

証券担保化の抵触法問題とハーグ証券条約

楢 崎 みどり

要 旨

「口座管理機関によって保有される証券に関する特定の諸権利の準拠法に関する条約」(ハーグ証券条約)は、ハーグ国際私法会議において国際証券取引の実務界からの需要に基づいて2年半という短期間で策定作業を終結し、2002年12月13日の第19回外交会議において採択され、現在、各国の調印と批准を待っている段階にある。採択当初は早期の批准が期待されていたが、2006年7月5日にアメリカとスイスが同時に調印した後は、諸国を含めて批准へ向けた動きは出ていない。EUは2006年7月3日にEC委員会がハーグ証券条約に関する評価報告書を取りまとめ、条約批准のための選択肢を示して加盟国による検討を求めた。日本では法制審議会 間接保有証券準拠法部会が2002年7月より条約批准へ向けて審議を行ってきたが、2007年12月21日の第21回会合をもって審議を終了した。

ハーグ証券条約が策定された背景として、これまでしばしば指摘されてきたのは、証券のペーパーレス化や不動化により、また1990年のG-30提言を受けて、各国で集中型の証券保管機関や証券決済機関が設立され、発行者と投資者との間にピラミッド型の多層構造が形成されたこと、それにより証券市場における証券譲渡や担保提供などの権利移転型の管理が証券発行者の手から離れて中間層の口座管理機関に移管してきたこと、そのため、証券金融実務の側からは口座管理機関にとってのリスクと法的不確実性とをできるだけ縮減するような法制度が求められたこと、これらの点である。こうした証券保有の多層構造ならびにかかる構造を前にこれまでの伝統的ルールが見直される必要があることは、わが国でもハーグ証券条約の策定を機に幾度も論じられてきたところである。

* 本論文は、筆者が2006年4月から2008年3月まで日本証券業協会の客員研究員を務めた際に行った研究をまとめたものである。上記期間においては日本証券業協会の方々から多大な御助力と示唆を得た。また同時期に客員研究員を務められた河村賢治氏(関東学院大学経済学部准教授)・若林泰伸氏(國學院大学法学部専任講師)からも多くの有益なコメントを頂いた。さらに2007年11月9日には、日本証券業協会を通じて、証券保管振替機構(ほふり)の担当部署の方々より、外国株券等保管振替決済業務の概要の御説明ならびにハーグ証券条約に対する対応につき質疑応答の機会を得た。ここに記して謝意を表したい。なお本論文の文責は筆者のみが負う。

本稿は、ハーグ国際私法会議以前に諸国において行われてきた先駆的議論——沿革的には BIS (国際決済銀行) の下で作成されたシステミック・リスクの報告書を出発点とする——にも目を向けて、条約策定の際に本来の適用対象として考えられてきた証券の担保利用 (担保化=Collateralisation) とはどのような形態での証券取引を指し、証券担保化の抵触法ルールがどのような視点の下で諸国において議論されてきたかを考慮して、ハーグ証券条約の適用範囲について若干の検討を行った。例えば、これまでわが国では見過ごされがちであったクロスボーダー決済の円滑化のための証券担保化や、中央銀行によるまたは銀行間での通貨供給のための証券担保化なども条約の射程に入ること、「決済と証券担保化との関係」についての視点がハーグ証券条約の策定作業の議論では希薄化しているように思われること等を取り上げ、日本の今後の対応可能性につきこれまでよりも幅広い範囲での議論を促すことを目的とする。

目 次

- I. はじめに
 - 1. 証券取引の伝統的な抵触法ルール——所在地法主義
 - 2. 所在地法主義への疑問——ハーグ証券条約による議論の活性化
 - 3. 諸外国の立法に見られる典型的な対立
 - 4. 日本の国内法制への影響
- II. ハーグ証券条約の抵触法規定
 - 1. 対象となる証券担保取引
 - 2. 主要な抵触法規定
 - 3. 連結点
 - (1) 口座管理関係者の合意
 - (2) 準拠法選択の制限
- III. ハーグ証券条約の潜在的難点
 - 1. 決済システムにおける政策上の観点——資金決済と証券決済との関係性
 - 2. 国内法制からの観点——実質法を前提とした抵触法ルールの異質性
- IV. 結びに代えて——日本の対応可能性
 - 1. 担保権者としての決済システム運営者を保護するための抵触法ルール
 - 2. 「物権的局面 (proprietary aspect)」の性質決定
 - 3. 裁判・執行管轄権および倒産手続に関する諸問題の検討

I. はじめに

1. 証券取引の伝統的な抵触法ルール——所在地法主義

証券は本来、権利が券面に表章されているも

のであり、表章されている権利の性質によって券面が譲渡性・流通性を有するかも決まる。従って証券の性質 (たとえば有価証券性、譲渡性) については、券面に表章されている権利の準拠法に従って決定される¹⁾。一方、証券 (すなわち紙券や証書) の譲渡や供託などの処分の準拠法、すなわち財物としての証券自体に対す

る権利関係の準拠法については、取引の保護（取引の安全性や円滑性の保護）から、証券が所在する法によるとされる（証券所在地法主義（*lex cartae sitae*）²）。証券の券面に権利が完全に表章されているときには、紙券の所在地が、取引の保護の利益において、証券の処分行為と最も密接な関連を有すると見なされるからである。こうした前提条件の下で、証券の処分に関する伝統的な準拠法ルール（証券所在地法主義）は、有体動産に関する準拠法ルール（いわゆる所在地法主義）と同じ基本原理に基づくと考えられてきた。

このように所在地法主義は、証券が財物として譲渡されうること、より厳密には、券面がその基礎となる権利の完全な具象であることを前提とする。しかし券面の不動化や電子化により、発行者と証券取得者との間に集中預託機関や仲介機関を経由する（集中預託機関を上層とする）多層構造が形成され、券面は別のところに保管（安置）されたまま権利のみが集中預託機関（CSD）等の仲介機関（intermediary）の口座を介してやりとりされるようになると、証券の権利の取得喪失に関しては、券面の所在がどこにあるのか確定できないし、証券の所在を擬制するとしても発行者の管理する登録簿にあると考えるよりは、むしろ仲介機関の管理する口座や口座簿にあると考える方が実態に即しているように見える³。また、最初から券面が発券されない場合等には、証券の所在を擬制するようなルールを維持すべきかについて、疑念を持たざるを得ない。

2. 所在地法主義への疑問——ハーグ証券条約による議論の活性化

この点に関する抵触法の議論がわが国で少な

くとも顕著な形で始まったのは、2000年以降であり、一つの契機となったのは、日本の個人投資家が国内の証券会社を相手取って外貨建の新株引受権（ワラント）の取引損失相当額の返還を求めた裁判（山形地裁酒田支部平成11年11月11日判決（第一審）⁴、仙台高裁秋田支部平成12年10月4日判決（控訴審）⁵）である。当該事件では、ユーロクリアー（Euroclear）のシステムに登録されたワラントの譲渡について、ユーロクリアーの本拠地たるベルギー法なのか、それとも日本法により判断されるべきかが争点となった。当該ワラントを表章する証券は一枚の大券の形で保管されており、ワラントの購入者に対して個別の券面が交付されることはなかったため、当該ワラント取引により損失を受けた購入者は、旧商法（平成13年改正前商法）341条の14（新株引受権の譲渡に際しては新株引受権証券を交付することを要する）等に違反しているとして、本件の契約解除および損害賠償を主張した。高裁は、本件の争点を証券会社とワラント購入者との関係における債務履行であると解釈し、日本法が契約の準拠法として当事者間で考えられていたとしてこれを適用した。

もう一つの契機は、2002年12月13日のハーグ国際私法会議の第19回外交会議で採択された「口座管理機関によって保有される証券に関する特定の諸権利の準拠法に関する条約（Convention on the Law Applicable to Certain Rights in respects of Securities held with an Intermediary）」（以下「ハーグ証券条約」）⁶の起草過程での審議において日本代表が積極的に関与したことである。同条約は、証券を国境を越えて担保（collateral）として利用する金融取引実務において、証券の財産的権利関

係に関する各国の抵触法が一致していないため、債務者倒産の際に担保権者の権利を確実化するための法的コストがかかること、そのため法的確実性と予測可能性を確保できる抵触法ルールが必要が実務において高まっていることを理由に、実務により即した抵触法ルールを採用することを目指したものである。

3. 諸外国の立法に見られる典型的な対立

ハーグ国際私法会議に参加していた他の諸国とりわけ欧米では、同条約の議論に入る前に、証券の国境を越える取引とその振替決済に関する抵触法問題につき、1980年代から1990年代にかけて集中的に検討しており、ハーグ証券条約はいわば、既に成立済みないし成立過程の各国の立法法制をどのように自らに近似するルールに集約するかというパワーバランスの作業であったともいえる。特にそれは大西洋兩岸の抵触法ルールが、所在地法主義をあくまで基礎におくヨーロッパ型と、所在地法主義から乖離したUCC（アメリカ統一商事法典）型の二つのパターンに分かれていたことに象徴される⁷⁾。前者は、所在地法主義を出発点として、証券の所在にかえて、口座の所在、口座を管理する仲介機関の所在、といった形で、あくまで所在を追求していく型である。それに対して後者は、口座保有証券に関する財産権的権利は口座管理機関に対して主張できる権利の一つであり、従ってその準拠法としては口座管理機関の法域（jurisdiction）に服する、と考える。証券口座さえ、後者の法制では、それを管理する仲介機関と口座の名義人との相対的な関係性（relationship）にはかならないと考えられている⁸⁾。

すなわち、アメリカは統一商事法典（Uniform Commercial Code: UCC）第8編の1994年改正により、証券の間接保有（indirect holding）システムに適合した“security entitlement”という実質法上の権利概念を設け、間接保有証券については口座管理機関（intermediary）（集中保管決済機関を含む）の法域に連結し、その法域は基本的に口座管理機関とその顧客である証券権利者（entitlement holder）との間での口座管理契約に基づき決定されるとした（UCC § 8-110⁹⁾。他方、ヨーロッパでは、「支払・証券振替システムにおける振替の終局性に関する1998年EC指令」¹⁰⁾（決済ファイナリティ指令）第9条2項、「信用機関の再建および清算に関する2001年EC指令」¹¹⁾（2001年銀行倒産指令）第24条、「金融担保取決に関するEC指令案（2001年）」¹²⁾（2001年指令案）第10条、「金融担保取決に関する2002年EC指令」¹³⁾（金融担保指令）第9条において、証券の権利を確認できる場所として口座（account）や登録簿（register）、集中保管機関（centralized securities depository: CSD）といった口座管理地の法を基準とするルールを採用している。また、EU加盟国には、決済ファイナリティ指令を国内法化した英国のFinancial Markets and Insolvency（Settlement Finality）Regulations 23条¹⁴⁾やドイツ寄託法（Depotsgesetz）17a条¹⁵⁾などの立法がある。

4. 日本の国内法制への影響

他方、わが国では、証券の財産的關係に関する準拠法の問題は、10年前には少なくとも表立った議論としてはほとんど取り上げられることはなかった¹⁶⁾。この分野に関する抵触法の議

論は、わが国では従って、金融ビッグバンと同様、外国の後追いという形で始まったといえる。この点は、同じく仲介金融機関の口座を通じて管理される証券の所有関係についてのユニドロア（UNIDROIT）条約¹⁷⁾とは、状況が異なる。ユニドロア条約は、口座保有証券の財産権の権利関係について実質法ルールを統一しようとするものであるが、日本法では提案されている統一法ルールを既に社債等振替法などにより国内対応済みであり、条約採択による国内法制への影響は最小限で済む見込みであるといわれる¹⁸⁾。しかし、ハーグ証券条約については、日本国内では2002年7月より「法制審議会 間接保有証券準拠法部会」¹⁹⁾が設置され、統一法ルールの採否をめぐる議論を続けてきたが、2007年12月21日（第21回会合）をもって部会の議論は終了し、ハーグ証券条約の批准を当面見送るべきことが決定された。

ハーグ証券条約の起草作業は2000年5月から2002年12月までに集中的に行われ²⁰⁾、2002年6月の条約案²¹⁾や採択された条約の条文²²⁾は既に紹介されている。また、東京で2004年に開催されたシンポジウム²³⁾では、条約の内容や趣旨が各国代表により説明された²⁴⁾。以下では、ハーグ証券条約の抵触法ルールの構造を簡略に説明し、これまでのわが国における議論であり取り上げられなかったと思われる観点を示して、日本における今後の議論に資することにした。

II. ハーグ証券条約の抵触法規定

1. 対象となる証券担保取引

ハーグ国際私法会議で典型例として挙げられ

たのは、事業者ないし投資家が銀行から融資を受け、融資者はその見返りに事業者ないし投資家が保有する証券資産を担保にとるという商業融資の例である²⁵⁾。当該証券に対して事業者ないし投資家が保有する権利は、直近の仲介機関が管理する口座において記録されているが、証券の券面は外国の預託機関に保管されており、外国の集中保管機関において当該証券の権利が管理されている。証券保有の多層構造はそれゆえこうした事例では外国にまで延びており、証券の譲渡人と譲受人とが互いに国を違えて別々の仲介機関を介している際には、口座振替は、口座の入れ子の階層構造を通じて、これらの仲介機関が共通に口座を有する上層仲介機関へと、波及して行われていく。こうした外国へとわたる口座振替の流れをクロスボーダーでの「証券決済」として、またハーグ証券条約の抵触法ルールを国際証券決済法制についてのルールであるとして説明されることがある。

しかし、「証券担保取引」と「決済」とがいかなる関係にあるかについては、ハーグ証券条約の策定作業における Preliminary Documents や Explanatory Report を見るかぎりでは、特段の説明はなされていない。しかし、抵触法ルールの統一化をはかるハーグ国際私法会議において、証券の担保利用や担保化（collateralization）という局面がことさら取り上げられたのは、市場参加者とくに証券口座を管理する仲介機関が倒産した際に決済リスクがシステム全体へと波及して機能不全に陥り、さらに外国のシステムへ波及する、いわゆる「システムミック・リスク」が意識されたことであった。決済システムの国境を越える連結から生じるシステムミック・リスクへの対処の必要性は、ハーグ国際私法会議以前にも、国際決済銀行

(BIS)の決済システム委員会(Committee on Payment and Settlement Systems: CPSS)により作成された1990年のいわゆるラムファルシー(Lamfalussy)報告書²⁶⁾や、とりわけ1995年のクロスボーダー証券決済に関する報告書²⁷⁾で取り上げられていたし、かかる注意喚起を受けた動きとして、国際法曹協会(International Bar Association: IBA)の金融法部門により1994年10月13日にメルボルンで開催されたCapital Market Forum²⁸⁾や、EUによる1998年決済ファイナリティ指令²⁹⁾があった。ハーグ証券条約の起草作業もその延長線上に位置づけられる。

証券の担保化は、各国の証券決済システムが口座を介してつながる際の、決済円滑化の手段でもあり、決済リスクの伝播を防ぐ手段である。この点は上記の1995年のCPSSクロスボーダー決済報告書でも特に強調されていた³⁰⁾。とりわけユーロクリアーやセデル(現クリアストリーム)は、もともとユーロ債の決済のために設立された国際決済機関(ICSD)であるが、各国の証券決済システムに直接的にないし間接的に口座を持ち、他のICSDとの取引や国内市場の参加者との取引を決済している³¹⁾。グローバル・カストディアンと呼ばれる金融機関もICSDと同様、外国証券の取引決済を顧客のために行う。これらの決済ビジネスを扱う金融機関は、外国での証券決済に日数がかかる場合は、顧客のため、自己の帳簿上で決済完了を前倒しする(contractual settlement)³²⁾。あるいは外国での決済未了の証券については他の参加者または自らより貸し出したものとして処理する。そのように決済の便宜をはかる代わりに、自らが管理する顧客の証券資産を、決済リスクに備えて担保化する³³⁾。ICSDの本拠が

あるベルギー、ルクセンブルクでは、1980年代半ばからすでに、ICSDのシステムに登録されている証券はICSDの本拠地国に所在するものとみなすという抵触法ルールを有していた³⁴⁾。IBAの1994年のCapital Market Forumでは、ICSDが中心となって証券口座の多層構造を前に伝統的な所在地法主義に代わる新しいルールが検討され、ベルギー、ルクセンブルクの抵触法規定のほか、1994年改正UCC第8編も模範として取り上げられた³⁵⁾。Capital Market Forumでの議論はその後の1998年のOxford Colloquium³⁶⁾に受け継がれ、そこでは英国市場での外国系金融機関による証券担保取引を背景に、英国法における信託法の考え方が、UCC第8編をモデルとして採用するための格好の受け皿として使われ、口座や口座を管理する金融機関を基準とする抵触法ルールが提唱された³⁷⁾。

また、EUでは、共通通貨ユーロを導入するに際して、欧州中央銀行(ECB)と加盟各国の中央銀行から構成されるユーロシステムの構築時に、中央銀行業務としての通貨供給オペに際して供給先銀行の保有するユーロ建て証券を担保にとることが、構想されていた³⁸⁾。共通通貨の流動性をそのような方途で重複的に確保することは、通貨の安定性や信頼性を高めるために重要である。そのためEUでは、各国の証券決済システムや集中保管機関(CSD)間に相互リンクが張り巡らされ、他のEU加盟国のシステム上にある証券も自国の通貨供給オペのために担保利用できるようになっている³⁹⁾。EU立法においても、こうした視点を反映して、資金決済の安定・円滑化のための物的担保(collateral security)の取扱いが指針化され(1996年指令案⁴⁰⁾)の段階では現金担保が主に考

えられていたようであるが)、とくに中央銀行や決済機関に対する口座保有証券の担保提供を念頭に置いて、資金決済と証券決済との密接関連性が強調されている(1998年決済ファイナリティ指令前文(2)(9))。2002年金融担保指令も市中銀行や市場参加者による通貨供給取引へと範囲を拡大しただけで同じ延長線上にある。すなわち、これらのEU指令では、証券の担保化はまずもって通貨政策のツールとして位置づけられている。

ハーグ証券条約の起草作業では、当然、こうした先駆的な議論が念頭に置かれていたと思われる。たとえば、証券担保取引(collateral transaction)の定義については、Preliminary Document No.1で、広範な定義が置かれており、そこでは、レボや証券貸借、スワップ取引などが入るとする⁴¹⁾。こうした広い定義は1995年CPSSレポートのそれ⁴²⁾とほぼ同じであり、ECの決済ファイナリティ指令でも同様の定義を行っている⁴³⁾ため、そうした先例をそのまま採用したと思われる。

また、実務の需要を説明するために、ハーグ証券条約の起草作業では、ポートフォリオ(portfolio)による証券取引が挙げられている⁴⁴⁾。すなわち、国境を越える証券取引において証券振替機関や仲介機関は各国からの証券を多数一緒に担保にとることが多く、それぞれの国からの証券につきその証券の類型に応じて証券の準拠法を採求しなければならないのは煩雑であると。このポートフォリオによる担保化がしかしどのような担保取引なのかは明確には説明されていない⁴⁵⁾。

2. 主要な抵触法規定

証券を担保として提供するためには、前提条件として、担保提供者が、担保物(collateral)について処分権限を有していなければならない。すなわち、電子的記録を帳簿上に記載する形式により保有される間接保有証券については、口座に証券が増額記載(credit)されている状態(すなわち口座名義人が当該口座で管理されている証券につき権限を有することが確認される状態、ここでは第一段階と呼ぶ)(第2条(1)(a))が出発点にあり、続いて、間接保有証券を担保物として提供する取引、および、そのような取引の口座管理機関による振替処理がなされる(ここでは第二段階と呼ぶ)(第2条(1)(b))⁴⁶⁾。また、担保取引による権利の取得者は、自己の権利(担保権)について第三者にも完全な形で対抗できるようにしておかねばならない。これを第三者対抗要件具備(perfection)として、ハーグ証券条約は次の段階においている(第2条(1)(c))。さらに、権利実行や倒産の際の、他の権利者との優劣関係が、以降に挙げられている(第2条(1)(d)~(g))。これらの問題について、ハーグ証券条約は、第4条⁴⁷⁾で、すべて一括して、口座管理契約の準拠法または口座管理契約のなかで特定された法による、としている。またこれらの準拠法(の適用結果)は倒産手続準拠法により影響を受けないこと(倒産手続準拠法からの隔離)が定められている(第8条)。

3. 連結点

(1) 口座管理関係者の合意

ハーグ証券条約の諸規定は、「口座管理機関(intermediary)」と「口座保有者(account

holder)」を中心的な行為主体とした規定になっている。この条約は、口座保有証券に関する抵触法ルールを定めたものであるが、証券の準拠法の決定の際に重要な役割を担うのが、両者の間で交わされる「口座管理契約 (account agreement)」である。この条約にいう「第三者 (third parties)」(第2条(1)(a)(b))には、したがって、担保権者 (secured creditor) も含まれることがある⁴⁸⁾ (口座管理機関が担保権者も兼ねる場合 (第1条(2)(b))は除く)。

ところが他方、この条約が規律の主な対象としているのは、証券の「処分 (disposition)」であり、第1条(1)(h)の定義によれば、「処分」とはすなわち、(完全譲渡または担保目的での) 権利移転 (title transfer) かもしくは担保権の付与 (grant of security interest) であり、要するに、証券を目的物とする担保取引 (ただし完全譲渡での権利移転も含むため本条約では売買 (sale) も対象に含める) である。こうした担保取引の「当事者」は、債務者と担保権者、言い換えれば、担保提供者と担保取得者である。ふつう物権準拠法について「当事者自治」というときは、取引の当事者 (parties to the collateral agreement) が準拠法を選択することをいうのであり、口座管理の当事者 (parties to the account agreement) ではない。従って、「当事者自治」という言い方は、十分な説明とともに用いられるのではないかぎり回避される方が無難であるように思われる⁴⁹⁾⁵⁰⁾。以下では「主観的連結」ないしは「準拠法選択」と呼ぶ。

(2) 準拠法選択の制限

ハーグ証券条約の規定は、主観的連結を採用

しているものの、準拠法の選択が口座管理関係者に完全に自由に委ねられているのではなく、合意された法の国に、口座管理機関の事業所 (office)、それも当該証券口座を管理している (と客観的に認められる) 事業所が所在していなければならない、という条件が付されている。(起草作業の序盤では“Reality Test”, 中盤以降“Qualifying Office”の要件と呼ばれる) しかし、適切な事業所に関する客観的要件 (4条、いわゆる white list) は非常に広く設定されており、ほとんどの場合には、合意された法域に口座管理機関の当該要件に該当する事業所が所在すると認められるという⁵¹⁾。すなわち、事業所が管理しているのが、問題となっている特定の口座である必要はないのであって、諸々の証券口座の管理 (maintenance) に関する何らかの機能を提供していればよい、とされる。なお、明示の法選択がなされなかった場合には、予備的に準拠法を決定する代替ルール (5条) が適用され、そこでは口座管理機関の所在を採求する客観的連結⁵²⁾が採用されている。

ハーグ証券条約の起草作業は、口座管理機関の場所 (口座の場所ないし口座の管理地) を連結点とするという考え (いわゆる PRIMA: Place of the Relevant Intermediary Approach) から始まったものの、口座管理機関が国内外に複数の事業所を有する場合等いずれの地で当該権利が口座管理されているか判別し難い場合があるため、口座契約における合意を連結点とした方が良いというように方向転換したとされる⁵³⁾。こうした準拠法選択も、「広義の PRIMA」であると説明されている⁵⁴⁾。準拠法選択に関する一応の制限があるために、かかる合意は、口座管理機関のいずれの事業所で当

証券条約に潜在する難点を俯瞰する。

1. 決済システムにおける政策上の観点 ——資金決済と証券決済との関係性

ハーグ証券条約が規定する「証券 (securities)」の定義規定(1条(1)(a))は非常に包括的であり⁶³⁾、また対象とされる「証券取引 (disposition)」(1条(1)(h)) (条約策定当初は「担保取引 (collateral transaction)」と呼ばれていた⁶⁴⁾)も、売買のほかレポ取引やリバース・レポ取引等を含み、適用範囲が広い⁶⁵⁾。こうした包括的な規定は、証券や証券取引についての実務における発展可能性を考慮したものであるとされる⁶⁶⁾。証券担保と決済との関係につき条約の起草作業で特に焦点を当てることがなかったのも⁶⁷⁾、このように条約の適用対象を、決済や銀行業務と結び付いた担保取引に限定せず、包括的に設定してあるためと思われる。しかし前述したように、この分野の抵触法ルールが取り上げられてきたのは、国ごとに構築されている決済システムの連結 (口座開設のほかシステムの連携・併合を含む) が発展しているなかで、クロスボーダー決済の円滑化や安定性のために、諸国のシステムにある証券が担保利用されてきたことが背景にある⁶⁸⁾。そこから浮かび上がるのは、資金決済の安全確保や国際通貨の流動性確保のために、(基本的には同貨建ての)証券が一レポや証券貸借など多彩な方法で一担保利用されている実態である。

ユーロクリアーやセデル (現クリアストリーム) といった ICSD (国際決済機関) は、ヨーロッパに本拠を持ち、いまや同大陸での各決済システムのネットワーク中枢をなすが、もともとはユーロダラーと呼ばれる冷戦を機にヨーロッパ金融機関で恒常的に扱われアメリカ領土

該証券の権利が口座管理されているか (口座管理地) を選択する合意ともいえる⁵⁵⁾が、Explanatory Report では「合意」は「所在」を特定するのではなく純粋に準拠法を選定するためのものであるとされている。ハーグ証券条約の起草作業では、当初、口座管理機関の「所在」を合意により決定する方法として「合意主義 (Consensual Approach)」と呼ばれていたが、中盤以降、口座管理機関と口座名義人との「関係性 relationship」に基づくルールとして位置づけられるようになった⁵⁶⁾。

III. ハーグ証券条約の潜在的難点

ハーグ証券条約の起草直後は、各国による早期批准が期待されていたが、2006年7月5日にアメリカとスイスが条約に調印した後、他の諸国を含めて、批准への動きは出ていない⁵⁷⁾。EU では、EC 委員会が一貫してハーグ証券条約の批准に積極的であり、2003年12月に調印のための理事会決定提案⁵⁸⁾を行った時点では、EU による早期批准を見込んでいたようである。しかしその後、EU 内部で条約採択に反対する声が大きくなったため、EC 委員会は、理事会による2005年の要請を受けて、ハーグ証券条約による共同体の法的枠組への影響に関する評価報告書⁵⁹⁾を2007年7月3日付けでまとめ、条約批准を支持するとともに、加盟諸国によるハーグ証券条約に関するさらなる検討を要請した⁶⁰⁾。消極派の代表として、ECB (欧州中央銀行) が、EC 委員会からのヒアリングに対し条約採択に消極的な回答を送った⁶¹⁾ほか、ドイツやフランスの論者が自国の証券法制と著しく両立しないという理由から条約採択に反対する論陣を張っているようである⁶²⁾。以下、ハーグ

外で流通されるドル貨やユーログラマー債の決済を行うために設立された機関である。これらの国際決済機関は、ヨーロッパの中央銀行や市中銀行等の金融機関を参加者に持ち、参加者の証券口座と資金口座を管理して、ユーロ債の取引決済のほか各国証券や各種通貨を扱う決済サービスを参加者に提供している。国際決済機関は、自ら各国の集中保管振替機関に（直接的にまたは現地機関を通じて間接的に）参加しており、たとえばヨーロッパの証券ディーラーがユーロ市場で起債されたドル建て債を借りて売却し、さらにアメリカのDTCにある社債に投資する等、多彩な取引を行う場合に、国際決済機関の決済サービスを利用することで、各種証券の取引決済を一元的に処理できる。国際決済機関は参加者の口座保有資産を自らの負担する決済リスクの担保として利用するほか、他の参加者に対する担保（例えば証券貸借）のために仲介管理する。ドル貨の国際通貨としての流動性・信用力は、このようにユーロ市場やオフショア市場を含む国際市場でのドル建て証券の担保取引や外為取引の決済を国際決済機関が合理的な費用対効果において確実に完了することで、高く保たれているといえる⁶⁹⁾。国際決済機関が、諸国のルール統一を議論する場で常にアメリカのUCCルールに好意的な態度を示してきたのは、こうした背景と無縁ではないであろう。

他方、共通通貨ユーロは、マルクに代わり、いまやヨーロッパ大陸での基軸通貨であるが、欧州中央銀行（ECB）と各国中央銀行を核とするユーロシステムを立ち上げる際に、中央銀行のクレジット業務におけるユーロ建て債券の担保利用も考慮に入れられていた。すなわち、通貨の流動性供給のオペレーション（ECB→

中央銀行、中央銀行→市中銀行）を行う際に、供給先の銀行の保有するユーロ建て証券を担保にとることがユーロシステムにおいて想定されていた⁷⁰⁾。通貨の流動性を確保するために、また資金決済を円滑化するために、同じ通貨建て証券の担保としての流通性を確保すること（ヨーロッパの証券担保市場を確保すること）もまた、通貨政策の中に入っていたのである。そのように見ると、ECBがハーグ証券条約の批准に関して消極的な態度をとっている⁷¹⁾のも、自ずと理解できるように思われる。ハーグ証券条約が対象とする証券担保取引は、銀行セクターにおける担保化に限定されておらず、その点で2002年EC金融担保指令より広い。ECBは、ハーグ証券条約の批准により生じる難点として、口座管理関係者による準拠法選択を認めることでシステム内部で準拠法が一致しなくなることを挙げている⁷²⁾が、もともとユーロシステムにおいては証券決済は資金決済とともに通貨政策を機能させるためのものとして捉えられているため、口座管理関係者によって域外国の国の法が適用されることは、政策的にも、ECBの許容範囲を越えていると思われる。

2. 国内法制からの観点——実質法の概念を前提とした抵触法ルールの異質性

口座に記載される証券の財産的権利については、口座管理機関に対する関係で準拠法を考える、というハーグ証券条約の基本的スタンス（stage by stageアプローチと称されている）⁷³⁾は、口座保有証券に関する証券取得者の財産的権利を、少なくともその準拠法を選定する際には、直近の口座管理機関の水準にとどめて考える、という了解を各国に共通するものとして前提としていると思われる（抵触法上の法

性決定における統一的了解)。こうした考えは、“security entitlement”という権利範疇（口座管理機関に対する口座保有者の諸権利のパッケージ）をもつアメリカ法では自然に受け入れられるであろうが、そのような権利カテゴリを持たない、すなわち証券の権利や持分につき所有権ベースの考え方をとる日本やドイツ、フランスの法制では、抵触法の考えについて根本的な転換をなすことを意味する⁷⁴⁾。たとえば条約起草作業中に日本代表より問題提起された点として、担保取引に複数の口座管理機関が関与する場合、すなわち譲渡人と譲受人とが別々の国の口座管理機関を介して取引を行う場合⁷⁵⁾に、いずれの口座管理機関が基準となるのかという点がある。証券の権利につき物権の対世的効力を考える法制では、取引当事者のいずれの側から見てもまた第三者から見ても一致した準拠法に拠ることが望ましい。しかし基本的にはハーグ証券条約の考え方では、譲渡人の権利については譲渡人の口座管理機関、譲受人の権利状態については譲受人の口座管理機関との関係において、別々に判断される。

ECで現在ハーグ証券条約の批准が難航しているのは、取引当事者（譲渡人と譲受人）のそれぞれの口座機関との関係で所有権のような権利を分けて考えるのが伝統的な国際私法や物権法の枠組みと合わないという点も、一つの理由であるようである⁷⁷⁾。

V. 結びに代えて——日本の対応可能性

日本では、平成18年にそれまでの「法例」を改正して「法の適用に関する通則法」（以下「通則法」）が制定された際に、ハーグ証券条約

の採択を見込んで、物権につき所在地法主義を定める抵触法規定（旧法例10条）のほかに、必要な場合に所在地法主義から離れることを認める回避条項を加えるべきか議論された⁷⁸⁾。しかし結局、回避条項の採用は見送られ、旧法例10条は実質的な変更なく通則法13条として維持された。また、法制審議会の間接保有証券準拠法部会ではハーグ証券条約を批准した場合の国内法の対応等につき審議してきたが、条約批准に関する結論を留保したまま審議を終了したのは冒頭で述べた通りである。以下、今後の議論に資するために、3点ほど指摘するにとどめる。

1. 担保権者としての決済システム運営者を保護するための抵触法ルール

ハーグ証券条約の批准をめぐる日本での国際私法の議論の多くは、質権設定や譲渡担保といった証券取引を念頭に置いて、物権準拠法、それも主観的連結の適否という論点をめぐってなされてきたように思われる。しかし、ハーグ証券条約が対象とする証券担保取引は、固定型の質権設定や譲渡担保にとどまらず、流動性を前提としたリスクヘッジを目的とする広い範囲の取引すなわち、再売買特約（レポ取引）、証券貸借、売買同時取引まで含む得る。ハーグ証券条約が対象とする証券処分取引とは、そもそもは、決済システムの国境を越えるリンク（連結）やそうした連結を通じて伝播されるシステムミックリスクとの関わりにおいて捉えられてきた証券の担保化であるからである。そうであれば、担保権者とは、典型例として挙げられる商業融資における融資者すなわちシンジケートローンや単独ローンにより資金供与する商業銀行のほかに、クロスボーダーでの決済の窓口を参加者や顧客に提供する決済機関や決済機関代

わりの機能を果たす金融機関であり、また顧客の投資先を選別して担保資産としても管理する投資会社や投資銀行であり、また(証券担保が通貨供給の担保として許容されるときは)流動性供給オペを行う中央銀行や銀行間で通貨供給取引を行う市中銀行でもある。従って、これらの諸機関にとって安定した明確な抵触法ルールとは何かを考えられなければならない。日本における証券担保取引市場(貸借市場、レポ市場)が今後どこまで発展するか⁷⁹⁾、証券保管振替機構(ほふり)が外国証券システムとの間で相互的なリンクを設けるか⁸⁰⁾、日銀が証券決済システムとの関係を今後どのように構築する政策を持つか⁸¹⁾、資金決済と証券決済とがシームレスに機能するための枠組(DVP含む)をどう支えるか⁸²⁾、といった将来的な金融政策とも関わるであろう。おそらくそのような観点からすると、たとえハーグ証券条約を批准して口座管理関係者による準拠法選択が認められるとしても、関係者が対等な関係にある本来の「当事者自治」ではなく、公的ないし自主的な規制下で、システム運営者と参加者との間の約款の様式化や統一化を伴うことが予想される。券面の所在地に代わる客観的連結としても、「口座」や「口座管理機関」「決済システム(運営機関)」「集中保管機関」といった連結点の可能性やその構成が検討されるべきであろう。また、法性決定についても、次に述べるように根本的な検討の余地があるように思われる。

2. 「物権的局面(proprietary aspect)」の性質決定の検討

ハーグ証券条約をめぐるわが国のこれまでの議論では、「物権的局面」であれば物権準拠法の範疇であるという理解が前提とされていたよ

うに思われる。しかし、「物権的局面」とは、物の引張り合いと言われるように、権利を主張する者相互間での主観的権利の拮抗や競合を言うのであって、債権譲渡や債権質などの三面的債権関係も含み得る。現行の通則法の解釈としては、券面発行の有無にかかわらず、「証券の権利」の引張り合いについては物権問題と性質決定されるのであるとしても、問題となる権利自身の準拠法によれば「証券ではない権利」の場合には、その権利の競合対抗関係等につき性質決定の問題が生じ得る余地はあるように思われる⁸³⁾。例えばスイスのCSD(集中保管振替機関)で管理されているペーパーレスの権利(スイス法によれば債権)を、当該CSDに現地のエージェントを通じて口座を有する外国の証券会社を通じて日本の機関投資家が購入し、その後、別の外国企業との間で権利を取り合う場合に、物権の問題であるとの法性決定を、現行法の解釈論として採用するのであるか。

ハーグ証券条約のルールによれば、口座保管される証券の権利であれば、抵触法における物権か債権かの性質決定問題を考慮せずに、条約の定めに従い準拠法を決定できる。しかし、同条約が対象とするのは、あくまで口座に記載されることのできる権利にかぎられる。口座に記載されていない又は記載できない権利持分で、外国の証券に関する権利につき、いかなる準拠法の扱いになるかは、ハーグ証券条約を批准しても、現行の通則法の枠内で考えなければならない⁸⁴⁾。

3. 裁判・執行管轄権および倒産手続に関する諸問題の検討

倒産手続との関係については、法制審議会間接保有証券準拠法部会でも検討されたようであ

る⁸⁵⁾が、別途、考察が必要となろう。

日本証券業協会は、平成17年4月に、それまで統一約款として運用されていた「外国証券取引口座約款」を参考様式化した際に、約款中に準拠法及び合意管轄に関する規定を置いた(第31条)⁸⁶⁾。これは金融庁がハーグ証券条約の採択を考慮に入れて、準拠法の手当を約款中で行っておくように証券業協会に要請したためとされる⁸⁷⁾。ハーグ証券条約第16条によれば、条約発効前に締結された口座管理契約であっても明示的な準拠法選択の条項が契約中に入っていれば、遡及的に本条約が適用されるためである。

「外国証券取引約款」第31条2項では、申込者(顧客)と証券会社(協会員)との間での外国証券の取引に関する訴訟についての裁判管轄につき、証券会社の本店・支店の所在地の管轄裁判所のうちから、証券会社が指定することができる⁸⁸⁾と定めている。

しかし、そうした合意管轄が認められても、検討すべき点は少なくないと思われる。たとえば、日本の証券会社が管理する外国証券の権利持分について例えば差押が日本国内でできるか等の争いが生じるとき、執行管轄権はどのように判断されるのか。債務者が外国で倒産した場合に倒産手続(本手続)と並行して日本で口座保有されている外国証券の権利持分につき独立した執行手続(従手続)⁸⁹⁾を日本で行うことが可能か。本手続の結果として外国システム上で権利記録が削除されたが日本での口座上の記録に反映されるまでに当該記録に基づく従手続が行われた場合どうするか等である。ハーグ証券条約を批准したとして、裁判管轄権や執行管轄権の決定基準として財物としての証券の所在地を定めるルールが別途必要になるか、それとも

証券会社の事業所の活動と関連づけて日本に管轄権を認めるのか、検討の余地があろう。

注

- 1) 折茂 [1972] 14頁, 56頁
- 2) 折茂 [1972] によれば、証書と当該権利とが緊密に結合しており、証書が有価証券性を備えているときは、証書の所在地が、券面に表章されている権利の所在地とみなされるべきとされる(14頁)。ここでは、船荷証券などの荷為替証券については、証書に表章されているのが物(に関する権利)であるために、物権準拠法に服すると考えるべきである、と解釈されている(91-92頁, 95頁注8, 9「証券による売買に関し、かつその証券が売買の目的物を表章する場合」)。しかし、たとえば株式については、券面に表章されている権利が社員権ないし株主権であるため、証書についても、当該権利の準拠法である発行会社の属人法の支配を受けている、と考えられる。株式の譲渡など「券」の処分については、取引の利益から、株券が所在する地で、証券取引に参加した者の利益が考慮されなければならない。そのような要請を考慮する上で、従来のわが国の議論は、株式の発行者に対する関係と、第三者に対する関係とで区別して、(権利の対抗要件の)準拠法を考えているようである。
- 3) 実際、わが国でもこれまで、外国で発行された証券を国内の投資家が取得する際には、外国の証券決済システムに参加している内外の証券取引業者が仲立ちして、外国の発行者が管理する名簿や外国の証券決済システムにおける権利名義人は、国内の投資家ではなく、そうした顧客のために取引を仲介する業者であるという実態があった。
- 4) 山形地裁酒田支部平成11年11月11日判決『金融・商事判例』1098号45頁。
- 5) 仙台秋田高裁平成12年10月4日判決『金融・商事判例』1106号47頁。判例評釈として、早川 [2001], 森下 [2004b] [2007c]。
- 6) 条約の条文および起草作業における議論につき、神田/早川 [2003] 230-287頁。背景にある諸国の議論につき、森下 [2004a], 同 [2001]-[2007a+b]。また、条約(案)の紹介および検討として、道垣内 [2002], 早川吉尚 [2002], 北坂 [2002]。
- 7) Potok [2004], p.210-212.
- 8) *Uniform Commercial Code Official Text and Comments* 2003, p.709, 794, UCC § 8-501 (a) ("security account" の定義)
- 9) *Uniform Commercial Code Official Text and Comments* 1999 Edition and 2003 Edition, West. 抵触法について、1994年改正UCC第8編は、"direct holding securities"(直接保有証券)と"indirect holding securities"(間接保有証券)という区分を設け、前者について発行者の法域(§ 8-110(a)), 後者について「口座管理機関の法域」の法(§ 8-110(b))に連結した。「口座管理機関の法域」は、原則的に、口座管理機関とその権利保有者との間の合意によって決定される(§ 8

-110(e)。また合意がなされていないときは、口座契約の当該口座について管理業務を行う事業所として認定された事業所の所在する法域の法が準拠法となる(§ 8-110(e)(4))。そうした office が認定できないときは、口座管理機関の主要な業務執行を行う事務所(本店)の所在地の法に準拠される(§ 8-110(e)(5))。このような抵触法アプローチは、口座管理機関とその権利保有者との「関係 (relation)」を重視するものとされ、実質法上の entitlement system が前提となっている。1994年 UCC 第8編は、証券の「保有形態」に応じて準拠法を区別し、間接保有証券については、証券取引の「全ての当事者の諸権利が同じ『証券』に対する諸権利として考える」伝統的な観念をやめることで、「準拠法の選定における重要な要素はそうした『証券』の所在である」という1978年 UCC 第8編を縛り付けていた所在地法主義の拘束から自らを解放した。(Rogers [1996] at 1457-1460) アメリカの UCC ルールについては、森下 [2000] 上法44.1, 30頁以下に詳しい解説がある。

- 10) Directive 98/26/EC of the European Parliament and of the Council of 19 May 1998 on settlement finality in payment and securities settlement systems, OJ L166, p.45, 1998/06/11 (いわゆる決済ファイナリティ指令 (Settlement Finality Directive)), 第9条2項「証券(証券上の権利を含む)がシステム参加者、加盟国の中央銀行、または将来のヨーロッパ中央銀行に物的担保として提供される場合に、当該の証券に関する彼らの権利(またはいずれかのノミニー、代理人または彼らのために行う第三者の権利)が、いずれかの加盟国に所在する登録簿、口座、または中央寄託システムに法的に記録されているときは、これらの証券に関する担保保有者としてのその者の権利は、かかる加盟国の法によって決定される。」
- 11) Directive 2001/24/EC of the European Parliament and of the Council of 4 April 2001 on the reorganisation and winding up of credit institutions, OJ L125, p. 15, 2001/05/05. 「第24条 (所在地法主義) 証券上の権利で、その存在または移転の要件として、加盟国の登録簿、口座または中央寄託システムへの登録を要する物権的権利又はその他の権利の行使は、当該権利が登録されている登録簿、口座または中央寄託システムが所在する加盟国の法によるものとする。」(条文の訳は、貝瀬 [2006] に依拠した)
- 12) Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on financial collateral arrangements, OJ C180E, p.312, 2001/06/26, 2001/C180E/32, 第10条1項「帳簿記載証券または現金の担保に関するいかなる問題も、当該の口座が管理されている国の法、または適切な場合はその国の地域法に服する。このことはその国が加盟国か否かにかかわらずない。」第10条2項「当該の口座は、この条文の目的のために、所定の場合において以下で管理されているものとして扱われる。すなわち、(a)直近の口座管理機関が口座名義人に報告するため、または法定の目的ないし会計上の目的のために当該の口座をいずれかの事業所または支店に配分しているときは、口座管理契約において識別される直近の

口座管理機関の事業所または支店、(b)直近の口座管理機関が法的に設立された地、または、直近の口座管理機関がいずれかの支店を通じて当該の口座に関して取引している地、その他の場合はその支店が法的に設立された地」

- 13) Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on financial collateral arrangements, OJ L168, p.43, 2002/06/27 (いわゆる金融担保指令 (Financial Collateral Directive)), 第9条1項「帳簿記載の証券の担保に関して9条2項が定める諸事項 [法的性格および物権的効力、第三者対抗要件、権利の消滅、権利の優劣、善意取得、換価手続] については、口座が管理されている地によるものとする。」
- 14) S. I. 1999/2979, amended by S. I. 2003/2096, 2006/50 and 2007/832. 「第23条 (物的担保として保有される証券に関する準拠法) (a)証券(証券上の権利を含む)が物的担保としてシステム参加者または中央銀行(ノミニー、エージェント、またはその参加者や中央銀行に代わり行為する第三者を含む)に提供されており、かつ (b)ヨーロッパ経済地域 (EEA) の加盟国内に所在するいずれかの登録簿、口座、または中央寄託システムにおいて当該物の担保に関するその者の権利が記録されているときは、そのような証券に関する物的担保者としてのその者の権利は、当該の登録簿、口座、または中央寄託システムが所在するところの EEA 加盟国の法に服する。」(1999年の表現形式) 決済ファイナリティ指令との対応関係につき、嶋 [2007] 4.2(2)を参照。
- 15) Gesetz zur Änderung insolvenzrechtlicher und kreditwesensrechtlicher Vorschriften, vom 8.12.1999, BGBl.1999, Teil I, 2384 f.; Entwurf eines Gesetzes zur Änderung insolvenzrechtlicher und kreditwesensrechtlicher Vorschriften, BT-Druck (Bundestags-Drucksache) 14/1539, S.15 f. 第17a条「証券または混蔵寄託在高についての持分の処分であって、権利形成的効果を伴って登録簿に記入されるか又は口座に記帳されるものについては、直接その処分の受け手のために権利形成的な登録が行われる登録簿を監督している国の法、又は、処分の受け手の口座に権利形成的な増額記帳を行う口座管理機関の本店又は支店が所在する国の法に服する。」(条文の訳は、森下 [2007a] 上法50.4, 83頁に依拠した) 森下 [2007a] 前掲には、ドイツ寄託法17a条の解説を含めたドイツ法の状況について詳しい論述がある。
- 16) 例外として、石黒 [1995] は外国の集中保管振替機関に登録されている証券の物権的問題について先駆的な考察を行っている。また澤澤 [1994]、和仁 [1993] など実務家による問題提起。
- 17) Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities Study 78 (Study LXXVIII) (<http://www.unidroit.org/english/workprogramme/study078/main.htm>) において政府専門家委員会による草案や準備書面等を閲覧できる。ユニドロア条約の起草作業については、神田秀樹 [2007] における解説を参照。

- 18) 2007年3月23日の証券取引法研究会における討議、神田 [2007] 28頁以下。
- 19) 法制審議会 間接保有証券準拠法部会 第1回 (2002.7.25)～第21回(2007.12.21) 議事録は全て法制審議会のウェブサイトより閲覧可能。
- 20) ハーグ国際私法会議のサイト (<http://www.hcch.net/>) に、条約の条文および策定作業のための一連の準備文書 (Preliminary Documents No 1 (2000)-No 18 (2002), all available in <http://hcch.e-vision.nl>) が掲載されている。とくに最初の準備文書 (Preliminary Document No.1) をまとめた第一書記官による総括として、Bernasconi [2001]。さらに、最終の EXPLANATORY REPORT (ハーグ証券条約説明報告書) が、Goode/Kanda/ Kreuzer [2005] として公刊されている (以下“Explanatory Report”として引用)。この報告書はハーグ証券条約の注釈書として同条約とともに読まれるべきものとされる。また、起草作業のために各国の国内法制の状況を国別の報告書形式でまとめた文献として、Potok (ed.) [2002]。
- 21) 早川 [2002]。
- 22) 条文およびその日本語訳については、神田・早川 [2003] および葉玉・和波 [2004]、また条約の解説として神田・早川 [2003] および神田 [2004]。
- 23) 国際シンポジウム (立教大学)「ハーグ証券決済準拠法条約」(2004年10月12日) 学術総合センター (講演者 (敬称略): Karl Kreuzer, Guy Morton, James Rogers, Harry Sigman, Ulrik Bang-Pedersen, Richard Potok, Hans Van Loon, Christophe Bernasconi, 神田秀樹, 櫻田嘉章, 道垣内正人, 野村美明, 森下哲朗, 和仁亮裕, 早川吉尚)。
- 24) 東京シンポジウムにおける諸講演は全体としては公刊されていないようである。東京シンポジウムでの諸講演とほぼ同じ内容のものとして、Bernasconi [2006], Rogers [2006]。また、10 *Uniform Law Review/Revue de Droit Uniforme* 2005における特集を参照。
- 25) Preliminary Document No.1, p.31-39 Explanatory Report Int-26, p.11-12
- 26) BIS・CPSS [1990] (Lamfalussy Report)
- 27) BIS・CPSS [1995]。この報告書の大きな特徴の一つは、担保取引 (collateral transaction) と証券決済との関係に焦点を当てて検討している点である (Annex 2)。すなわち、担保取引とは、この報告書では、「証券貸借 (securities loans), レポ, リバース・レポ, そして売買同時取引」を総称したものとされる (p.41)。そして担保取引と証券決済の間には、一方で、証券決済のためのインフラや各種の市場決済実務・規制が担保取引の発展を支援しており、他方でまた担保取引の存在が証券取引 (クロスボーダー取引を含む) のタイムリー決済を可能にしている、という相互的な関係性 (relationship) が見られるという (p.43)。
- 28) Guynn [1996]。
- 29) 1998年決済ファイナリティ指令 (Directive 98/26/EC)。とくに前文では、1990年のLamfalussy Reportで示された資金決済システムに本来的に存在しているシステムミックリスクにつき、リアルタイム・グロス決済システムへの参加に伴って生じる法的リスクを縮小することが重要であるとともに、証券決済システムへの参加に関連するリスクを削減することも証券決済システムと資金決済システムとの間に緊密な関係が存在する場合には極めて重要であるとする (前文(1)(2))。また、システムミックリスクの削減は、とりわけ決済完了性 (ファイナリティ) と証券担保 (collateral securities) の実行可能性を必要条件とすること、そして証券担保は、資金決済システムや証券決済システムにおいて、そのシステムと関連する権利義務を保証するために参加者によって他の参加者へ提供される全ての手段、すなわち再売買協定 (repurchase agreements) (レポ) や、法定担保 (statutory liens), 信託的譲渡 (fiduciary transfers) も含むことも述べられている (前文(4))。
- 30) 「担保取引は決済システム間のリンクを含むクロス・ボーダーの証券決済を容易化する」(BIS・CPSS [1995], p.44)。この報告書では、既存のICSD間リンク (Euroclear-Cedel) および ICSD-CSD 間リンク (Euroclear-ドイツ DKV) を例に挙げて、この点が検証されている。
- 31) 1995年時点で ICSD は数十の国内市場とリンクを設けている。この点は、BIS・CPSS [1995], para. 4. 4, p. 25。
- 32) 国際決済機関につき、BIS・CPSS [1995], Annex 2, p. 43. グローバル・カストディアンにつき、Benjamin/Yates [2002], para. 3. 21, p. 34 の記述を参照。
- 33) 例えば ICSD は、ある参加者が他の参加者から決済のために自動的に (匿名で) 証券を借り受けることができるように仲介するシステムや、レポ (売り戻し, 買い戻し) ができるよう追跡するメカニズム、さらに、同日内に後れて引渡される証券を参加者が一時的に借り受けて前倒して決済処理するシステム等を有している。この点は、BIS・CPSS [1995], Annex 2, p. 45. こうした決済円滑化のための証券貸借やレポを含めて、「担保取引 (collateral transaction)」と総称されている。
- 34) Goode [1996], p. 167, 172.
- 35) 1994年10月13日に International Bar Association (IBA) 金融法部門の the Capital Market Forum によりオーストラリアのメルボルンで開催された会合では、仲介金融機関により保有される証券が国境を越えて取引される際の諸問題を解決する策として、アメリカ法 (1994年改正 UCC 第8編), ベルギー法 (Royal Decree No. 62) およびルクセンブルク法 (Grand-Ducal Decrees) に範をとった次の四つの基本原理を反映するように、各国の国内法が立法, 改正ないし解釈されるべきである、という提言が行われた (Guynn [1996] p. 33)。
- すなわち、第一に、仲介金融機関によって保有される証券の権利は、立法または解釈により、仲介金融機関によって保有される証券プールにおける割合に応じた持分 (a pro-rata portion) に対する一種の権利として定義されるべきである。権利の保有者は、証券プールを保有する仲介金融機関と直接の契約関係を持つ。そうした権利は、個々の証券を客体とする追及力をもつ物権的権利 (not as a traceable property right) ではなく、また、たんなる契約上の請求権 (a mere contractual claim)

でもない。第二に、仲介金融機関によって保有される証券プールのうち、その顧客の権利を履行するための部分は、仲介金融機関の一般債権者の請求権が及ばないように保護されるべきである。そのために、そのような権利を一種の所有権 (property right) が共有権 (co-property right) として定義するか、あるいは、現行の倒産法を金融仲介機関のために修正しなければならない。第三に、抵触法ルールは、紙券に基づく証券システムから仲介金融機関の口座簿への記載に基づく証券システムへの発展を反映するように解釈ないし現代化されるべきであり、すなわち、金融仲介機関の口座への記載によって行われる証券の権利の譲渡および質入の有効性、または質権の効力や対抗力についての一連の準拠法は、関係当事者間の合意 (by agreement among the relevant parties) によって決定されるべきである、また合意がない場合には、そのような口座を管理している仲介金融機関の office がどこに所在するかに言及することによって、またはその仲介金融機関の法域に言及することによって、決定されるべきである。第四に、口座に記載された証券の権利を質入する (質権設定および権利行使) 手続は、簡易化されるべきである。(森下 [2000] 上法 44.1, 15-16頁にもこれらの提言が紹介されている。)

この Capital Market Forum の第三の提言では、口座保有証券の権利移転につき、仲介金融機関と権利者 (interst holder) との合意による準拠法の選定が提唱されており、ハーグ証券条約へつながる流れを見ることが出来る。

- 36) Oxford Colloquium on Collateral and Conflict of Laws 1998, JIBFL Special Supplement to vol.13, 1998
- 37) 1995年9月14/15日にOxfordで開かれた Colloquium (Oditah(ed.) [1996]) では、アメリカ UCC 第8編の "security entitlement" 概念と、口座管理機関の法域を選定する抵触法ルールとが、Goode [1996] によりヨーロッパの既存の抵触法ルールに代わる、理想的なモデルとして紹介された。Goode [1996] は、英国のエクイティにおける trust (信託) の法原理を使って、口座管理機関に保有される証券の取得者は、経済的な利得を得る beneficially owner であるとして、アメリカ法の "entitlement" システムに近い構成をとり、また、所在 (situs) の概念に拘泥することなく口座管理機関に連結する抵触法アプローチを推奨した。1998年5月1日の "Oxford Colloquium on Collateral and Conflict of Laws" (JIFEL Special Supplement to vol. 13, 1998) (いわゆる "Oxford Colloquium") は、クロスボーダーでの証券担保化に関して生じる抵触法問題を扱ったが、講演者には Goode [1998], Potok (Potok/Moshinsky [1998]), Rogers [1998] が名を連ね、内容的にもハーグ証券条約の策定作業の前哨戦といえる議論が展開された。すなわち、PRIMA ルールの妥当性の検証である。ほかにも、ここでは、ロンドン金融実務で慣行化している "title transfer", すなわち完全なる権利の譲渡 (out-right transfer) が、外国の倒産手続上では担保権 (security interest) の設定であるかのように——すなわち英国法によるよりも債権者の権利が縮減されるように——評価される可能性があることが、"recharacterisation

risk" として問題視された。Benjamin [1998]。

- 38) European Central Bank [2000], Chapter 6 (Eligible assets) および [2006], para.6.2, 6.3.
- 39) European Central Bank [2000] では、担保資産のクロスボーダー利用について、中央銀行間モデル (Correspondent central banking model: CCBM) (para. 6.6.1) と、EU 内での証券決済システム (Securities settlement systems) 間のリンク (Cross-border Links) を介するモデル (para. 6.6.2) とを定めている。
- 40) Proposal for a European Parliament and Council Directive on settlement finality and collateral security, 96/C 207/08, COM/96/193 final.
- 41) Bernasconi [2000], p.6-7.
- 42) BIS・CPSS [1995], Annex 2, p. 41.
- 43) Directive 98/26/EC, Preamble (9).
「…物的担保は、資金決済システムおよび証券システムにおいて、そのシステムと関係する権利義務を保証するためにいずれかの参加者から他の参加者に提供される全ての手段——再販売特約 (レポ)、法定リーエン、信託の譲渡を含む——から成るものである…」
- 44) Preliminary Document No. 1, p. 29 および Explanatory Report, p. 18-19.
- 45) ハーグ証券条約の起草作業で用いられた例では、担保提供されているのはポートフォリオ化された証券集合体ではなく、単体の銘柄の株式等である。これはモデルを作るために単純化をはかったためと思われるが、実務でよく見られるという証券資産の集合的担保提供がどのような局面でなされているのか、よく説明されないままに終始している。PRIMA ルールの長所に関する記述から憶測すれば、投資者の集合的な証券資産が一つの口座において管理されている状況を前提としているようである (例えば Rogers [1996] at 1458)。しかしハーグ証券条約の起草作業の資料からは、この点は必ずしも明らかでない。
- 46) 第一段階においては、口座管理機関と口座名義人を主要な権利主体として考えればすむが、第二段階では、これらのほか、債務者、担保権者、同一の担保物について競合する請求権者 (他の債権者) など、複数の取引関与者 (transaction participants) が登場する。第一段階と第二段階で共通するのは、口座で管理される証券 (間接保有証券) が権利対象であるという点であり、すなわち、ハーグ証券条約は、第二段階でも、第一段階と同じ原理 (principle)、すなわち口座で管理される証券の準拠法は口座管理契約に従うという考えをとる。
- 47) 第4条 (訳文は、神田/早川 [2003] 267頁)
「(1) 第2条第1項に掲げるすべての事項についての準拠法は、口座管理契約において、その口座管理既契約を規律する法律として明示に合意された国の法律 (ただし、口座管理契約によって当該事項について他の国の法律を適用することを明示的に定めた場合には、その法律) とする。ただし、この規定によって定められた法律は、関連口座管理機関が当該合意の時において次に掲げる事務所を当該国内に有する場合にのみ適用する。
(a) 当該事務所が、単独であると、当該国もしくは他の国における当該関連口座管理機関の他の事務所または当

- 該口座管理機関のために行為する他の者と共同してであると問わず、(i)証券口座への記録を行いまはモニターしているもの、(ii)当該口座管理機関によって保有される証券に関する支払または法人活動を管理しているもの、(iii)その他証券口座を管理する営業またはその他の通常の業務に従事しているもの、(b)口座番号、バンクコードその他の特定のための手段により証券口座を当該国において管理しているものとして特定されているもの」)
- 48) 条文に明白な定義はないが、解釈上、第2条(1)(a)(b)にいう「第三者」に該当するのは、当該の口座管理機関と口座取引関係を持たない者ということになる。従って、担保提供者(債務者)とその口座管理機関との関係を規律するときには、担保取得者が「第三者」ということにならう。逆に、担保取得者とその口座管理機関との関係が問題になるときは、担保提供者(債務者)が「第三者」となろう。
- 49) Bernasconi [2001], p.85は、「『当事者自治』(party autonomy)という言葉をごの文脈 [PRIMAの場所の決定に関する第4条の文脈] で用いるのは適切ではない(not appropriate)」と述べる。
- 50) ハーグ証券条約の基本的な考えは、次のように説明されることもある。すなわち、「証券取引の財産的側面(proprietary aspect)を律する——従って第三者を拘束する——準拠法が、当該取引の当事者間の合意ではない私的な合意によって決定される」ルールである、と(Potok [2004], p.214)。「私的な合意」とは、第4条で規定されているように、口座管理契約での準拠法に関する合意(当該契約の準拠法または当該契約中で選択された準拠法)のことである。
- 51) 神田 [2004], 21頁。
- 52) 第5条の予備ルールにおいて用いられている決定的な要素は次の3点に集約できるとされる。すなわち明示の準拠法選択がなされていない場合は、(i)口座管理契約の書面のなかで明白に特定されている事業所—その事業所を通じて当該の口座管理機関が口座管理契約を締結したされる—の所在地法(5条1)、(ii)当該の口座管理機関の設立地法(5条2)、(iii)当該の口座管理機関の事業上の本拠地の法(5条3)。この点は、Bernasconi [2006], p.13。
- 53) Bernasconi [2001], pp.82-85 (“How to Locate the Relevant Intermediary?”); Potok [2004], p.214。(口座(account)の場所が統一的に定まらないという問題、客観的事実の探究により事業所の場所を定めようとすると時間とコストがかかるという問題)。Explanatory Reportによれば、議論の中盤(Prel.Doc.No.13)から証券や口座管理機関のlocation(所在=場所の決定)を追求するのを放棄すべきという主張が優勢を占めるようになったということである(Int-14, p.7)。
- 54) Potok [2004], pp.210-212; Bernasconi [2001], p.81 (“the application of PRIMA can be seen as an appropriate extension of the *lex rei sitae* principle”)
- 55) 実際、条約の策定作業の終盤でも、ハーグ証券条約の抵触法規定はあくまで「口座が管理される場所」を決定するものである。ということを文言上で明確にしようと
- する立場と、そうした文言を入れるのを避けようとする立場の対立が生じている(Preliminary Document No.16)。「口座が管理されている場所」(を口座管理関係者が選べる)という言葉が条約の中に入れることは、ヨーロッパの一部の代表にとって重要であったと思われる(ibid., p.3脚注1)が、そのような提案は最終的に却下された。
- 56) Explanatory Report, Int-14, p.7.
- 57) 条約の批准に関する諸国の動きについては、ハーグ国際私法会議の“Securities Held with Intermediaries (2006)”の“Statut table”を参照。(http://hcch.evision.nl/index_en.php?act=conventions.status&cid=72)
- 58) COM/2003/783 final.
- 59) European Commission [2006], SEC/2006/910.
- 60) European Commission [2006], para. 4.
- 61) European Central Bank [2005]. ECBの見解については嶋 [2007] 4.2(2)に詳細な要約がある。
- 62) ドイツの論者として、Einsele [2003], Haubold [2005]. Statut table. フランスの論者として Bloch / Vauplane [2005]. この点は、Swiss Bundesrat [2006], para. 2.2.1.4 (EUにおける状況)を参照。
- 63) Explanatory Report para. I-1, p.30; Bernasconi [2006], p.17
- 64) Bernasconi [2000], p.6-7.
- 65) Explanatory Report para. I-19 and 1-30, p.35 and 38-39. ハーグ証券条約の起草作業では証券の「処分取引(Disposition)」と「担保取引(Collateral)」とはほぼ同じ内容を示す概念として考えられているようである。Bernasconi [2000].
- 66) Explanatory Report para. I-1; Bernasconi [2006].
- 67) ハーグ証券条約で起草作業でモデルとして使われている証券担保化の例も、商業銀行による融資のための担保提供であり、決済システム同士の連鎖を通じたクロスボーダー決済の円滑化のための証券担保取引や、顧客のために決済サービスを提供する金融機関による顧客資産の担保化といった例ではない。
- 68) この問題は、通貨支払や資金決済の円滑化や安定化を至上命題とする国際決済銀行(BIS)によって課題とされ、CPSSの報告書では、クロスボーダー資金決済(1990)、国内のDVP(Delivery versus Payment)決済(1993)、そしてクロスボーダー証券決済(1995)へと、システミックリスクが資金決済から証券決済へとつながる可能性とその対処策が順に検討されていった。
- 69) グローバル・カストディアンと呼ばれる金融機関も国際決済機関とほぼ同様の機能を果たしているとされる。機関投資家は国際決済機関よりもグローバルカストディアンを利用しているとされる。
- 70) European Central Bank [2000], ECB/2000/7, chapter 6 (para. 6.1-6.6)および同 [2006], ECB/2006/12, para. 1.5.
- 71) European Central Bank [2005] 「……立法制定に関わる全ての関係者は、現在の保護レベルを下げないように、システムの安定性(stability)やcollateral取引の扱いに与えるハーグ証券条約の潜在的な影響を詳細に

検証すべきである。このことは、ユーロシステムにとって重要なシステム（とりわけユーロシステムによって査定・使用されている諸々の証券決済システム）にある証券口座において保有される諸々の証券に関する物権的権利（proprietary rights）に対して適用される準拠法の選択を、そのようなシステムを律する法に制限することや、同じくシステムのファイナリティ、確実性、透明性を安全弁のように守るための措置〔を採用すること〕を含む。（para.10）

72) European Central Bank [2005], para. 10-11.

「法的なリスク分析によるならば、当該システムにある参加者らの口座において保有される全ての証券の物権的的局面を律するために単一の法システムが選ばれるのが賢明であるとわかるであろう。同様に、当該システムとその参加者各人との間の関係の契約的局面を律するのも単一の法システムであるのが良い。」（para.10）「現行の共同体レジームの下では、いずれかの証券決済システム（SSS）またはいずれかの集中保管機関（CSD）を律する法の法域は、当該SSSまたはCSDにおいて保有される帳簿記載証券から生じる諸権利の物権的的局面を律する法の法域と一致している。現在のレジームと比較して、ハーグ証券条約は——証券口座の所在を抵触法のために確認することの実際の困難をめぐる法的確実性をおそらく向上させるであろうが——同時に、同一のSSSまたはCSDの内部で生じる多様な準拠法の間でのさまざまな衝突をおそらく認めることで、法的不確実性を創出しないか、という点がはっきりしていない。」（para. 11）

73) 「no look-through」アプローチによれば、口座保有者の「権利」は、証券自体（＝発行者）から「派生的（derivative）」に生じるものではなく、口座管理機関（および口座管理機関が管理する口座）において「原始的（original）」に生じるものとされる（Potok (ed.) [2002], para. 1.4, para.2.22）。

74) たとえば、Einsele [2005], 251は、ハーグ証券条約の抵触法ルールにつき、「このように全ての口座を別々に見ていくアプローチは、適切で実務的であるが、しかし証券に関して投資家が共有権（co-ownership）を持つことを基礎とする証券保管決済システムの場合には、諸々の問題を生じる」（p.255）とし、さらに「ハーグ証券条約がその責務を果たすためには、実質法を調和してそれにより互換性（compatibility）をもたらす相方の条約（a counterpart Convention）を必要とする」（p. 256）と述べている。実質法を調和する条約とはユニドロア条約（UNIDROIT Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities）を指している。

75) Preliminary Document No.12およびNo.14。この問題には、譲渡人側と譲受人側とで同じ準拠法が適用されなくてよいか、という問題もからんでいる。すなわち、ドイツの立場からは、層ごとに準拠法が異なって決定されると、跛行的権利が生じることが指摘された。日本代表からは、譲受人（担保権者）による権利取得について判断するのは、譲受人の側の直近の口座管理機関であり、transfer全体に対して唯一の法を適用することを主張した（Preliminary Document No.14）。Explanatory

Report では結局、譲渡人の権利状態については譲渡人の直近の口座管理機関、譲受人の権利取得については譲受人の直近の口座管理機関と、別々に判断されるものとされている（Int-30, p.14）

76) Explanatory Report, p. 83. 詳しくは、森下 [2007b] 上法51.1, 38頁以下の説明を参照。

77) 例えば Einsele [2003] は、PRIMA ルールの有用性を肯定しながら、しかしドイツ法上の寄託行為（Depotgeschäft）の物権的構成とは合わない指摘している。ドイツ法の状況とくに Einsele の一連の見解については、森下 [2007a] 上法50.4および嶋 [2008] 3.1(3)に詳しい紹介・分析がある。

78) 『法の適用に関する通則法関係資料と解説』（別冊NBL110号）商事法務2007年176頁。

79) 日本のレポ市場および貸借取引市場については本多 [2006], 南雲 [2001]。

80) 現在は東証や大証の外国部に上場している外国証券の保管は、現地の保管機関（CSDやカストディー銀行）が行っている。日本での外国証券の取引のため、証券保管振替機構（ほふり）が現地の保管機関に口座を開設して、日本で取引される見合いの株数が現地の口座に入っている。東証・大証で取引されると、日本証券クリアリング機構が清算（ネットィング）して、清算後、ほふりにおいて売方から買方への口座振替がなされる。ほふりが口座を開設している海外のCSDとしては、例えばアメリカの Depository Trust Company (DTC)、カナダの Canadian Depository for Securities (CDS)、またドイツ証券のために Clearstream Banking AG、フランス証券のために Euroclear France、スイス証券のために UBS AG、アジア証券のために香港の Standard Chartered Bank、英国の Citibank N. A. London 等にも口座を有している。これらは外国のCSDや金融機関に保管を委託する一方的リンクであり、外国の清算決済システムは用いていない。また、ほふりには、現在、外国のCSDが口座を開設している例はない。（2007年11月9日時点、証券保管振替機構からのヒアリング）

81) 日本銀行は、現時点では国債のCSDとして証券決済については国債の振替決済システムの運営者の役割に特化している。国債の売買やレポ取引が日本銀行の行う金融調整（の担保）に用いられる。その点で日本の証券担保取引市場は国債を中心に発展しているようである。坂本 [1995] 等を参照。また、米谷 [2004] では「振替社債等の日本銀行への担保差入スキーム」（p. 21, 22）について紹介されているが、「担保差入証書」に基づく手続であり、物的担保としての証券利用の流動性をはかる施策としてではないようである。日本銀行は、日本証券保管振替機構（ほふり）に口座（質権口など）を有しているようであるが、ほふりとの関係を今後どのように展開するか政策が待たれる。

82) 問題提起について、久保田 [2003] 171頁。

83) スイスの現行の国際私法では、最初から発券されない証券は「有価証券」ではなく「Wertrecht（価値権）」とされ、そのような権利は「債権」と法性決定されている。また、かかる権利の物権的問題には「債権譲渡」や「債権質」の準拠法ルールが適用される。他方、券面が

不動化されるか集中保管されている従来の有価証券に該当する権利は、「物権」と法性決定され、物権準拠法の範疇に入るとされる。国際取引の多いスイスでは、外国投資家や外国金融機関から見たスイス法の抵触法ルールの複雑性が問題視され、ハーグ証券条約の調印に踏み切った。スイスで現在提案されている新しい国際私法の諸規定では、物権の章（第7章）に続けて、口座保有証券についての権利に関する章（第7a章）が新たに設けられ、ハーグ証券条約を国内法化することになっている（Art. 108a-Art. 108d）。Swiss Bundesbeschluss, BBl/2006/9436.

- 84) 例えば貸付債権の証券化や信託化を伴う銀行融資（ストラクチャード・ファイナンス等）における利益配当、集团的投資によるファンドや資金プールからの利益配当などについては、その権利持分を有価証券として扱うのかそれとも債権として扱うかが実質法レベル（金商法における「有価証券」の性質決定（藤田 [2008]）で問題となるように、（事案が外国との関わりを持つ範囲で）抵触法レベルでも、そのような権利のやりとりが物権準拠法か債権準拠法かの性質決定問題を生じうるのではないか。
- 85) 法制審議会 間接保有証券準拠法部会 第17回合議事録（2007.03.20）ウェブサイトより入手可。
- 86) ただ、あくまで参考様式であり、同約款に最低限記載しなければならない項目は「外国証券の取引に関する規則」（協会規則）に規定されており、当該規則によると、準拠法に関しては約款に必ず記載しなければならない項目ではないため、協会員と顧客との間の任意規定の位置づけになっている。この点は、証券保管振替機構 [2007a] 3頁。
- 87) 日本証券業協会 [2005]；証券保管振替機構 [2007a] 3頁。
- 88) スイスで提案されている新しい国際私法典の規定（Art. 108b）によれば、口座管理機関によって管理される証券については、被告の住所または常居所（住所がないとき）がスイスにあるときはその地のスイスの裁判所が管轄を持つとし、問題となる証券がスイス国内の営業所（Niederlassung）の事業活動に基づく場合には、その営業所の所在地の裁判所が管轄を持つとする。Swiss Bundesrat [2006], para. 2.2.3.3. 日本の取引約款様式でも、証券会社が被告となるケースを想定しているとする、スイス法と似通っていることになろう。
- 89) 2000年EU倒産規則は、担保権の内容・効力等が各国で一致していないことから、倒産手続開始国とは別の債務者の財産所在地での副次的な手続（その地に所在する個別財産への権利執行手続＝特別手続）を認めている。倒産手続の普遍的な効力を認め、手続開始国以外の加盟国でも承認させるとともに、担保証券に関する権利を倒産手続準拠法から隔離している（1998年決済ファイナリティ指令、2000年倒産規則、2000年銀行倒産指令、2000年保険倒産指令、2002年金融担保指令）。従って、口座や口座管理地を（証券所在地として）準拠法の決定基準とするEUのルールは、倒産債務者の証券資産の「所在」を確定する国際倒産法制におけるルールでもある。EC委員会によればハーグ証券条約は証券の所在地

を確定するルールではないため、同条約を批准しても、EUの国際倒産法制には影響はないとされている（European Commission [2006], para. 3.3.2）が、（別途国際倒産法制のために証券資産の所在を確定するルールを補充する等）調整は必要となろう。

参考文献

- 石黒一憲 [1995] 「集中的決済システムと国際倒産—無証券（ペーパーレス）化に重点を置いて」『国際金融倒産』（トラスト60研究叢書）、経済法令研究会、369頁
- 大野正文 [2008] 『『シンジケート・ローン等における証券担保利用に関する研究会報告書』の概要』『金融法務事情』1829号10頁
- 尾澤宏和 [1994] 「国際金融をめぐる法律実務上の諸問題：第5回グローバル・カストディ」『国際商事法務』22巻6号678頁
- 落合大輔 [2000] 「欧州の証券決済機関を巡る動き」『資本市場クォーターリー』2000年冬号
- 折茂豊 [1972] 『国際私法（各論）』[新版]（法律学全集60）、有斐閣、1972
- 貝瀬幸雄 [2006] 「EUの金融機関国際倒産法制—比較法学の観点から—」日本銀行金融研究所 ディスカッションペーパー No.2006-J-22；『金融研究』25巻法律特集号、日本銀行金融研究会、97頁
- 神田秀樹 [1993] 「担保法制の理論的構造と現代的課題」『金融研究』12巻2号、日本銀行金融研究所、37頁
- 神田秀樹 [1994] 「ペーパーレス化と有価証券法理の将来」『現代企業と有価証券の法理』有斐閣
- 神田秀樹・早川吉尚 [2003] 「口座管理機関によって保有される証券についての権利の準拠法に関する条約」『国際私法年報』5号230-256頁、同257-287頁（条約仮訳）
- 神田秀樹 [2004] 「国際的証券決済における法的課題：検討の方向性について」、日本証券業協会・証券決済制度改革推進センター、平成16年1月16日講演会

- 神田秀樹 [2007] 「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」『証券取引法研究会研究記録』17号 (2007年3月23日) 日本証券経済研究所; 『企業法の理論 (下巻)』(江頭憲治郎先生還暦記念) 商事法務, 2007, 569頁
- 北坂尚洋 [2002] 「間接保有された有価証券の権利関係の準拠法—2002年EU指令, UCC及びハーグ証券条約草案のアプローチについて—」『阪大法学』52巻3・4号899頁-924頁
- 木南敦 [1991] 「アメリカ合衆国におけるセキュリティの譲渡と担保権設定」『金融研究』10巻1号, 日本銀行金融研究所, 39頁
- 木南敦 [1992] 「アメリカの統一商法典における金融機関の管理する有価証券の譲渡と担保権設定 (上) (下)」『金融法務事情』1315号4頁, 1316号20頁
- 久保田隆 [2003] 『資金決済システムの法的課題』国際書院
- 坂本哲也 [1995] 「デリバティブ取引の有担保化における法的問題—日本国債を用いる場合の法律構成を中心に—」『金融研究』14巻2号, 日本銀行金融研究所135頁
- 坂本哲也・渡邊誠 [2003] 「社債等振替法の下での決済のファイナリティと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
- 嶋拓哉 [2007] 「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
- 嶋拓哉 [2008] 「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」『FSA リサーチレビュー』2007
- 証券保管振替機構 [2006] 「外国株券等の保管及び振替決済制度に関する要綱」(平成18年1月27日)
- 証券保管振替機構 [2007a] 「ハーグ証券条約及びUNIDROIT条約の概要と我が国の対応等について」(平成19年11月9日) 日本証券業協会における意見交換会ペーパー (非公開)
- 証券保管振替機構 [2007b] 「外国株券等保管振替決済業務の概要」(平成19年11月9日) 日本証券業協会における意見交換会 (非公開)
- 道垣内正人 [2002] 「担保物権の準拠法—証券決済システムを通じた担保付き取引の場合」渡辺・野村 (編) 『論点解説 国際取引法』法律文化社第4章 (117-124頁) 所収
- 中島真志・宿輪純一 [2002] 『証券決済システムのすべて』東洋経済新報社
- 中島真志・宿輪純一 [2005] 『決済システムのすべて』(第2版) 東洋経済新報社
- 南條隆 [1991] 「グローバル・カस्टディについて」『金融研究』10巻1号, 日本銀行金融研究所, 19頁
- 南雲洋史 [2001] 「債券貸借市場の発展期における法的問題」『企業法学』2000第8巻176頁
- 西谷祐子 [2007] 「物権準拠法をめぐる課題と展望」『民商法雑誌』136巻2号202頁
- 日本証券業協会 [2005] 「外国証券取引口座約款」の参考様式化に伴う規則等の整備について (H17.2.9) <http://www.jsda.or.jp/html/oshirase/public/05020903.pdf>
- 日本証券経済研究所 [2000] [2004] 『ヨーロッパの証券市場』2000年版・2004年版
- 葉玉匡美・和波宏典 [2004] 「口座管理機関によって保有される証券についての権利の準拠法に関する条約の概要」『商事法務』1697号83-91頁, 92-97頁
- 早川吉尚 [2001] 「外国の証券決済システムに登録された権利の性質決定」(判例評釈) 『平成12年度重要判例解説』(『ジュリスト』1202号) 294頁
- 早川吉尚 [2002] 「口座管理機関によって保有される証券についての権利の準拠法に関する条約草案」『商事法務』1642号4頁
- 早川吉尚 [2007] 「目的物所在地主義とハーグ証券決済準拠法条約」『ジュリスト』1347号48頁
- 藤田友敬 [2008] 「有価証券の範囲」『金融商品取引法研究会研究記録』25号 (2008年7月30日) 日

- 本証券経済研究所
 法制審議会 間接保有証券準拠法部会 [2002]～
 [2007] 第 1 回 (2002.7.25) ～ 第 21 回
 (2007.12.21) 議事録
- 本多正樹 [2006a] 「会社法上の社債の定義をめぐる諸問題 [上・下]」『商事法務』1781号20頁, 1782号 (2006) 4 頁
- 本多正樹 [2006b] 「レポ取引の発展と法律構成について—債券と資金との交換または相互の賃借の取引」(1・2完)『民商法雑誌』134巻2号 (2006) 207頁, 同3号329頁
- 松尾直彦 [2008] 「金融商品取引法制の制定過程における主要論点と今後の課題 [II]」『商事法務』1824号22頁
- 森下哲朗 [2000]～[2007a・b] 「国際的証券振替決済の法的課題」(1)～(5完)『上智法学論集』44巻1号 (2000) 1頁, 44巻3号 (2001) 35頁, 45巻3号 (2002) 1頁, 50巻4号 (2007a) 45頁, 51巻1号 (2007b) 90頁
- 森下哲朗 [2004a] 「国際証券決済法制の展開と課題」『上智法学論集』47巻3号1頁～43頁
- 森下哲朗 [2004b] 「間接保有証券の権利の移転」(判例評釈)『国際私法判例百選』, 有斐閣, 86頁
- 森下哲朗 [2007c] 「間接保有証券の権利の移転」(判例評釈)『国際私法判例百選 [新法対応版]』, 有斐閣, 52頁
- 森田宏樹 [2006] 「有価証券のペーパーレス化の基礎理論」『金融研究』25巻法律特集号, 日本銀行金融研究所, 1頁
- 吉川真裕 [2007] 「欧州証券決済コード・オブ・コンダクト」『証券経済研究』58号 (2007.6) 85頁
- 米谷達哉 [2004] 「証券決済制度改革における日本銀行の取組み」(2004年3月1日・証券決済制度改革推進フォーラム)
- 和仁亮裕 [1993] 「日本の銀行が行うカストディ業務よび証券貸付業務」『商事法務』1338号14頁
- Bank for International Settlements (BIS), Report prepared by the Committee on Payment and Settlement Systems of the central banks of the Group of 10 countries (CPSS), Basel:
- [1990] “Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries”, (“Lamfalussy Report”), November 1990
- [1995] “Cross-border Securities Settlements”, March 1995
- [2006] “Cross-border Collateral Arrangements”, January 2006
- Bank for International Settlements (BIS), Report by the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) and the CPSS, Basel:
- [1999] “Securities Lending Transactions: Market Development and Implications”, July 1999
- [2001] “Recommendations for Securities Settlement Systems” November 2001
- Benjamin, Joanna [1998], “Recharacterisation Risk and Conflict of Laws”, *JIBFL Special Supplement to vol.13*, 1998, pp.29–37.
- Benjamin, Joanna [2000], *Interests in Securities*, Oxford University Press, New York 2000, pp.147–170.
- Benjamin, Joanna / Yates, Madeleine [2002], *The Law of Global Custody*, 2 ed., Butterworths LexisNexis, UK 2002
- Bernasconi, Christophe [2000], “The law applicable to dispositions of securities held through indirect holding systems”, (Preliminary Document No. 1 of November 2000)
- Bernasconi, Christophe [2001], “Indirectly Held Securities: A new venture for the Hague Conference on Private International Law,” *3 Yearbook of Private International Law* (2001), pp.63–100.

- Bernasconi, Christophe [2006], "The Hague Convention of 5 July 2006 on the Law Applicable to Certain Rights in respect of Securities held with an Intermediary (Hague Securities Convention)," Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law, Washington, D.C., October 23-27, 2006, <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2006/mfl/cb.pdf>
- Bernasconi, Christophe / Sigman, Harry C. [2005a], "The Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities held with an Intermediary (Hague Securities Convention)", 10 *Uniform Law Review / Revue de Droit Uniforme* (2005), p.117
- Bernasconi, Christophe / Sigman, Harry C. [2005b], "Myths about the Hague Convention debunked", *International Financial Law Review*, 2005, p.31-35
- Bloch, Pascale / de Vauplane, Hubert [2005], "Loi applicable et critères de localisation des titres multi-intermédiés dans la Convention de La Haye du 13 décembre 2002", *Journal du droit international (Clunet)* 2005, 3.
- Cheshire / North [2004], *Private International Law*, 13 ed., Oxford University Press, New York 2004
- Christie, Fiona / Dosanjh, Herdeep [1995], "The Practical Elements of Settlement and Custody", in: Oditah (ed.), *The Future for the Global Securities Market*, pp.131-141.
- Deutsche Bank:
—— [2003] "Clearing und Settlement in der EU: Strukturen und politische Optionen", *Deutsche Bank Research*, 25. Februar 2003, Nr.258
- Dicey / Morris / Collins [2006], *The Conflict of Laws*, 14 ed., Vol.2, Sweet & Maxwell, London 2006.
- Dinne, Martine [1992], "The Euroclear System", in: Mabry (ed.), *International Securities Lending*, pp.132-139.
- Drobniq, Ulrich [1988], "Dokumenteloser Effektenverkehr" in: Kreuzer (hrsg.), *Abschied vom Wertpapier?*, SS.11-41.
- Drobniq, Ulrich [1981], "Vergleichende und kollisionsrechtliche Probleme der Girosammelverwahrung von Wertpapieren im Verhältnis Deutschland - Frankreich", *Festschrift Zweigert*, 1981, S. 73
- Einsele, Dorothee [1995], *Wertpapierrecht als Schuldrecht*, JCB Mohr, Tübingen 1995
- Einsele, Dorothee [2003], *Das Haager Übereinkommen über das auf bestimmte Rechte im Zusammenhang mit zwischenverwahrten Wertpapieren anzuwendende Recht*, WM 2003, 2349.
- Einsele, Dorothee [2005], "Modernising German Law: Can the Unidroit Project in Internmediated Securities Provide Guidance?", 10 *Uniform Law Review / Revue de Droit Uniforme* (2005), p. 251.
- European Central Bank:
—— [1998] Standards for the use of EU Securities Settlement Systems in ESCB Credit Operations, January 1998
- [2000] Guideline of the European Central Bank of 31 August 2000 on monetary policy instruments and procedures of the Eurosystem (ECB/2000/ 7), *Official Journal* L 310
- [2005] Opinion of the European Central Bank of 17 March 2005 at the request of the Council of EU on a proposal for a Council decision concernig 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), COM/2005/7
- [2006] Guideline of the European Central Bank of 31 August 2006 amending Guideline ECB/2000/7 on monetary policy instruments and procedures of the Eurosystem (ECB/2006/12), *Official Journal* L 352
- European Commission, Financial Service, Brussels:
- [1999] Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan, Financial Service Action Plan, 1999, COM/1999/232
- [2001] Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on financial collateral arrangements, COM/2001/0168 final, OJ C180E
- [2001] Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, Lamfalussy Report, February 2001
- [2006] Legal assessment of certain aspects of the Hague Securities Convention, 3. July 2006, SEC/2006/910
- Giovanini Group:
- [2001] Cross-Border Clearing and Settlements Arrangement in the European Union, November 2001,
- [2003] Second Report on EU Clearing and Settlements Arrangements, April 2003
- Goode, Roy [1996], "The Nature and Transfer of Rights in Dematerialised and Immobilised Securities", in: Oditah (ed.), *The Future for the Global Securities Market*, 1996, pp.107-130; 4 *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law (JIBFL)*, 1996, pp.167-176
- Goode, Roy [1998], "Security Entitlements as Collateral and the Conflict of Laws", *JIBFL Special Supplement to vol.13*, 1998, pp.22-28.
- Goode, Roy [2003], *Legal Problems of Credit and Security*, Sweet & Maxwell, London 2003, pp.203-235.
- Goode, Roy/ Kanda, Hideki/ Kreuzer, Karl (ed.) [2005], *Hague Securities Convention, Explanatory Report*, Hague Conference on Private International Law, 2005 ("Explanatory Report")
- Guynn, Randall D. [1996], "Modernizing Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws", Discussion Paper for the Capital Markets Forum in Melbourne on October 13, 1994, International Bar Association, 1996 (<http://www.dpw.com/iba/modernization.pdf>)
- Hague Conference on Private International Law
- [2000] - [2002] Preliminary Documents No.1 [2000] -No.18 [2002], all available in: http://hcch.e_vision.nl ("Preliminary Document")
- [2005] Explanatory Report = Goode / Kanda / Kreuzer [2005]
- Haubold, Jens [2005], "PRIMA-Kollisionsregel mit materiellrechtlichem Kern," *RIW* 2005, 656-660.
- Keller, Christoph [2000], "Die EG-Richtlinie 98/26 vom 19.5.1998 über die Wirksamkeit von Abrechnungen in Zahlungs- sowie Wertpapierliefer- und -abrechnungssystemen und ihre Umsetzung in Deutschland", *WM*2000, 1269.
- Kreuzer, Karl (hrsg.) [1988], *Abschied vom Wertpapier? Dokumentelose Wertbewegungen im Effekten-, Gütertransport- und Zahlungsverkehr*, Alfred Metzner Verlag, Frankfurt 1988
- Kümpel [2004], *Bank- und Kapitalmarktrecht*, 3 Aufl., 2004, Rd. 11.1 ff.

- Mabry, Judith (ed.) [1992], *International Securities Lending*, Macmillan Publishers Ltd, Great Britain, 1992
- Mankowski, Peter [2004], in: Reithmann/ Martiny, *Internationales Vertragsrecht*, 6.Aufl., 2004, Rd.1273.
- Mooney, Charles W, Jr, [1990] "Beyond Negotiability: A New Model for Transfer and Pledge of Interests in Securities Controlled by Intermediaries", 12 *Cardozo law Review* (1990), 305
- Oditah, Fidelis (ed.) [1996], *The Future for the Global Securities Market*, (a Colloquium in Oxford in September 1995 organised by the Norton Rose M 5 Group and Oxford University Law Faculty at St. John's College), Clarendon Press, Oxford 1996.
- Potok, Richard / Moshinsky, Mark [1998], "Cross-Border Collateral: A Conceptual Framework for Choice of Law Situations," *JIBFL Special Supplement to vol.13*, 1998, pp. 10-16
- Potok, Richard (ed.) [2002], *Cross Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws*, Butterworths Lexis Nexis 2002
- Potok, Richard [2004], "The Hague Securities Convention—closer and closer to a reality," 15 *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law (JIBFL)*, 2004, pp. 204-220
- Rocks, Sandra M [2003], "The Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary", 36 *UCC Law Journal* (2003), p.1
- Rogers, James Steven [1996], "Policy Perspectives on revised U.C.C. Article 8," 43 *UCLA Law Journal* (1996), 1431.
- Rogers, James Steven [1998], "Of Normalcy and Anomaly: Thoughts on Choice of Law for the Indirect Holding System", *JIBFL Special Supplement to vol.13*, 1998, pp. 47-51
- Rogers, James Steven [2006], "Conflict of Laws for Transactions in Securities Held through Intermediaries", 39 *Cornell International Law Journal* (2006), p. 285
- Sono, Kazuaki [1996] The Extent of Possible Adaption of Domestic Laws to the Modern Securities Holding and transfer System, responding comment to the Discussion Paper, in: Guynn [1996].
- Swiss Bundesrat:
——— [2006] Botschaft zum Bucheffektengesetz sowie zum Haager Wertpapierübereinkommen, vom 15. November 2006, Bundesblatt Nr.48, 5.12.2006, s. 9315:
- UNIDROIT:
——— [2007] Preliminary Draft Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities, adopted by the Committee of Governmental Experts, in Rome, 21/25 May 2007, Unidroit 2007, Study LXXVIII, Doc.94
- Wittie, Robert A. [1998], "Review of Legislative Developments Affecting U.C.C. Article 8 and Investment Securities," 53 *The Business Lawyer* (1998), p. 1511, 1516

(中央大学法学部准教授)