は現在のところ1年に2回しか更新されないことから、例えば少数株主権を行使しようとする株主は、株券を証券保管振替機構から引き出して株主名簿の名義書換を行わざるを得ないのが実情である。この点につき CREST の無券面化された株式の記録は、若干のタイムラグは存在するにしても基本的にはオペレーター登録簿と連動していることから、保管振替制度のような不都合は生じないこととなる。以上のように、CREST と保管振替制度を利用する株主の権利の性質は、利用しない株主の保有する権利と同一という点では共通するが、権利の実効性という点では CREST の無券面株主の方が保管振替制度の実質株主に勝ることになる。

では、株券不発行制度ではどうなるのであろうか。株券不発行制度における振替制度の構成内容は未確定であるが、証券決済機関の口座簿の記載により取得する権利は、発行会社に対する株主権となるものと思われる。これは、社債における完全な無券面化を実現した「社債等の振替に関する法律」(以下社振法)が、振替口座簿の記載により発行会社に対して直接社債権を取得する(社振法 66 条)のと同じ構成ということである。社振法では、振替口座簿の記載が社債の譲渡の効力発生要件かつ第三者対抗要件ということになり(同法 73 条)、振替口座簿の記載によらなければ譲渡することはできない。株券不発行制度においても、振替口座簿の記載が株式の譲渡の効力発生要件かつ第三者対抗要件になるということである。そうであるとして、対会社対抗要件はどうなるのであろうか。わが国においては、今後も投資家が発行会社に対して直接に株主として権利を行使する仕組みを維持することに異論はないと思われる。この場合の方法は、2 つ考えられる。第 1 は、保管振替制度と同様に実質株主名簿を対会社対抗要件とするものである。この方法の利点は、なじみのある制度であることと、発行会社が株主として取り扱うべき投資家を、自ら備える実質株主名簿によって把握可能なことである。反面、前述した現状の実質株主名簿の難点が、そのまま障害となる。すなわち、投資家が口座簿の記載により株式を取得しても、期末の実質株主通知により実質株主名簿に記載されるまで発行会社に対して権利を主張できないことになる。保管振替制度の下では、この場合証券保管振替機構から株券を引き出して(一般)株主名簿の名義書

換を行うという、いわば制度の外で対応してきたが、不発行制度では少なくとも株券を引き出して権利行使をすることは考えられないし、そもそもこれは本来制度の中で解決すべき問題である(もちろん、新しい振替制度での流通を希望しない株主をどのように取り扱うかは、それ自体が別の議論の対象である。)。そこで、新しい振替制度で実質株主名簿を対会社対抗要件とするのであれば、実質株主名簿の更新の頻度を可能な限り上げることが絶対に必要である。第 2 は実質株主名簿と振替口座簿を一元化して振替口座簿の記載を対会社対抗要件とするものである。これは、証券会社等の備える口座簿に記載されると、当事者間に権利移転の効力が生じるのみならず、これをもって発行会社に対しても対抗することができるとするものである。そして発行会社は、口座簿を備える証券会社等から振替機関を経由してなされる株主の通知に基づき株主事務を処理することになる。この方法の利点は、口座簿の記載により対会社対抗要件まで具備することである。反面、発行会社が株式の譲受人を株主として確認するために、別段の手当てや振替機関等の協力が必要となる。実質株主名簿は作成不要としても、CREST における無券面化された株式の記録に相当するものは保持することは必要となろう。

以上の 2 案のどちらを採用するにしても、証券振替機関(および証券会社)と発行会社(または名義書換代理人)とをつなぐ構成や機能が最大のポイントとなるものと思われる。これらの当事者間が、CREST のように大量の情報を頻繁かつスムーズにやりとりできるシステムで結ばれる必要がある。

．おわりに

以上見てきたとおりイギリスの本来的な株式譲渡の構成は、株主名簿の記載の効力や株券の法的性質の相違等から、商法典の原則である株券の交付による譲渡とは異なる部分が多い。そのイギリスにおいて株式の無券面化を実現した CREST の構成は、基本的に決済と同時にオペレーター登録簿に登録し、その登録をもって株主たる権利を取得するというものである。この構成は、現在の保管振替制度における構成と基本的には類似するものであり、近い将来実現される株券不発行制度における振替制度とも共通する構成となると思われる。ところで CREST は、国際証券決済機関(ICSD)であるユーロクリア(Euroclear)と合併することを 2002 年 7 月に発表した。わが国の感覚では、証券決済機関が国境を越えて合併するということは想像し難い部分があるが、現在の証券決済に関連する分野は、多額のシステム投資が必要な装置産業であることから規模のメリットが存在する反面利は薄い分野でもあることから寡占化が進みやすいといえる。このような情勢の中で、わが国の株券不発行制度を前提にした振替制度がどのような制度になるのか、CREST の推移とともに注目していきたい。

以 上