

早稲田大学審査学位論文（博士）

証券決済制度の進展と株主の権利行使確保の方策  
—欧米における法制度の対応とわが国への示唆—

早稲田大学大学院法学研究科

川 瀬 裕 司

## 目次

はじめに .....	1
第1篇 日本およびアメリカの実質上の株主との直接コミュニケーション方法の展開 ——株式等振替制度に継受されたわが国記名株式の特異性——	
第1章 序論 .....	4
第2章 わが国記名株式の特異性とその株式等振替制度への継受 .....	5
第1節 会社法における記名株式制度の経緯 .....	5
第2節 証券振替決済制度におけるわが国記名株式の特異性の継受 .....	6
第3章 アメリカにおける実質所有者との直接コミュニケーション方法の展開 .....	9
第1節 直接コミュニケーション方法導入までの過程 .....	9
第2節 直接コミュニケーション方法確立までの過程 .....	14
第4章 小括 .....	17
第1節 日本およびアメリカの法制上の相違についての若干の考察 .....	17
第2節 残された課題 .....	19
第2篇 アメリカにおける電磁的方法による委任状勧誘資料の提供制度の考察 ——委任状勧誘コスト低減のための Notice and Access Rules の導入——	
第1章 序論 .....	24
第2章 制度導入の背景とその過程 .....	25
第3章 Notice and Access Model の概要 .....	27
第1節 発行者における Notice and Access Model .....	28
第1項 対象となる委任状勧誘資料と二つの選択肢 .....	28
第2項 委任状勧誘資料の一律交付を行わない Notice Only Option の仕組み .....	28
A. 入手可能通知の送付 .....	28
B. 委任状カードの送付 .....	32
第3項 委任状勧誘資料の一律交付を行う Full Set Delivery Option の仕組み .....	36
第2節 口座管理機関の役割 .....	37
第3節 発行者以外の委任状勧誘者における Notice and Access Model .....	39
第4章 小括 .....	40
第1節 Notice and Access Model に関する若干の考察とわが国への示唆 .....	40
第2節 補論：Notice and Access Model の現状とその課題 .....	44
第3篇 EU における株主の権利指令の制定過程とその意義 ——クロス・ボーダー議決権行使のための最小限の基準——	
第1章 序論 .....	47
第2章 指令採択前のクロス・ボーダー議決権行使に係る障害の状況 .....	48

第3章 株主の権利指令採択に至る過程	53
第1節 欧州委員会に対する株主権強化のための勧告	53
第1項 会社法上級専門家グループの勧告	53
第2項 クロス・ボーダー議決権行使専門家グループの勧告	56
第2節 第1次協議文書による照会とその回答	58
第3節 第2次協議文書による照会とその回答	62
第4節 欧州委員会の提案と欧州議会における修正	67
第4章 指令採択後の対応	70
第5章 小括	73
第1節 株主の権利指令に関する考察	73
第2節 株主の権利指令の評価と課題	80
第4篇 欧州委員会 Legal Certainty Group における証券決済法制の検討 ——EU 域内証券決済法制調整の試み——	
第1章 序章	82
第2章 ジョヴァンニーニ報告が明らかにした障害とその解決スケジュール	84
第1節 第1次ジョヴァンニーニ報告	84
第1項 第1次ジョヴァンニーニ報告が明らかにした15の障害	84
第2項 第1次ジョヴァンニーニ報告に対する関係者の評価	91
第2節 第2次ジョヴァンニーニ報告	92
第1項 15の障害を除去するスケジュールとその取組責任者の提示	92
第2項 第2次ジョヴァンニーニ報告を受けた欧州委員会の対応	96
第3章 Legal Certainty Group の勧告	97
第1節 欧州委員会より与えられた Legal Certainty Group の検討課題	97
第2節 Legal Certainty Group の第1次勧告	99
第1項 第1次勧告における取組み状況と採用した手法	99
第2項 第1次勧告における新法制の基本原則	101
第3節 Legal Certainty Group の第2次勧告	103
第1項 記帳の法的効果に係る勧告	103
A. 勧告1—将来のEU法制の範囲	104
B. 勧告2—中心となる要素および技術	108
C. 勧告3—口座提供者の中心的な役割	111
D. 勧告4—振替決済証券	112
E. 勧告5—振替決済証券およびその利権の取得ならびに処分の有効性	114
F. 勧告6—有効性および取消し	116
G. 勧告7—取消しに対する取得者の保護	119
H. 勧告8—優先権	120
I. 勧告9—発行の整合性	122
J. 勧告10—指図	124
K. 勧告11—差押え	124

第2項 コーポレート・アクション手続に関する国内法上の相違に係る勧告	125
A. 勧告12—コーポレート・アクション手続の法制の範囲	125
B. 勧告13—コーポレート・アクション手続のための異なる保有形態の承認	127
C. 勧告14—コーポレート・アクション手続における口座提供者の調整された役割	129
第3項 証券の預託・登録先に対する制限に係る勧告	132
第4章 小括：Legal Certainty Groupの勧告との比較によるわが国法制の検証	134
第5章 補論：証券法指令の検討状況	138
第1節 現在の状況	138
第2節 証券法指令の検討内容	139
第3節 若干のコメント	144
おわりに	146
文献目録	149



## はじめに

株式は、他の有価証券と異なり、議決権を代表とする共益権を有する点を特徴とする。しかしながら、証券市場に上場する株式は、大量かつ瞬時に行われる証券取引の対象の一つであり、そのために証券決済制度において取り扱われることは避けることのできない前提となっている。証券決済制度は、株式以外の、社債や国債等も取り扱う制度であり、そこに株式が取り扱われるということはおのずとそれにあつた変容が生じている。本論文は、かかる問題意識のもとに、今日の証券決済制度中で株主の権利行使方法をいかにして確保すべきかについて考察することを目的としている。

証券取引の増大化・迅速化に対応するために、証券決済制度改革は世界的に進んでおり、証券決済制度の基本構造は、集中決済機関である証券決済機関（Central Securities Depository）、証券会社等の、顧客のために証券口座を開設し、証券決済機関と顧客の間を仲介する口座管理機関（intermediary）および顧客である口座名義人（account holder）からなる階層構造となっている（証券決済機関と投資者の間を仲介する口座管理機関は一つである単層である場合もあれば、複数存在する多層構造の場合もある）。

株式制度は、出資者たる株主が出資対象である株式会社に対して、株主総会の議決権や配当請求権等の株主の権利を行使することを基本構造にしている。かかる基本構造をもつ株式も、証券の一つとして、証券決済制度において取り扱われるようになることにより、発行者である株式会社と投資家である株主の間に、証券決済機関と口座管理機関が存在するようになる。かかる階層構造を有したときに、株主の権利行使方法がいかなる影響を受け、それに対してどのような対処を考えるべきかというのが本論文の問題関心の中心をなしている。

本稿では、かかる問題意識のもと、①口座管理機関が仲介する証券決済制度における実質所有者に関する情報を把握する方法、②インターネット等の情報通信技術の発達・進展に伴う電磁的方法による情報提供制度のあり方、③証券取引のグローバル化が進み、外国人株主の株式保有割合が増加していることにより顕在化しているクロス・ボーダー議決権行使の障害への対応、および④株主の権利行使における口座管理機関の役割といった事項について検討を行っている。そのために、①については、アメリカ連邦証券規制上の実質所有者に関する情報入手制度を、②についても、アメリカ連邦証券規制上の電磁的方法による委任状勧誘資料の提供制度を、③については、欧州連合（the European Union、以下、ここでは「EU」という）における株主の権利指令を、④についても、EUにおける証券決済法制調整のための取組みをそれぞれ題材として取り上げ、わが国制度をとの比較検討を行っている。具体的な構成は次のとおりである。

口座管理機関が仲介する証券決済制度の利用が進展する中、例えば、記名株式の場合、譲渡の都度名義書換を行い、実質所有者を株主名簿に記録することは流通の妨げになるため、口座管理機関等が株主名簿上の名義株主となる現象が生じてくる。しかしながらかかる対応をとることによって、会社は実質所有者の情報を把握することができなくなるため、会社の情報を実質所有者に直接通知することができなかつたり、また、実質所有者が有する株式の権利行使を行う場合、口座管理機関を介して行わなければならない等の困難もみられるようになる。

第1篇は、わが国の記名株式が証券取引の迅速化に対応するために無記名証券化する中で、実質所有者が株主名簿に記録され権利行使するという記名株式の特質を維持するために、証券決済機関である証券保管振替機構が発行者に対して行う実質株主通知の内容を株主名簿の記録として取り扱う（正確には、実質株主通知により作成される実質株主名簿を株主名簿とみなす）法制を採用するまでの展開に触れるとともに、実質株主通知に示唆を与えたアメリカの連邦証券規制上の実質所有者一覧表の入手制度の展開に触れ、比較する。

企業内容の開示事項が拡充される中、株主、実質投資者に対して、書面で開示書類を提供する負担は増大しつつあるところ、証券決済制度上の階層構造を介して、会社の資料を提供することは、さらに負担がかかることになる。近年のインターネット等の情報・通信技術の発達は、書面の交付に代えて、インターネット等の電磁的方法による直接開示を可能にするものであり、こうした負担を軽減するものになりうるものである。

第2篇は、現在のアメリカでは、コストを削減し、引いては株主が委任状勧誘を行いやすくすることで、コーポレート・ガバナンスの実効性を高めるべく、電磁的方法により委任状勧誘資料を提供することを義務付けているが、連邦証券規制上の電磁的方法による委任状勧誘資料の提供制度である **Notice and Access Rules** の導入経緯とその仕組みを考察する。このことは、電磁的方法による提供制度を取り入れた現在のアメリカの委任状勧誘制度を考察することでもある。

証券決済制度が与える株主の権利行使方法への影響を考察するうえで、より問題が大きくなっているのが、クロス・ボーダーの議決権行使である。国をまたぐ証券保有構造は、国内のものに比して、さらに、間に複数の仲介者が存在していることから、外国に居住する株式所有者が、他国の株式会社に対して権利行使を行うことは一層困難になる。

第3篇は、欧州の株式市場において、外国人投資家の保有比率が増加している中、クロス・ボーダーの証券保有構造が複雑であるために、外国人株主の議決権行使が低調であるという問題に対処すべく、EUが行った法制上の対応を取り扱っている。EUは、クロス・ボーダーの局面で存在する障害がある中、外国人株主が、国内株主と同等に株主総会に付議される内容や株主総会の決議結果を入手するものとして、発行会社のウェブサイトこれら情報を掲載する方法を採用している。また、議決権行使については、遠隔地からこれを行う方法として、書面による議決権行使や電磁的方法による議決権行使を採用することができるようになっている。

現在の証券決済制度においては、投資者は、口座管理機関を介して株式を保有することになっている。このため、典型的には、投資者の名義でなく口座管理機関名義で投資者が所有する株式が管理されている場合、発行者は、会社法上は、名義株主である口座管理機関を株主として取り扱うことになる。すなわち、発行者は名義株主である口座管理機関に株主総会の情報を通知するとともに、直接発行者に対して議決権行使をするのは名義株主である口座管理機関ということになる。この場合、実質所有者は、これらの情報の入手や権利行使を行うには、名義株主である口座管理機関がこれを仲介することが必要であることから、これを実施させることが重要になる。

第4篇は、EUにおける証券決済法制の調整を取り扱っている。これは、物・人・サービス・資金の自由移動を中核とする共同市場（域内市場）の形成を目指すEUが、統合後も実現されない証券取引に関する共同市場を構築するために、必要な障害の除去の一つと

して検討を行っているものである。

EU における検討は、証券の移転方法やその効果等、証券取引に関わる証券決済法制の調整を中心としているが、現在の証券決済制度では、口座管理機関の仲介が不可欠であることから、口座管理機関の役割の調整も取り扱われている。本論文の問題意識としては、第3篇では取り扱われなかった口座管理機関の役割の調整を検討することが主眼ではあるが、外国人投資家が支障なく証券取引を行うことができるような開かれた市場を考えていくうえで、証券決済法制を国際的に調整していくことは、今日の証券市場において重要なテーマであり、その点についても本論文は取り扱っている。

第1篇 日本およびアメリカの実質上の株主との直接コミュニケーション方法の展開  
——株式等振替制度に継受されたわが国記名株式の特異性——

第1章 序論

平成21年(2009年)1月に、「株式等の取引に係る決済の合理化を図るための社債等の振替に関する法律等の一部を改正する法律」(平成16年法律第88号。以下、本篇において「決済合理化法」という)の施行により、「社債等の振替に関する法律」(平成13年法律第75号)が「社債、株式等の振替に関する法律」(以下、本篇において「振替法」という)に改正され、有価証券を横断的に対象とし、無券面化および多層構造を実現する振替制度が実施されている。この決済合理化法により、わが国証券決済システム改革の法律レベルでの法制度の整備は完成したとされている<sup>1</sup>。

わが国の振替制度の法制上の特徴の一つとして、投資者が口座に記録された権利を直接保有する方式が採用されている(振替法128条等参照)<sup>2</sup>。これに関して、株式等を対象に加える前の振替制度である社債等振替制度に関する法案策定過程において、投資者が口座管理機関に対して社債等の権利を信託し、投資者は信託受益権を保有する信託方式も検討されたが、最終的に直接保有する方式が採用されている。その理由として、立案担当者からは、「信託方式においては、投資者は発行者に対する権利を直接に有せず、口座管理機関に対する信託受益権を有することとなることから、株券を念頭においた場合、株主代表訴訟等、株主が会社に対して直接権利行使を行う制度との調整が困難であると考えられたため、とられなかったものである」と説明されている<sup>3</sup>。

この点、イギリス・アメリカの証券決済法制に類似する信託方式を採用しなかったことについて、「何ゆえ英米と異なる道を選択することが望ましいと考えたのかについての十分な説明はなされていない」との批判がある<sup>4</sup>。

直接保有する方式が採用された理由を検証するには、わが国では、伝統的に会社が直接株主に通知し、かつ株主が会社に対して直接権利行使を行う記名株式が選好されており、それが現在の株式等振替制度においても継受されていることを確認する必要がある。

本篇では、かかる理由を明らかにすべく、わが国証券決済制度における法制面の方式を決める理由となったわが国記名株式制度の特質の継受を確認するとともに、併せて、その際、大いに参考にされたと考えられるアメリカにおける株主との直接コミュニケーション

---

<sup>1</sup> 尾崎輝宏・吉田修「社債、株式等の振替に関する法律の概要」別冊商事法務編集部編『改正商法対応シリーズ 5 株券不発行制度・電子公告制度』(別冊商事法務286号)162頁(商事法務、2005)。

<sup>2</sup> 法文上は、「記載又は記録」であるが、平成13年(2001年)法律第128号による改正前商法は「記載」であり、改正後商法は「記載又ハ記録」であること等から、本稿では「記載」・「記録」のいずれの表現も用いている。

<sup>3</sup> 高橋康文編著・長崎幸太郎・馬渡直史著『逐条解説 社債等振替法』21頁(金融財政事情研究会、2003)。

<sup>4</sup> 森下哲朗「国際証券決済法制の展開と課題」上智法学論集47巻3号197頁(2004)。

方法の展開を確認するものである。

## 第 2 章 わが国記名株式の特異性とその株式等振替制度への継受

### 第 1 節 会社法における記名株式制度の経緯

平成 2 年（1990 年）商法改正により、無記名株式が廃止され、記名株式に一本化された結果が示しているとおり<sup>5</sup>、わが国においては、明治の商法制定以来、もっぱら記名株式が利用されてきた。しかも、それは、あくまで、原則として実質所有者が株主名簿に記載された株主となる形での利用である。

わが国において、記名株式が選好された理由として、鈴木竹雄博士は、株主の権利行使に関して、次の三つの特徴を挙げて説明している<sup>6</sup>。

すなわち、第一に、株主の権利は継続的・反復的に行使されることであり、第二に、株主の権利は集団的に行使されることであり、第三に、株主の権利はたえず変動する株主によって行使されることである。こうした株主の権利行使の特徴を踏まえて考察すると、無記名株券は、権利を反復的に行使する度ごとに株券を呈示・供託する手続的負担や、売却機会の逸失があるほか、公告により通知されるため、これを見逃す恐れがある。一方、記名株券は、名義書換に際しては株券の呈示を要するものの、その後は、権利を行使する度ごとに一々株券を呈示する必要はなく、また、会社から個別的通知を受けるため、株主の権利行使の機会は一層確実に保障されうる。従って、記名株式は、かかる特徴をもつ株主の権利行使に即応した技術的処理にほかならないものとしている。

そして、鈴木博士は、記名株券が有価証券化した後も、株主名簿の記載に基づき権利を行使する仕組みが維持されていることを、「記名株券の特異性」としている<sup>7</sup>。

わが国における記名株式は、明治 32 年（1899 年）商法制定当初は株主名簿および株券上の株主の記載が会社および第三者対抗要件であったが（明治 32 年制定時商法 150 条）、昭和 13 年（1938 年）商法改正により、記名株券を法律上当然の指図証券として裏書譲渡

---

<sup>5</sup> 平成 2 年（1990 年）商法改正時の立案担当者は、無記名式の場合、会社から株主に対する連絡の方法は公告であり（平成 2 年改正前商法 232 条 3 項等）、株主が会社に対しその権利を行使するためには、そのつど会社に株券を供託することを要する（平成 2 年改正前商法 228 条、239 条 2 項）といった株主管理の困難性のために、無記名式の株券はほとんど利用されていなかったこと、また、記名株式は、株券の交付のみによって株式を譲渡することができるものとされ（平成 17 年改正前商法 205 条 1 項）、流通の場面において無記名性の長所を吸収してしまっていること、加えて、法律の簡素化の観点から無記名株式の規定を維持する必要性の乏しいことを理由として挙げている。大谷禎男『改正会社法』148-149 頁（商事法務研究会、1991）。

<sup>6</sup> 鈴木竹雄「記名株券の特異性」竹田先生古稀記念『商法の諸問題』166-172 頁（有斐閣、1952）〔商法研究Ⅱ、「記名株券の特異性（その 1）」と改題、302-307 頁（有斐閣、1971；オンデマンド版、有斐閣、2001）〕。

<sup>7</sup> 鈴木・前掲注 6・166、171-172 頁。

と善意取得が認められ<sup>8</sup>、次いで、昭和 25 年（1950 年）商法改正により、広く行われていた白紙委任状付記名株式の譲渡を譲渡証書による譲渡として公認し、最後に、昭和 41 年（1966 年）商法改正により、譲渡方法としての裏書および譲渡証書を廃止し、記名株券の交付のみによる譲渡方法が認められ、記名株券の無記名証券性が確立されるに至るのである。しかしながら、株主名簿の記載は一貫して会社対抗要件であり、この結果、記名株式は、流通の面における無記名株式の長所と、権利行使の面における記名株式の長所とを結合させた形のものとなったわけである<sup>9</sup>。

## 第 2 節 証券振替決済制度におけるわが国記名株式の特異性の継受

証券市場における取引高の増大に伴い、株券現物の交付を行うことなく、証券決済を実現する証券振替決済制度が検討され、整備されてきた。

わが国では、東京証券取引所（以下、本篇において「東証」という）において、昭和 34 年（1959 年）11 月から昭和 37 年（1962 年）10 月まで試験的に実施された後、昭和 46 年（1971 年）7 月に部分的にはじまり、昭和 47 年（1972 年）11 月から東証上場全銘柄について行われた株券振替決済制度、および昭和 42 年（1967 年）12 月に実施された新株引受権振替決済制度が最初のものであり、試験的实施時に消費寄託を採用した以外は、混蔵寄託・共有権を理論的根拠とする任意の制度である<sup>10</sup>。

しかしながら、株券振替決済制度には、期末返還という問題が存在していた。すなわち、わが国の株式は記名株式がほとんどであったため、期末等、株主が会社に対し権利を行使する時期になると、日本証券決済（中央預託機関）は、参加者である証券会社に寄託株券を返還し、証券会社は、顧客の意思に基づいて、顧客の名義に書き換え、書換済みの株券は、混蔵保管でなく、顧客ごとに特定保管に移すということを行っており、期末継続預託ができないという不完全なものであった<sup>11</sup>。

---

<sup>8</sup> この改正時に、意思表示による譲渡（実際には白紙委任状付記名株式の譲渡）は従来そのままであるが、裏書譲渡の場合、株主名簿の記載は第三者対抗要件ではなく、株券上の記載は対抗要件ではなくなっている（昭和 13 年改正後商法 206 条）。なお、白紙委任状付記名株式の譲渡については、大浜信泉「判例白紙委任状」法律時報 24 巻 5 号 3 頁以下（1952）に詳しい。

<sup>9</sup> 鈴木竹雄「改正会社法の概要」商事法務研究会編『改正会社法実務の研究』5-6 頁（商事法務研究会、1966）。ただし、平成 16 年（2004 年）の決済合理化法および同法による商法改正、その後の平成 17 年（2005 年）制定の会社法（平成 17 年法律第 86 号）により、株主名簿の記録は、株券発行会社の株式、および振替株式（少数株主権等の行使を除く）においては会社対抗要件のみであるが、株券発行会社でない会社の株式であって振替株式でないものは会社および第三者対抗要件となっている（会社法 130 条、振替法 154 条 1 項、161 条 3 項）。

<sup>10</sup> 上柳克郎ほか編集代表『新版注釈会社法(4)』268-270 頁〔河本一郎〕（有斐閣、1986）。

<sup>11</sup> 上柳ほか・前掲注 10・273 頁〔河本〕。このため、期中の買付によって日本証券決済に積み上げられてきた混蔵保管残高は、発行会社の決算期の集中している 3 月、9 月になる

かかる問題への対応として、昭和 59 年（1984 年）に、「株券等の保管及び振替に関する法律」（昭和 59 年法律第 30 号。以下、本篇において「保振法」という）が制定され、基準日等に保管振替機関が備える参加者口座簿に記載された参加者または参加者が備える顧客口座簿に記載された顧客の氏名・住所・株式数等に基づき、保管振替機関が会社に対して行う実質株主通知によって作成される実質株主名簿に記載された実質株主が権利行使の仕組みにより（保振法 31 条・33 条）、立法的解決が図られたのは周知のとおりである。

株主名簿上の株主である集中受寄機関（中央預託機関）が権利を行使し、受け取った配当金は証券会社を通じて顧客に配分するという、いわゆる間接方式がまず考えられるところ、実質株主が発行会社に対して直接権利を行使する直接方式を実現する方法として、実質株主通知を採用したわけであるが、その理由として、わが国では記名株式制度の下で株主が直接発行会社に対して権利行使を行うことが定着していることから、直接方式を採用することが適当であると説明されており<sup>12</sup>、ここに「記名株券の特異性」の継受をみることができる。

それでは、実質株主通知の仕組みはどのようにして構想されたのであろうか。

神崎克郎教授は、実質株主通知の構想について次のとおり提唱している<sup>13</sup>。なお、神崎教授の提唱は、議決権以外の配当請求権や監督是正権まで取り扱っているものであるが、本篇は株主との直接コミュニケーション方法を対象としている関係上、議決権に限って取り上げることとする。また、保振法上の実質株主と、実質上の株式所有者の意味で用いられる実質株主とを区別するために、本篇では、以下、原則として、後者を実質所有者または実質上の株主と記述するほか、株主名簿に記載された株主を、名義株主または株主名簿上の株主と記述する。

すなわち、株券振替決済制度において実質上の株主の議決権行使を確保する第一の方法は、間接的な議決権確保の方法で、発行会社から株主総会の招集通知およびその添付書類の送付を受けた株主名簿上の株主である中央預託機関がこれを当該株式について口座を有する証券会社経由で実質上の株主に配布するとともに、その際、決議事項についての実質上の株主の議決権行使の指示を求め、これを取りまとめたものを証券会社経由で中央預託機関に伝達する。これを受けて中央預託機関は、当該実質上の株主の指示に従い議決権を行使するというものであって、当時すでに東証上場の外国株式の議決権行使方法としてみ

---

と大きく減少し、次の期になって買付が行われると再び増加するということを繰り返していたとされる。実際、「株券振替決済制度の概要と現状」証券 32 巻 374 号 12 頁（1980）によると、昭和 54 年（1979 年）においては、月別株券保管残高につき、1 月がピークの 44.68 億株であるのに対し、3 月はボトムの 17.28 億株にまで減少している状況にあった。

<sup>12</sup> 株券振替決済制度懇談会専門委員会「株券等の振替決済制度に関する専門委員会中間報告書」（昭和 53 年 7 月 13 日）稲葉威雄ほか『株券等保管振替法の概要—法律・省令解説と全関係資料—』（別冊商事法務 74 号）169 頁（商事法務研究会、1984）、証券取引審議会専門委員会「株券振替決済制度について（報告）」（昭和 57 年 12 月 9 日）前掲書 183-184 頁参照。

<sup>13</sup> 神崎克郎「株券振替決済制度における実質株主の保護（上）」インベストメント 27 巻 4 号 18 頁以下（1974）。

られたものである。ただし、この場合に、中央預託機関ないし証券会社が実質的に自己に帰属しない株式について議決権を行使し、それによって発行会社を支配する危険を除去するために、実質上の株主から議決権行使の指示のない株式については、中央預託機関が議決権を行使しないものとしておく必要がある。第二の方法も、間接的な議決権確保の方法であって、株主名簿上の株主である中央預託機関が、その口座に株式を有する証券会社を通じて実質上の株主に代理権を証する書面を交付して、その株式について議決権の代理行使をさせるもので、フランスおよびドイツにおける無記名株式の振替決済制度で行われているものと同等であるとする<sup>14</sup>。

これらの間接的な議決権確保の方法は、中央預託機関または証券会社はその手続的要請を遵守しない場合に、理論的には会社法上の救済（決議取消の訴）を認めるべきであるとしながらも、実際には当該救済を受けることができず、これら遵守しない者に対する損害賠償の請求によらざるを得ないが、金銭的利益を有しない実質上の株主に対してほとんど実効的ではないところが大きな欠陥であるとする<sup>15</sup>。

これを踏まえて、直接的な議決権行使の確保を図るために、第三の方法として、中央預託機関が、株主確定日における、その振替決済口座上の証券会社ごとの株式保有状況についての名簿を作成し、発行会社に交付するとともに、発行会社が、当該名簿に基づいて、各証券会社に対して、その取引口座上の実質上の株主ごとの株式保有状況についての名簿（実質株主名簿）の作成、提出を要求し、証券会社が自己の振替決済口座に基づいて実質株主名簿を作成して、これを発行会社に提出するものがある。また、これに代えて、第四の方法として、中央預託機関が、その振替決済口座上の各証券会社に対して、実質株主名簿の作成、およびその自己への提出を要求し、提出された実質株主名簿を、中央預託機関において再編成しあるいは再編成することなく発行会社に提出することも考えられるとする。これらの方法を採用する場合、発行会社は、実質上の株主に直接、株主総会の招集通知等を送付し、実質上の株主は、自己の名前で議決権を行使することになるので、会社法上の救済を受けることができることになる<sup>16</sup>。

ただし、こうした直接的な方法によって議決権を確保するには、実質上の株主の匿名性に関する政策的な問題と、実質上の株主が発行会社に対する関係でも株主であることを主張することにかかわる会社法の改正の技術的な問題があるとする。前者については、脱税目的であればそれ自体が問題であり、法的に容認されるべきものかは疑いがあるとしながら、なお匿名性を認める場合、証券会社は、自己の株式保有状況が発行会社に開示させることを拒否しない実質上の株主についてのみ実質株主名簿を作成し、これを発行会社に提出しまたは提出されることで可能である。後者については、議決権の行使および株主総会の招集通知の送付等に関しては、中央預託機関に代えて実質株主名簿上の株主を商法に定める株主名簿に氏名および住所の記載された者とみなす旨の特別立法をすべきであると主張していた<sup>17</sup>。

---

<sup>14</sup> 神崎・前掲注 13・21-23 頁参照。

<sup>15</sup> 神崎・前掲注 13・26 頁参照。

<sup>16</sup> 神崎・前掲注 13・27-28 頁参照。

<sup>17</sup> 神崎・前掲注 13・30-31 頁参照。

こうした神崎教授の提唱は、前述のとおり、基本的に第四の方法に即した形で、商法の特別法として保振法が制定されることによって実現されている<sup>18</sup>。

現在の株式等振替制度における総株主通知も、基準日等に振替機関または口座管理機関の備える振替口座簿に記録された加入者の氏名・住所・株式数等に基づき、振替機関が発行者に通知し、当該通知に基づいて株主名簿の記録を行うものであり（振替法 151 条、152 条）、神崎教授が提唱した第四の方法は、従来の実質株主を正面から株主名簿上の株主として認める形で継受されている<sup>19</sup>。

### 第 3 章 アメリカにおける実質所有者との直接コミュニケーション方法の展開

#### 第 1 節 直接コミュニケーション方法導入までの過程

前章でみた神崎教授の提唱は、1970 年代アメリカにおける、ストリート・ネーム (Street Name) の浸透に伴う実質所有者 (Beneficial Owner) の保護に関する議論の中で着想を得たものである。

アメリカにおいても、わが国同様、名義株主が議決権等の権利行使を行う記名株式制度が行われている<sup>20</sup>。ただし、従来から、株式の譲渡を容易にするために、相当多量の株式が、ストリート・ネームと呼ばれる、実質上の所有者でない証券業者またはその他の金融機関名義で保有されるものとなっており、この場合、実質上の株主の権利行使は、株主名簿上の株主を通じて行われるために、実質上の株主の権利が希釈化される危険が生じていた<sup>21</sup>。議決権に関しては、すでにみたとおり、株主名簿上の株主が実質上の株主の指図に

---

<sup>18</sup> ただし、実質上の株主の匿名性については、脱税の道を認めるかの如き印象を与えて好ましくないという税務当局の申入れを容れて最終的に取り下げられている。竹内昭夫「株券の保管振替制度と株主の権利行使」ジュリスト 820 号 12 頁 (1984)。

<sup>19</sup> 厳密には、法律上、保振法では実質株主名簿と株主名簿の二重構造となっていたが、振替法では原則総株主通知により記録される株主名簿に一本化されており、また実務上も、実質株主を含めた株主の名寄せは発行会社において行われていたが、振替法に基づく株式等振替制度では、振替機関である証券保管振替機構において加入者情報の名寄せが行われ（証券保管振替機構の株式等の振替に関する業務規程 31 条 6 項、32 条 3 項）、名寄せ済みの内容で総株主通知がなされるといった違いがある。

<sup>20</sup> たとえば、デラウェア州会社法においては、名義株主のみが株主総会の議決権を行使することができ、別の者の名義で株主名簿に記録されている場合、会社の株式の真の所有者は株主総会の議決権を行使することはできないとされている。DEL. CODE. ANN. tit. 8, § 212 (LexisNexis 2009)。もっとも、州の会社法によっては、実質株主を株主として扱うような手続をとってもよいとしているところもかなりあるとの指摘もある。龍田節「アメリカの株主総会と法」大阪証券代行(株)代行部編『アメリカの株主総会』18 頁 (商事法務研究会、1985)。

<sup>21</sup> 神崎克郎「米国における実質株主の保護」神戸法学雑誌 23 卷 3・4 号 180 頁 (1974)。

なお、Request for Comments on Practice of Recording Street and Nominee Names,

従って議決権を行使せず、または実質上の株主の請求に反して委任状を交付しなかった場合に、実質上の株主の損害賠償請求は有効な救済手段とならないというものである<sup>22</sup>。

議決権に関して実質所有者の保護を図るために、アメリカでは、当時の 1934 年証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934、以下、本篇において「取引所法」という) 14 条 (b) 項において、「国法証券取引所のあらゆる会員、または本法に基づき登録されたあらゆるブローカーもしくはディーラーは、委員会が公益もしくは投資者保護のために必要または適当として定めた規則および規制に違反して、本法 12 条に従って登録され、かつ顧客の勘定で保有されるあらゆる証券に関して、委任、同意もしくは権限を与え、または与えることを差し控えてはならない」と規定されていた<sup>23</sup>。

長らく証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission、以下、本篇において「SEC」という) による規制がなされていなかったため、証券取引所の自主規制によって、実質所有者への勧誘に関して会員証券会社が要した費用の支払いを委任状の勧誘者 (発行会社) が保証する場合に、委任状の勧誘者から交付を受けた委任状勧誘資料を実質所有者に転送することを会員証券業者に義務付けることにより対応していた<sup>24</sup>。

---

Exchange Act Release No. 11,708, 40 Fed. Reg. 48,741 (Oct. 17, 1975) によると、Street Name とは、証券業界で用いられるブローカー会社またはそのノミニーの名義で登録された株式を意味する用語であって、当該株式は通常顧客のものであるが、取引を容易にする等の理由で、ブローカー会社の名義で保管されているものであり、また、Nominee Name とは、機関投資家 (保険会社および投資会社等) ならびに財務代理人 (銀行および信託会社) 自身の口座または顧客の口座に関して、機関投資家および財務代理人が保管する証券の登録上、機関投資家および財務代理人が主に用いる用意を表すもので、多くの場合、ノミニーは、証券の名義人として行動する目的のためだけに組成された組合であるとされている。

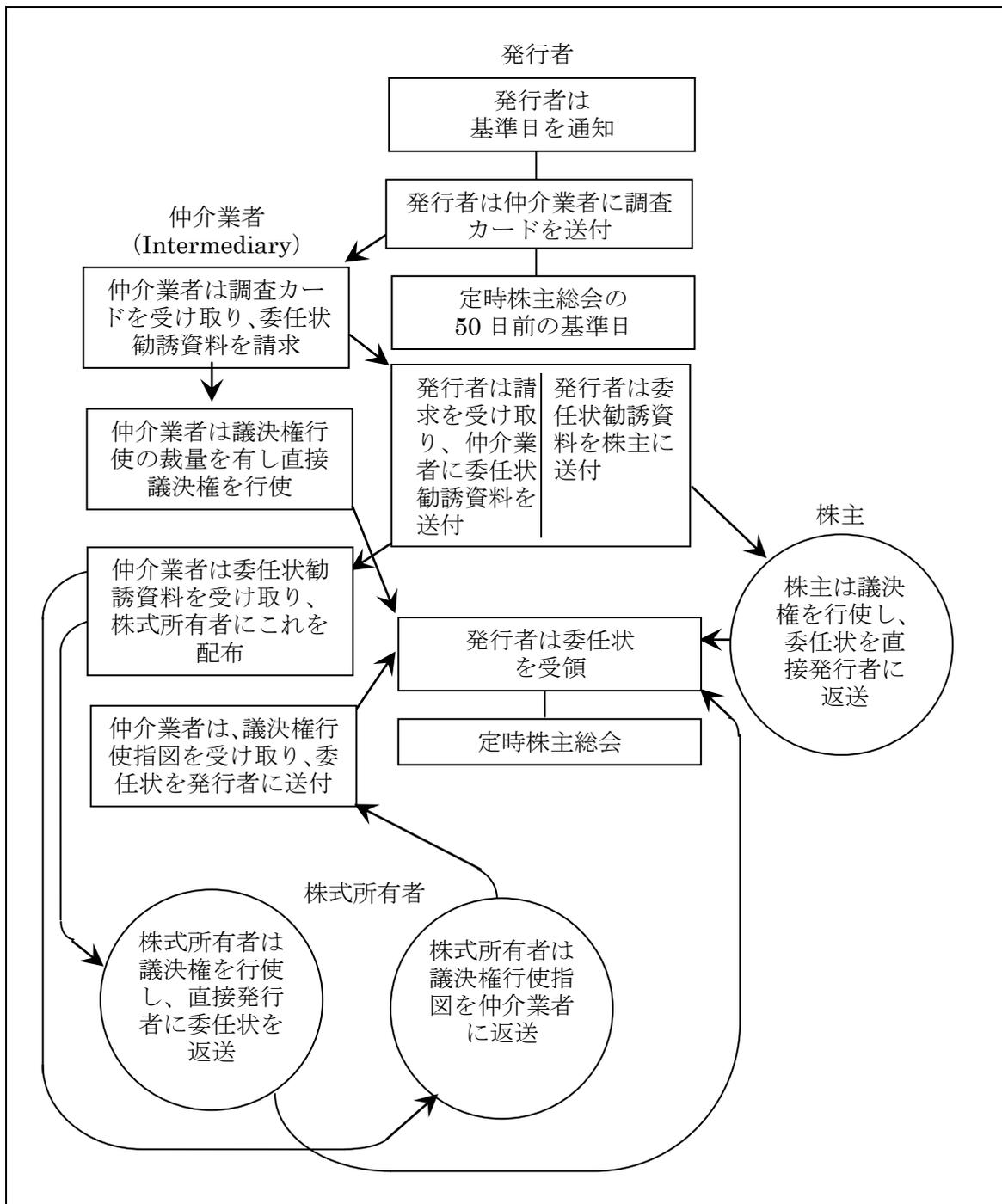
また、当時における米国議会の指示に基づく SEC の調査結果である、SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, FINAL REPORT OF THE SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION ON THE PRACTICE OF RECORDING THE OWNERSHIP OF SECURITIES IN THE RECORDS OF THE ISSUER IN OTHER THAN THE NAME OF THE BENEFICIAL OWNER OF SUCH SECURITIES PURSUANT TO SECTION 12(m) OF THE SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934 53-55 (Comm. Print 1976) [hereinafter STREET NAME STUDY] (本文では、「ストリート・ネームの実態に関する SEC の最終報告」と記述) によると、公開会社の株式のうち、Street Name および Nominee Name で保有される割合は、1962 年 21.3%、1965 年 23.7%、1970 年 26.7%、および 1975 年 28.6%と着実に増加していた。

<sup>22</sup> 神崎・前掲注 21・184 頁。

<sup>23</sup> 1986 年改正までのアメリカにおける委任状規制の推移については、J. Robert Brown, Jr., *The Shareholder Communication Rules and the Securities and Exchange Commission: An Exercise in Regulatory Utility or Futility?*, 13 J. CORP. L. 683 (1988)、志谷匡史「アメリカ委任状規制の展開」商大論集 44 巻 4・5 号 261 頁以下 (1993) 参照。

<sup>24</sup> 1934 年にニューヨーク証券取引所が規制を開始し、他の国法証券取引所および証券業協会も同様の規制を行っていったとされる。See Brown, *supra* note 23, at 703-704.

図1 委任状勧誘資料の転送と委任状勧誘



(出典)『ストリート・ネームの実態に関するSECの最終報告』14頁(1976)。

そうした中で、1969年にウォール街をおそった取引量の増大に伴う株券処理の混乱(ペーパー・クライシス)の原因を調査した下院の州際および外国通商委員会の通商および金融小委員会は、1972年に、その対応として預託機関を通じての株券の不動化が適当であるが、その際に、発行会社と実質上の株主との間に預託機関および証券業者または銀行等が

介在することによる実質上の株主の権利の希釈化防止のために SEC が考えうる方法として、「預託機関が基準日における預託者の名簿およびその所有数を名義書換代理人に提供するとともに、当該預託者が、法的に直接議決権を行使し、そして、あらゆる種類の直接の通信を受領する要件」とするものと、「最終的な実質上の所有者が会社の株主名簿上で確認されることを望む場合、株主名簿上の大口株主である証券業者および銀行が配当および委任状勧誘資料を送付するために、実質上の株主の住所および税務上の識別番号を会社に提供することを許容するもの」があり、後者の方法では、「会社に関する適切な情報は、仲介者としてのブローカー・ディーラーまたは銀行を利用することなく、直接実質所有者に送付されうる」と報告していた<sup>25</sup>。

神崎教授は、当該報告が指摘する方向が、「まさに実質株主名簿が発行会社に提出されて、中央預託機関に預託されている株式については、実質株主名簿が従来の株主名簿にとってかわり、実質上の株主が発行会社に対して自己の名前で議決権を行使し、発行会社が実質上の株主に直接に株主総会の招集通知等を送付すべき義務を負うとするものである」としており<sup>26</sup>、当該下院の通商および金融小委員会の指摘する方向に示唆を得て、実質株主通知の構想を行ったものと考えられる。

SEC は、まず、1974 年に、証券取引所法規則（General Rules and Regulations, Securities Exchange Act of 1934、以下、本篇において「規則」という）14a-3に(d)項を追加し、実質所有者に対して転送するために、発行会社に証券業者（ブローカー・ディーラー）および銀行等への十分な量の委任状勧誘資料および年次報告書の写しの配布を義務付けることで実質所有者保護に関する規制を始めていたが<sup>27</sup>、1975年に、証券業者に、発行会社からの資料の必要数の照会対応、および発行会社の費用の支払いの保証がある場合の顧客への資料の適時転送義務を課す規則 14b-1(a)とともに、これに代えて、証券業者が発行会社に実質所有者である顧客の氏名・住所・所有数の一覧表を提出し、発行会社がこれに基づき、直接年次報告書および委任状勧誘資料を実質所有者へ交付することを認める同 (b) 項を提案し、実質所有者との直接コミュニケーションの実現を図ろうとした<sup>28</sup>。

しかしながら、関係者間で氏名通知するコンピュータシステムがない中で、一覧表を受領することによる発行会社の負担の増加等を理由として、1977年にこれを撤回し、規則 14b-1(b)を、証券業者に受領した資料を即時顧客に転送することを義務付ける形とすることで収束した<sup>29</sup>。

---

<sup>25</sup> SUBCOMM. ON COMMERCE AND FINANCE OF THE HOUSE COMM. ON INTERSTATE AND FOREIGN COMMERCE, SECURITIES INDUSTRY STUDY, H.R. REP. No. 92-1519, 92d Cong., 2d Sess. at 73-74 (1972) (Westlaw). 神崎・前掲注 21・204-205 頁参照。

<sup>26</sup> 神崎・前掲注 13・29 頁。

<sup>27</sup> Notice of Adoption of Amendments to Rules 14a-3, 14c-3 and 14c-7 Under the Securities Exchange Act of 1934, Exchange Act Release No. 11,079, 39 Fed. Reg. 40,766 (Nov. 20, 1974).

<sup>28</sup> Proposed Amendments to Rule 14a-3(d) Timely Communications, Exchange Act Release No. 11,617, 40 Fed. Reg. 42,219 (Sept. 11, 1975).

<sup>29</sup> Requirements for Dissemination of Proxy Information to Beneficial Owners by Issu-

もつとも、転送に伴うコストおよび遅延のため、実質所有者が他の株主と同程度に情報を享受していないといった問題は生じており、1980年には、その解決方法として、発行会社が直接実質所有者に通知することが改めて示唆されるに至った<sup>30</sup>。

その結果、1983年に、規則 14b-1 に(c)項を設け、発行会社の請求および費用の支払いの保証に基づき、証券業者に、最新の定時株主総会の基準日時点の実質所有者である顧客の氏名、住所、証券の持ち高を発行会社に提供することを義務付けることにより、発行会社が直接実質所有者に通知を行うことが可能になった<sup>31</sup>。ただし、銀行は対象でないこと、開示に異議を唱えない実質所有者に限られること、利用目的は会社のコミュニケーションに限られること、および提供は毎年1回に限られることとされていた<sup>32</sup>。利用目的が制限されているのは、例えば、提供された情報の売却回避のほか、委任状合戦および公開買付けにおける当該情報の利用は公平であるべきであるとの意見があり<sup>33</sup>、委任状説明書、委任状用紙、および追加の通知といった委任状に係るものの直接交付を行うことはできないとされていた<sup>34</sup>。このように、実質所有者への直接通知が許容されたとはいえ、その利用範囲には制約があったことになる。

当該規定の効力発生日は十分な移行期間を提供すべく、1985年1月1日となっていたが、ニューヨーク証券取引所の特別委員会が合理的な費用の決定ならびに制度および手続

---

ers and Intermediary Broker-Dealers, Exchange Act Release No. 13,719, 42 Fed. Reg. 35,953 (July 13, 1977). 規則 14b-1(b)案が撤回された事情を説明するものとして、Brown, *supra* note 23, at 731-734、欧米有価証券振替決済制度調査団『有価証券振替決済制度 1978年欧米有価証券振替決済制度調査団報告』41-44頁（金融財政事情研究会、1979）。

<sup>30</sup> SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, STAFF REPORT ON CORPORATE ACCOUNTABILITY: A RE-EXAMINATION OF RULES RELATING TO SHAREHOLDER COMMUNICATIONS, SHAREHOLDER PARTICIPATION IN THE CORPORATE ELECTORAL PROCESS AND CORPORATE GOVERNANCE GENERALLY 362-374 (Comm. Print 1980).

なお、1976年の調査であるが、株式所有者の委任状勧誘資料の受領に関して、STREET NAME STUDY, *supra* note 21, at 17-18, 28-32では、株主総会の20日より前に受領した割合は、発行会社が直接送付した者のうち90.1%、銀行経由で送付された者のうち70.9%、ブローカー経由で送付された者のうち78.3%とされ、不満のある者は全体の7.5%であるが、当該不満のある者のうち、58.5%は到達が遅いこと、19%は直接発行会社とのコミュニケーションを希望すること、14.8%は到達が遅いために時々議決権行使ができなかったこと、5.6%は写しを受領したこと、そして2.1%は迷惑であることを理由としている。

<sup>31</sup> Facilitating Shareholder Communications Provisions, Exchange Act Release No. 20,021, 48 Fed. Reg. 35,082 (Aug. 3, 1983) [hereinafter Facilitating Shareholder Communications Provisions].

<sup>32</sup> See *id.*; Brown, *supra* note 23, at 736.

<sup>33</sup> Facilitating Shareholder Communications Provisions, *supra* note 31, at 35,085-35,086, 35,085 & n.16.

<sup>34</sup> Brown, *supra* note 23, at 736.

の徹底に時間を要するとしたことにより、1年延期されている<sup>35</sup>。最終的に、実質所有者とのコミュニケーションに関する発行会社の義務に関する規定として新たに規則 14a-13を追加し、従来からの実質所有者へ転送する証券業者等の取扱いのほか、発行会社が直接年次報告書を、異議を唱えない実質所有者に送付することを認めること、実質所有者の一覧表について、大手証券業者等、一部の証券業者のみへの請求（いわゆる“cherry picking”）を認めず、すべての証券業者への請求を義務付けることとともに、規則 14b-1を改正し、一覧表の請求時期を年一回でなく、随時可能としたこと、基準の統一を図るために、証券業者に一覧表の提出を行う仲介機関（代理人）の利用を認めたこと、および一覧表を提出した証券業者に年次報告書の転送義務がないことを明確にしたことといった修正を行い、1986年1月から実施されている<sup>36</sup>。

## 第2節 直接コミュニケーション方法確立までの過程

前節のとおり、すべての証券業者において異議を唱えない実質所有者に対して発行会社が直接通知することが可能になったわけであるが、銀行にはこうした取扱いが課されていないため、すべての実質所有者への直接通知が実現されているとはいえない状況であった。これについては、銀行に当該規制を課す取引所法上の規定の欠如、他の銀行のために証券を保管する銀行が存在するという階層の問題（これを“piggyback”という）、および顧客の株式について議決権を行使する際の基準の不在が指摘されている<sup>37</sup>。

そこで、1985年に、取引所法 14条(b)項が改正され、規制の対象に「あらゆる銀行、団体、またはその他受認者の権限を行使する者」が追加されたことを踏まえて<sup>38</sup>、SECは、1986年改正により、規則 14b-2を設け、銀行（正確には、銀行、団体、またはその他受認者の権限を行使する者）にも証券業者と同様の規制を課すとともに、銀行特有の階層の問題については、the omnibus proxy approachによって対応を図った<sup>39</sup>。

Piggybackingに対応する方法として、SECは、①実質所有者に転送するために、名義株主である銀行および保管業者である銀行が発行会社から直接委任状勧誘資料および年次報告書を受領するが、委任状用紙は名義株主である銀行に郵送されること（保管業者である銀行経由で実質所有者に転送する）、②実質所有者に提供するために、発行会社が各名義株主である銀行に委任状用紙を含む十分な数の委任状勧誘資料一式を送付すること、③発

---

<sup>35</sup> Facilitating Shareholder Communications, Exchange Act Release No. 21,339, 49 Fed. Reg. 38,096 (Sept. 27, 1984).

<sup>36</sup> Facilitating Shareholder Communications, Exchange Act Release No. 22,533, 50 Fed. Reg. 42,672 (Oct. 22, 1985) [hereinafter Facilitating Shareholder Communications]; see Brown, *supra* note 23, at 739.

<sup>37</sup> *Id.* at 740-743.

<sup>38</sup> Shareholder Communications Act of 1985, Pub. L. No. 99-222, § 2, 99 Stat. 1737 (1985).

<sup>39</sup> Facilitating Shareholder Communications, Exchange Act Release No. 23,847, 51 Fed. Reg. 44,267 (Dec. 9, 1986).

行会社が委任状用紙を含む委任状勧誘資料一式を直接保管業者である銀行に送付し、実質所有者が名義株主である銀行に議決権行使の指図書を送付すること、ならびに④名義株主である銀行が保管業者である銀行のために委任状または包括委任状 (omnibus proxy) を交付し、実質所有者に転送するために、発行会社が保管業者である銀行に年次報告書、委任状勧誘資料および委任状用紙を直接送付すること (包括委任状に基づき、保管業者である銀行は委任状用紙を作成しそれを実質所有者に送付する) の 4 つの方法を提案していたが<sup>40</sup>、④の方法である the omnibus proxy approach が圧倒的に支持され<sup>41</sup>、規則 14b-2(b) によりこれが採用されている。

the omnibus proxy approach 以外の銀行特有の取扱いとして、1986 年 12 月 28 日以前に開設された顧客口座に関しては、積極的に同意した実質所有者について、その氏名・住所・証券の持ち高の開示がなされ、その後開設された顧客口座に関しては、異議を唱えない実質所有者についてこれらの開示がなされることになる。ただし、前者の口座も、銀行が同意を得る努力を怠った場合は異議を唱えないものとして取り扱われる旨の規定があり、現存する銀行の口座に関して、プライバシーを理由に採用されたものが、直接コミュニケーションの目的をはばみ、かつ、株主コミュニケーションを妨げるものがないよう、連邦議会の指示により導入された規定とされている<sup>42</sup>。

こうして、すべての証券業者および銀行における異議を唱えない実質所有者の一覧表を入手し、発行会社が当該実質所有者に対して直接通知を行うことが可能となったわけであるが、先に行われた 1985 年改正に際しても、異議を唱えない実質所有者に対して直接委任状用紙および委任状勧誘資料を送付することができないかとの提案に対して、SEC は、発行会社に、異議を唱えない実質所有者に委任状勧誘資料を郵送することを認めるかどうかは、株主とのコミュニケーション規則を改正する SEC の提案で考慮すべき事項ではないとしており<sup>43</sup>、委任状勧誘資料を実質所有者に直接送付することができないという利用範囲の制約があることが、直接的なコミュニケーションに関して残された課題ということになる。

この点については、SEC 規則上の株主提案権に関する規定が 1992 年に改正された際に、実質所有者の一覧表の取扱いについて議論がなされ、一応の解決をみている<sup>44</sup>。

---

<sup>40</sup> *Id.* at 44,269 n.11.

<sup>41</sup> *Id.* at 44,269.

<sup>42</sup> *Id.* at 44,271.

<sup>43</sup> *Facilitating Shareholder Communications, supra note 36, at 42,676 n.22.* これに対して、発行会社が実質所有者に委任状勧誘資料を直接送付し、委任状合戦・公開買付けを行う者に実質所有者を含む株主一覧表の利用を認めるべきと主張するものとして、*Brown, supra note 23, at 787-790.*

<sup>44</sup> *Regulation of Communications Among Shareholders, Exchange Act Release No. 31,326, 57 Fed. Reg. 48,276 (Oct. 22, 1992) [hereinafter Regulation of Communications Among Shareholders].* 1992 年改正を紹介するものとして、黒沼悦郎「株主間のコミュニケーションと委任状勧誘規則 - アメリカにおける機関投資家現象の一断面 -」インベストメント 45 巻 6 号 2 頁 (1992) 以下、吉川満「米国のコーポレート・ガバナンス (中)・(下)」

当該株主提案権に関する規定の改正は、それまで株主が委任状勧誘を行う場合、多大の費用と時間とを要するためその実行に踏み切ることが困難であったこと、および経営陣とその他の株主とは実際上、立場の優劣がはっきりしていたことという問題点の解決を図るものであったとされる<sup>45</sup>。

すなわち、①代理権獲得目的等を有しない場合、委任状規則の適用なく勧誘活動を行うことができること、②「勧誘」の定義の修正により、株主がどのように議決権を行使し、当該決定の理由を提示する意図があるかを公表することが委任状勧誘に該当しないこと、③確定後の委任状説明書を SEC に提出する場合、委任状説明書を交付することなく公けの放送、演説、または公表により勧誘することができること、④確定後の委任状説明書を公表するまでいかなる委任状用紙も勧誘対象の株主に提供しない限り、仮の委任状説明書を公式に SEC に提出することにより、勧誘を開始することを認めること、⑤委任状説明書および委任状用紙以外の委任状勧誘資料は、公表時に確定したものを SEC に提出することを認めるとともに、SEC 提出時に仮の委任状説明書を公衆の縦覧に供すること（ロール・アップ<sup>46</sup>および株式非公開化取引以外の企業結合に係る場合を除く）、⑥株主から委任状勧誘目的で書面による請求を受けた場合、発行会社は、自らが有する実質所有者の一覧表を含む株主一覧表を提供するか、または、当該株主の委任状勧誘資料を当該株主の費用負担により全株主に郵送するかを選択しなければならないこと（SEC のロール・アップまたは株式非公開化に関する規則に従い取引する場合には、当該選択権は株主にある）、⑦株主が各議題ごとに議決権を行使することができる委任状用紙の作成が義務付けられていること、⑧取締役会の少数派となる取締役の選任を求める株主に、発行会社が委任状説明書において指名する者を加えて取締役会の定数とし勧誘することを認めること、⑨取締役の選任合戦の場合に、発行会社以外の参加者に命じられていたスケジュール 14B（勧誘者情報の開示）の提出を廃止すること、ならびに⑩フォーム 10-K（年次報告書）、10-Q（四半期報告書）の項目 4(c)、およびスケジュール 14A（委任状説明書）の項目 21 において、議決権行使結果および承認に必要な議決権数の開示内容を改善することといった改正が行われている<sup>47</sup>。

このうち、実質所有者に対する直接通知に係る事項は⑥の規定である。

1992 年改正の中で、株主が、実質所有者に直接委任状勧誘資料を配布するために、異議を唱えない実質所有者（non-objecting beneficial owner、NOBO）または同意する実質所有者（consenting beneficial owner、COBO）の一覧表（これを“NOBO/COBO list”といい、以下、本篇において「実質所有者一覧表」と記述する）を利用することができないかとの意見照会に対して、SEC は、委任状を交付するために名義株主が必要とする十分な

---

商事法務 1304 号 23 頁以下・1308 号 15 頁以下（1992）参照。

<sup>45</sup> 吉川（中）・前掲注 44・24-25 頁。

<sup>46</sup> ロール・アップ取引とは、典型的には二つ以上の有限責任組合または不動産投資信託を新たな事業体等に再編成することを伴うものであるとされている。Regulation of Securityholder Communications, Exchange Act Release No. 29,315, 56 Fed. Reg. 28,987, 28,987 n.3 (June 25, 1991).

<sup>47</sup> Regulation of Communications Among Shareholders, *supra* note 44, at 48,276.

開示が提供される限り、株主または発行会社が直接実質所有者に対して委任状勧誘資料を配布することは改正規則では何ら禁ずるものではないとし<sup>48</sup>、従来の見解を改めている。提供された実質所有者一覧表の情報は会社のコミュニケーション目的のためにのみ利用されると規定されていたが、「会社のコミュニケーション」には「委任状勧誘」も含まれると広く解されており、事例調査によれば、多数の会社において、株主の異議に直面することなく、委任状勧誘のために実質所有者一覧表が利用されていたことから<sup>49</sup>、SECも⑥の規定の採用に伴いこれを認めたものと考えられる。

なお、同じく、⑥の規定により、提案株主が実質所有者一覧表を受領するために、株主が自らの氏名・住所の提供に異議を唱える可能性があるが、不要なものの送付に利用することができない限り、ほとんどの株主は、提案株主が会社と同じ情報を有することを認めるであろうから、情報の提供に大きな影響を与えることはないとされているが、実際には、ほとんどの場合、郵送時期を会社が決められる等会社に有利であることから、発行会社は当該株主の資料を郵送する方を選択するとされている<sup>50</sup>。

また、⑩の規定により、フォーム 10-K（年次報告書）および 10-Q（四半期報告書）上開示される議決権行使結果等に関して、各決議事項の概要とその賛成、反対および不行使の議決権数と同様に、棄権およびブローカーの不行使の議決権数を開示する改正がなされているが、選任合戦でない場合で、経営者が指名する候補者に対する議決権の不行使の割合が大きいことは、経営者の施策または活動に不満を示すという、より多くの情報を株主に提供することになるとしている<sup>51</sup>。

こうして、アメリカにおける、発行会社による実質所有者への直接コミュニケーションの方法が導入されるに至ったわけであり、この方法は基本的に継承されている<sup>52</sup>。

## 第4章 小括

### 第1節 日本およびアメリカの法制上の相違についての若干の考察

これまでみてきたことをまとめてみると、次のことがいえる。

---

<sup>48</sup> *Id.* at 48,286.

<sup>49</sup> Bernard S. Black, *Disclosure, Not Censorship: The Case for Proxy Reform*, 17 J. CORP. L. 49, 70-71 (1991).

<sup>50</sup> *Id.* at 69, 71. この点、アメリカにおいて、株主が実質所有者一覧表を直接請求することができないことによる議論の状況を紹介したうえで、わが国においても、正当な理由を有する株主が総株主通知請求を認めることを主張するものとして、柳明昌「株式振替制度における株主情報の入手可能性」西南学院大学法学論集 37 卷 4 号 1 頁以下 (2005) 参照。

<sup>51</sup> Regulation of Communications Among Shareholders, *supra* note 44, at 48,287.

なお、Proxy Disclosure Enhancements, Exchange Act Release No. 61,175, 74 Fed. Reg. 68,334 (Dec. 23, 2009) により、フォーム 10-Q（四半期報告書）および 10-K（年次報告書）から、フォーム 8-K（臨時報告書）への開示に変更されている。

<sup>52</sup> See 17 C.F.R. § 240.14a (2013).

すなわち、アメリカにおいては、ストリート・ネームで保有されている場合、実質所有者の議決権行使は、指図により名義株主が行行使するか、または実質所有者が名義株主の代理人として行行使することで行われている。しかしながら、ストリート・ネームで保有されることにより、実質所有者が権利行使し難くなること、すなわち権利の希釈化が危惧される中で、実質所有者が確実に権利行使を行うことができるように、証券業者等から実質所有者への委任状勧誘資料等の転送が義務付けられた。しかしながら、コストや事務的負担等のほか、転送が遅延するといった問題が生じているうえに、直接実質所有者に通知することが望ましいとの考え方から、発行会社の請求がある場合に、その費用負担により、証券業者等から実質所有者一覧表の提供を受け、それに基づいて、発行会社が直接実質所有者に通知を行う方法を採用することが可能になっている。

他方、わが国においては、記名株式を愛好しており、また、ストリート・ネーム化といった現象は基本的に生じなかったことから、あくまで、実質所有者が名義株主になることで、発行会社から直接株主総会関係書類の交付を受け、自ら議決権の行使を行ってきた。このため、保振法に基づく株券等保管振替制度が実施されるまでは、期末等の権利確定日になると中央預託機関から株券の返還を受け、実質所有者名義に書き換えることを余儀なくされ、実務上の負担が生じていた。これを解消する方法として、保管振替機関経由で証券会社等から提供された実質株主の通知を受け、それに基づき作成される実質株主名簿に株主名簿と同じ効力を認めることによって、実質所有者を名義株主として取り扱う方法を採用したことになる。

実質所有者を株主名簿に記載し、直接権利行使を認めるわが国の対応の方が明解であり望ましいように見える<sup>53</sup>。しかしながら、アメリカの対応も、発行会社が実質所有者一覧表の提供を受け直接コミュニケーションが導入されており、本質的な差異とまではいえないように思われる。むしろ、注目すべきは、アメリカにおいては、株主の権利行使は州会社法の定めによるなかで、連邦法で定める上場会社の委任状規則がなるべくこれに抵触しないように配慮したという事情があると推察されるのに対して<sup>54</sup>、わが国においては、実質所有者が名義株主になるという形での記名株式を伝統的に愛好しているという事情が大きく関係していたと考えられることである。この違いは、わが国においては、保振法、そして現在の振替法においても、発行会社に対する証券会社等からの実質所有者の通知自体を（実質）株主名簿に記録するという、会社法の規定そのものに特異な修正を施す法制を選択したというところに表れている。

こうした事情の違いは、証券決済法制の選択にも関係していると考えられる。すなわち、アメリカにおいては、各州法の規定に抵触することなく、間接保有に関する証券決済法制が適用されるように、統一商事法典（Uniform Commercial Code）第8編第5章の規定に

---

<sup>53</sup> 実際、1978年当時は、そのようにみていたようである。株券振替決済制度懇談会専門委員会・前掲注12・168-169頁参照。

<sup>54</sup> たとえば、1992年改正により改められるまで、名義株主が議決権を有するという州会社法の規定を考慮し、名義株主でない実質所有者に委任状勧誘資料を直接送付することを否定していたのはその表れである。See Facilitating Shareholder Communications, Exchange Act Release No. 23,276, 51 Fed. Reg. 20,504, 20,506 (June 5, 1986).

より、証券業者等の仲介金融機関を通して間接的に保有される場合には、投資者は、特定の証券に対する権利、あるいは、発行者に対する直接の権利ではなく、仲介金融機関に対する権利と当該仲介金融機関が所有する金融資産に対する権利のパッケージ（security entitlement）を有するものとして構成されている<sup>55</sup>。

他方、わが国においては、前述のとおり、実質所有者が名義株主になることで直接権利を行使する形での記名株式を伝統的に選好していたため、振替決済制度を導入する際、実質所有者が直接権利行使を行うことを保証することが最大の課題であったわけであるが、実質所有者を法的にも正当な権利者にするために、実質権利者が直接権利を保有する方式を選択することによって、これを確保している。このような、記名株式を選好するというわが国株式制度が有する事情が、ペーパーレス化の証券決済法制選択において権利を直接保有する方式を採用した理由になっているものと考えられる。

## 第 2 節 残された課題

これまで述べてきたことは、実質所有者に対して、発行会社が直接通知する方法を確立することによる会社と株主のコミュニケーションの導入の過程であった。実質所有者を名義株主として取り扱うかどうかについて、日本とアメリカの間で違いが見られるものの、直接コミュニケーションの方法を指向している点はつまるところ同じといえる。

しかしながら、アメリカでは、2006年にニューヨーク証券取引所が議決権の代理行使手続を規制する取引所規則の見直しのために行った調査によると、SECの規則により、直接送付したかどうかに関わらず、証券業者等を通して委任状勧誘資料を送付しなければならないこと、また、現実の問題として、ストリート・ネームで保有される株式の場合、証券業者等のみが法的に議決権を有することから、発行者は、実質所有者一覧表を入手しても、通常実質所有者に委任状勧誘資料を送付することはないとしており<sup>56</sup>、利用したとしても、委任状勧誘資料以外の書類に留まっているようである<sup>57</sup>。

この問題に関しては、2004年に、発行会社のCEOの団体からSECに対して意見が提出されており、併せて、証券業者等を経由して実質所有者に委任状勧誘資料送付するのはかなりコストがかかるほか、発行会社への開示に異議を唱える実質所有者（objecting

---

<sup>55</sup> James Steven Rogers, *Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8*, 43 UCLA L. REV. 1431, 1450-1451 (1996). 森下哲朗「国際的証券振替決済の法的課題（1）」上智法学論集 44 卷 1 号 30-31 頁（2000）。See U.C.C. § § 8-503 through 508 (1994).

<sup>56</sup> *Report and Recommendations of the Proxy Working Group to the New York Stock Exchange* 11 (June 5, 2006) [hereinafter *Proxy Working Group Report*], available at [http://www.nyse.com/pdfs/REVISED\\_NYSE\\_Report\\_6\\_5\\_06.pdf](http://www.nyse.com/pdfs/REVISED_NYSE_Report_6_5_06.pdf).

<sup>57</sup> Letter from Charles V. Callan, SVP Regulatory Affairs Broadridge Financial Solutions, to Elizabeth M. Murphy, Secretary, U.S. Securities and Exchange Commission 4 (Oct. 19, 2010), available at <http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-125.pdf> によると、発行者は1年のうちいつでも実質所有者一覧表を請求し、委任状勧誘以外の通知を送付することができるとしている。

beneficial owner、OBO) が相当存在することにより、すべての実質所有者が記載された実質所有者一覧表が発行会社に提供されないため、発行会社はすべての実質所有者に対して直接通知することができないという問題を指摘するとともに、その解決方法として、①異議を唱えない実質所有者と異議を唱える実質所有者の区別を廃止すること、②証券業者等に対して、実質所有者が直接行使することができる包括委任状 (omnibus proxy) を実質所有者に交付することを義務付けること、③証券業者等を経由して実質所有者に委任状勧誘資料を送付する義務を廃止することを提言している<sup>58</sup>。なお、コストに関しては、委任状勧誘資料 1 通の郵送コスト 0.40 ドル、反対の委任状説明書が提出された場合は 1 通 1.00 ドル、追加の委任状勧誘資料 1 通のコスト 0.40 ドルおよび委任状説明書と別に年次報告書等を送付する場合のコストが 1 通 15 セント、および実質所有者一覧表を請求する場合 1 名につき、証券業者等に 0.065 ドル (その代理人にも別途コストがかかる) を要するとしており、異議を唱えない実質所有者に関しては、ストリート・ネームで所有されている株式の約 75% を占めているとしている<sup>59</sup>。

さらに、前述の、2006 年のニューヨーク証券取引所の調査は、①については、異議を唱える場合別途手数料を徴収すればその数が減少すること (プライバシー保護のため手数料が必要であることを意味するわけではない)、②については、発行者が議決権行使に関与しすぎるといった株主アクティビスト団体の反対もあり、SEC は特段の対応をしていないことを指摘しているほか、実質所有者の指図がない場合の証券業者等の議決権行使の禁止の是非や、SEC が提案している電磁的方法による委任状提供制度の影響、委任状勧誘資料に関する手数料の再調査の必要性についても言及している<sup>60</sup>。

これらの問題のうち、実質所有者の指図のない場合の証券業者等の議決権行使の禁止は、2009 年の金融危機を受けて 2010 年に成立したドッド=フランク法に基づいて、ニューヨーク証券取引所規則の改正により導入され<sup>61</sup>、電磁的方法による委任状勧誘資料の提供は、2007 年に導入されるに至っている (次篇において検討する)。異議を唱えない実質所有者と異議を唱える実質所有者の区別の廃止や、証券業者等による実質所有者への包括委任状の交付は残された課題となっており、2010 年に、SEC は、これらの問題も含めて、アメリカの委任状制度に関して、将来のルール作りを行うための照会を行っている<sup>62</sup>。

---

<sup>58</sup> Letter from Steve Odland, Chairman-Corporate Governance Task Force, Business Roundtable to Jonathan G. Katz, Secretary, U.S. Securities and Exchange Commission (Apr. 12, 2004), available at <http://www.sec.gov/rules/petitions/petn4-493.htm>.

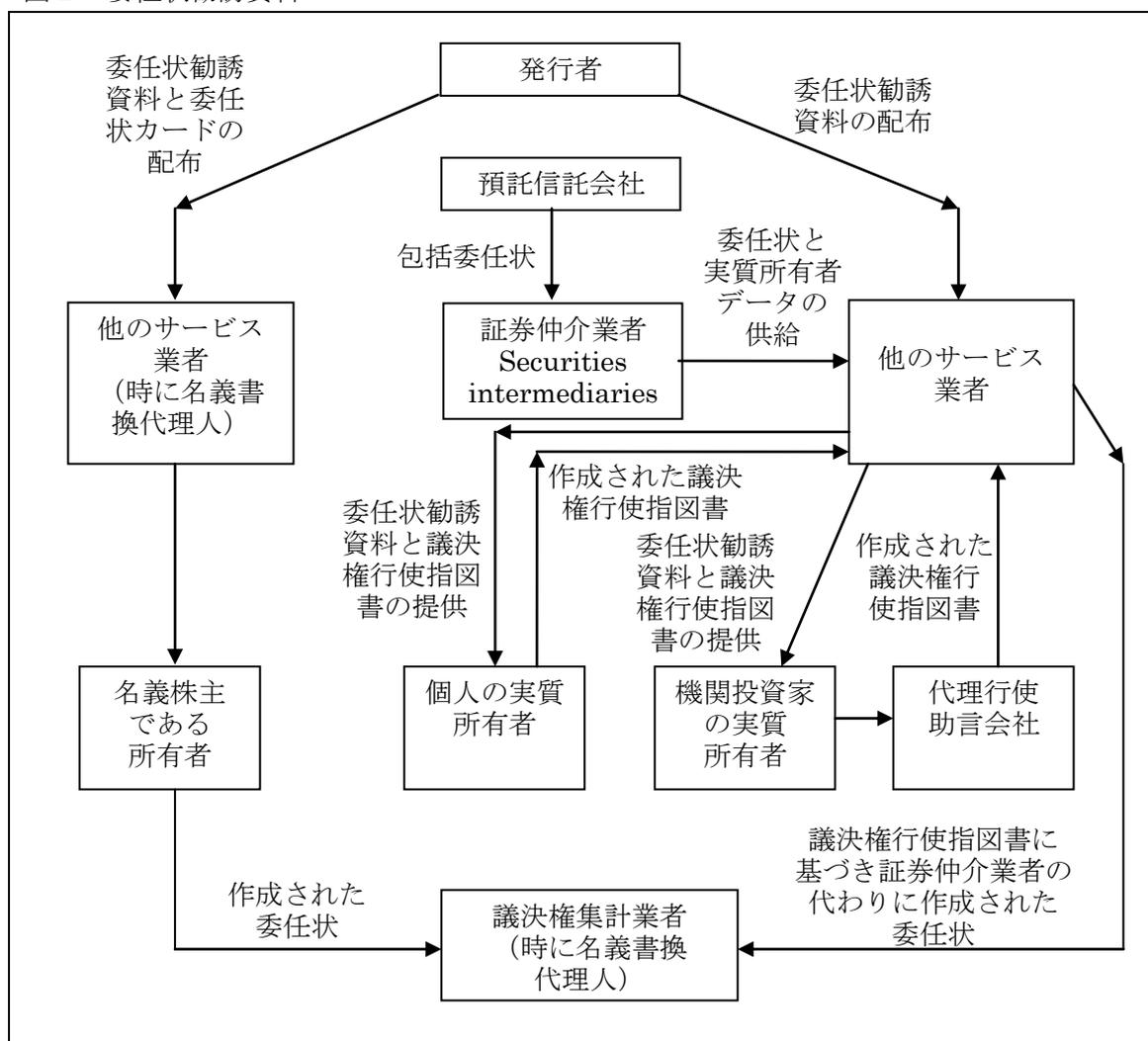
<sup>59</sup> *Id.*

<sup>60</sup> *Proxy Working Group Report*, supra note 56, at 11 n14, 12, 13-15, 28.

<sup>61</sup> See Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, H.R. 4173, 112th Cong. § 957 (2d Sess. 2010); see also Self-Regulatory Organizations; New York Stock Exchange LLC; Notice of Filing and Order Granting Accelerated Approval of a Proposed Rule Change to Amend NYSE Rule 452 and Listed Company Manual Section 402.08 to Eliminate Broker Discretionary Voting on Executive Compensation Matters, Exchange Act Release No. 62,874, 75 Fed. Reg. 56,152 (Sept. 15, 2010).

<sup>62</sup> Concept Release on the U.S. Proxy System, Exchange Act Release No. 62,495, 75 Fed.

図2 委任状勧誘資料のフロー



(出典)「2010年委任状制度に関する照会リリース」42,986頁(2010)。

これに対して、わが国においては、証券会社等に口座を開設する顧客については、その情報を発行会社に通知し、当該顧客を会社法上の株主として取り扱う仕組みを有しているので、そのような実質所有者が発行会社から直接通知を受領し、直接発行会社に対して権利行使する形となっている。

しかしながら、今日、年金、投資信託等の機関投資家 (institutional investor) の保有割合が高まりつつある<sup>63</sup>。年金、投資信託に投資している者は、議決権の指図権があるわ

Reg. 42,982 (July 22, 2010). 本文では、「2010年委任状制度に関する照会リリース」と記述する。

<sup>63</sup> 全国5証券取引所の公表データによると、日本の投資部門別株式保有比率(市場価格ベース)において、投資信託は、15年前の1997年度(1997年4月から1998年3月までの年度、以下同様)1.6%、10年前の2002年度4.0%、5年前の2007年度4.8%、および直

けではなく、発行会社から直接通知を受けるわけでもない。しかしながら、これらの者が実質上の投資者であることを考えると、当該機関投資家の議決権行使に関する情報は得られるべきであり、今後投資する者のためにも一定の開示は望まれるところである。

この点、アメリカにおいては 2003 年に投資会社法規則 (Rules and Regulations, Investment Company Act of 1940) が改正され、わが国の投資信託にあたる投資会社に議決権行使方針および個別の投資対象先の議決権行使記録の開示が義務付けられており、議決権行使の透明性を確保することで対応が図られている<sup>64</sup>。わが国においても、平成 21 年 (2009 年) 6 月に、金融審議会から、機関投資家の議決権行使に関するガイドラインの作成および公表、ならびに議決権行使結果の公表を進めるよう提言がなされており<sup>65</sup>、平成 22 年 (2010 年) からおよび議決権行使結果の開示が行われるようになっているが<sup>66</sup>、議決権行使結果の開示は議案ごとの賛否状況の開示となっており、個別の投資対象先の開示となっていない。

かかる状況を受けて、平成 25 年 (2013 年) 8 月から、機関投資家が、対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど、受託者責任を果たすための原則 (日本版スチュワードシップ・コード) を取りまとめるべく、金融審議会において検討が進められており、機関投資家向けの行動指針を作成し、積極的な議決権の行使とその結果の個別投資先ごとの開示

---

近 2012 年度 4.5%となっている。東京証券取引所ほか「平成 24 年度株式分布状況調査の調査結果について」資料集 4 頁 (2013 年 6 月 20 日) (<http://www.tse.or.jp/market/data/examination/distribute/b7gje6000000508d-att/bunpu2012.pdf>)。なお、連邦準備制度理事会の公表データによると、アメリカの投資部門別株式保有比率 (市場価格ベース) において、Mutual Funds は、15 年前の 1997 年 16.0%、10 年前の 2002 年 17.7%、5 年前の 2007 年 21.4%、および直近 2012 年 19.6%と、日本よりも保有割合は大きくなっている。BORD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM, FLOW OF FUNDS ACCOUNTS OF THE UNITED STATES: ANNUAL FLOWS AND OUTSTANDINGS, 1995-2004 at 83 (2009), available at <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/annuals/a1995-2004.pdf>; BORD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM, FLOW OF FUNDS ACCOUNTS OF THE UNITED STATES: ANNUAL FLOWS AND OUTSTANDINGS, 2005-2012 at 92 (2013), <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/annuals/a2005-2012.pdf>.

<sup>64</sup> Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies, Investment Company Act Release No. 25,922, 68 Fed. Reg. 6,564 (Feb. 7, 2003).

<sup>65</sup> 金融審議会 金融分科会 我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」15-16 頁 (2009 年 6 月 17 日) ([http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20090617-1/01.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20090617-1/01.pdf), [http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20090617-1/02.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20090617-1/02.pdf))。

<sup>66</sup> 投資信託協会「議決権の指図行使に係る規定を作成するに当たっての留意事項」の一部改正案に対する意見募集の結果のお知らせ (平成 22 年 3 月 18 日) (<http://www.toushin.or.jp/publiccomment/ichiran/3744/?0>) (検索日: 2013 年 9 月 16 日)。

を求めること等が議論されている<sup>67</sup>。

機関投資家である年金、投資信託等に投資する者は、個別の株式に投資する投資者のように発行会社から直接通知を受け、権利行使をする者ではないが、最終的な危険負担者として、その情報を得るべき者である。わが国の場合、直接方式を尊重するあまり、このような投資者についての考慮がこれまで十分とはいえなかったように思われるところであり、議論の深化が望まれる。

---

<sup>67</sup> 「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」(<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/index.html>) (検索日：2013年10月26日)。

## 第2篇 アメリカにおける電磁的方法による委任状勧誘資料の提供制度の考察 ——委任状勧誘コスト低減のための Notice and Access Rules の導入——

### 第1章 序論

コンピュータやインターネットという情報通信技術の発達・進展に伴い、会社法の分野においても、平成13年(2001年)11月の商法改正により、電磁的方法による招集通知が実現されており、現在では、電磁的方法により、招集通知のほか、その添付書類(事業報告、計算書類、連結計算書類、監査報告および会計監査報告)、株主総会参考書類および議決権行使書面(以下、本篇において取扱い「添付書類等」という)を発することが可能となっている(会社法299条3項、301条2項、437条、444条6項、会社法施行規則133条2項2号、会社計算規則133条2項2号、134条1項2号)<sup>1</sup>。

また、平成18年(2006年)に施行された会社法では、定款の定めに基づき、インターネットのウェブサイトに掲載することにより、株主総会参考書類および事業報告の一部、計算書類のうちの個別注記表ならびに連結計算書類を招集通知とともに書面により提供することが省略できる取扱い(一般にこれを「ウェブ開示」と称している)が認められている(会社法施行規則94条、133条3項-5項、会社計算規則133条4項-6項、134条4項-6項)。

しかしながら、電磁的方法による招集通知はわずかな実施例しかみられず、ウェブ開示については、東日本大震災による紙不足を契機として、個別注記表および連結注記表を中心に一定数の会社で行われるようになってきているが<sup>2</sup>、この制度の導入過程に対して疑問を呈する意見等がある<sup>3</sup>。

---

<sup>1</sup> 旧商法では、電磁的方法による招集通知を採用していても、書面投票制度を義務付けられる会社は議決権行使書面を書面で送付する必要があるとされていたが、会社法では、電磁的方法による招集通知を採用する場合、議決権行使書面に記載すべき事項を電磁的方法により提供すれば足りる旨明文化されたため(会社法301条2項)、招集通知および添付書類等のすべてを電磁的方法により発することが可能となっている(相澤哲編著『一問一答 新・会社法』87-88頁(商事法務、改訂版、2009)参照)。

<sup>2</sup> 商事法務研究会編「株主総会白書 2012年版」商事法務1983号136頁(2012)によると、新興市場を除く全国証券取引所上場会社1,845社中、電磁的方法による招集通知を採用している先は48社2.6%であり、同57-58頁によると、ウェブ開示の実施先は394社21.4%、その対象書類は、株主総会参考書類が57社14.5%、事業報告・業務の適正を確保する体制が89社22.6%、事業報告・会社の支配に関する基本方針が65社16.5%、個別注記表が370社93.9%、連結注記表が362社91.9%、連結注記表以外の連結計算書類が45社11.4%、その他が10社2.5%(重複回答)となっている。

<sup>3</sup> 具体的には、2005年11月に意見照会された会社法関係法務省令案にウェブ開示は含まれていなかったが、実務界からの意見に基づき導入されたことを指す。開示情報の増加による費用・手続その他の負担増の回避という立案担当者の導入理由を説明するものとして、相澤哲・郡谷大輔「会社法施行規則の総論等」相澤哲編著『立案担当者による新会社法関

アメリカでは、2007年に、株主に対して、委任状説明書および年次報告書等の委任状勧誘資料をインターネットのウェブサイトに記載し、入手可能である旨を通知することにより、委任状勧誘資料を一律交付しないことを認める、Notice and Access Rules が導入されており、2012年の株主総会シーズンにおいて、1,813社29%がNotice and Access を利用しているという<sup>4</sup>。

本篇は、アメリカにおける電磁的方法による委任状勧誘資料の提供制度である Notice and Access Rules の概要とその目的を確認し検討することを通して、わが国における電磁的方法による招集通知および添付書類等の提供制度のあり方についての考察を試みるものである。

## 第2章 制度導入の背景とその過程

Notice and Access とは、2007年に行われた証券取引所法規則（General Rules and Regulations, Securities Exchange Act of 1934、以下、本篇において「規則」という）における委任状勧誘規制（proxy rules）の改正<sup>5</sup>により導入された、連邦証券規制上の電磁的方法による委任状勧誘資料提供制度であり、この仕組みを Notice and Access Model と称している。

Notice and Access Model は、発行者および発行者以外の委任状勧誘者に対して、従来の委任状勧誘資料を一律交付する方法に代えて、インターネットのウェブサイトにて委任状勧誘資料を掲載し、委任状勧誘資料が当該サイトにおいて入手可能である旨の通知（Notice of Internet Availability of Proxy Materials、以下、本篇において「入手可能通知」という）を株主に提供する方法を認めるものである<sup>6</sup>。

---

係法務省令の解説』（別冊商事法務 300号）4-5頁（商事法務、2006）、導入過程に問題があるとするものとして、稲葉威雄『会社法の基本を問う』183-184頁（中央経済社、2006）、法務省令に委任する会社法の根拠条文がない旨指摘するものとして、正井章裕「法務省令（会社法施行規則）の問題点と評価」森淳二郎・上村達男編『会社法における主要論点の評価』73-74頁（中央経済社、2006）参照。

<sup>4</sup> See *Notice and Access Statistics Report - Beneficial Shareholders: Overview of Issuer Adoption and Use -- and of Retail Voting Fiscal Year Ending June 30, 2012*, BROADRIDGE, 3 (2012) [hereinafter *Broadridge Report*], available at <http://media.broadridge.com/documents/Broadridge+Notice+Access+Statistical+Overview+Presentation+2012.pdf>.

<sup>5</sup> Internet Availability of Proxy Materials, Exchange Act Release No. 55,146, 72 Fed. Reg. 4,148 (Jan. 29, 2007) [hereinafter *Final Rule on Internet Availability of Proxy Materials*]. なお、アメリカの委任状勧誘制度の基本的かつ具体的な取扱いを紹介するものとして、*Spotlight on Proxy Matters*, U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, <http://www.sec.gov/spotlight/proxymatters.shtml> (last visited July 28, 2013) 参照。また、委任状勧誘制度の概要を説明するものとして、黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』201頁以下（弘文堂、第2版、2004）参照。

<sup>6</sup> *Final Rule on Internet Availability of Proxy Materials*, *supra* note 5, at 4,148.

かかる制度を導入した背景としては、多くの発行者は、株主の議決権行使が低調であるにも関わらず委任状勧誘に係るコストが増大していると表明していること、また、取締役候補者を提案しようとする株主も、委任状勧誘費用が非常に高額であるとの不満があることによるものとされている<sup>7</sup>。

実際、制度導入前の 2006 年株主総会シーズンにおいて、ADP (Automatic Data Processing, Inc. 委任状勧誘資料提供業者であり現在は分社化した Broadridge Financial Solutions, Inc. が運営) の試算によると、委任状勧誘資料 1 通の印刷代および郵送代は平均 5 ドル 64 セントであるところ、ADP は実質株主に対して 8,530 万通郵送していることから、合計約 4 億 8,120 万ドルもの印刷代と郵送代を要しているが (ADP は全体の約 50% を郵送していることから、全体では約 9 億 6,240 万ドルと試算される)、実質株主が議決権行使した割合は、2005 年株主総会シーズンにおいて 44% に過ぎない結果になっている<sup>8</sup>。

また、電磁的方法による制度を導入する前提として、インターネットの普及率が重要であるが、同じく ADP のデータによると、2006 年株主総会シーズンにおいて、1,070 万人以上の実質株主が委任状勧誘資料の電磁的交付に同意していること、議決権行使された株式のうち、約 87.8% が電磁的方法または電話による方法で議決権行使していること、本改正の意見照会中に提出された ADP のレターによると、アメリカの投資家の約 80% が自宅でインターネットのアクセスを行っているとしている<sup>9</sup>。

かかる状況を背景として、証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission、以下、本篇において「SEC」という) は、2005 年 12 月に、発行者および発行者以外の委任状勧誘者が自発的に Notice and Access Model を利用することができる規則改正を提案し、意見照会を行った<sup>10</sup>。

発行者およびその代理人、株主、口座管理機関およびその代理人、専門印刷業者、郵送業者ならびに学界から提出された約 140 の意見において、インターネットの普及状況や制度の効果、インターネットのセキュリティ、コスト削減の程度、複雑な実質株主の保有構造に関する意見等が表明されたものの、SEC は、インターネットの普及状況は十分であること、およびインターネットを利用できない株主は委任状勧誘資料の交付を請求できることから、Notice and Access Model を採用するに値するとして、2007 年 1 月に規則改正を行い、同年 3 月から実施されている<sup>11</sup>。

---

<sup>7</sup> *Electronic Proxy Delivery: SEC Adopts "Notice and Access" Rules*, COVINGTON & BURLING LLP, 1 (Mar. 19, 2007) [hereinafter Covington Advisory (3/19/2007)], available at <http://www.cov.com/files/Publication/67d52bfa-523a-48b9-a92b-5f67615f7f9a/Presentation/PublicationAttachment/8c7e3082-8992-4218-850e-6138c341524b/768.pdf>.

<sup>8</sup> See Final Rule on Internet Availability of Proxy Materials, *supra* note 5, at 4,162-4,163.

<sup>9</sup> See *id.* at 4,149 & nn.34-35.

<sup>10</sup> Internet Availability of Proxy Materials, Exchange Act Release No. 52,926, 70 Fed. Reg. 74,598 (Dec. 15, 2005) [hereinafter Proposed Rule on Internet Availability of Proxy Materials].

<sup>11</sup> Final Rule on Internet Availability of Proxy Materials, *supra* note 5, at 4,148-4,149,

さらに、SEC は、当該規則改正と同時に、発行者および発行者以外の委任状勧誘者に Notice and Access Model の利用の義務化、すなわち、委任状勧誘資料のインターネットのウェブサイト掲載と入手可能通知の株主あて提供を義務付ける規則改正を提案した<sup>12</sup>。

自発的な Notice and Access Model の採用を可能とした直後に義務化を提案した理由として、SEC は、①株主が委任状勧誘資料を入手する選択肢を増加させ、インターネットの利用を拡大し、株主とのコミュニケーションを改善することにより、投資家が十分情報を得たうえで決定するとともに、委任状勧誘費用をより減少させるようにすること、②株主がインターネットを利用することで、紙に比して検索能力のある電子化された文書を利用し、容易にデータの入手や検討ができるようになること、③インターネットを利用することで、株主が経営者との間だけでなく他の株主との間でコミュニケーションを行う可能性が高まることを挙げている<sup>13</sup>。

照会に対して提出された 23 の意見は、改正に賛成するものが大半であると同時にスケジュールが性急すぎるというものも多かったが、SEC は、従来同様、委任状勧誘資料の一律交付を選択する対応も認めており、この場合、発行者の新たな負担は、委任状勧誘資料のインターネットのウェブサイト掲載と委任状勧誘資料への入手可能通知の同封またはその一体化に留まること、また、委任状勧誘資料のインターネットのウェブサイト掲載の実施状況を踏まえて、登録投資会社を除く large accelerated filer<sup>14</sup>は 2008 年 1 月から実施とするが、登録投資会社を含む他の発行者および発行者以外の委任状勧誘者は 1 年後の 2009 年 1 月から実施とすることで対処されているとして、2007 年 7 月に規則改正が行われている<sup>15</sup>。

### 第 3 章 Notice and Access Model の概要

---

4,173.

<sup>12</sup> Universal Internet Availability of Proxy Materials, Exchange Act Release No.55,147, 72 Fed. Reg. 4,176 (Jan. 29, 2007).

<sup>13</sup> Shareholder Choice Regarding Proxy Materials, Exchange Act Release No.56,135, 72 Fed. Reg. 42,222, 42,235-42,236 (Aug. 1, 2007) [hereinafter Shareholder Choice Regarding Proxy Materials].

<sup>14</sup> 17 C.F.R. § 240.12b-2 (2013). Large accelerated filer とは、期末時点で初めて、①系列でない者により保有される議決権普通株および無議決権普通株の世界中の市場価値合計が直近第二四半期末で 7 億ドル以上の発行者、②12 か月間で証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934) 13 条 (a) 項または 15 条 (d) 項による継続開示義務に服する発行者、③証券取引所法 13 条 (a) 項または 15 条 (d) 項に基づく年次報告書を提出した発行者、④年次報告書および四半期報告書に関してレギュレーション S-K における小規模報告会社の条件に適合しない発行者である者と定義されている。黒沼・前掲注 5・100-101 頁参照。

<sup>15</sup> Shareholder Choice Regarding Proxy Materials, *supra* note 13, at 42,222-42,223, 42,239. なお、*id.* at 42,223 n.16 によると、任意に抽出した150の large accelerated filer のうち、約80%が、すでにSECが運営する法定開示書類の電子開示システムであるEDGAR以外のウェブサイトにて委任状勧誘資料を掲載しているとしている。

## 第 1 節 発行者における Notice and Access Model

### 第 1 項 対象となる委任状勧誘資料と二つの選択肢

Notice and Access Model において関係する委任状勧誘資料とは、①株主総会の通知、②スケジュール 14A の定める委任状説明書 (proxy statement) および同意勧誘説明書 (consent solicitation statement)、③委任状書面 (forms of proxy、すなわち委任状カード)、④スケジュール 14C の定める情報説明書 (information statement)<sup>16</sup>、⑤年次報告書 (annual report)、⑥追加の委任状勧誘資料、⑦株主への提供が義務付けられるこれらの資料の修正とされている<sup>17</sup>。

2007 年 7 月の規則改正により、発行者は Notice and Access Model の利用が義務付けられているが、発行者は、委任状勧誘資料の一律交付を行わず、入手可能通知のみを交付する方法 (Notice Only Option) と、従来同様、委任状勧誘資料の一律交付を行うものの、入手可能通知を同封するかまたはその内容を委任状勧誘資料に記載する方法 (Full Set Delivery Option) のいずれかを選択することができるようになっている<sup>18</sup>。

前者の Notice Only Option は、2007 年 1 月の規則改正により導入された委任状勧誘資料の電磁的提供を行う Notice and Access Model と同じものであるのに対し、後者の Full Set Delivery Option は、Notice and Access Model の利用の義務化を図る 2007 年 7 月の規則改正に際して、一律交付を行う従来の仕組みを実質的に維持するために設けられたものである<sup>19</sup>。

### 第 2 項 委任状勧誘資料の一律交付を行わない Notice Only Option の仕組み

#### A. 入手可能通知の送付

Notice Only Option を選択する場合、発行者は、EDGAR (Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system、SEC が運営する法定開示書類の電子開示システム)

---

<sup>16</sup> 黒沼・前掲注 5・205 頁によると、情報説明書とは、証券取引所法 14 条 (c) 項により、経営者が委任状を勧誘する必要がない場合であっても、株主の議決権行使の参考になるように作成と送付が義務付けられるものとされている。

<sup>17</sup> Final Rule on Internet Availability of Proxy Materials, *supra* note 5, at 4,150-4,151.

<sup>18</sup> 17 C.F.R. § 240.14a-16(n) (2013); *see Electronic Proxy Delivery: SEC Adopts Amendments to "Notice and Access" Rules*, COVINGTON & BURLING LLP, 1-2 (Aug. 15, 2007) [hereinafter Covington Advisory (8/15/2007)], *available at* [http://www.cov.com/files/Publication/e812220f-06e7-4c0c-b58c-46599cdb462c/Presentation/PublicationAttachment/74544714-55b2-402e-8baf-4996263aafb6/Electronic\\_Proxy\\_Delivery\\_SEC\\_Adopts\\_Amendments\\_to\\_Notice\\_and\\_Access\\_Rules.pdf](http://www.cov.com/files/Publication/e812220f-06e7-4c0c-b58c-46599cdb462c/Presentation/PublicationAttachment/74544714-55b2-402e-8baf-4996263aafb6/Electronic_Proxy_Delivery_SEC_Adopts_Amendments_to_Notice_and_Access_Rules.pdf).

<sup>19</sup> *See* Shareholder Choice Regarding Proxy Materials, *supra* note 13, at 42,224-42,225; *see also* Covington Advisory (8/15/2007), *supra* note 18, at 1-2.

以外で継続利用するインターネットのウェブサイトにて委任状勧誘資料を掲載するとともに、少なくとも株主総会の日から40日前までに入手可能通知を送付するか、または、株主総会が開催されない場合は、議決権行使、同意または委任により当該コーポレート・アクションが効力を発生する日の40日前までに入手可能通知を送付しなければならない<sup>20</sup>。

入手可能通知には、①太字で強調された所定のタイトル（何日開催の株主総会のための委任状勧誘資料の入手可能性に関する重要な通知）と説明文（委任状勧誘資料の概略のみ記載している旨、議決権を行使する前に委任状勧誘資料を入手し検討することを勧める旨、委任状勧誘資料が所定のインターネットのウェブサイトにて入手可能である旨、書面またはEメールで委任状勧誘資料の入手を希望する場合、所定の日までに無料で請求が可能である旨等）、②株主総会の日時および場所、または、書面の同意により行われるコーポレート・アクションの場合、最も早く効力が発生する日、③実行しようとする各事項に係る明確で公平な本人確認手段と、もしあれば、説明書をサポートするものではないがこれらの事項に関する発行者の勧告、④所定のウェブサイトにて入手可能な委任状勧誘資料のリスト、⑤将来のすべての株主総会および入手可能通知に係る特定の株主総会のために、株主が委任状勧誘資料を請求するための、通話料無料の電話番号、Eメールのアドレスおよびインターネットのウェブサイトのアドレス、⑥株主が自らの委任状カードを入手するための管理番号または本人確認番号、⑦委任状説明書および（定時株主総会の場合）年次報告書の入手なくして議決権の代理行使を認めない条件での委任状カードの入手方法の指図、⑧株主総会に出席し自ら議決権行使をするための情報を記載する必要がある<sup>21</sup>。

図3 入手可能通知の例

1 頁目

<b>***あなたの議決権行使***</b>	
委任状勧誘資料の入手可能性に関する <b>重要な通知</b>	
<b>ABC Company, Inc</b>	<u>株主総会の情報</u>
	総会の別：                    定時株主総会 基準日：                      2010年2月1日 総会日：2010年4月27日    時間：東部標準時間午前10時 場所： Washington D.C. Convention Center 1 Pennsylvania Ave. Washington D.C. 2002
あなたは左記の会社の株式を所有していることにより、この	

<sup>20</sup> 17 C.F.R. § 240.14a-16(a)(b) (2013); see Shareholder Choice Regarding Proxy Materials, *supra* note 13, at 42,224.

<sup>21</sup> 17 C.F.R. § 240.14a-16(d) (2013); see Shareholder Choice Regarding Proxy Materials, *supra* note 13, at 42,224. なお、入手可能通知の具体的な記載例に関しては、*Sample Proxy Notice*, U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, [http://www.sec.gov/spotlight/proxymatters/proxy\\_notice.htm](http://www.sec.gov/spotlight/proxymatters/proxy_notice.htm) (last visited July 28, 2013) 参照。

XYZ Brokerage Services  
123 Corporate Drive  
New York, NY 12345

\*\*\*\*Auto\*\*5-DIGIT  
12345  
Mr. and Mrs. Investor  
1234 Main Street  
Anywhere, USA 12345

通知を受け取るようになります。

この通知は、あなたがインターネットで入手できるより詳細な委任状勧誘資料の概観のみを記載しています。あなたは [www.voting website.com](http://www.voting website.com) を通してオンラインでまたは簡便に書面を請求することで（裏面参照）委任状勧誘資料を閲覧できます。

議決権を行使される前に委任状勧誘資料に記載されている重要な情報をすべて入手し評価することを勧めます。

委任状勧誘資料と議決権行使指図書を手にするには裏面をご覧ください。

P1000-000  
1000,000  
100,000

1 of 4

2 頁目

### ——— 議決権行使の前に ———

#### 委任状勧誘資料を入手する方法

##### 閲覧または入手できる委任状勧誘資料：

定時株主総会の通知、委任状説明書および 2009 年 12 月 31 日を会計年度末日とする年次報告書

##### オンラインで閲覧する方法：

（次の頁に記載された）12 のデジタル管理番号を用いて次にアクセス：  
[www.voting website.com](http://www.voting website.com)

##### 書面または E メールで請求し入手する方法：

これらの文書を書面または E メールで希望する場合、請求が必要です。請求に際して費用はかかりません。次の請求方法の中からご選択ください。

- 1) インターネットによる：[www.voting website.com](http://www.voting website.com)
- 2) 電話による：1-800-123-4567
- 3) E メールによる\*：[proxymaterial@voting website.com](mailto:proxymaterial@voting website.com)

\*E メールで資料を請求する場合、表題に（次の頁に掲載された）12 のデジタル管理番号を記載してブランクメールをご送付ください。

当該 E メールで送付すべき請求、指図その他の照会は、あなたの投資顧問に送付しないでください。即時配布を促進するために上記の請求は 2010 年 4 月 10 日までをお願いします。

#### - - - 議決権行使の方法 - - -

次の行使方法のうちの一つをご選択ください。

**出席による行使：**株主総会に出席して議決権を行使することを選択する場合、「法律上の委任状」の請求が必要です。その場合、[www.voting website.com](http://www.voting website.com) の指図に従うか、適切な指示が記載された資料を請求してください。これに限りませんが、多くの株主総会が、株主総会を開催する者が発行した出席票の保持を含む、出席するための条件を有しています。出席に必要な条件を総会の資料で確認してください。

**インターネットによる行使**：インターネットで行使する場合、www.voting website.com にアクセスしてください。12 のデジタル管理番号を用いて指図に従ってください。

**郵送による行使**：議決権行使指図書を含む委任状勧誘資料を請求し、郵送で議決権行使することができます。

P1000-000  
1000,000  
100,000

2 of 4

3 頁目

**議題**

取締役会は、次の各候補者に賛成することを勧めています。

第 1 号議案 取締役の選任

候補者：

- 1a. Jane Doe
- 1b. John Doe
- 1c. Mary Doe
- 1d. Brian Doe

取締役会は、第 2 号議案、第 3 号議案および第 4 号議案に賛成することを勧めています。

第 2 号議案：経営者の提案 1 の簡潔な記載

第 3 号議案：経営者の提案 2 の簡潔な記載

第 4 号議案：経営者の提案 3 の簡潔な記載

取締役会は、第 5 号議案、第 6 号議案および第 7 号議案に反対することを勧めています。

第 5 号議案：株主の提案 1 の簡潔な記載

第 6 号議案：株主の提案 2 の簡潔な記載

第 7 号議案：株主の提案 3 の簡潔な記載

1234 5678 9000

\*\*\*\*Auto\*\*5-DIGIT 12345

Mr. and Mrs. Investor

1234 Main Street

Anywhere, USA 12345

株主総会前に適法に提出されたその他の提案や、休会、延期を採り上げます。

P1000-000  
1000,000  
100,000

3 of 4

4 頁目

**議決権行使の指図**

(ここに、ブローカーの議決権行使に関する指図が記載されています。当該指図は二

ニューヨーク証券取引所規則に基づくものと同じ用語を含んでいます。)

P1000-000

1000,000

100,000

4 of 4

(出典) SEC ウェブサイト、*Spotlight on Proxy Matters — "E-Proxy" or "Notice and Access"*。

また、入手可能通知は、最初に株主に送付する日までに SEC に提出しなければならない<sup>22</sup>。

なお、株主が書面または E メールでの委任状勧誘資料の送付を請求する場合、当該請求を将来に渡って継続する形で請求することも、特定の株主総会に限って請求することも可能であり<sup>23</sup>、発行者は、請求受領後 3 営業日以内に書面または E メールで委任状勧誘資料を株主に送付する義務がある<sup>24</sup>。

このほか、E メールで送付する場合を除いて、同一世帯にある複数の株主に対しては、1 通の入手可能通知を送付することが可能であり<sup>25</sup>、この点も負担の軽減となっている。

#### B. 委任状カードの送付

発行者は、同じ媒体で、委任状説明書および年次報告書と同時に送付するかまたはこれらを先に送付する場合を除いて、入手可能通知を送付した日の 10 日以上後でないと、委任状カードを送付することができない<sup>26</sup>。これは、最初の委任状勧誘に反応しない株主に対して、多くの発行者が再度通知と委任状カードを送付するのを手助けするものである<sup>27</sup>。

この 10 日間の待機期間は、委任状カードを行使する前に、委任状説明書や年次報告書を手入手するために株主に十分な時間を与えるためのものであるとの評価もある<sup>28</sup>。

SEC によると、委任状カードとは、名義上の株主または保有者（すなわち、会社の株式の所有者として会社が記録している名義株主）が株主総会において議決権を行使するための投票用紙であるとされており、実質株主（すなわち、ブローカーその他の金融機関を通して株式を保有する投資者）には議決権行使指図書が提供されるが、これは、直接議決権行使するものではなく、実質株主が、ブローカーその他の証券口座管理機関に対して、株

<sup>22</sup> 17 C.F.R. § 240.14a-16(i) (2013); *see* Shareholder Choice Regarding Proxy Materials, *supra* note 13, at 42,224.

<sup>23</sup> *Id.* at 42,224-42,225.

<sup>24</sup> 17 C.F.R. § 240.14a-16(j) (2013).

<sup>25</sup> Final Rule on Internet Availability of Proxy Materials, *supra* note 5, at 4,152 & n.60.

<sup>26</sup> 17 C.F.R. § 240.14a-16(h) (2013); *see* Shareholder Choice Regarding Proxy Materials, *supra* note 13, at 42,225.

<sup>27</sup> *Id.*

<sup>28</sup> Covington Advisory (8/15/2007), *supra* note 18, at 2 n.6.

主総会における議決権行使を指図するための用紙である<sup>29</sup>。なお、委任状カードは、これを郵送することによって、その指図どおりに代理人が株主総会に出席し、議決権を行使するものであるが、委任状勧誘資料が掲載されたウェブサイトへリンクされている電磁的方法による投票プラットフォームを提供したり、電話によって代理行使を行う方法等、様々な方法を提供することができる<sup>30</sup>とされている。

図4 委任状カードの例

<b>Sample Company A</b>	<b>2010 年定時株主総会 入場票</b> 2010 年 4 月 27 日 火曜日 Grand Hotel Ballroom Headquarters, USA 5678
<b>789 Corporate Drive Headquarters, USA 56789</b>	到着したら、この入場票と写真付の身分証明書その他の必要書類をご提示ください。
Mr. and Mrs. Investor 1234 Main Street Anywhere, USA 12345	<b>電磁的方法による議決権行使指図</b>  インターネットまたは電話で議決権行使できます。 毎日 24 時間利用できます。  委任状を郵送する代わりに、インターネットまたは電話による議決権行使を選択できます。管理番号を含む承認手続の詳細はこの書面に記載されています。  速やかに議決権行使してください。あなたの議決権行使は重要です。
黒インクのペンを用いて、この例のように×と記入して議決権行使してください。指定されたエリア	 <b>インターネットによる議決権行使</b> <ul style="list-style-type: none"><li>インターネットにログインして、指定されたウェブサイトへアクセスしてください。</li><li>当該ウェブサイト上示される手順に従ってください。</li></ul>  <b>電話による議決権行使</b> <ul style="list-style-type: none"><li>タッチトーンの電話により、フリーダイヤルの電話番号で通話してください。通話料無料です。</li><li>音声メッセージの指示に従ってください。</li></ul>

<sup>29</sup> *Spotlight on Proxy Matters - Receiving Proxy Materials*, U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, [http://www.sec.gov/spotlight/proxymatters/proxy\\_materials.shtml](http://www.sec.gov/spotlight/proxymatters/proxy_materials.shtml) (last visited July 28, 2013).

<sup>30</sup> Final Rule on Internet Availability of Proxy Materials, *supra* note 5, at 4,153.

以外に記入しないでください。

定時株主総会委任状カード

1234567890

A. 議題

取締役会は第1号議案および第2号議案に賛成を勧めています。

1. 取締役選任

	賛成	反対	棄権
01) Rich Doe	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
02) Kathy Smith	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
03) Owen Jones	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
04) Betty Roe	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

2. 2010年の独立した登録公認の監査法人としてXYZ  
監査法人の選任

賛成	反対	棄権
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

3. 経営者の提案1

<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
--------------------------	--------------------------	--------------------------

4. 経営者の提案2

<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
--------------------------	--------------------------	--------------------------

B. 議決権行使を要しない事項

年次報告書の郵送  
当該会計年度の年次報告書の郵送を中止する場合はボックスに×を記入してください。

住所変更一以下に新住所を記入してください。

コメント一以下にコメントを記入してください。

C. 署名 - この箇所は、議決権行使が完了するために必要です。以下に、日付と署名を記入してください。

名前が明らかになるよう正確に署名してください。共同所有者は全員署名する必要があります。代理人、執行者、管理者、会社の執行者、受託者、保管者またはカスタディアンは、フルネームを記載してください。

日付 (mm/dd/yyyy) 一以下に日付を記入してください。

署名1一ボックスに署名してください。

署名2一ボックスに署名してください。

郵送で議決権行使する場合、AとCを記入し、提供された封筒で郵送してください。

(この委任状カードの裏面に、ブローカーの議決権行使に関する指図が記載されています。当該指図はニューヨーク証券取引所規則に基づくものと同じ用語を含んでいます。)

(出典) SEC ウェブサイト、Spotlight on Proxy Matters — Receiving Proxy Materials。

図5 議決権行使指図書の場合

SAMPLE COMPANY B の定時株主総会 ←

は 2010 年 2 月 1 日に記録されている所有者に対して、2010 年 4 月 27 日の東部標準時間午前 10 時に開催されます。

COMPANY B が 2010 年 4 月 27 日に開催する株主総会に係る委任状勧誘資料の入手可能性に関する重要な通知

期限または株主総会の日の前日 11 時 59 分までに指定されたフリーダイヤルの電話番号または指定されたウェブサイトにより議決権行使の指図ができます。

次に掲げる資料は、ウェブサイトから入手できます。

- 委任状説明書
- 年次報告書
- 10K 報告書

取締役  
(一つのボックスのみ記入)

→ 1234 5678 9012

**取締役**  
推薦された取締役: 次の候補者の選任に対して議決権行使  
1 - 01 JANE DOE, 02-JOHN DOE, 03-MARY DOE, 04-BRIAN DOE

すべての候補者に賛成

すべての候補者に不行使

個別の候補者に不行使  
以下に候補者番号を記入

番号のみ利用

所定のボックスにあなたの選択を確認   
実際に青または黒のインクで示してください。  
裏面の議決権行使指図番号\_\_を参照してください。

<p><b>提案</b></p> <p>2 - 経営者の提案</p> <p>3 - 株主の提案</p>	<p>取締役の <b>推薦</b></p> <p>賛成 --&gt;</p> <p>反対 --&gt;</p>	<p>賛成 反対 棄権</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/></p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/></p>
---	---	---

利用しない  1234 5678 9012 株主総会に出席し議決権を行使するためのあなたの選択を記入してください。

利用しない

BROKERAGE FIRM NAME  
555 FINRA WAY  
BROKERVILLE, USA 56789

利用しない

MR. AND MRS. INVESTOR  
1234 MAIN STREET  
ANYWHERE, USA 12345

資料選択 \_\_\_\_\_ / \_\_\_\_ / \_\_\_\_\_

株主総会または延会の前に適法になされた他の議案に注意してください。

(署名)

日付

(出典) SEC ウェブサイト、Spotlight on Proxy Matters — Receiving Proxy Materials.

### 第 3 項 委任状勧誘資料の一律交付を行う Full Set Delivery Option の仕組み

Full Set Delivery Option を選択する場合、①委任状勧誘資料一式とともに入手可能通知を送付するか、または、入手可能通知に記載が義務付けられるすべての情報を委任状説明書および委任状カードに記載し、②入手可能通知を最初に送付する日までに、EDGAR 以外の公けにアクセス可能なウェブサイトに委任状勧誘資料を掲載する必要がある<sup>31</sup>。

ただし、入手可能通知の送付時期について、Notice Only Option の場合は、株主総会の日の 40 日前またはコーポレート・アクションが効力を発生する日の 40 日前までに送付しなければならないが、Full Set Delivery Option の場合は、40 日前までに送付する必要はないことになる<sup>32</sup>。

この関係で、Notice Only Option の場合、議決権を行使する前に、株主が委任状勧誘資料を入手するための時間を与えるために、委任状カードは、入手可能通知を送付した日の 10 日以上後に送付しなければならないが、Full Set Delivery Option の場合、一律交付される委任状勧誘資料一式に委任状カード（実質株主の場合、議決権行使指図書）が含まれており、そのような取扱いは存在しない。

なお、委任状勧誘資料一式には、委任状説明書または情報説明書、年次報告書、および委任状カードまたは実質株主の場合の議決権行使指図書が含まれるが<sup>33</sup>、追加の委任状勧誘資料を最初に株主に送付するかまたは公表する日までにウェブサイトに掲載しなければならないのは Notice Only Option と同じである<sup>34</sup>。

また、Notice Only Option の場合、インターネットのウェブサイトにおいて委任状勧誘資料を入手することできない者を考慮して、請求により委任状勧誘資料を提供しなければならないが、Full Set Delivery Option の場合、請求により委任状勧誘資料を提供する必要はないことになっている<sup>35</sup>。

この結果、Full Set Delivery Option を選択する場合に、入手可能通知に記載が義務付けられる情報は、Notice Only Option と同様、①太字で強調された所定のタイトルと説明文、②株主総会の日時および場所、または、書面による同意により行われるコーポレート・アクションの場合、最も早く効力が発生する日、③実行しようとする各事項に係る明確で公平な本人確認手段と、もしあれば、説明書をサポートするものではないがこれらの事項に関する発行者の勧告、④所定のウェブサイトですべて入手可能な委任状勧誘資料のリスト、⑤株主が自らの委任状カードを入手するための管理番号または本人確認番号、⑥株主総会に

<sup>31</sup> Shareholder Choice Regarding Proxy Materials, *supra* note 13, at 42,225-42,226.

<sup>32</sup> 17 C.F.R. § 240.14a-16(n)(3)(i) (2013).

<sup>33</sup> Shareholder Choice Regarding Proxy Materials, *supra* note 13, at 42,225 n.52.

<sup>34</sup> *Id.* at 42,224, 42,226.

<sup>35</sup> 17 C.F.R. § 240.14a-16(n)(3)(ii) (2013).

出席し、自ら議決権行使をするための情報であるが、Notice Only Option と異なり、委任状勧誘資料の送付を請求するために必要な情報は含まれていない<sup>36</sup>。

このほか、委任状勧誘資料に必要な情報を記載せず、別に入手可能通知を用意する場合、最初に株主に送付する日までに、入手可能通知を SEC に提出しなければならない<sup>37</sup>。

また、委任状カードはすでに一律交付された委任状勧誘資料一式に含まれているが、委任状カードを返送しない株主に対して、再度委任状カードを送付することは可能であり、発行者は、議決権行使を促進するため、これを行うことが通常であるとされている<sup>38</sup>。

## 第 2 節 口座管理機関の役割

ブローカーや銀行等の口座管理機関 (intermediary) は、発行者から委任状勧誘資料の提供を受けて、これを実質株主に転送する義務がある<sup>39</sup>。アメリカでは、すべての公開会社の株式の 75%以上が、ブローカー、銀行その他の第三者である金融機関が名義株主となる意味でのストリート・ネームの形で保有されていることから<sup>40</sup>、口座管理機関を介して議決権行使が行われる仕組みは極めて重要といえるが、その概要は次のとおりである。

口座管理機関は、発行者からの請求受領後 7 営業日以内に、口座管理機関が管理する実質株主の概数、発行者が年次報告書を交付するために氏名・住所・証券の持ち高を開示することを拒否する実質株主の数（銀行の場合、1986 年 12 月 28 日以前は積極的に開示に同意した実質株主の数、1986 年 12 月 28 日後は開示を拒否しない実質株主の数）、および口座管理機関の代理人の存在を発行者に示さなければならない<sup>41</sup>、また、発行者から受領後 5

---

<sup>36</sup> Shareholder Choice Regarding Proxy Materials, *supra* note 13, at 42,226.

<sup>37</sup> *Id.* at 42,226 & n.63.

<sup>38</sup> *Id.* at 42,226.

<sup>39</sup> 17 C.F.R. § § 240.14b-1, 14b-2 (2013). なお、intermediary は、「仲介機関」等とも訳されるが、2002 年にハーグ国際私法会議で採択された「口座管理機関によって保有される証券についての権利の準拠法に関する条約」1 条 1 項 c 号、および 2009 年に私法統一国際協会 (UNIDROIT : International Institute for the Unification of Private Law) で採択された「間接保有される証券についての実質法に関する条約」1 条 d 号において、「営業その他の通常の活動の一環として、他の者のためにまたは他の者および自己のために、証券口座を管理し、その権限に基づいて行為する者」と定義されていることに合わせて、本篇では、「口座管理機関」を主な用語として用いている。See the Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary art. 1, para. 1(c), July 5, 2006, 46 I.L.M. 649 (2007); UNIDROIT Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities art. 1(d), Oct. 9, 2009, available at <http://www.unidroit.org/english/conventions/2009intermediatedsecurities/convention.pdf>.

<sup>40</sup> *How Stocks and Other Securities are Purchased, Sold, and Traded*, SHAREHOLDER COMMUNICATIONS COALITION, <http://www.shareholdercoalition.com/stockpurchase.html> (last visited July 28, 2013).

<sup>41</sup> 17 C.F.R. § § 240.14b-1(b)(1), 14b-2(b)(1) (2013).

営業日以内に、実質株主に委任状勧誘資料を転送しなければならない<sup>42</sup>。州会社法上、議決権を行使することができるのは名義株主である口座管理機関となるので、口座管理機関が実質株主に転送する委任状勧誘資料には、委任状カードは含まれず、口座管理機関が議決権行使のために委任状カードを発行者または議決権集計業者に返送する際、その指図に従う義務のある議決権行使指図書を同封する<sup>43</sup>。

2007年に Notice and Access Model が導入されたことにより、口座管理機関は次のとおり対応することが義務付けられている。

まず、発行者が Notice Only Option を選択する場合、口座管理機関は自ら入手可能通知を作成し、株主総会の日から 40 日以上前に実質株主に送付しなければならないが、そのために、発行者は、十分な時間をもって、関係する情報を口座管理機関に提供することが必要である<sup>44</sup>。また、口座管理機関は、入手可能通知を送付した日の 10 日以上後に議決権行使指図書を送付するほか、実質株主である顧客から、書面または E メールによる委任状勧誘資料の請求を受領した後 3 営業日以内にこれを発行者に請求し、発行者からこれを受領した後 3 営業日以内に実質株主に転送しなければならないが、将来にわたってかかる請求の継続を選択する実質株主の記録を管理する必要がある<sup>45</sup>。

これに対して、発行者が Full Set Delivery Option を選択する場合、40 日という期限に縛られることなく、口座管理機関は、発行者またはその代理人から委任状勧誘資料一式を受領した後 5 営業日以内にこれを実質株主に転送すればよいことになっている<sup>46</sup>。この場合、口座管理機関は、別に作成した入手可能通知を委任状勧誘資料一式に同封するか、入手可能通知に記載すべきであるが発行者の委任状説明書に記載されない情報を自らの議決権行使指図書に記載しなければならない<sup>47</sup>。

次に、口座管理機関が作成し送付する入手可能通知の内容は、前節において述べた発行者のものと同様であるが、実質株主に対して、委任状勧誘資料にアクセスするためのウェブサイトとして、発行者のウェブサイトないしは無料で提供する自身のウェブサイトのいずれを案内することも可能である点、および発行者のウェブサイトを案内する場合、口座管理機関は、実質株主に対して、直接、議決権の代理行使をすることはできず、口座管理機関に議決権行使を指図することができる旨を通知しなければならない点が異なる<sup>48</sup>。

このほか、書面または E メールによる委任状勧誘資料の提供を請求するための、通話料無料の電話番号、E メールアドレスおよびインターネットのウェブサイトは口座管理機関またはその代理人のものを記載するとともに、管理番号や本人確認番号等を含めて、実質株主が口座管理機関またはその代理人のウェブサイト上議決権行使指図書を入手する方法

---

<sup>42</sup> *Id.* § § 240.14b-1(b)(2), 14b-2(b)(3) (2013).

<sup>43</sup> Final Rule on Internet Availability of Proxy Materials, *supra* note 5, at 4,156.

<sup>44</sup> Shareholder Choice Regarding Proxy Materials, *supra* note 13, at 42,227; Final Rule on Internet Availability of Proxy Materials, *supra* note 5, at 4,156.

<sup>45</sup> *Id.* at 4,157-4,158.

<sup>46</sup> Shareholder Choice Regarding Proxy Materials, *supra* note 13, at 42,227.

<sup>47</sup> *Id.*

<sup>48</sup> Final Rule on Internet Availability of Proxy Materials, *supra* note 5, at 4,156.

を記載しなければならない点も異なるところである<sup>49</sup>。

### 第 3 節 発行者以外の委任状勧誘者における Notice and Access Model

2007 年の規則改正により、発行者以外の委任状勧誘者においても、Notice and Access Model の利用が義務付けられているが、当該勧誘者は、Notice Only Option、Full Set Delivery Option またはそれらを併用することができる<sup>50</sup>。

これは、発行者以外の勧誘者も、Notice and Access Model を利用することで委任状勧誘に関するコストを削減することができることから、委任状合戦を行いやすくするとともに、それによって株主に対する経営者の説明責任を増進させることを企図するものであるとされている<sup>51</sup>。

ただし、発行者以外の委任状勧誘者の場合、次の点が発行者の場合と異なる。

まず、すべての株主を勧誘する必要はないので、一部の株主に限って勧誘することも可能であり、例えば、コスト負担を考えて、以前、書面による委任状勧誘資料の送付を請求していない株主に限って入手可能通知を送付することが可能である<sup>52</sup>。

次に、当該勧誘者が Notice Only Option を選択する場合、①株主総会の日 40 日前、もしくは株主総会が開催されない場合、議決権行使、同意または委任により当該コーポレート・アクションが効力を発生する日の 40 日前、または、②発行者が最初に委任状勧誘

---

<sup>49</sup> *Id.* at 4,156-4,157.

<sup>50</sup> Shareholder Choice Regarding Proxy Materials, *supra* note 13, at 42,227.

<sup>51</sup> Final Rule on Internet Availability of Proxy Materials, *supra* note 5, at 4,165.

Jeffrey N. Gordon, *Proxy Contests in an Era of Increasing Shareholder Power: Forget Issuer Proxy Access and Focus on E-Proxy*, 61 VAND. L. REV. 475, 496 (2008) は、電磁的方法による委任状合戦の仕組みを習得する動機のあるアクティビスト機関投資家はほとんどないと指摘し、また、Lisa M. Fairfax, *The Future of Shareholder Democracy*, 84 IND. L. J. 1259, 1283 (2009) は、ウェブサイトが利用されない点や、法律上のコンサルや文書作成コストは残る等の電磁的方法における問題点があり、プロキシ・アクセス（株主が提案する取締役候補者を会社の委任状説明書に記載するルール）に比べると不利であると指摘する。プロキシ・アクセスについては、セオドア・A・パラダイス「米国証券取引委員会によるプロキシ・アクセス・ルールの導入」商事法務 1915 号 26 頁以下（2010）、藤林大地「米国における委任状勧誘制度 - 取締役の選任に係る勧誘規制と近時の動向を中心に - 」同志社法学 62 卷 3 号 249 頁以下（2010）参照。

<sup>52</sup> Shareholder Choice Regarding Proxy Materials, *supra* note 13, at 42,228. なお、2005 年に Notice and Access Model を提案した際、発行者以外の委任状勧誘者に、電磁的方法のみで勧誘を行い、請求による書面または E メールでの委任状勧誘資料の送付を行わない取扱いも検討していたが、反対意見により見送られている。See Proposed Rule on Internet Availability of Proxy Materials, *supra* note 10, at 74,608; Final Rule on Internet Availability of Proxy Materials, *supra* note 5, at 4,158 n.132; see also Covington Advisory (3/19/2007), *supra* note 7, at 6.

資料を株主に送付した日の 10 日後のいずれか遅い日までに入手可能通知を送付することでよいので、発行者が勧誘を始める前、始めた後のいずれの時点でも勧誘を開始することができる<sup>53</sup>。

さらに、当該勧誘者が送付する入手可能通知は、①当該勧誘者が入手可能通知を送付した時点で、株主総会におけるすべての議題を承知していない場合があることから、当該勧誘者が承知している限りの株主総会の各議案を明確かつ公平に識別できるようにすること、②当該勧誘者が承知していない追加議題がありうるので、当該勧誘者の委任状カードでは、かかる議題に対する投票はできないこと、および、③当該勧誘者の委任状カードに株主が行使できるすべての議案が記載されていない委任状カードを送付する場合、当該カードを提出すると、先に提出した発行者の委任状カードに記載されているが、当該カードに記載されていない議案に対する投票は無効になるかどうかを記載する必要がある<sup>54</sup>。

## 第 4 章 小括

### 第 1 節 Notice and Access Model に関する若干の考察とわが国への示唆

これまで述べたとおり、2007 年の 2 度にわたる証券取引所法規則の改正により、アメリカでは、電磁的方法による委任状勧誘資料の提供制度が実施されているが、発行者が **Notice Only Option** を選択し、委任状勧誘資料の一律送付を行わない場合、これを株主の同意を要することなく実施可能とするための措置として、入手可能通知の一律送付および請求による書面または E メールでの委任状勧誘資料の送付を義務付けているところが特徴となっている。

まず、請求による書面または E メールでの委任状勧誘資料の送付を義務付ける措置を採用することについて、SEC は、インターネットにアクセスすることができない株主または委任状勧誘資料の交付を望む株主が、無料で継続してかかる請求を行うことを可能にすることで、実質的にインターネットアクセスに関する不安を軽減することになると説明している<sup>55</sup>。

次に、株主の同意なく **Notice Only Option** を選択することができるようにした点については、電磁的方法による提供制度を長年検討する中で培われてきたものである。

すなわち、SEC は、1995 年に、発行者その他の第三者は連邦証券規制上の文書を CD-ROM や E メール等の電磁的方法で送付することができるが、その前提として受取人

---

<sup>53</sup> Shareholder Choice Regarding Proxy Materials, *supra* note 13, at 42,228; see Covington Advisory (3/19/2007), *supra* note 7, at 7.

<sup>54</sup> Shareholder Choice Regarding Proxy Materials, *supra* note 13, at 42,228.

<sup>55</sup> Final Rule on Internet Availability of Proxy Materials, *supra* note 5, at 4,149. なお、Adam Gordon Brimer, *Getting Wired at the SEC: Reforming the Proxy Process to Account for New Technologies*, 58 ALA. L. REV. 179, 200-201 (2006) は、継続して委任状勧誘資料を受領することを請求する形で、電磁的提供制度からの脱退を認めるというわずかな措置を施すことにより、会社にコスト削減の便益をもたらしたと評価する。

の同意を要するとの解釈を提示し<sup>56</sup>、その後、1996年に、かかる解釈がブローカー・ディーラー、名義書換代理人および投資顧問会社が連邦証券規制上の文書を提供する場合にもあてはまるとした<sup>57</sup>。さらに、2000年に、1995年当時は電子メディアがより利用しやすく普及するまでは、書面で入手できる情報提供を継続する必要があるとしていた点について、インターネットのウェブサイトに掲載するだけで提供したものとみなす **Access Equals Delivery Model** への移行について議論するとともに、1995年において電磁的方法による提供を行うには受取人の同意を必要としていた点についても、制度普及の障害になっているとして、積極的に反対しない場合、発行者に電磁的提供を認める **Implied Consent** の許容についても議論を行っていた<sup>58</sup>。

**Notice and Access Model** は、入手可能通知を送付することを条件としており、純然たる **Access Equals Delivery Model** ではないが、積極的に同意を得ることは困難であるために、電磁的方法による提供を実現することができないという問題に対処するものであるとしている<sup>59</sup>。

このように、アメリカでは、インターネットの普及状況に注視しつつ長年をわたる検討を行ったうえで、導入の弊害をカバーするものとして、**Notice Only Option** では、入手可能通知の一律送付および請求による書面またはEメールでの委任状勧誘資料の送付義務を課すとともに、従来同様の方法を維持するものとして、**Full Set Delivery Option** を用意する等、現実的な対応や配慮を行っている。

他方、わが国における、電磁的方法による招集通知および添付書類等の提供制度としては、冒頭述べたとおり、電磁的方法による招集通知とウェブ開示があるが、十分な検討や配慮がなされて導入されたものとはいえないところがあり、そのことが制度の普及が十分でないことや位置づけの不明確さにつながっているのではないかと思われる。

まず、電磁的方法による招集通知は、これを承諾した株主に対して、招集通知のみならず添付書類等のすべてを電磁的方法で提供することができるものであるが、採用会社は少なく、その要因として、株主個別の承諾（会社法施行令2条1項2号）が必要であることが関係しているとされている<sup>60</sup>。かかる状況に対して、意味があると思う会社はそれをや

---

<sup>56</sup> Use of Electronic Media for Delivery Purposes, Exchange Act Release No. 36,345, 60 Fed. Reg. 53,458, 53,460-53,461 (Oct. 13, 1995) [hereinafter 1995 Interpretive Release]. 黒沼・前掲注5・205-206頁参照。

<sup>57</sup> Use of Electronic Media by Broker-Dealers, Transfer Agents, and Investment Advisers for Delivery of Information; Additional Examples Under the Securities Act of 1933, Securities Exchange Act of 1934, and Investment Company Act of 1940, Exchange Act Release No. 37,182, 61 Fed. Reg. 24,644, 24,645 (May 15, 1996).

<sup>58</sup> Use of Electronic Media, Exchange Act Release No.42,728, 65 Fed. Reg. 25,843, 25,853-25,854 (May 4, 2000); 1995 Interpretive Release, *supra* note 56, at 53,464.

<sup>59</sup> Proposed Rule on Internet Availability of Proxy Materials, *supra* note 10, at 74,599 & n.28.

<sup>60</sup> 北村雅史「『電子化』時代の株主総会 - 「2009年版株主総会白書」を読んで - 」商事法務 1886号5頁(2009)。なお、商事法務研究会編・前掲注2・137頁によると、招集通知

ればよいし、意味がないと思うのであればやらなければよいだけのことであるから、このような状況を法改正によって変える必要はないとの意見があるほか<sup>61</sup>、株主からみても、上場会社の招集通知は証券取引所のウェブサイトに掲載されるから（東京証券取引所・有価証券上場規程施行規則 420 条）、電磁的方法による招集通知を承認するまでもなく、電子媒体の招集通知を手に入れることができるという事情があることも指摘されている<sup>62</sup>。

この証券取引所ウェブサイトへの掲載に関連して、機関投資家向け議決権電子行使プラットフォームを運営する ICJ は、2010 年から機関投資家向けの招集通知一覧サイト「アローフォース」の運営を開始しており、国内の全上場会社の招集通知の閲覧を可能にするとともに、機動的な検索機能や新着メールによる通知機能を利用者に提供していることから<sup>63</sup>、これらを利用する機関投資家にとっては、証券取引所ウェブサイトへの掲載が大きな意味を持つようになっている。

次に、招集通知とともに送付される添付書類および株主総会参考書類の一部を書面による提供に代えてインターネットのウェブサイトに掲載することによる提供を認めるウェブ開示は、前述のとおり、東日本大震災による紙不足を契機として一定数の会社で行われている。しかしながら、会社法関係法務省令案の意見照会になかったが実務界の意見により法務省令に規定されたという経緯や、会社法上これを委任する根拠規定がないという法文上の問題点のほか、会社法の施行による開示情報の増加に係る費用・手続その他の負担増の対応策として導入されたために、例えば、事業報告における対象が、社外役員に関する事項や業務の適正を確保するための体制の整備についての決定の内容の概要等、開示情報の増加が行われたもの（会社法施行規則 133 条 3 項 1 号参照）が中心になる等、ウェブ開示の対象範囲が十分検討されていないという問題がある。この点に関しては、ウェブ開示は、利用者間に格差があるほか、一覧性に欠けるという問題点があり、直接開示に代替するには、重要事項は必ず直接開示すべきものとし、ウェブ開示されていること（これを知る手段）とそこで開示されている事項がいかなるものか（少なくともその標目）を示す情報を直接通知する必要があるとの指摘がある<sup>64</sup>。

株主・投資家一般のインターネットのウェブサイトの利用状況を十分踏まえたうえで実際の適否を考える必要はあるが、前述の証券取引所ウェブサイトへの掲載が機関投資家に対する情報提供の迅速化等を実現している現況を鑑みると、株主一般に対しても同方向の

---

の電磁的方法による送付を行った 48 社のうち、36 社が送付比率（電磁的方法による招集通知の送付通数÷発送した招集通知の総数）について回答しているが、1%未満が 18 社、1%以上 2%未満 13 社、2%以上 10%未満 3 社となっており、2 桁台は 2 社（36%、16%）となっている。

<sup>61</sup> 松井秀征「コーポレート・ガバナンス強化の流れと株主総会 - 「2010 年版株主総会白書」を読んで -」商事法務 1919 号 8 頁（2010）。

<sup>62</sup> 中東正文「法の再構築と株主総会 - 「2011 年版株主総会白書」を読んで -」商事法務 1953 号 8 頁（2011）。

<sup>63</sup> 坂東照雄「議決権電子行使プラットフォームの現状と課題」商事法務 1911 号 54 頁（2010）。

<sup>64</sup> 稲葉威雄『会社法の解明』559-560 頁（中央経済社、2010）。

環境を整備することは検討に値するようと思われる。これには、例えば、証券取引所規則によりすでに実現されているウェブサイトへの掲載だけでなく、アメリカの入手可能通知のように、ウェブサイトに掲載されていることを株主に通知する対応が挙げられる。

この場合、書面で送付する招集通知に当該招集通知が掲載されたウェブサイトのアドレスを記載することを義務付けるのみではあまり意味をなさないので、ウェブサイトに掲載することにより、招集通知とともに送付される株主総会参考書類や事業報告、計算書類等の添付書類等の省略化ないしは簡素化を行うことで送付コストの低減を図ることがまず考えられる。これは現状のウェブ開示の対象項目をさらに増やす等の対応で実現可能であるが、これだけでは、書面で送付していたものをウェブサイトで提供することに代えることに留まるので、情報開示の観点ではやはり不十分である。

情報開示の観点でも意味あるものにするためには、併せて、招集通知の発出日を前倒しにすることや、提供する情報の充実化を図ることが必要である。

2009年の企業内容等の開示に関する内閣府令の改正により有価証券報告書の株主総会前開示が実現されているが（同府令17条1項1号ロ、19条2項9号の3）、当該改正の契機となった金融審議会の議論では、金融商品取引法上の有価証券報告書・内部統制報告書を株主総会への報告事項にすべきであるとの指摘があったところであり<sup>65</sup>、有価証券報告書の内容を招集通知の添付書類の内容に取り込むことで充実化を行いつつ、招集通知の発出期限を可能な限り前倒す対応が検討に値すると思われる<sup>66</sup>。このことは、無論、法務省令の改正レベルで行われるべきことではなく、会社法の改正によって行われるべきものである。

なお、アメリカでは、**Notice Only Option**を採用する場合、入手可能通知を送付した日の10日後に委任状カードを送付することになっている。前述のとおり、アメリカでは、再度通知と委任状カードを送付するという実務があるため、これを受け入れることが可能になっているものと考えられるが、わが国においては、委任状合戦等の場面でもなければ再度通知することは行われなことから、現状の実務を前提とすると、当初の通知に議決権行使書面を同封することにならざるをえないように思われる。

また、同様に、アメリカでは、**Notice Only Option**での請求による委任状勧誘資料の送付、**Full Set Delivery Option**の採用とその発出期限の緩和といった配慮が施されているが、わが国では、電磁的方法による招集通知を行う場合の、株主の請求による株主総会参

---

<sup>65</sup> 金融審議会 金融分科会 我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」17頁（2009年6月17日）（[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20090617-1/01.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20090617-1/01.pdf)）。

<sup>66</sup> 招集通知の添付書類に有価証券報告書等の内容を反映させることを主張・指摘するものとして、公開会社法要綱案第11案（2007年10月17日・日本取締役協会・金融資本市場委員会、2009年1月21日早稲田大学グローバルCOE「企業法制と法創造」総合研究所）3.02（株主総会の招集）②（[http://www.waseda.jp/win-cls/koukai\\_kaishahou/20100110\\_Youkou11.pdf](http://www.waseda.jp/win-cls/koukai_kaishahou/20100110_Youkou11.pdf)）、日本監査役協会 コーポレート・ガバナンスに関する有識者懇談会「上場会社に関するコーポレート・ガバナンス上の諸課題について」17頁（2009年3月26日）（[http://www.kansa.or.jp/support/ns\\_090403\\_02.pdf](http://www.kansa.or.jp/support/ns_090403_02.pdf)）がある。

考書類および議決権行使書面の交付（会社法 301 条 2 項ただし書、302 条 2 項ただし書も参照）以外、規定されておらず、同様の配慮を検討する必要があると思われる。

Full Set Delivery Option と同様の対応をとることについては、開示の充実化やウェブサイトに掲載する資料の範囲をどうするかという問題はあるものの、招集通知および添付書類等のウェブサイト掲載と送付するこれらの書類に当該ウェブサイトのアドレスを掲載することで十分対応可能と考えられるが、Notice Only Option のように一律対応する形での請求による招集通知および添付書類等の送付については、わが国においては未知数であり、十分な検討が必要であると思われる。アメリカでは、前述のとおり、口座管理機関を通じて送付される実質株主の割合が大きく、また電磁的方法による議決権行使がかなり普及しているほか、議決権行使促進のため複数回の通知を行う等の状況が前提にあり、統計上も、当該請求を行う割合を想定できたという事情の違いがある<sup>67</sup>。インターネットにアクセスできない株主を保護するうえでは相応の措置と考えられるが、わが国でかかる対応が可能かどうかは十分見定める必要があり、仮に同様の対応を実施する場合、事前に十分な検討、準備と周知が不可欠であるように思われる。

このように、わが国における電磁的方法による招集通知および添付書類等の提供制度は、電磁的方法による招集通知とウェブ開示制度が別々に導入されており、一体での検討がなされていない。また、電磁的方法による招集通知は、導入後さして見直しは行われておらず、ウェブ開示も、導入経緯等に問題があるため十分な検討がなされたといえないものになっている。他方、会社法上の制度とは別に、証券取引所規則により上場会社に証券取引所ウェブサイトへの招集通知の掲載が義務付けられており、議決権電子行使プラットフォームを運営する ICJ により一部機関投資家への環境整備が進んでいるという状況にある。

株主の保有構造や通知・情報開示の体系等が異なるため、アメリカでなされた対応がそのままわが国にあてはまるとは思わないが、アメリカにおいて、長年なされた検討内容も参照しつつ、株主・投資家への情報開示の全体的なあり方という視点で、情報開示の充実化・迅速化に併せて、電磁的方法による提供制度全般を見直す意味はあるように思われる。

## 第 2 節 補論：Notice and Access Model の現状とその課題

アメリカが導入した Notice And Access Model は、インターネットのウェブサイト委任状勧誘資料を掲載することで、株主の入手可能性を高めるとともに、発行者および発行者以外の委任状勧誘者が委任状勧誘資料を送付するコストを削減すること、ひいては委任状合戦の環境整備を行うことをも企図するものである。

---

<sup>67</sup> Final Rule on Internet Availability of Proxy Materials, *supra* note 5, at 4,163 によると、大手名義書換代理人である Computershare は、書面を請求する株主は 10%未滿と見積り、ADP のために Forrester Research が行った調査では、12%の株主が常に委任状勧誘資料を入手するための追加の手続きを行っているとして報告しており、他の調査も同様であることから、19%の株主が書面を請求すると評価していた。実際、Broadridge Report, *supra* note 4, at 4 によると、2012 年において、Notice And Access 業務中、13.6%が委任状勧誘資料一式を配布しているとしている。

しかしながら、2010年に、アメリカの委任状制度に関する将来のルール作りを行うためにSECが行った照会において、Notice and Access Modelを利用する場合に、個人の投資者の議決権行使が低下しており、その打開策として、保有数や行使回数に応じて、Full Set Delivery Optionを併用することや、Notice Only Optionの入手可能通知に委任状カードまたは議決権行使指図書と同封することの是非を問うている<sup>68</sup>。実際、実質株主の議決権行使率は、Notice and Accessを用いた場合(Notice Only Optionを指すものと思われる)、2011年25.8%、2012年27.3%であるのに対し、Notice and Accessを用いない場合(Full Set Delivery Optionを指すものと思われる)、2011年32.4%、2012年30.5%と報告されており<sup>69</sup>、各年ともNotice and Accessを用いない方が行使率が高いという結果になっている。他方、Notice and Accessを用いることにより、発行者が削減できている印刷・郵送代は、2011年1通当たり6ドル57セント・合計2億72百万ドル、2012年1通当たり6ドル65セント・合計2億82百万ドルであるとされているので<sup>70</sup>、Notice and Access Modelを導入することで、委任状勧誘資料を送付するコストを削減するという目的は、相応に実現されているといえそうである。

前述のとおり、Notice and Only Optionの場合、委任状カードは入手可能通知を送付した日の10日以上後にしか送付することができず、再度通知と委任状カードを送付する実務を手助けし、委任状勧誘資料を入手するための時間を与えるものと説明されているが、Full Delivery Optionの方が行使率が高いということは、当初の通知に議決権行使手段が同封されている方が、二度目の通知に同封されているよりも議決権行使手続を行うものが多いという実態を示している。株主総会に提出されている議案の内容が投資者にとって関心が高いものであればともかく、さほどでもなければ、通知された段階から議決権行使手段が提供されている方が簡便であり、十分検討したとはいえないのかもしれないが、より行使がなされているというのが現実であるように思われる。

これを改善するために、SECは、平易な英語の利用や、発行者・ブローカーのウェブサイトの活用による投資者の教育、議決権行使指図を勧誘すること等による議決権行使指図の促進、および電磁的方法の活用等による投資者間のコミュニケーションについての意見照会を行っている<sup>71</sup>。投資者が十分情報を得て議決権行使することができる状況を形成していくことが最も重要であることはもちろんであるが、議決権行使行動の現実も踏まえて、当初の通知に、委任状勧誘資料を十分検討したうえで議決権行使を行うべきである旨の注意喚起や、入手可能通知に平易な議案の意味のほか、提案者の趣旨や独立した社外役員の意見を記載する等の工夫をしたうえで、委任状カードや議決権行使指図書といった議決権行使手段を同封することも一考に値すると思われる。

わが国の場合、一回しか行われない招集通知に議決権行使書用紙等の議決権行使手段が

---

<sup>68</sup> Concept Release on the U.S. Proxy System, Exchange Act Release No. 62,495, 75 Fed. Reg. 42,982, 43,004-43,005 (July 22, 2010) [hereinafter Concept Release].

<sup>69</sup> Broadridge Report, *supra* note 4, at 6; see Concept Release, *supra* note 68, at 43,005 n.196.

<sup>70</sup> Broadridge Report, *supra* note 4, at 3.

<sup>71</sup> Concept Release, *supra* note 68, at 43,005-43,006.

同封されていることから、株主に十分検討したうえで行使すべき旨、平易な議案内容の説明、提案の趣旨等を招集通知に記載していくような対応が必要であると思われる。

第3篇 EUにおける株主の権利指令の制定過程とその意義  
——クロス・ボーダー議決権行使のための最小限の基準——

第1章 序論

平成22年(2010年)3月31日に公布と同時に施行された「企業内容等の開示に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令」(平成22年内閣府令第12号)により、上場会社について、同日以後に終了する事業年度に係る定時株主総会から、臨時報告書による株主総会における議決権行使結果の開示が行われるようになっている。

本件改正に際しては、アメリカの証券取引所法規則における臨時報告書(Form 8-K)による開示<sup>1</sup>や、イギリスの2006年会社法における上場会社のウェブサイト上の開示<sup>2</sup>といった法制が参照されていると考えられるわけであるが<sup>3</sup>、ウェブサイト上の開示について、欧州連合(the European Union、以下、本篇において「EU」という)の加盟国(Member States)に国内法化を要請しているのが、2007年に採択された株主の権利指令<sup>4</sup>である。

同指令は、EU内の株式市場において、外国人投資家の保有比率が高まっていることを

---

<sup>1</sup> 以前は四半期報告書(Form 10-Q)および年次報告書(Form 10-K)で開示されていたが、Proxy Disclosure Enhancements, Exchange Act Release No. 61,175, 74 Fed. Reg. 68,334 (Dec. 23, 2009)により、臨時報告書(Form 8-K)による開示に変更されている。

<sup>2</sup> See Companies Act 2006, c. 46, § 341. なお、委任状による議決権行使結果の開示については、FINANCIAL REPORTING COUNCIL, THE UK CORPORATE GOVERNANCE CODE § E.2.2 (Sept. 2012), available at <http://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-September-2012.aspx> 参照(当時の2008年版ではD.2.2に規定されている)。

<sup>3</sup> 本件改正は、金融審議会 金融分科会 我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループの検討結果に基づくものであるが、その第19回会議(2009年2月10日)においてイギリスの例に言及されているほか(同議事録〔藤原美喜子発言〕([http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/s\\_group/gijiroku/20090210.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/s_group/gijiroku/20090210.html))(検索日:2013年9月22日)参照)、同時期に検討され公表された東京証券取引所 上場制度整備懇談会「安心して投資できる市場環境等の整備に向けて」16頁注29(2009年4月23日)(<http://www.tse.or.jp/rules/seibi/b7gje60000005zc9-att/seibi.pdf>)においても、イギリスおよびEUの法制が紹介されている。

<sup>4</sup> 正式には Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the Exercise of Certain Rights of Shareholders in Listed Companies, 2007 O.J. (L 184) 17, available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/.do?uri=OJ:L:2007:184:0017:0024:EN:PDF>. 邦訳として、正井章彦「EUにおける株主の権利指令」早稲田法学84巻4号179頁以下(2009)がある。同指令を紹介し、ドイツの制度と日本の制度との比較を論ずるものとして、正井章彦「EUにおける株主の権利指令について—ドイツと日本の制度との比較において—」早稲田法学84巻4号19頁以下(2009)参照。

背景として、クロス・ボーダー議決権行使環境の整備を図ることを目的としており<sup>5</sup>、当該議決権行使結果の開示は、株主総会に出席することができない外国人投資家であってもその情報を入手可能にするための方策である。

わが国においても、近年外国人投資家の株式保有比率は基本的には増加しており<sup>6</sup>、クロス・ボーダー議決権行使環境の整備は課題であるといえる。

本篇は、株主の権利指令採択に至るまでの過程を確認しその内容の検討を行うことを通して、この分野に関するわが国法制の今後のあり方を考察することを試みるものである。

## 第2章 指令採択前のクロス・ボーダー議決権行使に係る障害の状況

株主の権利指令が検討され、採択された背景には、EUの上場会社の外国人株主の保有比率が平均して約3分の1を占めるまでに高くなっているにも関わらず、外国人株主が議決権行使を行ううえでの障害があるために、外国人株主の議決権行使がなされていないという状況がある<sup>7</sup>。

この議決権行使に係る障害の状況については、2006年2月公表の、株主の権利指令案に添付された影響評価のための欧州委員会スタッフ調査報告書<sup>8</sup>（以下、本篇において「調査報告書」という）において、次のとおり報告されている。

欧州株式市場における外国人投資家の保有比率は、欧州取引所連盟（Federation of European Securities Exchanges）の報告書によると、2003年末で29%と相当の割合を占

---

<sup>5</sup> See European Commission Press Release IP/06/10, Corporate Governance: Commission Proposals to Make It Easier for Shareholders to Exercise Their Rights within the EU, at 1 (Jan. 10, 2006) [hereinafter EC Press Release IP/06/10], available at <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/06/10&format=PDF&aged=1&language=EN&guiLanguage=fr>.

<sup>6</sup> 東京証券取引所ほか「平成24年度株式分布状況調査の調査結果について」資料集4頁（2013年6月20日）（<http://www.tse.or.jp/market/data/examination/distribute/b7gje6000000508d-att/bunpu2012.pdf>）によると、外国法人等の保有比率は、2003年度（2003年4月から2004年3月までの年度、以下同様）21.8%、2005年度26.3%、2007年度27.4%、2009年度26.0%、2011年度26.3%、直近2012年度28.0%と変動はあるものの、基本的には増加傾向にある。

<sup>7</sup> See EC Press Release IP/06/10, *supra* note 5, at 1.

<sup>8</sup> *Commission Staff Working Document: Annex to the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the Exercise of Voting Rights by Shareholders of Companies Having Their Registered Office in a Member State and Whose Shares Are Admitted to Trading on a Regulated Market and Amending Directive 2004/109/EC: Impact Assessment*, SEC (2006) 181 (Feb.17, 2006) [hereinafter *Impact Assessment*], available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/comm\\_native\\_sec\\_2006\\_0181\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/comm_native_sec_2006_0181_en.pdf).

めており<sup>9</sup>、国別では、2003 年末時点で、21 カ国中、最多層の 30%台が 7 カ国（ポルトガル 38.9%、スペイン 35.0%、フランス 34.8%、スウェーデン 33.2%、イギリス 32.3%、マルタ 31.3%およびギリシア 31.3%）、最高層の約 70・80%台が 3 カ国（スロヴァキア 86.0%、ハンガリー72.6%およびオランダ 69.0%）、最低層の 20%以下が 5 カ国（ドイツ 17.5%、イタリア 14.4%、キプロス 9.7%、スロヴェニア 8.0%およびアイスランド 7.0%）である<sup>10</sup>。また、ユーロストック 50（EURO STOXX 50、ユーロ圏における 50 の優良銘柄で構成された株価指数）構成銘柄 38 社の株式資本に占める外国人機関投資家の割合の平均は、2003 年の 35.96%から 2004 年の 41.95%に増加していることから、外国人株主は、一部の EU 加盟国では相当な割合を占めかつ増加し続けているとする<sup>11</sup>。

しかしながら、当時のサンプル調査であるが、ドイツにおける銘柄ごとの株式資本合計に占める外国人株主の保有比率・株主総会出席率は、ティッセングループ 20%・0.4%、マン 37%・0.1%およびフォルクスワーゲン 50%・5%のほか、2003 年-2005 年の記名株式発行会社では、アリアンツ 50%・6.3%、ダイムラー・クライスラー43.0%・15.3%、ドイツ銀行 45.9%・11.8%、ドイツ証券取引所 57.7%・12.1%、ルフトハンザドイツ航空 24.3%・7.7%、ドイツポスト 17.9%・3.4%、ドイツテレコム 32.1%・2.7%、エプコス 45.0%・22.5%、インフィニオン・テクノロジー 47.6%・17.0%、ミュンヘン再保険 45.2%・9.1%およびシーメンス 56.2%・12%であり、フィンランドの証券決済機関（Central Securities Depository、以下、本篇において「CSD」という）における株式資本合計に占める外国人株主の保有比率・株主総会出席率が 31.71%・8.46%となっていることから、外国人株主の議決権行使は低調であると結論付けている<sup>12</sup>。

---

<sup>9</sup> *Id.* at 8 & Annex 1, tbl.1; *see also* Federation of European Securities Exchanges, *Share Ownership Structure in Europe 2004*, at 5 (Nov. 2004), available at [http://www.fese.be/\\_lib/files/share\\_ownership\\_2004.pdf](http://www.fese.be/_lib/files/share_ownership_2004.pdf). なお、調査報告書では 2004 年当時の欧州取引所連盟の報告書を用いているが、その後も、2005 年末 33%、2007 年末 37%と外国人投資家の保有比率は増加している（2007 年以降の報告書は欧州取引所連盟のウェブサイトに掲載されていない）。*See* Federation of European Securities Exchanges, *Share Ownership Structure in Europe 2006*, at 8 (Feb. 2007), available at [http://www.fese.be/\\_lib/files/FESE%20Share%20Ownership%20Structure%20in%20Europe%202006.pdf](http://www.fese.be/_lib/files/FESE%20Share%20Ownership%20Structure%20in%20Europe%202006.pdf); Federation of European Securities Exchanges, *Share Ownership Structure in Europe 2007*, at 11 (Dec. 2008), available at [http://www.fese.be/\\_lib/files/Share\\_Ownership\\_Survey\\_2007\\_Final.pdf](http://www.fese.be/_lib/files/Share_Ownership_Survey_2007_Final.pdf); *see also* Dirk Zetzsche, *Shareholder Passivity, Cross-Border Voting and the Shareholder Rights Directive*, 8 J. CORP. L. STUD. 289, 290 (2008). もっとも、域内市場の形成を目的とする EU が他の加盟国の投資者に自国の投資者と同等の環境の提供を指向するのは当然であり、欧州の各市場における外国人投資家に欧州内の他の加盟国の者も含まれる点は考慮する必要がある。

<sup>10</sup> *See* Federation of European Securities Exchanges, *Share Ownership Structure in Europe 2004*, *supra* note 9, at 6-7.

<sup>11</sup> *Impact Assessment*, *supra* note 8, at 8-9 & Annex 1, tbl.7.

<sup>12</sup> *Id.* at 9 & Annex 7.

この原因として、調査報告書は、クロス・ボーダー議決権行使に係る障害が存在することによって、機関投資家の議決権行使が妨げられていることのほか、口座管理機関 (intermediary) による高いコストが生じていることを指摘している<sup>13</sup>。

クロス・ボーダー議決権行使に係る主な障害としては、①議決権の代理行使に多くの制約が存在したり、再登録 (re-registration)<sup>14</sup>が義務付けられている場合があること、②株式異動停止 (share blocking)<sup>15</sup>が存在する加盟国があること、③株主総会関係情報のアクセスが十分でないこと、④電磁的方法による議決権行使を認めない加盟国があることが挙げられている。

まず、①議決権の代理行使については、委任の方法 (フィンランドにはルールはないが、フランスは郵送・電磁的方法可、多くの欧州の法域では書面に限定)、代理人の資格 (フランスでは他の株主・家族、ハンガリーでは会社の取締役・監査役会 (supervisory board) のメンバー、アイルランドでは株主、ポーランドでは会社の使用人、イギリス・ドイツは制約なし)、代理人が受任可能な株主の数 (イタリアでは会社の規模に応じて受任可能な株主の数に制限があり、ハンガリー・ポーランドでは複数の株主から受任可能であるが株主が委任することができる代理人は 1 名)、および代理権の内容 (代理人に質問権や挙手による議決権を認めない加盟国がある) に関して、加盟国間に違いがあるとす<sup>16</sup>。

---

<sup>13</sup> *Id.* at 9, 13.

<sup>14</sup> 再登録 (re-registration) については、例えば、*id.* Annex 1, tbl.5 によると、スウェーデンでは、株主総会の 10 日前に再登録が必要なルールとなっている。具体的には、Rolf Skog, *Sweden*, in *SHAREHOLDER VOTING RIGHTS AND PRACTICES IN EUROPE AND THE UNITED STATES* 289, 293 (Theodor Baums & Eddy Wymeersch eds., 1999) によると、スウェーデンでは、株式の所有者が株主総会の出席を希望する場合、少なくとも株主総会の 10 日前にカストディアン名義で登録された株式を一時的に所有者名義に再登録する必要があると説明されている。

<sup>15</sup> 株式異動停止 (share blocking) とは、Jaap W. Winter, *Cross-Border Voting in Europe*, in *CAPITAL MARKETS AND COMPANY LAW* 387, 413 (Klaus J. Hopt & Eddy Wymeersch eds., 2003) によると、株主総会で議決権を行使する場合、無記名株式の保有者は会社または会社が指定する銀行に当該株式を預託することにより、株主総会時点のみならず、その 3 日前ないし 10 日前から株式の権原 (title) を保有していなければならないというもので、場合によっては、取引所を通しての株式の譲渡がまったく不可能になるとされている。

なお、*Impact Assessment*, *supra* note 8, Annex 3, at 75-77 における各国法制データ比較表によると、当時、株式異動停止が存在するとみられるのは、オーストリア (定款規定による)、ベルギー (総会前 3-6 営業日間)、チェコ (7 日間以下)、フランス (総会前 5 日間)、ギリシア (総会前 5 日間)、ハンガリー、イタリア (定款規定による)、オランダ (定款規定により最大総会前 7 日間可であるが公開会社は基準日を利用)、ポーランド (少なくとも総会前 1 週間)、ポルトガル、スロヴァキア (総会前 5 日間) およびスペイン (定款規定による) である (ドイツは 2005 年の改正により廃止)。

<sup>16</sup> *Id.* at 10. なお、Paul L. Davies, *The United Kingdom*, in *SHAREHOLDER VOTING RIGHTS AND PRACTICES IN EUROPE AND THE UNITED STATES*, *supra* note 14, at 331, 342-343

次に、②株式異動停止については、議決権行使を行う場合、株主総会前の数日間、株式の預託ないしは異動停止が義務付けられるために、機関投資家は、株式の売却の制限よりも、議決権行使の放棄を選択することから、機関投資家にとっては議決権行使に係る最大の障害の一つになっているというものである（株式異動停止中でも売却できる加盟国もあるが、その場合、口座管理機関は残高照合（reconciliation）が可能な情報を発行者に通知する必要がある）<sup>17</sup>。

また、③株主総会関係情報のアクセスについては、情報の遅延、不完全、議案の要約、短期間の通知といった点で、非居住者にとって大きな障害になっており、特に、株主総会の招集通知の期限が、8日前（デンマーク、ルクセンブルク）から2ヵ月前（フィンランド）まで様々であり<sup>18</sup>、電磁的方法による公開に関しても、これを認める国と認めない国があるとす<sup>19</sup>。

---

によると、当時、イギリスでは、代理人は、投票（poll）が要求されない限り議決権がなく、挙手による議決権・総会での発言権もないとされており、代理権の内容に関して、代理人に質問権や挙手による議決権を認めないものにあたると思われる。なお、2006年イギリス会社法ではこの点は改正されており、代理人にも挙手による議決権行使が認められている。See Companies Act 2006, c. 46, § §284-285. イギリス会社法制研究会（代表者川島いづみ）「イギリス2006年会社法（4）」比較法学42巻3号269-270頁〔中村信男〕（2006）参照。

<sup>17</sup> *Impact Assessment, supra note 8, at 11.* なお、*id. Annex 1, tbl.8*によると、議決権行使助言会社であるISS（Institutional Shareholder Services）では、2003年6月から2005年6月までの同一機関における議決権行使の返送率について、株式異動停止のないオーストラリア（67.6%）、スペイン（71.2%）およびイギリス（76.6%）に比べて、株式異動停止のあるアルゼンチン（49.2%）、オーストラリア（34.0%）、ベルギー（32.8%）、フランス（37.6%）、ドイツ（49.4%）、ギリシア（20.5%）、オランダ（43.9%）およびポルトガル（34.2%）は低くなっているとしている。また、*id. Annex 3, at 75*によると、株式異動停止による株式の売却制限をしない加盟国として、当時、フランスでは、郵送・インターネットによる議決権行使または代理人の指名をした後に売却した場合、カストディアンは発行者にその所有株式数の変更を通知しなければならず、その結果、議決権数が調整されるとしている。

<sup>18</sup> *Id. Annex 3, at 61-64*における各国法制データ比較用表によると、当時、株主総会の通知期限について、デンマークは総会の4週間前から8日前までの通知・遅くとも総会日の8日前からの議題および議案の閲覧等、フィンランドは基準日の2月前から1週間前までの通知・総会の30日前の議題の通知の送付、ならびにルクセンブルクは、無記名式の場合、総会の16日前および8日前の2回の通知の公表・記名式の場合、総会の8日前の通知の送付となっているほか、例えば、フランスは議題および議案を含む総会の30日前の通知の公表・総会の15日前の招集通知の公表、ドイツは総会の1月の通知、ならびにイギリスは定時総会の21日前・臨時総会の14日前・特別決議が決議される臨時総会の21日前・上場規則上は定時総会の20営業日前の通知等となっており、様々である。

<sup>19</sup> *Id. at 12.* なお、*id. Annex 3, at 70-71*における各国法制データ比較用表によると、当

最後の、④電磁的方法による議決権の行使についても、これを認める国と認めない国があり、一律ではないとする<sup>20</sup>。

前述のとおり、クロス・ボーダー議決権行使に係るこうした障害は、機関投資家の議決権行使を妨げているだけでなく、国内の議決権行使に比して高いコストが生じる原因にもなっている。

すなわち、①議決権の代理行使および再登録の条件に関しては、例えば、当時、イギリスの CREST（イギリスの CSD、現在の Euroclear UK&Ireland）では、会員の議決権行使指図に 0.43 ユーロを要していたが、特別の議決権行使関連業者やカスタディアン等を利用すると、8.70 ユーロから 10 ユーロになるほか、国際証券決済機関 (International Central Securities Depository、以下、本篇において「ICSD」という) である Euroclear では、議決権行使ごとに約 50 ユーロから 60 ユーロを要し、スカンジナビア諸国では、議決権行使の前提条件として一時的にノミニ名義から実質所有者名義に登録する必要があるために、約 85 ユーロかかっていると<sup>21</sup>。

次に、②株式異動停止に関しては、取引のみならず他の市場参加者への貸株まで不可能

---

時、電磁的方法による株主総会関係情報の公開があるとしているのは、ベルギー（書面による承認のある記名株式の所有者に対する通知および議題の受領）、デンマーク（定款または会社・株主間の合意による）、エストニア（総会の通知以外可）、フィンランド（定款による）、フランス（発行者および証券規制者のウェブサイトの掲載・記名株主の請求による E メール送信）、ドイツ（電子官報による公開・株主の請求による追加情報の公開）、アイルランド（会社・株主の合意による。新法では定款の規定により可となる予定）、イタリア（電磁的方法による文書の公開は可であるが、総会の日時、場所および議題は官報または定款紙で公開）、ルクセンブルク（新法では可）、マルタ（発行者・株主間の合意により可）、ノルウェー（株主の同意による）、ポルトガル（上場会社は、ウェブサイトに招集を総会前 30 日間掲載し、提案を 15 日日間掲載）、イギリス（株主の同意により総会の通知、年次報告書等のアクセスおよび委任状案内の提供可・会社が利用可能なアドレスを示す場合、委任状の提出も可）である。

<sup>20</sup> *Id.* at 13. なお、*id.* Annex 3, at 94-95 における各国法制データ比較用表によると、当時、電磁的方法による議決権行使があるとしているのは、ベルギー（公証人・満場一致が求められなければ可）、デンマーク（定款の規定により全面的に可であり、そうでなくとも監査役会が認める場合、部分的に可）、フィンランド（取締役会または定款の規定による）、フランス（定款の規定に基づく株主の同意による）、イタリア（定款の規定による）、ポルトガル（電磁的方法による議決権行使は郵便による議決権行使の範疇であり、郵便による議決権行使は定款の規定により定款変更または取締役選任以外の議案で禁止可）、スペイン（本人確認ができれば可）、イギリス（議決権の代理行使について可）である。

<sup>21</sup> *Id.* at 14. なお、*id.* Annex 6, at 160-170 における市場関係者・発行者等に対するアンケート調査によると、国内の議決権行使よりもクロス・ボーダー議決権行使の方がコストがかかる旨言及しているとみられるのは 21 団体中 13 団体であり、その理由として、名義の変更、情報の入手、カスタディアンや専門業者の利用といった指摘がある。

になることによる利益の逸失があるとする<sup>22</sup>。

また、③株主総会関係情報に関しては、口座管理機関が投資者に株主総会があることを知らせるには追加コストを要し、特に、外国の株主のデータを会社に通知するのは国内以上に費用を要することや、様々な方法でアクセスする大規模機関投資家よりも、そのような手段を持たない小規模株主にとっては、ほとんどの場合、情報入手の問題が生じること、議決権の行使や代理行使をする上で、文書が公開される時期や最小限の開示の条件も不十分であることを指摘している<sup>23</sup>。

この結果、調査報告書は、クロス・ボーダー議決権行使に係る障害があることによって、外国人株主の議決権行使が妨げられているために、外国人株主が保有する株式は無議決権株式に等しい状態になっているにも関わらず、外国人株主は議決権ある株式の価格（無議決権株式の約20%高）で購入しているという経済的な歪みが存在すると結論付けている<sup>24</sup>。

### 第3章 株主の権利指令採択に至る過程

#### 第1節 欧州委員会に対する株主権強化のための勧告

##### 第1項 会社法上級専門家グループの勧告

前章においてみたクロス・ボーダー議決権行使に係る障害の状況を解消するために株主の権利指令が採択されるわけであるが、本章では、同指令が採択にいたるまでの検討過程を確認する。

株主の権利指令は、2003年5月公表のEUにおける会社法の現代化と企業統治の強化に関する欧州委員会報告書（以下、本篇において「欧州委員会報告書」という）<sup>25</sup>におい

---

<sup>22</sup> *Id.* at 14. なお、*id.* Annex 6, at 171-179における市場関係者・発行者等に対するアンケート調査によると、株式異動停止が議決権行使の妨げになっている旨言及しているとみられるのは21団体中11団体であり、投資手続に影響がある、正当性がないといった指摘がある。

<sup>23</sup> *Id.* at 15. なお、*id.* Annex 6, at 180-189における市場関係者・発行者等に対するアンケート調査によると、議決権の行使・代理行使に係る情報の入手が困難であるためにクロス・ボーダー議決権行使が損われている旨言及しているとみられるのは、21団体中13団体であり、専門業者を利用しなければならない、情報が遅く検討期間が短い、ウェブサイト上での入手を可能とし英文で作成すべき、統一ルールに従うべきといった指摘がある。

<sup>24</sup> *Id.* at 16-17.

<sup>25</sup> *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament: Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward*, COM (2003) 284 final (May 21, 2003) [hereinafter *Communication on Modernising Company Law*], available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2003:0284:FIN:EN:PDF>. 邦訳として、上田廣美訳「EUにおける会社法の現代化と企業統治（gouvernement d'entreprise）の強化」に関

て定められた行動計画に基づき、制定が進められたものであり、当該欧州委員会報告書は、2002年11月公表の、欧州における会社法の現代的規制のフレームワークに関する会社法上級専門家グループ（本篇において「会社法上級専門家グループ」という）報告書<sup>26</sup>による勧告を受けて策定されたものである。

会社法上級専門家グループは、欧州委員会が2001年9月に設置したもので、六つの一般的問題（欧州における効率的かつ競争的な事業の促進、会社法の現代化、規制手段としての情報開示、会社類型の区別、柔軟性の増大対規制の強化、および現代の技術）と七つの特定の問題（コーポレート・ガバナンス、株主の情報・通信・決定方法、資本の構成と維持のルール of 代替手段、企業集団の機能、企業再編・流動性、欧州私会社、および組合その他の企業形態）について検討を行っている<sup>27</sup>。

本稿に関係する部分としては、会社法上級専門家グループ報告書では、コーポレート・ガバナンスにおける株主に関する事項として取り扱われている。すなわち、株主は残余財産分配請求権者であり会社の監視役として適しているが、多くの株主が物理的に株主総会出席が困難であることや、株主総会前の問題として、会社と株主の間の通信が会社からの一方的なものに限られること、質問権および提案権が法の規定や制限のために行使しにくいことが指摘されており、その解決を図るために、①上場会社が自社のウェブサイトの所定の場所に株主総会関係情報をすべて掲載すること、②加盟国が、上場会社に、請求ある株主への株主総会関係情報および議決権行使関係用紙のハードコピーの提供義務を課せるようにすること、③上場会社が、株主の事前質問方法、会社の回答方法およびその程度ならびに提案権の条件を開示し、加盟国は、スクイーズ・アウトやセル・アウトの権利と矛盾しない提案権のルールを設けること（例えば、95%を有する株主がスクイーズ・アウトの権利を有することから提案権の保有条件を5%以下にする）、④クロス・ボーダーの証券保有の問題を解決するために、上場会社に、すべての株主に対する電磁的方法および指図書または委任状による直接または間接の不在投票（vote in absentia）の手段の提供義務を課すこと、ならびに⑤上場会社に、株主の電磁的方法による株主総会参加を認めること（ただし、物理的な総会の廃止には株主総会の相当程度多数の賛成による決定が必要）を勧告

---

する欧州委員会報告書」*亜細亜法学* 38 卷 2 号 75 頁以下（2004）がある。同報告書の内容を紹介・検討するものとして、正井章「EUのコーポレート・ガバナンスー最近の動向ー」*早稲田法学* 81 卷 4 号 131 頁以下（2006）、菊田秀雄「EUにおける「会社法の現代化」(1)・(2)ーEU委員会の行動計画を中心にー」*早稲田大学大学院法研論集* 110 号 107 頁以下（2004）・111 号 75 頁以下（2004）、同報告書の実施状況と将来への展望に触れるものとして、Theodor Baums, *European Company Law beyond the 2003 Action Plan*, 8 *EUR. BUS. ORG. L. REV.* 143 (2007) 参照。

<sup>26</sup> *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe* (Nov. 4, 2002) [hereinafter *Report of the High Level Group of Company Law Experts*], available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf).

<sup>27</sup> *Id.* at 1, 27-28.

する<sup>28</sup>。

また、コーポレート・ガバナンスにおける株主に関する事項には、クロス・ボーダー議決権行使、機関投資家の責任および少数株主の特別調査権も掲げられている。

クロス・ボーダー議決権行使に関しては、クロス・ボーダーの証券保有は口座管理機関の階層を通して行われるために、行使権限を有する者の特定は困難であり、実際にはほとんど行使することができないことから、後述のクロス・ボーダー議決権行使専門家グループ報告書<sup>29</sup>が提唱する、最終口座名義人（Ultimate Accountholders）に、議決権を行使する方法（各加盟国の国内法に基づく、正式の株主としての行使、議決権を有する証券口座管理機関からの委任または当該証券口座管理機関に対する指図）の決定権を認め（主要原則）、最終口座名義人が、欧州証券保有制度上の証券口座管理機関ではないが他の者のために株式を保有する者である場合（例えばアメリカの証券口座管理機関）、自らの顧客に議決権の行使内容の決定権を認める（補助原則）ために、EU内、可能であればEU外の株主の参加を促進する規制のフレームワークを設けることを勧告する<sup>30</sup>。

機関投資家の責任に関しては、機関投資家は議決権を有する大株主であるが、ガバナンスの観点で、投資・議決権行使方針の開示、および請求に基づく受託者に対する個別の行使結果の開示が必要であり、機関投資家にこれらを義務付けることを勧告する<sup>31</sup>。

少数株主の特別調査権に関しては、影響力・情報の欠如ゆえに、株主が議決権を行使しない傾向にあるため、株主総会における株主または株式資本の5%もしくは10%を有する少数株主に、裁判所または規制機関に対する不当の疑いのある行為の調査を請求する権利を与えるべきであり、その対象を可能な限り企業グループベースでのすべての会社とすることを勧告する<sup>32</sup>。

これらの勧告を踏まえて、欧州委員会報告書では、行動計画の一つとして、コーポレート・ガバナンスにおける株主権の強化が唱えられている。その方策として、①電磁的方法による株主総会前の情報へのアクセスの整備、②その他の株主の権利（質問権、提案権、不在投票権、および電磁的方法による株主総会の参加権）に係る指令の早期提案、および③中長期的目標としての株主民主主義（1株1議決権）の確立が示されている<sup>33</sup>。

---

<sup>28</sup> *Id.* at 7-8, 10, 47-53.

<sup>29</sup> *See infra* note 34.

<sup>30</sup> *Report of the High Level Group of Company Law Experts, supra* note 26, at 8, 11, 53-56.

<sup>31</sup> *Id.* at 8, 11, 56-57. なお、*id.* at 57 n.17 では、同様のルールがアメリカのSEC（証券取引委員会）で提案されていることに言及している。その後、改正された内容について、Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies, Investment Company Act Release No. 25,922, 68 Fed. Reg. 6,564 (Feb. 7, 2003) 参照。

<sup>32</sup> *Report of the High Level Group of Company Law Experts, supra* note 26, at 8, 11, 57-59.

<sup>33</sup> *Communication on Modernising Company Law, supra* note 25, para. 3.1.2 & Annex 1.

## 第 2 項 クロス・ボーダー議決権行使専門家グループの勧告

前項でみた会社法上級専門家グループ報告書におけるクロス・ボーダー議決権行使に関する部分の勧告は、2002 年 1 月にオランダ法務省が設置した欧州のクロス・ボーダー議決権行使に関する専門家グループ（本篇において「クロス・ボーダー議決権行使専門家グループ」という）が、同年 9 月公表の最終報告書<sup>34</sup>において行った勧告を、会社法上級専門家グループが欧州委員会に検討するよう提言していることに基づいている<sup>35</sup>。

クロス・ボーダー議決権行使専門家グループの最終報告書は、欧州におけるクロス・ボーダー議決権行使に関する、実務上、法律上の問題に対処するために、自国の議決権の代理行使手続の整備を図ろうとしていたオランダ政府と、同じく問題を認識し会社法上級専門家グループにその検討を指示していた欧州委員会が、この問題をクロス・ボーダー議決権行使専門家グループに取り組みさせることに同意していること、および、グループの議長であるエラスムス大学教授（当時）の Jaap Winter は、会社法上級専門家グループの議長も兼ねていることから<sup>36</sup>、会社法上級専門家グループ報告書を補完する関係にある。

当該報告書では、今日の証券保有システムが証券の不動化（immobilisation）や無券面化（dematerialisation）を採用しているために、投資者は、個別に証券を保有することがなく、また名義人とならない場合が多いうえに、クロス・ボーダーの状況では、間に複数の CSD や ICSD、カストディアンが介在するために、ジョヴァンニーニ報告<sup>37</sup>が指摘するとおり、議決権を行使する際の、行使権限を有する者から最終投資者への委任または最終投資者から行使権限を有する者への指図の受渡しも困難であるとする<sup>38</sup>。従って、クロス・ボーダー議決権行使を保証するには、欧州中で議決権を付与される者または議決権の行使内容を決定する権利を有すべき者を明らかにすべきこと（議決権を支配する権利）、これらの者の議決権行使を可能にすること（議決権行使）、およびこれらの者が情報に基づいた方法で議決権行使するために関係する情報を入手することを保証すべきこと（情報）の三つの問題に取り組む必要があると指摘する<sup>39</sup>。

---

<sup>34</sup> THE EXPERT GROUP ON CROSS-BORDER VOTING IN EUROPE, CROSS-BORDER VOTING IN EUROPE (2002), available at [http://english.wodc.nl/images/on2002-6-full-text\\_tcm45-57609.pdf](http://english.wodc.nl/images/on2002-6-full-text_tcm45-57609.pdf).

<sup>35</sup> *Report of the High Level Group of Company Law Experts*, supra note 26, at 54-55.

<sup>36</sup> THE EXPERT GROUP ON CROSS-BORDER VOTING IN EUROPE, supra note 34, at 9.

<sup>37</sup> ジョヴァンニーニ報告とは、EU におけるクロス・ボーダーの証券取引上の障害の除去について欧州委員会に勧告するもので、クロス・ボーダー証券取引の複雑な構造を分析しているのはその第 1 次勧告であり、正式には The Giovannini Group, *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union* (Nov. 2001), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/first\\_giovannini\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/first_giovannini_report_en.pdf). ジョヴァンニーニ報告については、第 4 篇第 2 章参照。

<sup>38</sup> THE EXPERT GROUP ON CROSS-BORDER VOTING IN EUROPE, supra note 34, at 11-16.

<sup>39</sup> *Id.* at 17-18.

議決権を支配する権利については、これをできるだけ経済的利害を有する者に近づけ、かつ加盟国間で異なる方法を採用することによる不確実性を排除するとともに、EU 外の法域でも通用するよう、証券保有システムを通して保有する株式の議決権を支配する権利が当該システム上の最終口座名義人に付与されることを加盟国が保証するよう勧告する（主要原則）（勧告 1）<sup>40</sup>。次に、最終口座名義人が欧州証券保有システム外の口座管理機関であるために、最終口座名義人が経済的利害を有する者でない場合があることから、証券保有システム上の最終口座名義人が、議決権を支配する権利が付与される者として顧客を指名することを加盟国が保証するよう勧告する（補助原則）（勧告 2）<sup>41</sup>。また、EU は、（証券口座管理機関に定義されない）口座管理機関である最終口座名義人（例えば、欧州の証券口座管理機関経由で欧州株式を保有する、欧州証券保有システムの参加者でないアメリカの証券口座管理機関）に発行会社への顧客情報開示義務を課すべきではないが、加盟国が、自らの法域の会社が発行する株式を保有する最終口座名義人に当該義務を課すことは自由であると勧告する（勧告 3）<sup>42</sup>。

議決権行使については、①最終口座名義人を議決権を付与される株主として認識、②最終口座名義人を議決権を付与される者として株主名簿に記録、③正式に議決権を付与された証券口座管理機関が最終口座名義人に委任、または④最終口座名義人が正式の株主である証券口座管理機関に議決権行使を指図のいずれかを行うことにより、最終口座名義人（または補助原則により指名を受けた者）が議決権を支配する権利の行使を可能にすることを加盟国が保証するとともに、④を常時利用可能とするために不統一行使を有効な議決権行使として保証するよう勧告する（勧告 4）<sup>43</sup>。次に、②から④までの方法は証券口座管理機関のサービスであることから、発行会社に関係する法律上利用可能な議決権を支配する方法を証券口座管理機関が最終口座名義人に提供すること、および、最終口座名義人の指図または明確な契約に基づかない限り、証券口座管理機関の議決権の行使が認められないことを加盟国が保証するよう勧告する（勧告 5）<sup>44</sup>。また、株式異動停止は過剰な条件であるので、株主および最終口座名義人が株主総会に参加するための条件としての株式異動停止を加盟国が禁止するよう勧告する（勧告 6）<sup>45</sup>。さらに、最終口座名義人の証明は、その口座を有する証券口座管理機関が行うのではなく証券口座管理機関の階層を介して行

---

<sup>40</sup> *Id.* at 19-23.

<sup>41</sup> *Id.* at 23-26. なお、この点に関して、神田秀樹「振替証券法制に関する若干の課題」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法法制の現代的課題』371-372頁（日本証券経済研究所編、2010）および神田秀樹「振替株式制度」江頭憲治郎編『株式会社法大系』182頁（有斐閣、2013）において、口座管理機関が登録制である場合、登録されていない口座管理機関がその下に他者をぶらさげてもその存在は制度上認識されないため、権利者である当該他者でなく、登録された口座管理機関にぶらさがる当該登録されていない口座管理機関が最下位の口座名義人（株主）として認識される問題が指摘されている。

<sup>42</sup> EXPERT GROUP ON CROSS-BORDER VOTING IN EUROPE, *supra* note 34, at 23, 26-27.

<sup>43</sup> *Id.* at 29-32.

<sup>44</sup> *Id.* at 32-33.

<sup>45</sup> *Id.* at 33-36.

われるものがより確実で望ましいことから、議決権を支配する権利を行使しようとする最終口座名義人の請求により、証券口座管理機関が上位の証券口座管理機関に証明に係る通知を行うことを加盟国が保証し、最上位の証券口座管理機関に発行会社に対する最終口座名義人の所有権の証明を義務付けるよう勧告する（勧告 7）<sup>46</sup>。

情報については、今日の情報通信手段、例えば、会社のウェブサイトを利用することで、会社が通知する方法でなく最終口座名義人が引き出す方法で提供可能になることから、伝統的な方法に代えて、ウェブサイトを含む電磁的方法による、株主および最終口座名義人に対する上場会社からの通知を加盟国が可能にすることを EU は保証すべきであり、株主が議決権を行使するうえで従うべきルールと手続、最終口座名義人が議決権を支配する権利を行使する際に利用可能な手段、および議決権行使（株主総会参加または不在投票）が認められるために必要なことを上場会社が自社のウェブサイト公表する義務を加盟国が保証するよう勧告する（勧告 8）<sup>47</sup>。また、証券口座管理機関の階層経由の通知よりも発行会社・最終口座名義人間の直接通知の方が望ましいが、投資者のプライバシー保護の問題があるため、発行会社の請求に基づき証券口座管理機関が最終口座名義人の情報を開示することを加盟国が保証するとともに、当該開示手続を免除可能にすることで最終口座名義人のプライバシーを保護するルールについて、EU 内に導入する前に、プライバシーの問題と銀行の守秘義務に十分対処しているか検証すべきであると勧告する（勧告 9）<sup>48</sup>。

## 第 2 節 第 1 次協議文書による照会とその回答

欧州委員会報告書において定められた行動計画に係る意見照会の回答の大多数が上場会社の株主の権利行使を促進し、クロス・ボーダー議決権行使に係る問題を解決するための提案を支持するものであったことから<sup>49</sup>、欧州委員会は、2004 年 9 月に「株主の権利のための適切な体制の構築」に関する第 1 回目の協議文書<sup>50</sup>（本篇において「第 1 次協議文書」

---

<sup>46</sup> *Id.* at 36-38.

<sup>47</sup> *Id.* at 39-40.

<sup>48</sup> *Id.* at 41-43.

<sup>49</sup> *See Synthesis of the Responses to the Communication of the Commission to the Council and the European Parliament “Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward” – COM (2003) 284 final of 21 May 2003: A Working Document of DG Internal Market*, at 11 (Nov. 15, 2003), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/governance-consult-responses\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/governance-consult-responses_en.pdf).

<sup>50</sup> *Fostering an Appropriate Regime for Shareholders’ Rights: Consultation Document of the Services of the Internal Market Directorate General* (Sept. 16, 2004) [hereinafter *First Consultation Document*], available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/consultation\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation_en.pdf). なお、協議文書に対して、Michael C. Schouten, *The Political Economy of Cross-Border Voting in Europe*, 16 COLUM. J. EUR. L. 1, 36 (2009) は、現状維持に利害のある口座管理機関が立法過程に関与することは問題

という)を公表した。

同文書では、①特にクロス・ボーダーの状況において、投資者が株主として認識されないことによる議決権の剥奪、②株主総会前の情報の公開とすべての株主が情報を入手するための最小限の基準の必要性、③株主総会に参加するための条件と株式異動停止のような複雑な条件の廃止、④質問権・提案権に関する実行可能な最小限の基準、⑤郵送、電磁的方法または委任状による議決権行使を可能にする方法、および⑥株主総会後の情報の公開と議決権行使時の確認の必要性に関して意見照会がなされている<sup>51</sup>。

これに対して、発行者・産業界の代表、個人投資家・機関投資家、市場開設者、口座管理機関、議決権行使サービス業者、専門のサービス業者および規制当局等から 146 の回答があり、2005 年 4 月に公表された報告書によると、その大多数は、欧州委員会が指令を提案する場合、加盟国の国内法の内容を調整するよりも、ハイレベルの原則のみに集中し、最小限の基準を課すべきであるとする<sup>52</sup>。

個別の照会事項とその回答結果は概略次のとおりであり、第一は適用範囲、第二から第六までは議決権を支配する者の権利、第七から第八までは株主総会開催前の取扱い、第九から第十二までは株主総会に係る株主の権利、第十三から第十四までは株主総会後の情報、そして、第十五は回答者からの追加された問題に関するものである。

第一は、指令案の対象を上場会社に限定するか非上場会社にまで拡大するかという適用範囲の問題で、大多数の回答は、ガバナンス上の公益があるすべての上場会社に適用すべきであるとし、多数の回答は、非上場会社の株主を保護するうえで適当である場合に非上場会社にも適用するよう加盟国に要請可能とすることに同意する<sup>53</sup>。

第二は、口座管理機関の階層を通して証券口座を有する者や欧州証券システムの参加者でない証券口座管理機関を議決権を支配する権利を有する者として認めるのか、欧州証券

---

であり、立法者は専門家グループや意見照会に頼ることなく、社会福祉を増進させるよう判断すべきであると批判し、Mathias M. Siems, *The Case against Harmonisation of Shareholder Rights*, 6 EUR. BUS. ORG. L. REV. 539, 550-551 (2005) は、インターネット上のプラットフォームを通して質疑や議論を行うことは可能であるのに、継続的な株主の関与を株主総会に限定しているほか、国際的な株主が無関心であるために議決権行使をしないことによるフリーライダーの問題を取り扱っていないと指摘する。

<sup>51</sup> European Commission Press Release IP/04/1107, Corporate Governance: Commission Consults on Shareholders' Rights, at 1 (Sept. 16, 2004), available at <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/04/1107&format=PDF&aged=1&language=EN&guiLanguage=en>.

<sup>52</sup> *Synthesis of the Comments on the Consultation Document of the Service of the Internal Market Directorate-General "Fostering an Appropriate Regime for Shareholders' Rights": A Working Document of DG Internal Market*, at 2, 4 (Apr. 2005) [hereinafter *Synthesis of the Comments on the First Consultation Document*], available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/consultation-synthesis\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation-synthesis_en.pdf).

<sup>53</sup> *Id.* at 4-5.

システムの参加者でない証券口座管理機関が議決権を支配する者として顧客を指名することができるようにすべきか、また、発行者の請求による顧客情報の開示を認めるのかというもので、真に経済的利益を有する者（最終投資者）に権利を認めることで回答は一致しており、大多数は、欧州の証券システムの参加者でない口座管理機関が議決権を支配する者として顧客を指名することができるようにすべきとするが、口座管理機関に発行者の請求による顧客情報の開示義務を課すことについては意見が分かれている<sup>54</sup>。

第三は、最終投資者に（株主名簿に記録したり株主として認めることで）議決権を支配する権利の行使を認めるのか、最終投資者に口座管理機関に対する議決権行使の指図権または口座管理機関からの委任をも認めるのかというもので、大多数の回答は、最終投資者にすべての選択肢を認めるべきであるとしており、指図権や委任を認めるだけでも効果があるという意見も多い<sup>55</sup>。

第四は、証券口座管理機関に発行会社に対して最終投資者を証明する義務を課すべきか、その最良の方法は何か、指令案でコスト負担者の問題に取り組むべきかというもので、多数の回答は、発行者が最終投資者の証明を入手することを認め、口座管理機関の階層を介する方法を支持し、負担者は明らかでないとしながらもコストの問題に取り組むべきとする<sup>56</sup>。

第五は、EU レベルで証券貸借による議決権行使に係る問題に取り組むべきかどうか、その規定は、透明性の向上や長期の投資者の利益保護を目的とすべきかというもので、大多数の回答は、証券貸借はクロス・ボーダー議決権行使に係る問題を起こしておらず、当事者間の契約や最良の実務規範に委ね、EU レベルで取り組むべきではないとする<sup>57</sup>。

第六は、指令案で預託証券に関して預託された権利の保有に関する問題に取り組むべきかどうか、取り組む場合、預託証券の保有者に原資産である株式に付随する権利を認め、議決権を認めない取扱いを廃止するかというもので、プロの投資者が取引するものであり、市場または契約に委ねるべきとの意見もあるが、大多数の回答は取り組むべきとする<sup>58</sup>。

第七は、指令案に株主総会の通知および資料の開示に関する規定やその公表基準を含むべきか、基準の内容は何か、発行者に自らのウェブサイト上ですべての株主総会関係情報の公表を義務付けるのか、さらに、議決権（代理行使または不在投票）および株主総会に係る株主・投資者の権利（質問権または提案権）の説明をも公表するのか、発行者から最終投資者に対する通知方法を取り扱うのか、取り扱う場合、階層経由・直接のいずれの方法が望ましいか、最終投資者に投資者情報提供システムから脱することを認めるかというもので、階層経由・直接のいずれの通知方法がよいのかについての回答は少ないものの、大多数の回答は EU の最小限の基準を支持している<sup>59</sup>。

---

<sup>54</sup> *Id.* at 5-6.

<sup>55</sup> *Id.* at 6-7; *First Consultation Document*, *supra* note 50, at 12.

<sup>56</sup> *Synthesis of the Comments on the First Consultation Document*, *supra* note 52, at 7-8.

<sup>57</sup> *Id.* at 8.

<sup>58</sup> *Id.*

<sup>59</sup> *Id.* at 9-10.

第八は、株式異動停止の規定が議決権行使の障害になっているかどうか、指令案は株式異動停止の規定を廃止し、株主総会の参加権および議決権が付与される株主を決定する新たな仕組み（基準日制度）を提案するののかというもので、大多数の回答は株式異動停止は議決権行使の障害であるとし、多数の意見はこれに代わる仕組みとして基準日制度を挙げ、基準日は可能な限り株主総会に近づけるべきであるとする<sup>60</sup>。

第九は、電磁的方法による株主総会参加を促進する上で障害となる株主総会の開催場所に関する加盟国の規制を禁止すべきかどうか、電磁的方法による参加を可能にするためにEU レベルで追加の条件を定めるべきかというもので、多数の回答は開催場所の規制を廃止すべきであるとする<sup>61</sup>。

第十は、指令案は株主総会における質問方法に係る最小限の基準を定めるべきかどうか、定める場合、その内容は何かというもので、投資者は電磁的方法による質問の提出を望ましいとしているところ、電磁的方法は会議を混乱させるという意見や、発行者に回答義務がある質問のみ意味があるといった意見もみられるが、大多数の回答は最小限の基準が必要であるとする<sup>62</sup>。

第十一は、指令案は株主総会の議案・議題の提出およびその提出時期に関して保有株式数に係る一定の条件を定めるべきかどうか、定める場合、その内容は何かというもので、加盟国中に様々な条件が普及しているために少数株主は行動が制約されるという問題であり、提案権行使の保有株式要件は、会社が自由に軽減すべき、会社の規模に応じて定められるべきといった意見もみられるが、多数の回答は提案権行使要件に係る最小限の基準を支持している<sup>63</sup>。

第十二は、指令案は、加盟国が、会社法上、株主に、郵送、電磁的方法その他の方法による不在者投票に係る選択肢の提供をすべての会社に義務付けるべきかどうか、加盟国間の、議決権の代理行使をさらに促進し、障害となる自国の条件を解除する規定を含めるべきかどうか、含める場合、クロス・ボーダー議決権行使の制約を考慮する、EU レベルで定義される最小限の条件は何かというもので、多数の意見は、加盟国に不在者投票の選択肢の提供を義務付け、議決権の代理行使をさらに促進し障害を除去すべきとしている<sup>64</sup>。

第十三は、会社に、すべての株主に対して議決権行使結果と議事録を公表し、株主総会終了後の一定期間、自社のウェブサイトに掲載することの双方またはその一方を義務付けるかどうかというもので、多数の意見がこれらの公表および掲載またはその一方を義務付けるべきであるとする<sup>65</sup>。

---

<sup>60</sup> *Id.* at 10; *First Consultation Document*, *supra* note 50, at 17-18.

<sup>61</sup> *Synthesis of the Comments on the First Consultation Document*, *supra* note 52, at 10.

<sup>62</sup> *Id.* at 11; *First Consultation Document*, *supra* note 50, at 19.

<sup>63</sup> *Synthesis of the Comments on the First Consultation Document*, *supra* note 52, at 11-12; *First Consultation Document*, *supra* note 50, at 19-20.

<sup>64</sup> *Synthesis of the Comments on the First Consultation Document*, *supra* note 52, at 12.

<sup>65</sup> *Id.* at 13.

第十四は、議決権行使の実行が確認されないことが議決権行使を妨げているかどうか、妨げている場合、指令案は発行者から最終投資者までの階層を通して確認書を自動的に通知することを発行者および証券口座管理機関の義務と定めることで問題に取り組むべきかというもので、多くの場合、その監視は困難であり、株主と代理人・口座管理機関との間の契約に委ねるべき、コストの問題から通知は電磁的方法または請求がある場合に限るべき、機関投資家に限って通知すべき等の様々な意見があり、回答の傾向は明らかでないとする<sup>66</sup>。

第十五は、回答者から提出された問題で、株主総会に関する情報を主要なデータベース、国内・EU レベルの官報でも公表すべき、株主総会の通知は発行者の自国語および英語で行うべき、株主間で情報交換する権利を認めるべき、定足数は少なくするか廃止すべき、「1株1議決権」の原則に取り組むべきといった意見があるとする<sup>67</sup>。

### 第3節 第2次協議文書による照会とその回答

第1次協議文書に対する回答がEUレベルの最小限の基準の導入を支持するものであったことを受けて<sup>68</sup>、欧州委員会は、2005年5月に「株主の権利のために適切な体制の構築」に関する第2回目の協議文書（本篇において「第2次協議文書」という）を公表した<sup>69</sup>。

同文書では、①貸株契約の透明性および預託証券の保有者の地位、②株主総会前の関係情報の周知、③株式異動停止の廃止および基準日への移行、④多くの株主が非居住者であることを考慮した質問権および提案権、⑤遠隔地の議決権行使方法（郵送、電磁的方法または代理行使）、⑥議決権行使結果の入手について再照会されている<sup>70</sup>。

第2次協議文書に対して、機関投資家、個人投資家、市場開設者、規制当局、口座管理機関、専門のサービス業者、議決権行使サービス業者および発行者・産業界等から138の回答があり、2005年9月にその報告書が公表されているが、全体の半数近くの回答はEUの行動原理に対する意見であり、その大多数は欧州委員会の取組みを強く支持するものと

---

<sup>66</sup> *Id.*; *First Consultation Document*, *supra* note 50, at 21-22.

<sup>67</sup> *Synthesis of the Comments on the First Consultation Document*, *supra* note 52, at 14.

<sup>68</sup> European Commission Press Release IP/05/561, Corporate Governance: Commission Consults on Minimum Standards That Should Apply to Shareholders' Rights, at 1 (May 13, 2005) [hereinafter EC Press Release IP/05/561], available at <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/05/561&format=PDF&aged=1&language=EN&guiLanguage=en>.

<sup>69</sup> *Fostering an Appropriate Regime for Shareholder's Rights: Second Consultation by the Services of the Internal Market Directorate General* (May 13, 2005) [hereinafter *Second Consultation Document*], available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/consultation2\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation2_en.pdf).

<sup>70</sup> EC Press Release IP/05/561, *supra* note 68, at 1.

なっている<sup>71</sup>。

個別の照会事項とその回答結果は概略次のとおりである。

第一の適用範囲では、第 1 次協議文書に対する大多数の支持を受けて、「加盟国の国内法に基づき設立された会社であってその証券が理事会指令 2004/39/EC<sup>72</sup> で定義される加盟国の規制市場で取引されるもの」としつつ、新たに、別に規制があり資産の集合体に過ぎない、指令 85/611/EEC<sup>73</sup>の 1 条 2 項に基づく会社型 UCITS (undertakings for collective investment in transferable securities、譲渡可能証券に対する集団投資スキーム) およびこれに相当するファンドを範囲外とする提案をしており、約 90% の回答はこれを支持している<sup>74</sup>。

第二の「最終投資者」または「最終口座名義人」では、第 1 次協議文書の「議決権を支配する権利を有する者」という定義に強い留保が示されたことから、代わりにユニドロアの作業<sup>75</sup>に基づき、「自らの口座として証券口座を有する法人または自然人が当該口座に記

---

<sup>71</sup> *Synthesis of the Comments on the Second Consultation Document of the Internal Market and Services Directorate-General "Fostering an Appropriate Regime for Shareholders' Rights"*, at 2-3 (Sept. 2005) [hereinafter *Synthesis of the Comments on the Second Consultation Document*], available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/consultation2\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation2_report_en.pdf).

<sup>72</sup> 理事会指令 2004/39/EC とは、金融商品取引実行に係る包括的な規制体系の確立を目的として 2004 年に採択されたもので、一般に、金融商品市場指令 (MiFID) と呼称されるが、正式には Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on Markets in Financial Instruments Amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and Repealing Council Directive 93/22/EEC, 2004 O.J. (L 145) 1, available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:145:0001:0044:EN:PDF>. 規制市場は、同指令 4 条 1 項 14 号に定義がある。

<sup>73</sup> 指令 85/611/EEC とは、UCITS に関する法令・規制の調整を目的として 1985 年に採択されたもので、正式には Council Directive 85/611/EEC of 20 December 1985 on the Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions Relating to Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS), 1985 O.J. (L 375) 3, available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31985L0611:EN:HTML> (last visited Sept. 22, 2013).

<sup>74</sup> *Synthesis of the Comments on the Second Consultation Document*, supra note 71, at 4-5; *Second Consultation Document*, supra note 69, at 5.

<sup>75</sup> ユニドロアの作業とは、2009 年に私法統一国際協会が採択された「間接保有される証券についての実質法に関する条約」の検討を指し、第 2 次協議文書では、その草案である UNIDROIT Study Group on Harmonised Substantive Rules Regarding Securities Held with an Intermediary, *Preliminary Draft Convention on Harmonised Substantive Rules Regarding Securities Held with an Intermediary*, STUDY LXXVIII - Doc.18 (Nov. 2004), available at <http://www.unidroit.org/english/documents/2004/study78/s-78-018>.

録された株式の議決権行使を決定する権利を有する」とすることを提案しているが、株式所有形態が多様であり最終投資者の定義は不可能・投資者と口座管理機関の契約に介入不要等を理由に 60%超の回答は定義は必要ではないとし、約 30%の回答は必要であるとす  
る<sup>76</sup>。

第三の貸株では、第 1 次協議文書に対する大多数の回答が証券貸借の問題に取り組むべきではないとしたことを受けて、代わりに開示を行うことを指向し、①貸株契約に議決権への影響を関係者に通知する旨規定することや、②締結前に口座管理機関が貸手に契約の意図や影響を通知することを提案しているが、半数を超える回答は賛成するものの、契約・行動規範に委ねるべきである等として 3 分の 1 超の回答は賛成していない<sup>77</sup>。

第四の預託証券では、第 1 次協議文書に対する大多数の回答が問題に取り組むべきとしたことを受けて、預託証券の保有者がその基礎となる株式の議決権の行使内容を決定する権利を有するという最小限の基準を提案しているが、3 分の 2 を下回る回答は支持し、契約上の問題等として 4 分の 1 の回答は反対している<sup>78</sup>。

第五の株主総会の招集通知期限では、口座管理機関の階層を経由して投資者に達する日数（最低 3、4 日）を考慮して、①上場会社の定時株主総会に係る最初の招集は 21 営業日前に通知、②他の株主総会に係る最初の招集は 10 営業日前に通知するという最小限の基準を提案し、大多数の回答は、内容はともかく一連の基準の導入自体は歓迎している（反対は 10%未満）<sup>79</sup>。

第六の通知内容では、少なくとも、①株主総会の場所、日時、議題ならびに参加・議決権行使の手続きおよび議決権行使の条件、あるいはこれらの情報の入手可能箇所、②省略のない完全な議案および書類の入手可能箇所とすることを提案しており、大多数の回答は基準の導入自体は支持しているが、基準日の追加等、修正を求める意見が多い<sup>80</sup>。

第七の株主総会に関する情報では、定時株主総会の場合は少なくとも 15 営業日前、他の株主総会の場合は少なくとも 10 営業日前に、株主総会に提出される議案および書類のすべての内容を利用可能な状態にすることを提案し、約 80%から 85%の回答は歓迎するかまたは反対していないが（反対は約 5%）、多くはその期日に同意しておらず、定時株主総会の場合年次報告書等を加えるべきといった内容に関する意見もみられる<sup>81</sup>。

第八の総会の通知および関係書類の配布・使用言語では、株主総会の招集通知および株主総会に提出される書類は、株主総会が反対の決議をしない限り、国際金融の領域におけ

---

pdf が用いられている。

<sup>76</sup> *Synthesis of the Comments on the Second Consultation Document*, *supra* note 71, at 5-6; *Second Consultation Document*, *supra* note 69, at 5-6.

<sup>77</sup> *Synthesis of the Comments on the Second Consultation Document*, *supra* note 71, at 6-7.

<sup>78</sup> *Id.* at 7-8.

<sup>79</sup> *Id.* at 8-9; *Second Consultation Document*, *supra* note 69, at 9.

<sup>80</sup> *Synthesis of the Comments on the Second Consultation Document*, *supra* note 71, at 9.

<sup>81</sup> *Id.* at 9-10.

る標準語で利用可能なものとすることを提案しており、クロス・ボーダーの投資者に有益であるが、すべての発行者がクロス・ボーダーの投資者を多く有するわけではないとしているところ、賛否は拮抗し、15%以上は意見を表明していない<sup>82</sup>。

第九の株式異動停止では、第1次協議文書に対する大多数の回答が廃止を支持していたことを受けて、改めて、株式異動停止を廃止し基準日制度を課すという最小限の基準を提案しており、85%の回答は基準日制度への移行を支持するが（反対は6%）、基準日を株主総会に近づけるべき、逆に間を空けるべき、加盟国・発行者に委ねるべき等の指摘がある<sup>83</sup>。

第十の株主総会の電磁的方法による参加では、第1次協議文書に対する回答が電磁的方法による参加に関する規定は義務ではなく会社が選択可能なものであるべきという意見が多かったことを受けて、加盟国が電磁的方法による参加の進展を妨げる規制を廃止し、新たに設けないという最小限の基準を提案しており、80%以上の回答は支持し、およそ7%は反対している<sup>84</sup>。

第十一の質問権では、第1次協議文書に対する大多数の回答が最小限の基準を必要としたことを受けて、株主に株主総会の前に文書で質問し回答を得る権利を認め、株主総会における回答はすべての株主が入手可能としつつ、発行者に株主総会の秩序や守秘義務・営業上の利益の保護を保証するよう提案しており、約3分の2の回答は支持するかまたは反対しないであるが、EUレベルで規制すべきではない、株主総会の場で口頭で議論する必要がある等として約4分の1の回答は反対している<sup>85</sup>。

第十二の株主提案権では、第1次協議文書に対する多数の回答が最小限の基準を支持したことを受けて、①株式資本の一定数以上を保有する株主は、個人または集団で株主総会に追加の議題または議案を提出する権利を有すること、②当該一定数は株式資本の5%または1千万ユーロを超えないこと、③株主総会前に改訂された議題または提案された議案を他の株主が入手可能にするために、株主総会の日の前日に当該権利が行使されることを提案しており、個人の投資者のために1-2%を提案、逆に低すぎるとして10%を提案する等、値には満足していないが、4分の3の回答は基準を支持している<sup>86</sup>。

第十三の書面による議決権行使では、加盟国が上場会社の株主に書面による議決権行使を保証し、電磁的方法による議決権行使を妨げ・禁止する規制を廃止し、新たに設けないという最小限の基準を提案し、大多数の回答は支持している<sup>87</sup>。

第十四の議決権の代理行使では、①すべての株主にあらゆる自然人・法人に委任する権利を認め、②代理人の資格や受任可能な員数等の制限を課さず、③電磁的方法による委任

---

<sup>82</sup> *Id.* at 10-11; *Second Consultation Document*, *supra* note 69, at 10-11.

<sup>83</sup> *Synthesis of the Comments on the Second Consultation Document*, *supra* note 71, at 11-12.

<sup>84</sup> *Id.* at 13; *Synthesis of the Comments on the First Consultation Document*, *supra* note 52, at 10.

<sup>85</sup> *Synthesis of the Comments on the Second Consultation Document*, *supra* note 71, at 13-14.

<sup>86</sup> *Id.* at 14-15.

<sup>87</sup> *Id.* at 16.

を禁止せず、④受任者に株主同様の発言権・質問権を認め、⑤発行者が委任状を集めるのではなく独立した第三者にこれを委ね、⑥行使方法に関係なくすべての行使を考慮するといった最小限の基準を提案するとともに、⑦加盟国の国内法の委任状形式を許容したうえで全加盟国のすべての発行者に受け入れを義務付ける形式の要否を照会しており、①②④は大多数の支持（80%以上）、③⑥は多くの支持（65%以上）があるものの、⑤は委託するコストと負担が大きいとして多くの反対（50%以上）があり、⑦は、約40%は調査する価値があるとするも、30%以上は各国規制が様々であるため実行可能性に乏しいとする<sup>88</sup>。

第十五から第十八までの照会事項は、クロス・ボーダー議決権行使に係る株式は口座管理機関の階層を通して保有されていることから、口座管理機関の概念を明らかにすることが有用であるとして新たに照会されているものである<sup>89</sup>。

第十五の口座管理機関の定義では、自己の証券口座だけでなく、規制事業の一つとして他の法人または自然人の証券口座の管理を行う法人または自然人と定義することを提案しており、大多数の回答は定義に賛成している<sup>90</sup>。

第十六の名義人（nominee）の登録では、口座管理機関が他の法人または自然人の口座で保有する株式の株主として登録される場合、当該口座管理機関は他の者の口座で株式を保有する旨を会社の株主名簿に記載すべきであるとする最小限の基準を提案しており、口座管理機関による顧客情報の開示義務を課すものではないとしているところ、約半数の回答が支持し、およそ3分の1の回答が反対と分かれている<sup>91</sup>。

第十七の代理権の付与では、口座管理機関が他の法人または自然人の口座で保有する株式の株主である場合、当該他の者が、口座管理機関から株主総会に出席し株主として行動するための代理権を付与される権利を持つという最小限の基準を提案しており、大多数の回答は基準を支持している<sup>92</sup>。

第十八の指図に基づく議決権行使では、①加盟国は口座管理機関に集合された口座または個人の口座で顧客のために株式を保有することを認め、②口座管理機関は顧客の指図に基づき議決権を行使する権利を有し、③口座管理機関が集合された口座で保有する場合、不統一行使を認めるという最小限の基準を提案しており、約3分の2の回答は三つの基準を支持している（反対は約5%）<sup>93</sup>。

第十九の議決権行使結果の開示では、株主総会后1カ月以内の合理的な期間内に、発行者が、議決権株主数、議決権株式数、各議案の賛成・反対・棄権の割合および数を自らのウェブサイトに掲載するという最小限の基準を提案しており、70%以上の回答は支持して

---

<sup>88</sup> *Id.* at 16-19.

<sup>89</sup> *Second Consultation Document, supra* note 69, at 16.

<sup>90</sup> *Synthesis of the Comments on the Second Consultation Document, supra* note 71, at 19.

<sup>91</sup> *Id.* at 19-20; *Second Consultation Document, supra* note 69, at 17.

<sup>92</sup> *Synthesis of the Comments on the Second Consultation Document, supra* note 71, at 20.

<sup>93</sup> *Id.* at 21.

いる（反対は5%超）<sup>94</sup>。

第二十は回答者から出された問題で、顧客への株主総会情報の伝達義務・発行者への議決権行使内容の通知義務を口座管理機関に課すべき、すべての会社の株主総会情報にアクセス可能なEUのデータベースを設置すべき、機関投資家に国内外の議決権行使を義務付けるべき、投資者の株主としての登録や、議決権行使または株主の長期志向に対して経済的・非経済的インセンティブを与える自由が加盟国にあるべき、カストディアンが顧客に議決権行使を確約する義務を導入すべき、1株1議決権原則を尊重すべき、議決権行使方針に同意した結果共同行為者とみなされることを回避する規定を提案に含めるべきといった意見があるとする<sup>95</sup>。

#### 第4節 欧州委員会の提案と欧州議会における修正

二度にわたる協議文書による照会を経て、欧州委員会は、2006年1月に株主の議決権行使指令案<sup>96</sup>を提出した。同指令案は欧州議会において修正され<sup>97</sup>、2007年6月に株主の権利指令として採択されている。

本節では、株主の議決権行使指令案（以下、本篇において「指令案」とも表記する）および欧州議会における修正を踏まえて、株主の権利指令（以下、本篇において「指令」とも表記する）の主な内容について確認する。

指令の対象と範囲は、指令1条において、登記上の住所が加盟国にある、規制市場に上場する会社を対象とし、理事会指令85/611/EECが規定する集団投資スキーム等および組合を除外している。組合は、特殊な会員形態であるとの理由で欧州議会の修正により除外する旨追加されたものである<sup>98</sup>。

---

<sup>94</sup> *Id.* at 22.

<sup>95</sup> *Id.* at 23.

<sup>96</sup> 正式には、*Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the Exercise of Voting Rights by Shareholders of Companies Having Their Registered Office in a Member State and Whose Shares Are Admitted to Trading on a Regulated Market and Amending Directive 2004/109/EC*, COM (2005) 685 final (Jan. 5, 2006), available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2005:0685:FIN:EN:PDF>.

<sup>97</sup> 欧州議会における修正内容を報告するものとして、*Report on the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the Exercise of Voting Rights by Shareholders of Companies Having Their Registered Office in a Member State and Whose Shares Are Admitted to Trading on a Regulated Market and Amending Directive 2004/109/EC (COM(2005)0685 – C6-0003/2006 – 2005/0265(COD))*, EUR. PARL. DOC. A6-0024 final (Feb. 2, 2007) [hereinafter *Committee on Legal Affairs Report*], available at <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+REPORT+A6-2007-0024+0+DOC+PDF+V0//EN&language=EN>.

<sup>98</sup> *Id.* at 31.

指令で用いられる定義は、指令 2 条において、規制市場、株主および代理権となっている。なお、このうち株主は、第 2 次協議文書を受けて、指令案では、「自己の名義かつ自己の口座で株式を保有するかまたは他の自然人もしくは法人のために自己の名義で株式を保有する自然人または私法・公法上の法人」とされていたが、加盟国の様々な定義への影響を考慮して、欧州議会の修正により、「準拠法上株主として認められる者」に変更されている<sup>99</sup>。

株主総会の招集通知は、指令 5 条において、株主総会日の少なくとも 21 日前に<sup>100</sup>、日時・場所・議題、株主総会出席・議決権行使のための手続、基準日、議案・書類のすべての内容の入手箇所・入手方法および参照するインターネットサイトのアドレスを通知し、当該サイトに、招集、株式および議決権の数、議案および書類、ならびに代理行使・書面による行使の形式を掲載することになっている。指令案では、30 日前に通知するとされていたが、欧州議会の修正により、21 日前に変更されている<sup>101</sup>。

株主提案権は、指令 6 条において、株主の共同提案を許容し、持株要件を株式資本の 5% 以下に制限するとともに、加盟国が、株主の株主総会招集請求権がある場合、定時株主総会に限り提出可能とすることや、(郵送・電磁的方法による)書面での提出に限定すること、単一の提出期限を定められることとしている。持株要件は、指令案では持株要件に 1 千万ユーロ以下という制限も挙げられていたが、欧州議会の修正により削除されている<sup>102</sup>。

株式異動停止の廃止と基準日制度の採用は、指令 7 条において、株式異動停止でなく基準日時点の株主であることを株主総会の参加権および議決権の条件とし、当該基準日を株主総会日前 30 日以内で設定される単一の基準日制度を採用することとしている。なお、無記名株式発行会社と記名株式発行会社で異なる期間の基準日制度を採用することが可能であるが、記名株式の場合、無記名株式より株主総会日に近接した基準日とすることが可能であるとして、欧州議会の修正により追加されたものである<sup>103</sup>。

電磁的方法による株主総会参加は、指令 8 条において、これを認め、株主確認・電子通信の保証上必要なもの以外の条件や制限は課されないとしている。許容される具体的な電

---

<sup>99</sup> *Id.* at 13, 43.

<sup>100</sup> ただし、21 日前という招集通知の期限は、すべての株主に電磁的方法による議決権行使の手段を提供している場合、定時株主総会以外の総会は 14 日前に変更可能であるという例外があり、欧州議会により修正された部分である。 *See id.* at 14-15.

<sup>101</sup> *Id.* at 14. なお、*Impact Assessment, supra note 8, at 61-64* における各国法制データ比較表によると、当時の EU 加盟国では、1 カ月前から 7 日前まであり、21 日前は比較的早い方に属する。

<sup>102</sup> *Committee on Legal Affairs Report, supra note 97, at 18-19.* なお、*Impact Assessment, supra note 8, at 88-91* における各国法制データ比較表によると、当時の EU 加盟国では、20% (ベルギーおよびルクセンブルク) から持株要件のないもの (デンマーク、フィンランド、アイスランド、ノルウェーおよびスウェーデン) まであり、5% 以下を要件としているのはオーストリア、チェコ、フランス、ギリシア、ラトビア、ポルトガル、スロヴァキア、スロヴェニアおよびスペインと多数存在する。

<sup>103</sup> *Committee on Legal Affairs Report, supra note 97, at 20-21, 31.*

磁的方法としては、リアルタイム送信、遠隔地からのリアルタイムの双方向通信、代理人を指名することなく株主総会前または最中に議決権行使を行うことができる仕組みが挙げられているが、これは、欧州議会の修正により追加されたものである<sup>104</sup>。

質問権は、指令 9 条において、株主確認、総会の秩序および発行者の機密・事業上の利益の保護のため加盟国が定める措置に従い、株主が株主総会の議題に関して質問することを認めている。なお、加盟国は、同一の質問に対して会社が一括回答することや、会社のインターネットサイト上参照可能な Q&A がある場合、回答済みとみなす旨定めることができるが、これは、欧州議会の修正により追加・訂正されたものである<sup>105</sup>。

議決権の代理行使は、指令 10 条において、支配株主・会社関係者・これらの親族等、利益相反ある場合を除いて、他の自然人・法人が株主総会の出席権および議決権を代理行使することや、代理人が複数の株主から受任し不統一行使することを認めるとともに、加盟国が委任可能な期間や委任する代理人の数を制限することを認めている。なお、加盟国は、①株主の利益以外の利益を追求する代理人に関する開示義務、②指図のない議決権行使の制限、③代理権の譲渡の制限を課すことが可能であるが、これは欧州議会の修正で追加されたものである<sup>106</sup>。また、指令 11 条において、加盟国が、電磁的方法による代理人の指名・会社側の指名通知の受領を許容し、会社への通知の形式を書面に限ることとしている。

書面による議決権行使は、指令 12 条において、株主確認に必要な条件にのみ従う形で、加盟国が株主総会前の書面による議決権行使を許容することとしている。

議決権行使に対する障害の除去は、指令 13 条において、株主として認識される者が顧客のために事業を行う者である場合に、①準拠法上議決権行使の条件として顧客情報の開示が課せられる場合でも、会社に顧客およびその株式数を開示する一覧表以上の開示は義務付けられないこと、②株主の委任または議決権の指図に対する条件は顧客の本人確認または指図内容の確認のために必要なものに限られること、③不統一行使が認められること、および④前述の指令 10 条 2 項により代理人の数に制限がある場合でも、顧客または顧客が指名する者への委任は妨げられないこととしている。なお、指令案にあった、再登録の禁止は欧州議会の修正により、①の顧客情報の開示に置き換えられている<sup>107</sup>。

口座管理機関の義務は、欧州議会において、口座管理機関を通じて議決権行使を行う場合、口座管理機関が顧客の指図を遵守・記録する義務を課す追加提案がなされたが、採用されず<sup>108</sup>、指令前文 11 項で、欧州委員会が勧告の形で考慮すると言及されるに留まる。

議決権行使結果は、指令 14 条において、①会社が、行使議決権数、賛成・反対・棄権

---

<sup>104</sup> *Id.* at 21-22.

<sup>105</sup> *Id.* at 22.

<sup>106</sup> *Id.* at 23-24.

<sup>107</sup> *Id.* at 27. なお、*id.* at 32 によると、口座管理機関による行使を容易にする必要があり、透明性を確保すべく、加盟国が顧客情報を開示するルールを設けられるようにしたとしている。

<sup>108</sup> *Id.* at 60-61. かかる事情に利害関係者の影響がある可能性を指摘するものとして、Schouten, *supra* note 50, at 22-25 参照。

の数等を確認すること、②加盟国が、すべての集計を要求する株主がない場合、可決に必要な数を確認すれば足りる旨定められることまたは会社がそのように定めることを認めることができること、③株主総会后 15 日以内の準拠法が定める日までに自社のインターネットサイトで公表することになっている。なお、②は欧州議会の修正により追加されたものである<sup>109</sup>。

#### 第 4 章 指令採択後の対応

二度にわたる協議文書で取り扱われながら、株主の議決権行使指令案で提案されなかったものとして、①株主総会関係書類に用いる言語、②貸株および③預託証券があり、また、指令案検討段階で追加提案されたが、株主の権利指令に採択されなかったものとして、④議決権行使手続における口座管理機関の役割がある。

これらの問題に関して、欧州委員会は、指令案提出後の 2007 年 4 月に、「株主の権利のために適切な体制の構築」に関する第 3 回目の協議文書（以下、本篇において「第 3 次協議文書」という）を公表し、意見照会を行っている<sup>110</sup>。

第 3 次協議文書に対しては、口座管理機関、機関投資家、発行者・産業界、個人投資家、専門のサービス業者、規制当局、市場開設者および議決権サービス業者等から 98 の回答があり、2007 年 9 月にその報告書が公表されているが、照会された問題は、新たな取組みを促すものではなく将来の課題であると位置付けている<sup>111</sup>。

個別の照会事項とその回答結果は概略次のとおりである。株主の権利指令では見送られた問題であることもあり、賛否が分かれているものが多い。

第一の株主総会関係書類に用いる言語では、第 2 次協議文書の照会結果が賛否拮抗していたことを受けて、改めて具体的行動の要否を照会しており、全回答の約 46%が必要とするものの、会社に委ねるべき、過剰規制である等の反対もある<sup>112</sup>。次に、対象を、①株主総会が反対の決議をしない限りすべての会社、または②一定規模の会社（総資産 365 万ユーロ超、総売上高 730 万ユーロ超および従業員 50 名超のうち二つ以上を充たす会社、または発行済資本の 10%の外国人株主を有するかもしくは外国からの投資に積極的な会社）とすることを照会しており、①は、コストの点で一部書類に限定すべき等の指摘があるも

<sup>109</sup> *Committee on Legal Affairs Report, supra note 97, at 28.*

<sup>110</sup> *Fostering an Appropriate Regime for Shareholders' Rights: Third Consultation Document of the Services of the Directorate General Internal Market and Services* (Apr. 30, 2007) [hereinafter *Third Consultation Document*], available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/consultation3\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation3_en.pdf).

<sup>111</sup> *Synthesis of the Comments on the Third Consultation Document of the Internal Market and Services Directorate-General "Fostering an Appropriate Regime for Shareholders' Rights"*, at 2-3 (Sept. 2007) [hereinafter *Synthesis of the Comments on the Third Consultation Document*], available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/consultation3\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation3_report_en.pdf).

<sup>112</sup> *Id.* at 4; *Third Consultation Document, supra note 110, at 2-3.*

全回答のおよそ 40%が支持、株主総会で積極的に決めるべきとして全回答の 30%超が反対、②は、全回答の約 35%の支持に留まる<sup>113</sup>。

第二の預託証券では、第 2 次協議文書の照会結果では契約上の問題である等の反対意見も少なくなかったが、預託証券の保有者に正式な議決権を付与することを認めないまでも、受託者が預託証券の保有者の承認なくして議決権行使を行うことは疑問であるとの前提に立ち、裁量権が付与されない限り、預託証券の保有者からの指図なくして受託者の議決権行使を認めない旨契約に規定することを照会しているが、全回答の約 60%は支持するものの、必要性がない等として同意しない意見もある<sup>114</sup>。

第三の貸株では、改めて、EU レベルで取り組むことについて照会しており、濫用事例がある、貸株の議決権行使がされない、発行者が貸株に気が付かない等の問題から、全体の半数をわずかに上回る回答は必要があるとするが、貸株の魅力が損われる、プロの投資家が取り扱っている、市場の実務規範で十分等として、全回答のおよそ 37%は必要ないとする<sup>115</sup>。次に、取り組む場合の方法として、①契約上関係者に通知する規定を新設すること、②投資者が口座管理機関との契約上貸株に明確に同意した場合のみ貸し出し可能にすること、③貸手が指図する場合以外は貸株の議決権行使を禁止すること、④貸株契約上貸手の請求あり次第借手に返還を義務付けることについて照会し、①は、慣行に委ねるべき等の反対もあるが、透明性・明瞭性に適切に対応する基準である等として全回答の 50%未満が支持、②は、慣行に委ねるべき等として全回答の 7%が反対するが、特に顧客口座 (omnibus account) で保有している場合に必要である等として、全回答の約 47%が支持、③は、借手に貸株の権原が移転しており慣行に反する等として全回答の約 45%が反対、④は、内容が曖昧等の指摘はあるが、全回答の約 38%が支持している<sup>116</sup>。

第四の議決権行使手続における口座管理機関の義務では、まず、取組みの要否について照会しており、全回答の約 70%は EU レベルで取り組むべきとしている<sup>117</sup>。次に、取り組む場合、①口座管理機関が契約締結前に顧客に議決権行使の指図の可否を説明すること、②顧客に指図権がある場合、口座管理機関が顧客の指図どおりに議決権を行使し、または上位の口座管理機関に指図を転送すること、③口座管理機関が最低 1 年間指図の記録を保

---

<sup>113</sup> *Synthesis of the Comments on the Third Consultation Document, supra* note 111, at 4-5.

<sup>114</sup> *Id.* at 6-7; *Third Consultation Document, supra* note 110, at 3.

<sup>115</sup> *Synthesis of the Comments on the Third Consultation Document, supra* note 111, at 7-8.

<sup>116</sup> *Id.* at 8-10. なお、国際決済銀行 (Bank for International Settlements、BIS) の支払・決済システム委員会 (Committee on Payment and Settlement Systems、CPSS) がまとめた用語集である COMMITTEE ON PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEMS, BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, A GLOSSARY OF TERMS USED IN PAYMENTS AND SETTLEMENT SYSTEMS 12 (2003), available at <http://www.bis.org/publ/cps00b.pdf?noframes=1> によると、omnibus account とは、混蔵されたファンドや複数の当事者の持ち高を管理するための単一の口座と定義されている。

<sup>117</sup> *Id.* at 10.

管し、行使・転送確認書を提供すること、④口座管理機関が実際に生じたコストの範囲で手数料を請求すること、⑤顧客が異議を唱えない限り、口座管理機関が記名株式発行会社の株主名簿に顧客の名義を記録すること、⑥「顧客」とはその者のために他の業者が株式を保有している者と定義することについて照会しており、①は、透明性等から全回答の50%超が支持、②は、反対は全回答の約5%にすぎず、全回答の約60%が支持、③は、慣行に委ねるべき、顧客は無関心との理由で支持しない回答もあるが、全回答の50%超は支持、④は、市場動向に委ねるべき等として全回答の約31%が反対、口座管理機関は低廉かつ有用な経路であるべき等として全回答の約36%が支持、⑤は、高コストで運営が困難である等として全回答の30%未満が反対、全回答の40%超が支持、⑥は、回答の約40%が態度を表明せず、表明する回答の約85%が支持するが、賛否いずれの意見も定義を改めるよう指摘する<sup>118</sup>。

第五の投資者の開示では、透明性指令<sup>119</sup>による発行者に対する議決権保有者情報の提供（わが国の大量保有報告制度に相当）実施とEUレベルのさらなる対応の要否について照会しており、5%の開示基準を見直すべき、イギリス2006年会社法793条・フランス商法典L228-2条のように発行者にすべての情報の入手を認めるべき、デリバティブについても開示義務を課すべき等の指摘があるが、全回答の約56%はまず透明性指令を見直すべきとする<sup>120</sup>。

第六の投資スキームの運営会社では、運営するファンドが機関投資家のポートフォリオとなっており、株主の権利指令13条による不統一行使が認められないことから、①当該運営会社を「顧客」とみなし、②当該運営会社に議決権の不統一行使を認めることについて照会しており、全回答の60%超が①を支持、全回答の70%超が②を支持している<sup>121</sup>。

---

<sup>118</sup> *Id.* at 10-14.

<sup>119</sup> 透明性指令とは、上場会社に最低限必要な開示を義務付けるために2004年に採択されたもので、正式には Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the Harmonisation of Transparency Requirements in Relation to Information about Issuers Whose Securities Are Admitted to Trading on a Regulated Market and Amending Directive 2001/34/EC, 2004 O.J. (L 390) 38, available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:390:0038:0057:EN:PDF>.

<sup>120</sup> *Synthesis of the Comments on the Third Consultation Document*, supra note 111, at 14. イギリスの法制につき、山田尚武「実質株主の開示制度〔上〕〔下〕—イギリス会社法における実質株主の開示制度を参考にして—」商事法務1797号32頁以下（2007）・1800号44頁以下（2007）および菊田秀雄「イギリスにおける実質株主の開示請求制度」国際商事法務39巻9号1279頁以下（2011）参照。デリバティブの問題につき、渡辺宏之「エクイティ・デリバティブを用いた「隠れた持分」の問題～欧州における動向を中心として～」金融庁金融研究研修センター「研究会報告書 金融危機後の金融・資本市場をめぐる課題」69頁以下（2009年7月）（<http://www.fsa.go.jp/frtc/kenkyu/20090722/01.pdf>）参照。

<sup>121</sup> *Synthesis of the Comments on the Third Consultation Document*, supra note 111,

第七は、全体の約3分の1の回答者から出された問題で、ハーグ条約批准が与える影響の調査、Legal Certainty Groupの作業の考慮を指摘するほか、例えば、EU内の定足数の統一、代理権の条件の撤廃等の問題が提出されている<sup>122</sup>。

## 第5章 小括

### 第1節 株主の権利指令に関する考察

本節では、株主の権利指令において実現された事項のうち、①株主総会日の21日前の招集・株主総会関係書類のウェブサイト上の公表、②株式異動停止の廃止と株主総会日前30日以内を期限とする基準日制度の採用、③利益相反ある場合を除く代理人資格の撤廃等を内容とする議決権の代理行使について、わが国法制と比較しつつ若干の考察を行う。

まず、①株主総会日の21日前の招集・株主総会関係書類のウェブサイト上の公表について、株主の権利指令5条2項では、株主総会日の21日前の招集を義務付けるとともに、その方法として、株主に招集通知を送付する義務のある記名株式を除いて、速やかにアクセス可能な方法であり、効果的に配布できるメディアの利用を義務付けている。

わが国では、平成2年商法改正により無記名株式は廃止され記名株式に統一されており、招集通知は、株主総会日の2週間前までに株主名簿に記録された株主に対して発することになっていることから（会社法299条1項2項、126条）、投資者が国内居住の株主名簿上の株主である限り直接通知が送付される<sup>123</sup>。招集通知の法定期限は、指令の株主総会日の21日前に比して、2週間前と短いうえに、国内機関投資家は管理信託銀行名義で、海外機関投資家はグローバル・カストディアン名義で保有していることから、これらの機関投資家に招集通知が達するまで2～5日程度要しており、この結果、機関投資家の議案の検討時間が短いことが問題として指摘されている<sup>124</sup>。

こうした状況を踏まえて、上場規則上、招集通知の早期発送に係る努力義務が課されており（東京証券取引所・有価証券上場規程施行規則（以下、本篇において「上場規程施行

---

at 14-15; *Third Consultation Document*, *supra* note 110, at 6.

<sup>122</sup> *Synthesis of the Comments on the Third Consultation Document*, *supra* note 111, at 15-16. なお、ハーグ条約とは、2002年にハーグ国際私法会議で採択された「口座管理機関によって保有される証券についての権利の準拠法に関する条約」を指し、Legal Certainty Groupは、2005年に欧州の証券決済に係る障害を除去するための法律面の勧告を行う目的で欧州委員会が設置したものである。第4篇第3章参照。

<sup>123</sup> 外国居住株主等である場合、定款授權に基づく株式取扱規程により日本国内の常任代理人または通知先に送付する取扱いが一般的となっている（全国株懇連合会編『全株懇モデル - 定款・株式取扱規程・招集通知・事業報告など』86-87頁（商事法務、新訂3版、2011）参照）。

<sup>124</sup> 株式会社ICJ ホームページ・メリット（<http://www.icj-co.com/participation/merit.html>）（検索日：2013年9月22日）参照。

規則」という) 437 条 2 号)、早期化が進んでいる<sup>125</sup>。しかしながら、投資者に一定程度の議案検討期間を提供するためには、早期発送の義務化を図るべきといえよう<sup>126</sup>。

なお、株主総会関係書類のウェブサイト上の公表は、上場規則により証券取引所のホームページ上での公表が義務付けられることで実現されているが(上場規程施行規則 420 条 1 項)、証券取引所への提出時期が発送日までとなっており、発送日に掲載または提出する取扱いが一般的であるため、招集通知の早期発送を図ることがウェブサイト上の早期開示を実現するためにも必要になっている。

次に、②株式異動停止の廃止と株主総会日前 30 日以内を期限とする基準日制度の採用については、株主の権利指令に基づき国内法化された後の各加盟国における基準日の取扱いが公表されており、その設定時期は株主総会前 10 日前後の国が多くなっている<sup>127</sup>。

わが国では、基準日は株主総会日前 3 ヶ月以内に設定することとなっており(会社法 124 条 2 項)、指令の株主総会日前 30 日以内に比べるとかなり長く、実際、3 月決算会社の定時株主総会は期限に近い 6 月下旬に多く開催されている<sup>128</sup>。これに関して、イギリスやドイツでは、招集通知の発送を受ける株主を確定するための基準日(招集通知の基準日)とは別に、議決権の基準日を総会日の直前に設けることが行われているのに対して、わが国では、議決権を行使する株主に対して招集通知を送付しており、招集通知の基準日と議決権の基準日が同一になっているところに問題があるとの指摘がある<sup>129</sup>。

株主総会の調整と合理化を目的として、欧州の、会社、投資者、銀行および市場インフラ提供者により検討され、2010 年に公表された「株主総会に関する市場の基準」において

---

<sup>125</sup> 「招集通知発送日早期化状況調査 - 平成 24 年 6 月総会 1,872 社 -」資料版商事法務 348 号 64 頁以下(2013)によると、発送日と総会日の間に 14 日ある先が 370 社 19.8%、15 日から 20 日ある先が 1,114 社 59.5%、21 日以上ある先が 388 社 20.7%となっている。

<sup>126</sup> 有価証券報告書提出会社に会議の日の 1 月前の発出を義務付ける提案として、公開会社法要綱案第 11 案(2007 年 10 月 17 日・日本取締役協会・金融資本市場委員会、2009 年 1 月 21 日早稲田大学グローバル COE<<企業法制と法創造>>総合研究所) 3.02(株主総会の招集) ①([http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/koukai\\_kaishahou/2010\\_0110\\_Youkou11.pdf](http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/koukai_kaishahou/2010_0110_Youkou11.pdf))がある。

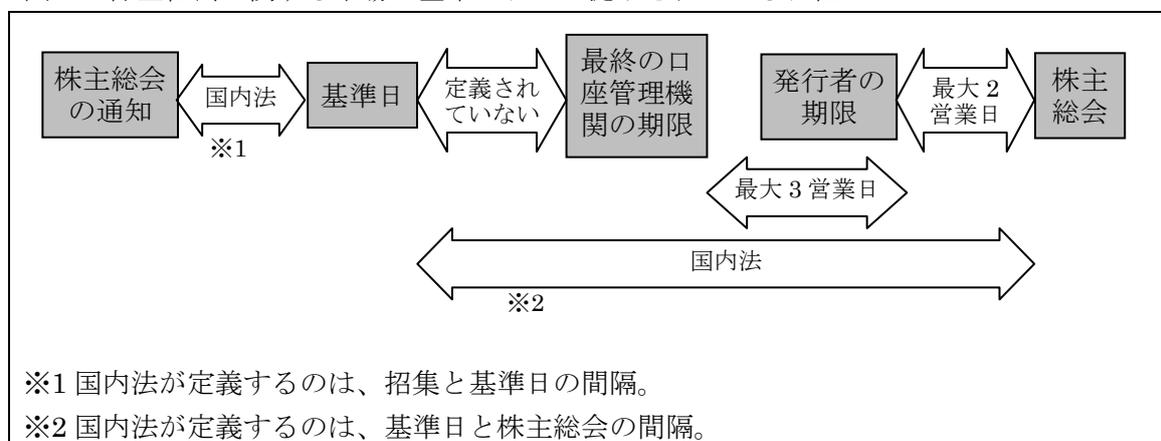
<sup>127</sup> European Commission, List of Days Provided for According to Article 15 of Directive 2007/36/EC, 2010 O.J. (C 285) 4-5, available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2010:285:0001:0005:EN:PDF>によると、基準日設定期間は株主総会の 30 日前(マルタ)から 48 時間以内(イギリス)まであり、株主総会前 10 日前後は、10 日前(オーストリア)、8 営業日前(フィンランド)、7 営業日前(イタリア)、7 営業日以内(ハンガリー)および 7 日前(チェコ、デンマーク、エストニア)となっている。

<sup>128</sup> 「株主総会概況 - 平成 25 年 6 月総会会社 1,872 社 -」資料版商事法務 352 号 49 頁(2013)によると、平成 25 年 3 月決算の全国証券取引所上場会社(新興市場を除く) 1,872 社のうち、1,749 社 93.4%が 6 月 20 日から 6 月 30 日までの間に株主総会を開催している。

<sup>129</sup> 田中亘「定時株主総会はなぜ六月開催なのか」黒沼悦郎・藤田友敬編『江頭憲治郎先生還暦記念 企業法の理論(上巻)』491-492 頁(商事法務、2007)。

も、株主総会の通知がなされた後に株主総会の基準日が設定される日程が示されており、株主総会の基準日が株主総会の通知の記載事項にもなっている<sup>130</sup>。また、①発行者は、株主総会の通知発送日になるべく近い日に、Issuer CSD（発行者が発行する証券を預託または記録する CSD をいう。以下、本篇において同じ）に対して株主総会の通知を電磁的形式で交付、②Issuer CSD は、1 営業日以内に自らの参加者（口座管理機関）に転送、③最終投資者が株主名簿に記録されている場合は不要であるが、参加者は、株主総会の通知を受領するかまたは新たに保有する株式を記録する場合、自らの顧客が口座管理機関であれば 1 営業日以内に、口座管理機関でなければ 2 営業日以内にその内容を通知すべきとしている<sup>131</sup>。当該基準は、ベストプラクティスでありルールではないものの、欧州ではこのような実務が考えられていることを示している。

図 6 株主総会に関する市場の基準において提示されている日程



（出典）「株主総会に関する市場の基準」19 頁（2010）。

図 7 株主総会の通知例（発行者から証券決済機関・参加者・最終の口座管理機関へ）

重要な通知：この株主総会の通知は、発行者のウェブサイトで確認することができるすべての招集に係る重要事項を強調するものである。

（1）発行者およびその代理人を特定し連絡をとるための詳細な情報

発行者 名称：ANONCOMP  
 住所：23, Main street 5000 SHARETOWN  
 E-Mail: shareholder@anoncomp.com  
 Fax: +01 (0) 23 45 67 89  
 Tel.: +01 (0) 23 45 67 90  
 代理人 名称：ANONAGENT  
 住所：15, High street 5000 SHARETOWN

<sup>130</sup> PRIVATE SECTOR RESPONSE TO THE GIOVANNINI REPORTS: BARRIER 3 - CORPORATE ACTIONS: MARKET STANDARDS FOR GENERAL MEETINGS 19, 15-17 (2010), available at [http://www.europeanissuers.eu/\\_mdb/spotlight/11en\\_GM\\_Market\\_Standards\\_Final\\_20100909.pdf](http://www.europeanissuers.eu/_mdb/spotlight/11en_GM_Market_Standards_Final_20100909.pdf).

<sup>131</sup> *Id.* at 13-15.

E-Mail: [shareholder@anonagent.com](mailto:shareholder@anonagent.com)

Fax: +09 (0) 87 65 43 21

Tel.: +09 (0) 87 65 43 22

- (2) 質問権ならびに株主提案権の行使に係る条件および期限を含む株主総会に関する情報を掲載するウェブサイトアドレス  
[www.anoncomp.com](http://www.anoncomp.com)
- (3) 証券の ISIN 番号  
EU0000123456
- (4) 株主総会の別、日時および場所  
定時株主総会  
2010年5月3日水曜日 15時  
Palace of Shares 2, Market street 5000 SHARETOWN
- (5) 基準日その他の出席および議決権に係る条件
- 2010年4月16日 日月曜日
  - すべての持ち高は、2010年4月16日 日月曜日に最終投資者の個人名で登録されなければならない。
- (6) 提案された議案を参照するための提案された短文形式の議題
- 取締役会の報告 (議案 1)
  - 法定の監査報告 (議案 2)
  - 2009年事業年度の会社の計算書類の承認 (議案 3)
  - 2009年の剰余金の処分、配当の決定 (議案 4)
  - 取締役 2名改選 (議案 5)
- (7) 利用可能な行使方法
- 株主総会への出席
  - 書面による行使
  - 参加通知による行使
  - 代理人による行使
- (8) 参加通知のために必要な情報
- 発行者およびその代理人を特定し連絡をとるための詳細な情報
  - 証券の ISIN 番号
  - 株主総会の別、日時および場所
  - 銀行識別コードまたは同等のコードを含む最終の口座管理機関を特定し連絡をとるための詳細な情報
  - 銀行識別コードまたは同等のコードを含む発信人を特定し連絡をとるための詳細な情報
  - 株主および最終投資者を特定し連絡をとるための詳細な情報
  - 最終投資者に関する資格または資格の一部、場合によっては、基準日前に参加通知を送付するための一時的な資格
  - 場合によっては、最終投資者か株主であるかに関わらず、積極的に出席しようとする場合の、物理的に出席、代理行使、参加通知を含む書面または電磁的方法等、株主総会に出席する方法
  - 代理人を指名する場合の、代理人を特定し連絡をとるための詳細な情報ならびに代理権の対象となる証券の種類および数

- 議決権を行使する場合の、議決権の対象となる証券の種類および数
- (9) 議決権の情報
- 内訳
- (10) 発行者の期限
- 2010年5月1日月曜日 18時

(出典)「株主総会に関する市場の基準」29-31頁(2010)。

図8 株主総会の通知例(最終の口座管理機関から最終投資者あて)

重要な通知: この株主総会の通知は、発行者のウェブサイトで確認することができるすべての招集に係る重要事項を強調するものである。

- (1) 発行者およびその代理人を特定し連絡をとるための詳細な情報

発行者 名称: ANONCOMP

住所: 23, Main street 5000 SHARETOWN

E-Mail: shareholder@anoncomp.com

Fax: +01 (0) 23 45 67 89

Tel.: +01 (0) 23 45 67 90

代理人 名称: ANONAGENT

住所: 15, High street 5000 SHARETOWN

E-Mail: shareholder@anonagent.com

Fax: +09 (0) 87 65 43 21

Tel.: +09 (0) 87 65 43 22

- (2) 質問権ならびに株主提案権の行使に係る条件および期限を含む株主総会に関する情報を掲載するウェブサイトアドレス

[www.anoncomp.com](http://www.anoncomp.com)

- (3) 証券の ISIN 番号および銘柄

EU0000123456 – registered share ANONCOMP

- (4) 株主総会の別、日時および場所

定時株主総会

2010年5月3日水曜日 15時

Palace of Shares 2, Market street 5000 SHARETOWN

- (5) 基準日その他の出席および議決権に係る条件

- 2010年4月16日月曜日

- すべての持ち高は、2010年4月16日月曜日に最終投資者の個人名で登録されなければならない。

- (6) 提案された議案を参照するための提案された短文形式の議題

- 取締役会の報告(議案1)

- 法定の監査報告(議案2)

- 2009年事業年度の会社の計算書類の承認(議案3)

- 2009年の剰余金の処分、配当の決定(議案4)

- 取締役2名改選(議案5)

- (7) 利用可能な行使方法

- 株主総会への出席

- 書面による行使

- 参加通知による行使
- 代理人による行使
- (8) 参加通知のために必要な情報
  - 最終投資者を特定し連絡をとるための詳細な情報
  - 場合によっては、最終投資者か株主であるかに関わらず、積極的に出席しようとする場合の、株主総会に出席する方法
  - 代理人を指名する場合の、代理人を特定し連絡をとるための詳細な情報ならびに代理権の対象となる証券の種類および数
  - 議決権を行使する場合の、議決権の対象となる証券の種類および数
- (9) 発行者の期限
  - 2010年5月1日月曜日 18時
- (10) 最終の口座管理機関の期限
  - 2010年4月26日水曜日 18時

(出典)「株主総会に関する市場の基準」32-33頁(2010)。

わが国では、元来、所有者を株主名簿上の株主として記録することを重視する傾向があるが<sup>132</sup>、海外機関投資家はグローバル・カストディアン名義で保有し、常任代理人等を介して情報を受領しているわけであり、株主名簿上の株主に対して招集通知を直接送付するというわが国の実務は関係なく、証券取引所等のホームページに掲載された招集通知(さらにいえば英文招集通知)の情報を確実に入手することの方が重要である<sup>133</sup>。従って、海外機関投資家にとっては、招集通知の基準日よりむしろ議決権の基準日が重要であり、議決権の基準日が株主総会日のかなり前に設定されていることが問題となる<sup>134</sup>。

定款上期末日を議決権・配当の基準日と定めて行われている実務を変更することの可

<sup>132</sup> 第1篇第2章参照。

<sup>133</sup> 機関投資家が証券取引所のホームページに掲載された招集通知を利用することができるメリットを指摘するものとして、石田猛行「2011年ISS議決権行使助言方針」商事法務1925号39頁(2011)参照。

<sup>134</sup> この問題については、法制審議会会社法制部会第3回会議(平成22年6月23日開催)において、田中亘准教授が指摘している(法制審議会会社法制部会第3回会議議事録53-54頁(<http://www.moj.go.jp/content/000052523.pdf>)参照)。

なお、Jaap W. Winter, *supra* note 15, at 418-423によると、アメリカの基準日は株主総会の50-60日前となっているが、約95%のアメリカの証券は、Cede&Co.を名義株主とするDTC(Depository Trust Company、アメリカのCSD)を通して間接保有されており、すべての実質所有者は、Cede&Co.からの委任状により議決権を行使しているほか、基準日後に株式を取得した者は売手に代理人として認めさせるか議決権行使を指図することが可能であるとしている(ただしどの程度行われているかは不明)。わが国では、機関投資家を除き、投資者が株主名簿上の株主として記録されるのが通例であること、および、定款上、代理人を1名に限定し、後述のとおり代理人資格を株主に限定する規定を設けることが一般的であることから(会社法施行規則63条5号参照)、代理行使に関してアメリカと同様の対応を行うことは事実上不可能である。

否・適否は考慮しなければならないが<sup>135</sup>、上記のような機関投資家の実情を踏まえて、招集決定取締役会後なるべく早く（遅くとも株主総会日の3週間前までに）招集通知の内容について、会社は自らのウェブサイトに掲載・適時開示を行い、口座管理機関は少なくとも株主名簿上の株主でない顧客に対して義務として速やかにそれを通知するほか、議決権の基準日をできるだけ株主総会日に近い時点に設定し、当該基準日時点の株主に招集通知および議決権行使書面等を送付するといった対応がとりえないだろうか。これを3月末決算会社にあてはめると、5月中旬招集通知の内容開示、5月末議決権の基準日、7月上旬招集通知等発送、7月下旬定時株主総会といったスケジュールが考えられるように思われる。

最後に、③利益相反ある場合を除く代理人資格の撤廃等を内容とする議決権の代理行使について、わが国では、代理人の資格・数等は、定款の定めまたは招集決定取締役会の決定事項であるが（会社法施行規則63条5号）、ほとんどの会社で代理人を他の株主に限る旨の定款規定を定めている<sup>136</sup>。総会の攪乱防止という会社の利益保護の観点から有効とされているものであるが<sup>137</sup>、株主名簿上の株主でない実質株主から総会出席を求められる場合に当該定款規定の存在が問題となる。

わが国の地理的環境から外国人株主が自ら出席する場面はほとんどないが、近時、機関投資家が株主提案を行う例がみられ、そのような文脈で、株主名簿上の株主でない機関投資家の出席を認めるべきとの指摘がある<sup>138</sup>。クロス・ボーダー議決権行使の観点からみる

---

<sup>135</sup> これを検討するものとして、田中・前掲注129・468頁以下および浜田道代「新会社法の下における基準日の運用問題〔下〕 - 従来の慣行は合理的か - 」商事法務1773号21頁以下（2006）参照。

<sup>136</sup> 商事法務研究会編「株主総会白書 2012年版」商事法務1983号82頁（2012）によると、全国証券取引所上場会社（新興市場を除く）1,845社中、1,758社95.3%がかかる定款規定を有している。

<sup>137</sup> 通説・判例ともこれを有効とするが（最判昭和43年11月1日民集22巻12号2402頁、高田晴仁「判批」会社法判例百選第2版72頁（2011））、株式の分散により代理人を探すことは容易でないため無効とすべき（中村一彦『企業の社会的責任と会社法』160、211頁（信山社出版、1997））、かかる定款規定は会社に拒否権があるものと解し、その設定は株式の譲渡制限を定款に定める場合と同じく株主総会の特殊決議を要するものとするべき（上村達男「議決権行使の代理人を株主に限る定款規定の意義 - 会社法改正要綱案を踏まえて - 」北九州大学法政論集8巻3・4合併号69-71頁（1981））といった批判がある。

<sup>138</sup> 三浦亮太ほか『株主提案と委任状勧誘』160、68-69頁（商事法務、2008）、稲葉威雄ほか編『実務相談株式会社法2』923頁以下〔高橋勝好〕（商事法務研究会、新訂版、1992）、野村修也・三浦亮太・石井裕介「会社法下の株主総会における実務上の諸問題」商事法務1807号67-68頁（2007）参照。この問題は、法制審議会会社法制部会第3回会議（平成22年6月23日開催）でも報告されている（法制審議会会社法制部会第3回会議議事録・前掲注134・48頁参照）。なお、商事法務研究会編・前掲注136・82-83頁によると、認めない36.9%、ケースバイケースで対応41.5%、名義株主からの委任状を確認した上で認める18.3%となっている。

と、実質株主に代理人資格を認めない取扱いは望ましいものではない。もっとも、書面による議決権行使や電磁的方法による議決権行使、議決権の不統一行使が認められていることから（会社法 311 条、312 条および 313 条）、物理的に株主総会に出席しない限りにおいては、実質株主が名義株主に議決権行使を指図する手段が保証されていることが重要である。しかしながら、前述の招集通知や基準日の取扱いと同様に、わが国ではこうした問題が取り上げられるところが少なかったといわざるをえず、今後さらに検討を進めるべき事項である。

## 第 2 節 株主の権利指令の評価と課題

これまでみたとおり、株主の権利指令は、株主総会関係情報の開示、議決権行使手続の説明および当該行使結果の開示を一貫して会社のウェブサイト上で行うことにより、各加盟国が調整可能な方法でのクロス・ボーダー議決権行使環境の確保を指向しているものと評価することができる。会社のウェブサイトは、クロス・ボーダーの投資者にも容易に利用可能なものであり、各国の違いを超えて法制の調和を実現するためには適当な選択であると思われる。

これに対して、わが国の対応は、臨時報告書による株主総会における議決権行使結果の開示のほかは上場規則上の手当てや要望に留まっているほか、そもそも会社法が上場会社におけるクロス・ボーダー議決権行使環境の整備を意識したものになっておらず、首尾一貫しているとはいえない状況にある。そのことは、株主の権利指令の目的が、(EU 域内の共同市場前提ではあるものの)クロス・ボーダーの議決権環境の整備であるにも関わらず、わが国における指令の評価が議決権行使結果の開示の実現に限られているかのようにみえることに表れており、株主の権利指令の意義を正しく評価しなおすことによって、わが国におけるクロス・ボーダー議決権行使の基準に関して不足しているところが明らかになるのではないかと考える。

しかしながら、EU においても、株主の権利指令は EU 域内のクロス・ボーダー議決権行使の最小限の基準を確保する位置づけのものであるといえる。そのことは、指令採択後に、第 3 次協議文書により、①国際金融の領域における標準語の利用、②預託証券の保有者の議決権行使、③貸株における議決権行使、④議決権行使手続における口座管理機関の義務、⑤発行者に対する投資者の開示、および⑥投資スキームの運営会社の不統一行使について意見照会を行い、検討が続けられている点に表れている。これらは、株主の権利行使指令において解決されなかった課題である。特に、証券決済制度の利用が浸透する中、④のような口座管理機関の義務は大きな課題であるが<sup>139</sup>、この問題は、EU において、提

---

<sup>139</sup> この点、Schouten, *supra* note 50, at 5, 9 は、クロス・ボーダー議決権行使に関する障害には、EU の規則や慣行が多様であることによるものと証券保有システムが複雑であるために最終投資者に議決権行使権限が付与されていないことによるものがあるが、株主の権利指令は前者には取り組んでいるが後者には取り組んでいないと指摘する。また、Zetzsche, *supra* note 9, at 318 も、口座管理機関の関与に関して、指令 13 条で間接的に議決権行使に触れているが、株主提案権や質問権にはまったく触れていないと批判する。

案に向けて準備が進められている証券法指令 (Securities Law Directive) の中で検討されている<sup>140</sup>。

このように、EU では、2002 年のクロス・ボーダー議決権行使専門家グループ報告書以来、4 年半を超える検討を経て株主の権利指令を採択、なお、証券法指令提案の中で口座管理機関の義務について検討を行っている。わが国においても、2009 年に公表された金融審議会金融分科会 我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループの提言から途絶えることなく、クロス・ボーダーの議決権行使環境の整備に向けて検討を行っていくことが肝要であろう。

---

<sup>140</sup> See Securities Law, EUROPEAN COMMISSION, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/securities-law/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/securities-law/index_en.htm) (last visited Oct. 22, 2013).

第4篇 欧州委員会 Legal Certainty Group における証券決済法制の検討  
—EU 域内証券決済法制調整の試み—

第1章 序章

欧州連合 (the European Union、以下、本篇において「EU」という) は、1993年に、EU条約 (マーストリヒト条約) の発効により創設され、1999年には単一通貨ユーロを導入する等、物・人・サービス・資本の自由移動を中核とする共同市場 (域内市場) の形成を目的としている<sup>1</sup>。しかしながら、証券取引に関しては、各国の法制度や商慣行の相違等を背景に、EU域内共通の決済システムは存在していないとされる<sup>2</sup>。他方、欧州では、証券決済機関 (Central Securities Depository、以下、本篇において「CSD」という)<sup>3</sup>は、ユーロクリア (Euroclear)、およびクリアストリーム (Clearstream) への統合が進んでおり、投資者は複数のCSDに口座を開設する必要がなく、複数のCSDに担保を提供する必要もなくなるが、クロス・ボーダーの証券決済に伴う非効率性は各国の法規制の相違等に起因するところも大きく、CSDの統合によっては、解決されず、EUレベルでの対応が必要であるという<sup>4</sup>。

---

<sup>1</sup> See Consolidated Version of the Treaty on the functioning of the European Union art. 26, May 9, 2008, 2008 O.J. (C 115) 47, available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2008:115:0047:0199:EN:PDF>. なお、2009年12月1日のリスボン条約発効による改正前も同様の規定である。See also Consolidated Version of the Treaty Establishing the European Community art. 14, Dec. 24, 2002, 2002 O.J. (C 325) 33, available at [http://eur-lex.europa.eu/en/treaties/dat/12002E/pdf/12002E\\_EN.pdf](http://eur-lex.europa.eu/en/treaties/dat/12002E/pdf/12002E_EN.pdf). 庄司克宏『新EU法 基礎篇』26-28頁 (岩波書店、2013) 参照。

<sup>2</sup> 光安史枝「欧州における証券決済システムの最新動向」金融情報システム 277号 173頁 (2005)。

<sup>3</sup> 国際決済銀行 (Bank for International Settlements、BIS) の支払・決済システム委員会 (Committee on Payment and Settlement Systems、CPSS) がまとめた用語集である COMMITTEE ON PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEMS, BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, A GLOSSARY OF TERMS USED IN PAYMENTS AND SETTLEMENT SYSTEMS 12 (2003), available at <http://www.bis.org/publ/cpss00b.pdf?noframes=1> によると、central securities depository とは、証券を保管し、記帳 (book entry) による証券取引を可能にする機関と定義されている。

<sup>4</sup> 吉川真裕「欧州証券決済コード・オブ・コンダクト」証券経済研究 58号 86-87頁 (2007)。

この問題に関しては、例えば、ユーロ導入による資本市場統合効果とユーロが導入されてもなお残る資本市場統合のための課題を論ずる Rosa Giovanna Barresi, *The Impact of Monetary Union and the Euro on European Capital Markets: What May Be Achieved in Capital Market Integration*, 28 FORDHAM INTL L. J. 1257, 1291-1307 (2005) では、単一通貨導入によって、外国為替リスクが解消されていることや、国際的な投資ファンドのユーロ圏の株式への投資割合が増加する等の効果がみられるが、国債は各国の主権で発

この問題に関して、欧州委員会（the European Commission）の諮問機関であるジョヴァンニーニ・グループ（the Giovannini Group）は、2001年に最初の報告書である「EUにおけるクロス・ボーダーの清算・決済システム」（以下、本篇において「第1次ジョヴァンニーニ報告」という）を提出<sup>5</sup>、そして、2003年に次の報告書である「EUの清算・決済システムに関する第2次報告」（以下、本篇において「第2次ジョヴァンニーニ報告」という）を提出し<sup>6</sup>、クロス・ボーダー取引の決済コストの増加要因を分析、15の障害を挙げたうえで、この15の障害を解決する具体的なタイムスケジュールとその取組責任者を明示している<sup>7</sup>。

15の障害には、大きく分けて、①技術的要因・市場慣行に関する障害、②税制に関する障害、および③法的確実性に関する障害があるとされ、このうち、③の障害の取組責任者となっているのが、欧州委員会が設置した Legal Certainty Group である。

本篇は、この Legal Certainty Group における検討状況を確認することを通して、証券取引に係る共同市場確立のための法制面の要件、その中の主要な要素を占めるであろう投

---

行されるものであること等から長期利回りの差異は残っており、当該差異を明確に説明することは困難であるとしている。

また、1999年5月に欧州委員会が採択した金融サービス行動計画（Financial Services Action Plan、FSAP）に基づく欧州市場規制改革の評価を行う中で、実効性を高めるために欧州金融市場の単一規制機関が必要であると主張する Dr. Emiliós Avgouleas, *A Critical Evaluation of the New EC Financial-Market Regulation: Peaks, Troughs and the Road Ahead*, 18 TRANSNAT'L LAW. 179, 226 (2005) では、単一規制機関の欠如に加えて、現実の市場の統合も未達であり、その原因の一つに、EU内の決済・清算システムの統合および結合という未解決の問題があるとしている。

なお、金融サービス行動計画とは、欧州単一金融市場の創設を目的として、3つの戦略目標と1つの一般目標に取り組むための42項目の行動（action）を提示し、加盟国に期限までの履行を求めたものである。*Communication of the Commission: Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan*, COM (1999) 232 (May 11, 1999), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/action-plan/index/action\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/action-plan/index/action_en.pdf). 金融サービス行動計画の内容およびその評価については、大橋善晃「金融サービス行動計画（FSAP）の経済的インパクト—欧州委員会によるFSAPの包括的評価—」証券レビュー49巻12号120頁以下（2009）参照。

<sup>5</sup> The Giovannini Group, *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union* (Nov. 2001) [hereinafter *First Giovannini Report*], available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/first\\_giovannini\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/first_giovannini_report_en.pdf).

<sup>6</sup> The Giovannini Group, *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements* (Apr. 2003) [hereinafter *Second Giovannini Report*], available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/second\\_giovannini\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/second_giovannini_report_en.pdf).

<sup>7</sup> 光安・前掲注2・175-177頁参照。

資者の権利行使を確保するうえでの口座管理機関の義務を検証するものであり、引いては2009年にペーパーレス化を完成させた後のわが国証券決済法制の位置づけを把握し、今後の課題についての示唆を得ることを目的とするものである。

## 第2章 ジョヴァンニーニ報告が明らかにした障害とその解決スケジュール

### 第1節 第1次ジョヴァンニーニ報告

#### 第1項 第1次ジョヴァンニーニ報告が明らかにした15の障害

ジョヴァンニーニ・グループは、1996年に、EUの金融統合とユーロの金融市場の効率性に関する問題について、欧州委員会に助言するために結成された調査グループであり、金融機関等に所属する有識者がメンバーとなっている<sup>8</sup>。

2001年11月に公表された第1次ジョヴァンニーニ報告では、まず、クロス・ボーダー取引を行うには、①直接他国のCSDの利用（当該他国に支店または子会社を設置）、②当該他国に所在するローカル・エージェント（local agent）<sup>9</sup>の利用、③国際証券決済機関（International Central Securities Depository、以下、本篇において「ICSD」という）<sup>10</sup>の利用、④グローバル・カストディアン<sup>11</sup>の利用（サブ・カストディアンがグローバル・カストディアンの当該他国の支店もしくは子会社またはローカル・エージェントとなりうる）、および⑤自国のCSDと当該他国のCSD間のリンクの利用（関係者を減少させられるが、支払・費用の取扱いが問題）の、いずれかの方法で行われるため、国内取引に比べて、当事者や指図の数が多く、より複雑な処理が行われていることを明らかにしている<sup>11</sup>。

そのうえで、ベルギーの経済政策研究センター（the Centre for Economic Policy Studies）のデータに基づき、EU各国のCSD、ICSDであるユーロクリア（機関としてはユーロクリア・バンク、Euroclear Bank）およびクリアストリーム（機関としてはクリアストリーム・ルクセンブルク、Clearstream Luxembourg）、スイスのCSDであるSISならびにアメリカのCSDであるDTCCの、2000年における取引1件当たりの営業収入を比較した結果、ネットィング前で、EUの国内CSD平均が1.49ユーロ（153.47円）、DTCCが0.46ユーロ（47.38円）であり、ネットィング後で、国内CSD平均が2.98ユーロ（306.94円）、DTCCが2.77ユーロ（285.31円）であるのに対して（DTCCに比し、国内CSDの

---

<sup>8</sup> *First Giovannini Report, supra note 5, at 1, 62-63.*

<sup>9</sup> COMMITTEE ON PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEMS, *supra note 3, at 29*によると、local agentとは、取引の相手方が所在する国において取引・決済される証券、および他国に所在する決済の仲介業者（非居住者）のためにサービスを提供するカストディアンであると定義されている。

<sup>10</sup> *Id. at 27*によると、international central securities depositoryの定義の一つに、国際証券または国内証券のクロス・ボーダー取引の清算および決済を行うCSDであり、EU域内にはクリアストリームとユーロクリアの2つがあるとされている。

<sup>11</sup> *First Giovannini Report, supra note 5, at 4-19.*

平均がネットイング前で約 3 倍、ネットイング後ではほぼ同等であることは EU 内でネットイングが幅広く決済に用いられることによる実質的なコストの効率性の範囲を示しているという)、ICSD であるユーロクリア・バンクおよびクリアストリーム・ルクセンブルクは、ネットイング後で、それぞれ 32.78 ユーロ (3,376.34 円)、33.43 ユーロ (3,443.29 円) であり、国内 CSD 平均の約 11 倍と極めて高額になっていることから (表 1 参照)、EU 各国の国内取引の決済の効率性はアメリカのものと遜色はないが、クロス・ボーダー取引の決済の効率性は国内取引のものに劣後することを示している<sup>12</sup>。

表 1 各証券決済機関の (EU 内) 取引 1 件当たりの営業収入

	機関名称	営業収入 (ユーロ)	取引件数 (ネットイン グ前)	取引 1 件当 たりの営業 収入 (ユーロ)	取引件数 (ネットイン グ後)	取引 1 件当 たりの営業 収入 (ユーロ)
ICSD	Euroclear Bank	360,590,000	11,000,000	32.78	11,000,000	32.78
ICSD	Clearstream Luxembourg	401,175,000	12,000,000	33.43	12,000,000	33.43
デンマーク	VP	27,122,013	6,800,000	3.99	6,800,000	3.99
ドイツ	Clearstream Frankfurt	268,746,000	125,000,000	2.15	125,000,000	2.15
スペイン	SCLV	45,758,000	11,000,000	4.16	11,000,000	4.16
ギリシア	CSD	47,805,161	21,973,933	2.18	21,973,933	2.18
フランス	Euroclear France	144,968,647	135,000,000	1.07	41,000,000	6.60
フランス	Clearnet France	125,448,000				
イタリア	Monte Titoli	22,175,332	126,395,972	0.18	8,783,635	2.52
ポルトガル	Interbolsa	14,205,395	8,654,761	1.64	8,654,761	1.64
スウェーデン	VPC(*4)	43,125,089	14,633,242	2.95	14,633,242	2.95
イギリス	CREST(*3)	143,446,634	58,816,750	2.44	58,816,750	2.44
EU	EU	1,644,565,272	531,874,658	2.86(*1)	319,662,321	5.14
	EU (ICSD 以 外)	882,800,272	508,874,658	1.49(*1)	296,662,321	2.98
ICSD	SIS	103,231,065	17,745,900	5.82	17,745,900	5.82
アメリカ	DTCC(*2)	638,261,727	1,387,500,000	0.46	230,271,931	2.77

情報源は、各国 CSD、Clearstream、および Euroclear のデータを利用した経済政策研究

<sup>12</sup> *Id.* at 36-43. 光安・前掲注 2・173-175 頁および吉川・前掲注 4・87-88 頁参照。なお、文中の円換算は、日本銀行国際局 大蔵大臣公示「基準外国為替相場及び裁定外国為替相場 (平成 12 年 7 月 1 日から平成 12 年 12 月 31 日までの間において適用)」(2000 年 6 月 20 日) ([http://www.boj.or.jp/type/release/teiki/tame\\_rate/kijyun/kiju0007.htm](http://www.boj.or.jp/type/release/teiki/tame_rate/kijyun/kiju0007.htm)) におけるレート、1 ユーロ 103 円を用いている。

センターのもの。

(注) 取引件数のネットティング前のデータは、各 CSD (年次報告書、他の公表資料、ウェブサイト等) から入手し、追加情報は、欧州中央銀行の“blue book 2000”による。ネットティング後は可能な場合に用いている。取引数は個々に集計されるべきであるが、見る限りそうではない。上記の Clearstream Frankfurt の数のみが取引所取引数を個々に集計している。

営業収入は、各 CSD の年次報告書に含まれる損益計算書による。特に記載のない限り、数値は 2000 年のもの。

為替レートは、データが元々ユーロでない場合、1 ユーロ 0.924 米ドル、1 ユーロ 7.45 デンマーク・クローネ、1 ユーロ 8.45 スウェーデン・クローネ、および 1 ユーロ 0.69 ポンドを用いている。

清算機関は、CSD がネットティングから利益を得ている場合、当該清算機関の営業収入が含まれている (Clearnet France、NSCC)。Banca d'Italia's L.d.T.の営業収入を明らかにすることはできない。

(\*1)EU 全体の取引 1 件当たりの営業収入には、Clearnet のものは含まれていない。

(\*2)DTCC は、ディスカウント・ポリシーにより、収入を超える支出を行っているが、利子収入の部分 (総収入の 11%) はディスカウントから除かれる。この結果 638 百万ユーロの営業収入となっている。

ICSD は、他の CSD のサービスと異なり、銀行業務の収入が収入の中心である。他方、Euroclear bank の銀行業務は、Euroclear の計算書ではほとんど除かれている。これは、JP Morgan の退出に関する契約によるものである (年次報告書 65 頁参照)。

(\*3)CREST は、一日の平均に 250 営業日に乗じたものである。

(\*4)VPC の 2000 年の決済の収入は 15.2 百万ユーロであり、その 3 分の 2 は主に発行収入という証券決済機関の中核事業ではないものである。ただし、他の EU の CSD は、発行収入があるかどうか確認することはできないため、合計額にこれを含んだものになっている。

(出典)「第 1 次ジョヴァンニーニ報告」40 頁 (2001) を基に若干体裁を変更。

こうした分析を踏まえて、インターネットを通して市場参加者に行われた照会に対する回答を基にして、効率的なクロス・ボーダーの清算・決済に対する 15 の障害 (Barriers) をリストアップしている<sup>13</sup>。

この 15 の障害は、前述のとおり、大きく分けて、①技術的要因・市場慣行に関する障害、②税制に関する障害、および③法的確実性に関する障害に分類されるが、まず、①技術的要因・市場慣行に関する障害に分類されるものとして、第 1 から第 10 の障害が挙げられている。

第 1 の障害は、情報技術およびインターフェイスに関する各国の相違によるもので、他の清算・決済システムに対する接続と通信に用いられるプロトコル (protocols)<sup>14</sup>が様々

<sup>13</sup> *First Giovannini Report, supra note 5, at 44.*

<sup>14</sup> COMMITTEE ON PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEMS, *supra note 3, at 40* によると、

であり、かつ移転および成果の定義に異なるルールがあるために、付加コストと要員が必要になっており、EU 域内で通信およびプロトコルの標準化の採用が必要であるとする<sup>15</sup>。

第2の障害は、国ごとに清算・決済システムの利用を義務付ける各国の規制によるもので、クロス・ボーダーの取引に従事する参加者は、清算・決済の集中化を行うことができず、ある取引所において購入した証券を他の取引所において売却する場合に、それぞれの取引にマージンの提供が必要になっていること等から、加盟国（Member States）はこれを見直す必要があるとする<sup>16</sup>。

第3の障害は、コーポレート・アクション、実質所有者の権利およびカストディに関する各国ルールの相違によるもので、効率的なクロス・ボーダーの清算・決済を妨げていることから、EU の株式市場の統合を進めるには、コーポレート・アクションに関するルールの調和を図ることが必要であるとする<sup>17</sup>。

第4の障害は、日中の決済ファイナリティの欠如によるもので、EU 全体でこれが実現されていないために、追加の担保や資金調達コストがかかるほか、EU 金融市場の安定性を脅かす不履行のリスクがあることから、一定の（短）期間内にこれを実現する必要があるとする<sup>18</sup>。

第5の障害は、清算・決済システムに対する国外からのアクセスに関する実務上の障害によるもので、国外からのアクセス（remote access）、すなわち、ある団体が別の加盟国に所在するシステムの参加者になることは法的にも技術的にも可能であるにもかかわらず、システムが多様であることによる障害や、国内に拠点がないと不利になるルールがあるといった障害があり、国外からの参加者にも国内の参加者と同じ基準を保証する必要があるとする<sup>19</sup>。

第6の障害は、決済期間に関する各国の相違によるもので、例えば、ドイツは T+2 (Trade Date+2、取引日の2営業日後) で決済されているが、国際的な慣行は T+3 であり、決済期間の相違は、主に株式の場合に債務の決済に不一致が生じるため、他の市場の参加者は追加コストを負担して資金を用意しなければならないことから、EU 全体で決済期間を一致させる必要があるとする<sup>20</sup>。

第7の障害は、稼働時間および決済の締切時間に関する各国の相違によるもので、関係するシステムのうち一つでも、即時決済またはバッチ処理で運営されていない場合、稼働時間の相違は、異なるシステムにおける照会および引渡しの期限が不一致となるほか、リンクを利用する場合も問題を引き起こし、あるシステムにおいて前もって手配した株式を時間どおりに他の者に移転させることを確実にするには特別なコストを要することから、

---

protocol とは、情報伝達装置間の電磁的メッセージの交換に関する手順であると定義されている。

<sup>15</sup> *First Giovannini Report, supra note 5, at 45.*

<sup>16</sup> *Id.* at 46-47.

<sup>17</sup> *Id.* at 47.

<sup>18</sup> *Id.*

<sup>19</sup> *Id.* at 48.

<sup>20</sup> *Id.*

EU 全体で、稼働時間および決済の締切時間を一致させる必要があるとする<sup>21</sup>。

第 8 の障害は、証券発行慣行に関する各国の相違によるもので、効率的な即日発行メカニズムがないために生じ、クロス・ボーダーの証券取引の清算・決済を妨げているほか、即時に ISIN (International Securities Identification Number、国際証券識別コード)<sup>22</sup>を交付する能力も一様でないというより重大な欠点があり、発行代理人、ディーラーおよび決済システムの間で、統一的な電磁的リンクを有することで、発行情報および ISIN コードを速やかに交換し、即日発行を容易にすることが可能であるとする<sup>23</sup>。

第 9 の障害は、証券の預託・登録先に対する各国の規制によるもので、上場証券を自国内の決済システムに預託することを義務付けることや、自国内の登録機関への登録を上場と関係させることにより、自国内の決済システムの利用が強制されているが、統合された EU 金融システムでは正当化されるものでなく、加盟国はこれらを廃止する必要があるとする<sup>24</sup>。

第 10 の障害は、プライマリー・ディーラー (primary dealer) およびマーケット・メーカー (market-maker) の活動に対する各国の規制によるもので、これらの者に自国内でのオペレーションや決済システムの利用を義務付けている場合、決済の集約化が妨げられ、より望ましい決済システムを利用することができないために、オペレーションのコストが増大することから、加盟国は当該規制を見直し、廃止する必要があるとする<sup>25</sup>。

次に、②税制に関する障害に分類されるものとして、第 11 および第 12 の障害が挙げられている。

第 11 の障害は、外国の口座管理機関 (intermediary)<sup>26</sup>に不利になる国内の源泉徴収税

---

<sup>21</sup> *Id.* at 48-49.

<sup>22</sup> 中島真志・宿輪純一『証券決済システムのすべて』69-75 頁 (東洋経済新報社、第 2 版、2008) によると、ISIN は各国において証券コードとして幅広く用いられているものであり、証券取引の STP (Straight Through Processing、証券取引の発注・約定から照合、清算、決済までの一連のプロセスを、標準化されたメッセージ・フォーマット等により、システム間を自動的に連動させることによって、人手を介することなく、電子的な情報の流れとしてシームレスに処理すること) 化のための重要な前提条件の一つである証券の銘柄コードを国際標準化するものであるという。

<sup>23</sup> *First Giovannini Report, supra note 5, at 49.*

<sup>24</sup> *Id.* at 49-50.

<sup>25</sup> *Id.* at 50. なお、*id.* at 50 n.33 によると、プライマリー・ディーラーとは、当局に認可された国債を取り扱うディーラーであり、特別の責任と特権が与えられているとされ、また、マーケット・メーカーとは、規則に従って値付けを行うディーラーであるとされている。

<sup>26</sup> intermediary は、「仲介機関」等とも訳されるが、2002 年にハーグ国際私法会議で採択された「口座管理機関によって保有される証券についての権利の準拠法に関する条約」(本篇において「ハーグ証券準拠法条約」という) 1 条 1 項 c 号、および 2009 年に私法統一国際協会 (UNIDROIT : International Institute for the Unification of Private Law、本篇において「ユニドロア」という) で採択された「間接保有される証券についての実質

制によるもので、当該税の税額控除が、源泉徴収時に適用されるものと、投資者の還付請求に基づき超過額の還付が認められるものがあり、投資者にとって前者が望ましいものの、加盟国の大半は、自国内で設立された法人に源泉徴収義務を限定することで、外国の口座管理機関は、追加コストを負担して国内に代理人または代表者を置くことになり、不利であることから、EU 内で設立された口座管理機関はすべての加盟国で源泉徴収を取り扱えるようにする必要があるとする<sup>27</sup>。

第 12 の障害は、国内決済システムを通して機能的に徴収される取引税によるもので、自国内の決済システムを利用する場合、機能的に徴収される税制または行政上の措置がとられることにより、外国の投資者は、自国内の決済システムに接続する業者を利用せざるをえず、不利であることから、加盟国は、こうした規制を見直し、廃止する必要があるとする<sup>28</sup>。

最後に、③法的確実性に関する障害に分類されるものとして、第 13 から第 15 の障害が挙げられている。

第 13 の障害は、証券上の利権 (interests) を取り扱う EU 全体のフレームワークの欠如によるもので、市場慣行の発達に法の整備が追いついておらず、国によって証券移転のファイナリティの取扱いが異なる等、クロス・ボーダー取引上のリスクが存在することから、法改正を行う必要があるとする<sup>29</sup>。

第 14 の障害は、金融取引におけるバイラテラル・ネットィング (bilateral netting)<sup>30</sup> の法律上の取扱いに関する各国の相違によるもので、国によって、法制度上当然の特徴であったり、限られた目的のための特別な法制であったりするため、ネットィングを行う前に、取引の性質を詳細に調査しなければならないことから、これに係るすべての法的不確実性を取り除く必要があるとする<sup>31</sup>。

第 15 の障害は、国際私法の適用の不統一によるもので、国によって、証券の所有権と

---

法に関する条約」(本篇において「ユニドロア証券実質法条約」という) 1 条 d 号において、「営業その他の通常の活動の一環として、他の者のためにまたは他の者および自己のために、証券口座を管理し、その権限に基づいて行為する者」と定義されていることに合わせて、本篇では、「口座管理機関」と記載している。See the Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary art. 1, para. 1(c), July 5, 2006, 46 I.L.M. 649 (2007) [hereinafter Hague Securities Convention]; UNIDROIT Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities art. 1(d), Oct. 9, 2009 [hereinafter Geneva Securities Convention], available at <http://www.unidroit.org/english/conventions/2009intermediatedsecurities/convention.pdf>.

<sup>27</sup> *First Giovannini Report, supra note 5, at 51.*

<sup>28</sup> *Id. at 51-52.*

<sup>29</sup> *Id. at 55-57.*

<sup>30</sup> 中島・宿輪・前掲注 22・45 頁によると、バイラテラル・ネットィングとは、2 当事者が相対で行うネットィングであり、自分と取引相手との 1 対 1 の関係における一定期間の債権・債務を相殺する形で、差額の決済が行われるとされる。

<sup>31</sup> *First Giovannini Report, supra note 5, at 57.*

権利 (entitlement) を区別する取扱いであったり、基礎をなす証券の所有権を権利と同一視する取扱いであったりするため、矛盾が生じており、この問題は法制によってのみ解決することができるとする<sup>32</sup>。その方法として、PRIMA (the Place of the Relevant Intermediary Approach)<sup>33</sup>の採用を挙げ、EU 決済ファイナリティ指令<sup>34</sup> (ただし、中央銀行および決済システムに担保として提供される証券にのみ適用)、EU 担保指令案<sup>35</sup> (た

---

<sup>32</sup> *Id.*

<sup>33</sup> PRIMA とは、投資者が口座管理機関により管理される自らの口座の所在地または自らの口座を管理する口座管理機関の所在地法を準拠法とする手法であり、ハーグ証券準拠法条約の検討に際して、証券の所在地法や証券の発行者の所在地法を準拠法とする伝統的手法 (これを “the look-through approach” という) は、間接保有システムとしては、所在地は不明確となるため、PRIMA を採用すれば、所在地が特定され適当であるとされていたものである。See ROY GOODE, HIDEKI KANDA, KARL KREUZER & CHRISTOPHE BERNASCONI, EXPLANATORY REPORT ON THE HAGUE CONVENTION ON THE LAW APPLICABLE TO CERTAIN RIGHTS IN RESPECT OF SECURITIES HELD WITH AN INTERMEDIARY 17-20 (Hague Conf. on Private Int'l Law 2005). 早川吉尚「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 6-7 頁 (2002)、神田秀樹「投資証券の国際的取引」江頭憲治郎・増井良啓編『融ける境 超える法 3 市場と組織』83-89 頁 (東京大学出版会、2005) 参照。

<sup>34</sup> EU 決済ファイナリティ指令は、支払・証券決済システムの参加者に係るシステムミック・リスク (systemic risk)、特に当該システムの参加者の倒産に係るリスクを減少させる目的で 1998 年 5 月に採択されたもので、正式には 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, 1998 O.J. (L 166) 45 [hereinafter Settlement Finality Directive], available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:1998:166:0045:0050:EN:PDF>. なお、システムミック・リスクとは、中島・宿輪・前掲注 22・38-39 頁によると、ある市場参加者が予定どおりに資金・証券の決済を行えないことにより、その取引相手が決済を行うことができず、またその先の取引相手の決済ができないといった形で、決済の不履行が連鎖的に広がり、それが証券決済システムや市場全体の混乱に波及するリスクとされる。

<sup>35</sup> EU 担保指令案は、その後 EU 金融担保指令として、担保に係る証券および現金に関する規定を通して金融取引中の信用リスクを制限する EU の法的枠組みを創設する目的で 2002 年 6 月に採択されており、正式には Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on Financial Collateral Arrangements, 2002 O.J. (L 168) 43 [hereinafter Financial Collateral Directive], available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2002:168:0043:0050:EN:PDF>.

なお、同指令は EU 決済ファイナリティ指令とともに、2009 年 5 月に、夜間取引に関する EU 決済ファイナリティ指令上の保護、両指令の保護領域の拡大、およびその他多くの簡易化・明確化の実現を図る Directive 2009/44/EC of the European Parliament and of the Council of 6 May 2009 Amending Directive 98/26/EC on Settlement Finality in

だし、担保に提供される証券にのみ適用)、およびハーグ証券準拠法条約案(条約参加国すべてに適用)の中心となっているとしている<sup>36</sup>。この解決方法は、まず、(口座が存在し、システムまたは口座管理機関に対する権利が証券であるといった)多様な法的擬制が基本となり、次に、証券が特定の場所にあると仮定する法域だけでなく、別の場所に移動とする法域にも効果を持ち、さらに、専門家の調査を踏まえて多くの改正を行う必要があるものの、EUの15の法制度(当時の加盟国は15カ国)すべてに適応性を持つものになるとする<sup>37</sup>。

## 第2項 第1次ジョヴァンニーニ報告に対する関係者の評価

第1次ジョヴァンニーニ報告を受けて、欧州委員会は、2002年5月に、清算および決済に関する協議(consultation)を行っており<sup>38</sup>、第1次ジョヴァンニーニ報告に対する評価も、同年12月に公表されたその回答の分析結果報告において示されている<sup>39</sup>。当該回答は、主に公的機関および金融機関等の関係者からなされており、第1次ジョヴァンニーニ報告において定義された障害のリストを評価している。

まず、障害除去の優先順位に関しては、回答の大半が、障害2(国ごとに清算・決済システムの利用を義務付ける各国の規制)、障害5(清算・決済システムに対する国外からのアクセスに関する実務上の障害)、および障害9(証券の預託・登録先に対する各国の規制)の除去を優先すべきとしている<sup>40</sup>。

個別の障害に関しては、概略次の回答等がなされている。

障害1(情報技術およびインターフェイスに関する各国の相違)では、民間部門を取組み主体とする回答、障害2(国ごとに清算・決済システムの利用を義務付ける各国の規制)では、欧州委員会を取組み主体とする回答(多くの回答は障害9とも関係するとする)、障害3(コーポレート・アクション、実質所有者の権利およびカストディに関する各国ルール)では、市場主導でルールを調整する意見と各国当局の協調により調整する意

---

Payment and Securities Settlement Systems and Directive 2002/47/EC on Financial Collateral Arrangements as Regards Linked Systems and Credit Claims (Text with EEA relevance), 2009 O.J. (L 146) 37, available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:146:0037:0043:EN:PDF> により改正されている。

<sup>36</sup> *First Giovannini Report*, supra note 5, at 58.

<sup>37</sup> *Id.* at 58-59.

<sup>38</sup> *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament: Clearing and Settlement in the European Union. Main Policy Issues and Future Challenges*, COM (2002) 257 final (May 28, 2002), available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2002:0257:FIN:EN:PDF>.

<sup>39</sup> *Commission Communication on Clearing and Settlement-Summary of Responses* (Dec. 18, 2002), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/2002-consultation/responses\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/2002-consultation/responses_en.pdf).

<sup>40</sup> *Id.* at 3.

見、障害 4（日中の決済ファイナリティの欠如）では、各国システム自身の実行によるとする回答、障害 5（清算・決済システムに対する国外からのアクセスに関する実務上の障害）では、多くの回答が当該障害はほとんど存在しないとの意見、障害 6（決済期間に関する各国の相違）および障害 7（稼働時間および決済の締切時間に関する各国の相違）では、一致した決済期間の実現は、稼働時間・締切時間を統一することが関係するとの指摘、障害 8（証券発行慣行に関する各国の相違）では、加盟国における清算・決済だけでなく税制・法制が関係するとの指摘、障害 9（証券の預託・登録先に対する各国の規制）では、国内システムの利用を求める参加者には効率的であっても、発行者に不要な制限を課す法律は廃止すべきとの要望、ならびに障害 10（プライマリー・ディーラーおよびマーケット・メーカーの活動に対する各国の規制）では、清算・決済だけの問題でなく市場の問題という意見があるが、この障害に言及する者は各国当局による除去に協力すべきとの回答がなされている<sup>41</sup>。

税制上の障害（障害 11 および障害 12）に関しては、納税手続の相違はクロス・ボーダーの活動に深刻な影響があるとの報告に同意する意見が多いが、税制の調和は短期間では非現実的であるため、処理方法の調和と共通ルールの確立を図るべきとの意見がなされている<sup>42</sup>。

法的障害（障害 13 から障害 15）に関しては、まず、ハーグ証券準拠法条約の採択について、重要な前進としながらも、回答の大半（59%）は、清算、決済、カストディまたは登録の詳細な機能を取り扱っておらず、それだけでは不十分であるとしている<sup>43</sup>。次に、EU 内の証券の法的取扱いを統一する「証券法」の要否等について、必要かつ望ましい（23%）、望ましいが非現実的（21%）、困難であるが必要（25%）、不要（8%）、および無回答（23%）となっており、必要とする意見が多く、ユニドロアにより実施される可能性がある、調和を実現する努力に協力すべきとする一方、困難であるとする意見も多く、国内法に与える影響が広範囲であるため、加盟国間の高レベルの政治的合意が必要であるとしているほか、取り組む前に調査を求める意見や、今から始めても膨大な時間を要するとの意見、そして、欧州委員会はまず優先度の高い問題から取り組むべきといった意見等が提出されている<sup>44</sup>。

## 第 2 節 第 2 次ジョヴァンニーニ報告

### 第 1 項 15 の障害を除去するスケジュールとその取組責任者の提示

2003 年 4 月に公表された第 2 次ジョヴァンニーニ報告においては、第 1 次ジョヴァンニーニ報告において明らかにされた 15 の障害の除去に必要な行動を確認し、当該行動の適切な取組責任者を明らかにしたうえで、障害を除去する順番に配列した、積極的かつ実

---

<sup>41</sup> *Id.* at 3-4.

<sup>42</sup> *Id.* at 4-5.

<sup>43</sup> *Id.* at 5-6.

<sup>44</sup> *Id.* at 6-7.

現可能性のあるスケジュールを提示している（表 2 参照）<sup>45</sup>。

表 2 統合された EU の清算・決済環境に対する障害を除去するための行動、当事者および期限の概要

障 害	必要な行動	取組責任者	期 限
障害 7	稼働時間および決済の締切時間の統一	ECSDA がリーダーシップをとり、ESCB-CESR と緊密に協力	2 年以内
障害 1	EU 全体のプロトコルによる清算・決済機関が利用する情報技術およびインターフェイスの各国の相違の撤廃	SWIFT がプロトコルの定義を行い、欧州システムにおいて、迅速に採用	同上
障害 4	EU 内の決済システム間のすべてのリンクにおける日中決済ファイナリティの確保	ECSDA が必要な方法を調整し、ESCB-CESR と密接に協力	2 年 3 カ月以内
障害 6	EU 内のすべてのシステムにおける決済期間の統一	統一に要するコストと障害を維持する場合の追加コストとの比較について更なる調査が必要	同上
障害 3	コーポレート・アクション、実質所有者の権利およびカस्टディに関する各国ルールの一貫	ローカル・エージェントである銀行は、ECSA および ECSDA を通して民間部門を調整し、各国政府は、EU 理事会を通して調整	同上
障害 8	証券発行慣行における各国の相違の撤廃	IPMA と ANNA が期限までに案を作成	同上
障害 11	国内・国外の別なく、口座管理機関の活動を保障する、EU 内のすべての口座管理機関に対する加盟国すべての源泉徴収義務者のサービスの許可	各国政府が EU 理事会を通して調整	同上
障害 12	国内・国外の別なく、投資者の活動を保障する、国内決済システムを通しての証券取引税の徴収を義務付ける規定の廃止	同上	同上
障害 13、14、15	ネットィングの法的不確実性や国際私法の不公平な適用の大半を除去する EU 担保指令を、加盟国は 2003 年 12 月 27 日までに実施、さらに、口座管理機関を利用して保有される証券の所有権は当該口座管機関の口座に基づくものとする EU 中の法的フレームワークが必要	各国政府が EU Securities Account Certainty project に合意し、当該プロジェクトの目的は見直された達成目標の提案にあり、そのために適切な資源を利用し、当該課題を 3 年以内に達成	3 年以内
障害 2、9	EU 内の清算・決済環境を市場主導で統一するために必要な前提	各国政府は、欧州委員会の提案する新しい投資サービス	同上

<sup>45</sup> *Second Giovannini Report, supra note 6, at 4.*

障 害	必要な行動	取組責任者	期 限
	条件としての、清算・決済システムの所在地、および証券の預託・登録先に関する各国の規制の廃止	指令における清算・決済システムの所在地に関する原則を採用し、証券の預託・登録先に関する規制を廃止するために調整	
障害 5	平等な立場を保障するための、自国の清算・決済システムに対する国外からのアクセスに関する実務上の障害の除去	各国政府は、EU 中の国外からのアクセスの保障に必要な一連の条件を用意、当該条件は ESCB/CESR の規定に従って作成	同上
障害 10	プライマリー・ディーラーおよびマーケット・メーカーの活動に対する規制の廃止	各国政府は EU 理事会を通して調整	同上

(注) 取組責任者のうち略称で記載されたものの正式名称は、次のとおりである(掲載順)。

ECSDA (European Central Securities Depositories Association) : 欧州 CSD 協会

ESCB-CESR (European System of Central Banks-Committee of European Securities Regulators) : 欧州中央銀行制度および欧州証券監督者委員会

SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication) : 国際銀行間通信協会

ECSA (European Credit Sector Association) : 欧州クレジットセクター協会

IPMA (International Primary Market Association) : 国際発行市場協会

ANNA (Association of National Numbering Agencies) : 国際コード付番協会

(出典)「第2次ジョヴァンニーニ報告」49-51頁(2003)。

表中、前半 11 の障害(技術的要因・市場慣行に関する障害 1、3、4、6、7 および 8、税制に関する障害 11 および 12、ならびに法的確実性に関する障害 13、14 および 15)の除去については、民間部門、政府および公的部門(ESCB および CESR 等)の調整を必要とするが、後半 4 つの障害(清算・決済システムの所在地および証券の預託・登録先に関する制限に係る障害 2、5、9 および 10)の除去については、国内法というよりは市場ルールであるものの、主として政府が責任を持つことになるとしている<sup>46</sup>。

また、15 の障害すべてを除去する期限を 3 年以内としているが、これは、リスボン欧州理事会(Lisbon European Council)が設定した金融サービス行動計画(Financial Service Action Plan、FSAP)の完全実施期限に可能な限り近づけたものとしている<sup>47</sup>。

なお、ここで初めて、障害 13 から障害 15 までの取組責任者として、本稿で取り扱う EU Legal Certainty Group へと連なる EU Securities Account Certainty project の設置について提案されており、以下その内容について触れることとする。

<sup>46</sup> *Id.* at 18.

<sup>47</sup> *Id.* at 20-21. なお、*FSAP Evaluation Part I :Process and Implementation*, at 7 (Jan. 24, 2007), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/actionplan/index/070124\\_part1\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/070124_part1_en.pdf) によると、2000 年 3 月のリスボン欧州理事会において、金融サービス行動計画の実施期限は 2005 年までになったとされている。

2002年6月に採択されたEU金融担保指令に基づいて、EU加盟国は、2003年12月27日までに、代替、追加担保およびクローズアウト・ネットィング（close-out netting）を承認することにより<sup>48</sup>、一定の倒産の影響から担保を保護するとともに（障害14に關係）、担保として用いる振替決済証券（book-entry securities）<sup>49</sup>の準拠法として、關係する口座の所在地法を適用する法的確実性を創設しなければならず（障害15に關係）<sup>50</sup>、また、その後には予定されているハーグ証券準拠法条約は担保取引以外の取引に広く適用されるルールを用意することになっているが、これらによっても障害13（EU全体のフレームワークの欠如）を除去することはできず、実質法の現代化が必要になるとしている<sup>51</sup>。

障害13に係る法的不確実性には、例えば、下位層の保有者およびその債権者のために上位層の口座管理機関が差止命令を受けやすいという階層の問題、証券について券面を義務付ける国がある一方で券面を禁止する国もある問題、国によって有価証券の定義が異なる問題、およびクロス・ボーダーの状況における証券の保有者（典型的には、担保権者）が取り扱わなければならない法的多様性に関する多くの問題が含まれており、その解決方法は、証券に係る実質法の現代化、すなわち、証券の所有権の取扱いに関するEU全体のフレームワークの創設ということになるが、それは、現代の証券市場の現実を踏まえると、口座管理機関を利用して保有される証券の所有権を確定するものは当該口座管理機関の口座であるとするEU中の法的フレームワークを意味するとしている<sup>52</sup>。

そのうえで、EU Securities Account Certainty projectにより見直される達成目標において対象となる主なものは、①投資者が所有する権利（口座管理機関が開設する口座を通して証券を保有する投資者の権利の範囲と正確な性質の明確化）、②口座管理機関の倒産に対する保護（口座管理機関の債権者または口座管理機関自身による投資者の資産の利用禁止）、③取引可能性（關係する口座の減額記録または増額記録による取引の発生、増額記録に基づく善意取得）、④取得者の保護（關係する口座に記録された者の指図による競合する利権間の優先権の決定）、⑤投資者の保護（残高不足の回避および残高不足が生じた場合の取扱いに対する、証券口座の適切な保護メカニズムの用意）であり、各国政府は、同プロジェクトを政策的に支援し、中心となる人材を提供するとともに、同プロジェクトに対して、達成目標に係る詳細な提案の作成、産業界、公的部門および学界の専門家・非専門家

---

<sup>48</sup> See Financial Collateral Directive, *supra* note 35, arts. 7-8, 11. なお、中島・宿輪・前掲注22・46頁によると、クローズアウト・ネットィングとは、倒産など異常な事態が発生した場合に発動されるネットィングであり、具体的には、一定の事由が生じた場合に、契約を終了させ、契約中のグロス・ベースの多数の債権・債務を1つの残額の債権・債務に置き換え、この弁済期が到来したのものとして、残額債権・債務の受渡しのみを行う方法であるとされる。

<sup>49</sup> これに関するものとして、COMMITTEE ON PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEMS, *supra* note 3, at 10において、book-entry systemは、書面または証書の物理的移動なしに、権利の移転（例えば、証券の電磁的移転）を認める口座振替制度と定義されている。

<sup>50</sup> See Financial Collateral Directive, *supra* note 35, arts. 7-9.

<sup>51</sup> *Second Giovannini Report*, *supra* note 6, at 12-14.

<sup>52</sup> *Id.* at 14-15.

双方の意見に支えられる作業の保障、EU 加盟国内の法制化に際しての選択肢の調査および拡充、ならびに EU における国内外でのプロジェクトの説明および情宣を命ずることになるとしている<sup>53</sup>。

## 第 2 項 第 2 次ジョヴァンニーニ報告を受けた欧州委員会の対応

第 2 次ジョヴァンニーニ報告を受けて、欧州委員会は、2004 年 4 月に、改めて清算および決済に関する協議を開始した<sup>54</sup>。当該協議では、①民間部門が単独または協調して、責任を持ってすべてのジョヴァンニーニ・バリア（ジョヴァンニーニ報告が明らかにした障害）に取り組むために、助言・監督するとともに、すべての統合および自由化のプロジェクトを推進するためのグループの設置、②関係するジョヴァンニーニ・バリアを市場主導で除去するために、ラムファルシー・プロセス（Lamfalussy process）<sup>55</sup>に従い一般原則のみを提供する清算・決済に関する枠組み指令（Framework Directive）の提案、③法律および税制面での統合上の障害について、その状況を評価し、必要に応じて、国内法または各国の手続を調和させる方法を提案する専門家グループの設置、ならびに④各国規制当局とともに、アクセスの不公平な拒否、または過度のもしくは差別的価格設定等の反競争行動を取り締まり、必要に応じて、独占的地位や産業界の統合を監視することによる競争法の効果的実施の保証について、欧州委員会が対応する予定であることが示されている<sup>56</sup>。

このうち、①の助言・監督を行うグループおよび③の法律・税制の専門家グループの設置は優先して対応するとしており<sup>57</sup>、その結果、2004 年 7 月に、①に対応する CESAME

---

<sup>53</sup> *Id.* at 15-18.

<sup>54</sup> *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament: Clearing and Settlement in the European Union - The Way Forward*, COM (2004) 312 final (Apr. 28, 2004) [hereinafter *Commission Communication on Clearing and Settlement*], available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2004:0312:FIN:EN:PDF>.

<sup>55</sup> ラムファルシー・プロセスとは、2001 年 2 月に公表された欧州証券市場規制に関する賢人委員会報告（ラムファルシー・レポート）において示された欧州証券市場に対する 4 段階の規制改革方法で、第 1 段階（Level 1）では、枠組みとなる原則を内容とする指令または規則を決定、第 2 段階（Level 2）では、欧州証券委員会および欧州証券監督者委員会を設置し、第 1 段階における枠組みを実行する内容の詳細を決定、第 3 段階（Level 3）では、実行内容を改善するために監督者間で密接に協力、第 4 段階（Level 4）では、加盟国の遵守を監視し、違反の法的措置を行うことで、共同体ルールの実施を確保するというものである。See *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, at 19-42 (Feb. 15, 2001), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf).

<sup>56</sup> *Commission Communication on Clearing and Settlement supra* note 54, at 11-12.

<sup>57</sup> *Id.* at 12.

Group (Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Expert Group)<sup>58</sup>、2005年1月に、③の法律面に対応する Legal Certainty Group<sup>59</sup>、そして2005年4月に、③の税制面に対応する FISCO Group (Fiscal Compliance Group)<sup>60</sup>がそれぞれ設置されている。2005年3月に、前述の清算および決済に関する協議に対する結果が公表されており、これらのグループに関しては、金融機関、清算・決済機関、規制当局等からの82件の回答中、CESAME Group および Legal Certainty Group は全面的な支持を得ており、FISCO Group は、税制の問題は加盟国の責任であるとする加盟国規制当局2件の反対を除き賛成するという結果になっている<sup>61</sup>。

### 第3章 Legal Certainty Group の勧告

#### 第1節 欧州委員会より与えられた Legal Certainty Group の検討課題

前章においてみたとおり、第2次ジョヴァンニニ報告では、EU Securities Account Certainty project は、3つの法律上の障害、すなわち、障害13（証券上の利権を取り扱うEU全体のフレームワークの欠如）、障害14（金融取引におけるバイラテラル・ネットィ

---

<sup>58</sup> CESAME Group は、EUにおける清算・決済システムの統合を進めるために、欧州委員会に対する助言・支援を目的とし、清算・決済機関を含む主要な民間部門のハイレベルの代表を構成メンバーとしている。See European Commission Press Release IP/04/935, Financial Services: Commission Sets Up Expert Group on Clearing and Settlement (July 16, 2004), available at <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/04/935&format=PDF&aged=1&language=EN&guiLanguage=en>.

<sup>59</sup> Legal Certainty Group は、EUの証券に係る清算・決済システムの統一に関する法的不確実性の問題の分析と、欧州委員会に対する助言を目的とし、学界、民間および公的部門の、代表者でなく個人の資格で参加する法律専門家をメンバーとしており、本篇の主たる検討対象である。See European Commission Press Release IP/05/123, Financial Services: Commission Sets Up Expert Group on Legal Certainty Issues in Clearing and Settlement (Feb. 1, 2005), available at <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/05/123&format=PDF&aged=0&language=en&guiLanguage=en>.

<sup>60</sup> FISCO Group は、EU内のクロス・ボーダーの証券取引の清算・決済に対する税制上の障害の除去についての助言を目的とし、銀行、清算・決済機関等の民間部門の専門家をメンバーとしている。See European Commission Press Release IP/05/434, Clearing and Settlement: First Meeting of Commission Expert Group on Fiscal Compliance Issues (Apr. 15, 2005), available at <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/05/434&format=PDF&aged=1&language=EN&guiLanguage=en>.

<sup>61</sup> *Communication on Clearing and Settlement in the European Union - The Way Forward. Summary of the Responses*, at 24 (Mar. 21, 2005), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/2004-consultation/reponses\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/2004-consultation/reponses_en.pdf).

ングの法律上の取扱いにおける各国の相違) および障害 15 (国際私法の適用の不統一) の取組責任者とされていた。しかし、Legal Certainty Group に対して欧州委員会が発した検討指示 (mandate) では、2004 年の欧州委員会協議文書の中で提起された問題、すなわち、口座管理機関によって保有される証券の利権 (interests) の取扱いに関する EU 全体のフレームワークの欠如 (障害 13)、購入者が証券の所有者とみなされる時点の決定に係る不一致のようなコーポレート・アクション手続に関する国内法上の規定の相違 (障害 3)、発行者が自らの証券の預託・登録先を選択する資格に関する制限 (障害 9)、ジョヴァンニニ報告で明らかにされた法律上の問題、および CESAME のメンバーが指摘する関連しかつ具体的な特定の問題についての詳細な法的検討のほか、検討の結果確認された法的不確実性の問題に対する解決策の提案、および要請あり次第、特定の技術的問題に関して欧州委員会に助言することによる非公式の支援を、Legal Certainty Group の取り組む課題としている<sup>62</sup>。

障害 3 および障害 9 が課題に追加され、逆に障害 14 および障害 15 が課題から除外されたのは、2004 年の欧州委員会協議文書において、障害 3 については、購入者が所有者とみなされる時点は加盟国の国内法が規定しており、障害 9 については、特定の市場への上場と国内 CSD の利用を関連づける国内法、または会社法のいずれかに、証券の預託・登録先に関する制限の根拠があるとしているのに対し<sup>63</sup>、障害 14 については、金融担保指令の実施によりクローズアウト・ネットィングが認められており、他方、障害 15 については、決済ファイナリティ指令および金融担保指令では PRIMA が貫徹されているが、ハーグ証券準拠法条約においては、口座管理契約上の合意により口座管理機関が事務所を有する国の法律を準拠法とする (当該事務所は必ずしも PRIMA に即した自らの口座の所在地とは限らない) こととされたため<sup>64</sup>、当該条約を実施するには、EU が当該条約に署名・

---

<sup>62</sup> *Mandate for the Legal Certainty Group*, at 1-2 (Jan. 2005), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/certainty/mandate\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/mandate_en.pdf); see also *Commission Communication on Clearing and Settlement*, *supra* note 53, at 22-26.

<sup>63</sup> *Id.* at 25.

<sup>64</sup> See Hague Securities Convention, *supra* note 26, art. 4, para. 1; Settlement Finality Directive, *supra* note 34, art. 9, para. 2; Financial Collateral Directive, *supra* note 35, art. 9, para. 1. PRIMA については、前掲注 33、かかる規定がなされた事情については、早川・前掲注 33・6 頁以下参照。また、EU 金融担保指令、アメリカの統一商事法典、およびハーグ証券準拠法条約草案における口座管理機関所在地決定の違いを論ずるものとして、北坂尚洋「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 及びハーグ条約草案のアプローチについて—」*阪大法学* 52 卷 3・4 号 351 頁以下 (2002)、2004 年および 2005 年当時の EU 域内のハーグ証券準拠法条約批准反対論の状況を紹介するものとして、久保田隆「バーゼル II 実施と Hague 条約批准・UNIDROIT 条約成立の課題」*比較法学* 39 卷 2 号 260-263 頁 (2006) 参照。

なお、ハーグ国際私法会議のウェブサイト (*Status Table 36: Convention of 5 July 2006 on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary*, HAGUE CONFERENCE ON PRIVATE INTERNATIONAL LAW, [http://www.hcch.net/index\\_](http://www.hcch.net/index_)

同意し、加盟国が批准する手続が必要であり、また、両指令との調整も必要となるため、他の重要な多くの法的障害に取り組みなくなると指摘していたことが関係している<sup>65</sup>。

## 第 2 節 Legal Certainty Group の第 1 次勧告

### 第 1 項 第 1 次勧告における取組み状況と採用した手法

2006 年 8 月に、Legal Certainty Group は最初の勧告文書（以下、本篇において「第 1 次勧告」という）を公表している<sup>66</sup>。

第 1 次勧告では、障害 13（口座管理機関によって保有される証券の利権の取扱いに関する EU 全体のフレームワークの欠如）を除去するために、証券口座の記帳（book entries）の法的効果に係る新しい法制の採用が必要であるとし、その原則や留意点を提言しているが、法制の形式（加盟国レベルの行動、共同体の法制または国際条約）についての提言はなされていない<sup>67</sup>。

他方、障害 3（コーポレート・アクション手続に関する国内法上の規定の相違）については、CESAME Group による業界団体の調査、および欧州委員会が提案する株主の議決権行使に関する指令<sup>68</sup>の最終形が明らかになるのを待つ必要があり、また、障害 9（発行者が自らの証券の預託・登録先を選択する資格に関する制限）については、新法制ではこれを廃止する必要があるが、特に市場の発達が急速であり、さらなる調査を要することから、これらの障害への対応は第 1 次勧告では示されていない<sup>69</sup>。なお、2008 年に、民間部門がジョ

---

en.php?act=conventions.status&cid=72 (last visited Sept. 24, 2013)) によると、2006 年 7 月のスイスおよびアメリカの署名、2008 年 9 月のモーリシャスの署名、2009 年 9 月のスイスの批准ならびに同年 10 月のモーリシャスの批准に留まっている（3 カ国ともハーグ国際私法会議の加盟国）。わが国では、平成 20 年（2008 年）2 月 13 日に、EU における検討の帰趨を見極めた上で適切と考えられる時期に批准すべき旨の法制審議会の答申がなされている（諮問第 57 号に関する審議結果報告、<http://www.moj.go.jp/content/000004990.pdf>）。

<sup>65</sup> *Commission Communication on Clearing and Settlement*, *supra* note 54, at 23-24.

<sup>66</sup> *EU Clearing and Settlement Legal Certainty Group Advice* (Aug. 11, 2006) [hereinafter *Advice*], available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/certainty/advice\\_final\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/advice_final_en.pdf).

<sup>67</sup> *Id.* at 1.

<sup>68</sup> 株主の議決権行使に関する指令は、その後、上場会社における株主の一定の権利に関する指令（本篇において「株主の権利指令」という）として、2007 年に採択されており、正式には Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the Exercise of Certain Rights of Shareholders in Listed Companies, 2007 O.J. (L 184) 17 [hereinafter *Shareholders' Rights Directive*], available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2007:184:0017:0024:EN:PDF>.

<sup>69</sup> *Advice*, *supra* note 66, at 1-2.

ヴァンニーニ・バリアに取り組むための助言・監督を行うCESAME Groupが15の障害の解消状況を総括した報告書によると、業界団体の活動として、銀行、CSD、発行者および証券取引所等の団体が設置したCorporate Actions Joint Working Group (CAJWG)や、Joint Working Group on General Meetings (JWGGM)、のほか、口座管理機関およびCSDを主な構成員として国レベルで設置されているMarket Implementation Groups (MIGs)があるとしている<sup>70</sup>。

Legal Certainty Group は、2005年から2006年にかけて、EU加盟25カ国（当時の加盟国数、2013年7月現在28カ国）、日本、スイス、およびアメリカの関係法令について、実質法のフレームワークの必要性に最も関係する7つの論点（範囲、記帳の法的効果、コーポレート・アクションおよび議決権、間接保有の承認、移転の時点、移転の条件、ならびに優先権）に関するアンケート調査を実施し<sup>71</sup>、加盟国間の取扱いの多様性を確認したうえで、学説上の解釈ではなく、ルールの実際の効果に焦点を当てる方法によって検討するとしているが、この方法はユニドロアにおいて提唱された機能的アプローチ (functional approach) <sup>72</sup>に概ね一致するものであるとしている<sup>73</sup>。

---

<sup>70</sup> *Cesame Report: The Work of the Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts' Group ("CESAME" Group): Solving the Industry Giovannini Barriers to Post-Trading within the EU*, at 35-38 (Nov. 28, 2008), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/cesame/cesame\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/cesame/cesame_report_en.pdf). その後、Corporate Actions Joint Working Group から、配当、株式交付、組織再編等のコーポレート・アクション手続の基準として MARKET STANDARDS FOR CORPORATE ACTIONS PROCESSING (2009), available at <http://www.afme.eu/document.aspx?id=3182> が公表されており、Joint Working Group on General Meetings からは株主総会手続の基準として、PRIVATE SECTOR RESPONSE TO THE GIOVANNINI REPORTS: BARRIER 3 - CORPORATE ACTIONS: MARKET STANDARDS FOR GENERAL MEETINGS (2010), available at [http://www.europeanissuers.eu/\\_mdb/spotlight/11en\\_GM\\_Market\\_Standards\\_Final\\_20100909.pdf](http://www.europeanissuers.eu/_mdb/spotlight/11en_GM_Market_Standards_Final_20100909.pdf) が公表されている。

<sup>71</sup> 当該調査結果は、*EU Clearing and Settlement Legal Certainty Group Questionnaire Horizontal Answers* (Apr. 24, 2006) [hereinafter *Comparative Survey*], available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/certainty/background/comparative\\_survey\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/background/comparative_survey_en.pdf); Japanese Law: Responses to the Legal Certainty Group Questionnaire from Prof. Hideki Kanda, University of Tokyo (Jan. 5, 2006), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/certainty/japanese\\_law\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/japanese_law_en.pdf); Swiss Law: Letter on Draft Federal Act on Custody and Transfer of Securities Held with an Intermediary (Jan. 25, 2006), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/certainty/swiss\\_law\\_letter\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/swiss_law_letter_en.pdf); US Law: Responses to the Legal Certainty Group Questionnaire from Federal Reserve Bank of New York (Mar. 6, 2006), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/certainty/us\\_law\\_responses\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/us_law_responses_en.pdf) として公表されている。

<sup>72</sup> ユニドロアの機能的アプローチとは、異なる法制度の下で、異なる伝統や概念的なフレ

なお、今後提案される新法制は、①全加盟国の体制に共通する特徴に合うもの、②加盟国の国内法に最小限の調整を図る実質法の体制を成立させるもの、そして、③記帳上の権利 (book-entry rights) を新しい法律上の資産とするものが挙げられるが、①は十分な効果が得られそうにないこと、③は EU 証券市場の発展に合わせて将来検討すべきものであることから、②を選択するとしている<sup>74</sup>。

## 第 2 項 第 1 次勧告における新法制の基本原則

第 1 次勧告では、将来の法制の基本原則を提示する上で、一般的な将来の基本用語として、口座名義人 (account holder、発行者および口座の運営者 (CSD が典型) を除く階層中のすべての者)、口座提供者 (account provider、最終の口座名義人 (通常、最終投資者) を除く階層中のすべての者)、および記帳上の権利 (book-entry rights、記帳により権利が移転し、権利が生ずるとみなす法的概念) を挙げている<sup>75</sup>。

新法制の基本原則としては、第一に、記帳が口座名義人の権利の源泉となることであり、口座名義人による直接保有、集合しての保有または個別の口座による保有といった証券保有に関する市場の慣行を禁じたり、妨げたりするものでなく、現状の財産法または会社法に代わるものでもないが、財産法や会社法が記帳の法的効果を認める新法制の意図と矛盾する場合、これらを一致させる必要があるとする<sup>76</sup>。

第二に、記帳上の権利とは、①権利の処分、担保提供、権利の制限、または口座の閉鎖を含む口座の変更を行うための口座提供者への指図、②発行条件、発行に関する準拠法、

---

ームワークから容易に混同が生じることから、ユニドロアが採用したもので、例えば、「財産」や「財産権」といった言葉は避け、代わりに「第三者に対する効果」といったより総称的な言葉を用いる等、できるだけ中立的な用語を用いて結果に着目したルール化を行うものとされている。See HIDEKI KANDA, CHARLES MOONEY, LUC THÉVENOZ, STÉPHANE BÉRAUD & ASSISTED BY THOMAS KEIJSER, OFFICIAL COMMENTARY ON THE UNIDROIT CONVENTION ON SUBSTANTIVE RULES FOR INTERMEDIATED SECURITIES 5 (2012).

このほか、ユニドロア証券実質法条約における機能的アプローチを説明するものとして、Luc Thévenoz, *Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonization of Commercial Law*, 13 STAN. J.L.BUS. & FIN. 384, 411-417 (2008); 神田秀樹「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」黒沼悦郎・藤田友敬編『江頭憲治郎先生還暦記念 企業法の理論 (下巻)』574 頁 (商事法務、2007)、証券取引法研究会編『証券取引法研究会研究記録 第 17 号 間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況』8 頁 (日本証券経済研究所、2007) および神田秀樹「振替証券法制に関する若干の課題」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制の現代的課題』368-369 頁 (日本証券経済研究所、2010) 参照。

<sup>73</sup> *Advice, supra* note 66, at 2-3.

<sup>74</sup> *Id.* at 4.

<sup>75</sup> *Id.*

<sup>76</sup> *Id.* at 5.

および口座提供者の準拠法が規定する範囲で、証書の交付その他の方法による証券の返還または口座提供者へのその指図、③議決権、配当等の受領、増資・公開買付けの機会その他のコーポレート・アクションの引受け等、記帳された証券に関する口座名義人の権利行使に係る口座提供者への指図、および④議決権その他の会社に対する権利行使に係る会社情報の口座提供者からの受領であり、記帳上の権利は、口座提供者の帳簿に増額記録（credit entry）されたときに口座名義人に付与され、減額記録（debit entry）によって付与されなくなるとする<sup>77</sup>。

第三に、記帳上の権利は、法律が定める権利の場合または当事者が合意する場合を除き、口座提供者の債権者といった第三者の権利に優先するとする<sup>78</sup>。

第四に、口座名義人は、記帳されるべきでなかったことを知っていたか、または知るべきであった場合を除き、口座提供者および第三者への対抗要件を記帳に依存しており、新法制が定める適用基準の範囲でルールが必要であるとする<sup>79</sup>。

第五に、記帳上の権利は、自らの口座提供者に対してのみ主張することができ、それが実行されなかった場合に、その上位にある口座提供者に対して差押えを行うことは認められないとする<sup>80</sup>。

第六に、口座名義人自身の口座提供者の倒産は、記帳上の権利に影響せず、倒産した口座提供者の資産から隔離されるが、新法制では、口座提供者が保有する資産に著しい不足が生じている場合に口座名義人が分担するルールが必要であり、それは立法により実現されるとする<sup>81</sup>。

第七に、証券口座の記録は口座名義人の記帳上の権利の証明となるので、記帳が無効である場合、記帳上の権利は生じないが、新法制では、無効となるのは記録された時点なのかそれともその後の時点なのか、そして、無効は逆の記帳によりなされるのかそれとも当初の記録が法的に無効と取り扱われることによりなされるのかについてのルールが必要であり、また、無効が可能となる期間は立法により決定されるとする<sup>82</sup>。

第八に、加盟国は、口座提供者に対して、口座名義人のための記帳を行う前に、少なくとも口座名義人の証券の合計記録数に相当する数の証券を保有し、または、個別の口座を用いる場合、個々の口座名義人のために、上位層における十分な数の保有を義務付けることができるが、義務付けない場合、未補償または条件付の決済を認めることになり、単一市場に透明性を与えるため、その事実を口座名義人に明示する必要があるとする<sup>83</sup>。

第九に、記帳上の権利を保護するための口座提供者の最小限の義務として、①口座名義人の口座上の残高に見合う保有数の維持、②議決権その他の会社に対する権利行使に係る情報の口座名義人への通知、③階層を経由した、権利行使に関する口座名義人の情報・

---

<sup>77</sup> *Id.* at 5-6.

<sup>78</sup> *Id.* at 6.

<sup>79</sup> *Id.*

<sup>80</sup> *Id.*

<sup>81</sup> *Id.*

<sup>82</sup> *Id.*

<sup>83</sup> *Id.* at 7.

指図の通知、④（一定のまたは契約上の）口座に関する口座名義人の指図の遵守、⑤口座提供者倒産時の顧客の証券を保護するための自己分・顧客分の分別管理（金融商品市場指令<sup>84</sup>13条7項により一定の口座提供者には同様の義務がある）、⑥上位層に口座名義人の権利を補償する十分な資産がなく、契約ならびに責任の制限および免除に関するルールに従う場合の、資産の価値を補償しえなくなった不足資産の交換があるとする<sup>85</sup>。

第十に、記帳上の権利は、法の定め、口座管理契約または発行条件により生ずる口座名義人のあらゆるその他の権利に対しては、記帳上の権利と抵触しない限り、何ら影響しないとする<sup>86</sup>。

最後に、口座管理契約による制限に関しては、証券の処分・返還等に関する記帳上の権利（上記第二の①②）および残高に見合う保有数維持に関する口座提供者の義務（上記第九の①）は契約による変更は認められず、後者の義務の違反に対する責任は不足資産の交換（上記第九の⑥）により処理されるが、同じことを、権利行使に係る指図・情報の受領に関する記帳上の権利（上記第二の③④）および権利行使に係る通知に関する口座提供者の義務（上記第九の②③）についても言うべきかどうかについては、株主の議決権行使に関する指令案の最終的な内容をみて決定されるのに対し、これら以外の権利・義務は、口座提供者および口座名義人間の契約による変更・不適用が可能であり、特に不足資産の交換の義務（上記第九の⑥）は口座提供者に責任がある場合に限ることができるとする<sup>87</sup>。

### 第3節 Legal Certainty Group の第2次勧告

#### 第1項 記帳の法的効果に係る勧告

---

<sup>84</sup> 金融商品市場指令は、取引所その他の取引システムおよび投資会社による投資者の取引の執行を規制する包括的なフレームワークを提供する指令とするために、2004年4月に従来の投資サービス指令を改正し採択されたもので、MiFIDとも略称される。正式には Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on Markets in Financial Instruments Amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and Repealing Council Directive 93/22/EEC, 2004 O.J. (L 145) 1, available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:145:0001:0044:EN:PDF>. 同指令の概要につき、大橋善晃「EU 金融商品市場指令（MiFID）—動き出すEUの資本市場・投資サービスにかかわる基本法—」証券レビュー47巻11号40頁以下（2007）参照。

<sup>85</sup> *Advice, supra* note 66, at 7.

<sup>86</sup> *Id.*

<sup>87</sup> *Id.* at 7-8. なお、その後採択された株主の権利指令では、特段の規定は設けられず、前文において、投資者の指図に基づく議決権行使の有効性は口座管理機関の階層の機能に依存し、口座管理機関が議決権の行使を促進することが重要であり、欧州委員会勧告の方法でこの問題を考慮すべきとしているに留まっている。See Shareholders' Rights Directive, *supra* note 68, pmbl. para. 11.

Legal Certainty Group は、2008年8月に第2の勧告文書（以下、本篇において「第2次勧告」という）を公表し<sup>88</sup>、ジョヴァンニーニ報告が明らかにした障害13（記帳の法的効果）、障害3（コーポレート・アクション手続に関する国内法上の相違）、および障害9（証券の預託・登録先に対する制限）を除去するための15の勧告（Recommendations）を行っている。なお、ジョヴァンニーニ報告では、障害13は証券上の利権を取り扱うEU全体のフレームワークの欠如とされていたが、ここでは記帳の法的効果とされている。

この15の勧告は、第1次勧告で示された基本原則をベースに、将来のEU証券決済法制に対するより具体的な提案となっている。勧告1から勧告11は障害13に、勧告12から勧告14は障害3に、そして勧告15は障害9に対するものであり、本項では障害13に対するものである勧告1から勧告11までを取り上げる。

#### A. 勧告1—将来のEU法制の範囲

勧告1として、証券取引のクロス・ボーダー決済に係る法的確実性および効率性を確保するために、EUが、関係する局面ではEU内外にまで及ぶ、証券の、取得、処分および担保権設定に係る証券口座における記帳の法的効果を取り扱う法的措置を取ることを提言する<sup>89</sup>。

これまでのEU法制はその適用範囲に限界があり、指定された証券決済システム内の移転の指図は当該システムの参加者が倒産しても有効かつ取消し不能等とする決済ファイナリティ指令は非参加者には適用がなく<sup>90</sup>、公式の担保権設定手続の免除・担保権実行手続の簡略化等を行う金融担保指令が適用されるのは金融機関であり、自然人は含まれず<sup>91</sup>、単一免許（single passport）が与えられた投資会社にEU中の活動と高度の投資者保護を求める金融商品市場指令は、クロス・ボーダーの保有・決済システムの重要性を増大させており、この分野の調整された法的フレームワークをますます必要としているほか、他の加盟国に支店を有する信用機関（credit institutions）が倒産した際に本国の監督に服する原則を導入した銀行倒産指令<sup>92</sup>は、担保とネットティングに関する規定を有しているが、対

---

<sup>88</sup> Legal Certainty Group, *Second Advice of the Legal Certainty Group: Solutions to Legal Barriers Related to Post-Trading within the EU* (Aug. 2008) [hereinafter *Second Advice*], available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/certainty/2ndadvice\\_final\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/2ndadvice_final_en.pdf).

<sup>89</sup> *Id.* at 23.

<sup>90</sup> See Settlement Finality Directive, *supra* note 34, arts. 1, 3, 7.

<sup>91</sup> See Financial Collateral Directive, *supra* note 35, arts. 1, 3, 4, 5.

<sup>92</sup> 銀行倒産指令は、他の加盟国に支店を有する信用機関の倒産法として、2001年3月に採択されたもので、正式には 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, 2001 O.J. (L 125) 15, available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2001:125:0015:0023:EN:PDF>. 銀行倒産指令を紹介しヨーロッパ国際銀行倒産法の構造を解明するものとして、貝瀬幸雄「EUの金融機関国際倒産法制—比較法学

象は信用機関に限られているとする<sup>93</sup>。

また、近接する EU の活動には、Eurosystem（欧州中央銀行とユーロを通貨として採用する加盟国の中央銀行で構成）が進めている TARGET2-Securities<sup>94</sup>と、欧州中央銀行（European Central Bank、ECB）および証券監督者委員会（Committee of European Securities Regulators、CESR）の勧告（以下、本篇において「ECB-CESR Recommendations」という）<sup>95</sup>がある。TARGET2-Securities は、中央銀行マネーで証券

---

の観点から—」金融研究 25 巻法律特集号 97 頁以下（2006）参照。

<sup>93</sup> *Second Advice, supra note 88, at 24-26*

<sup>94</sup> TARGET2-Securities は、欧州市場における調整された DVP (Delivery versus Payment、資金証券同時決済) を提供し、リスクとコストの低減を実現するために、中央銀行マネーで資金決済を行う各中央銀行の資金口座のみならず、証券決済を行う各 CSD の証券口座をも包含する単一 IT プラットフォームである（ただし、CSD に代わるものではなく CSD の責任で証券口座が開設される）。2006 年から検討が開始されており、2013 年の稼働開始を予定していたが、2014 年 9 月に延期した後、さらに、関係者の準備を要するとして、2015 年 6 月に延期されている。See European Central Bank, *TARGET2-Securities Settling without Borders*, at 7, 15-21 (Nov. 2009), available at [http://www.ecb.de/paym/t2s/pdf/t2s\\_brochure.pdf?3f006e698d09212c41f5994efca5cb32](http://www.ecb.de/paym/t2s/pdf/t2s_brochure.pdf?3f006e698d09212c41f5994efca5cb32)（本文では、「TARGET2-Securities 説明書」と記述）；European Central Bank, Decision of the European Bank of 19 March 2009 on the Establishment of the TARGET2-Securities Programme Board (ECB/2009/6) (2009/338/EC), 2009 O.J. (L 102) 12, 14, available at [http://www.ecb.de/paym/t2s/pdf/en\\_decision\\_ecb\\_2009\\_6\\_on\\_t2s\\_programme\\_board\\_signed.pdf?fc0db57c26b69ebe161ef5cc159c7e2f](http://www.ecb.de/paym/t2s/pdf/en_decision_ecb_2009_6_on_t2s_programme_board_signed.pdf?fc0db57c26b69ebe161ef5cc159c7e2f); Press Release, T2S expected go live in June 2015, EUROPEAN CENTRAL BANK, [http://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/about/spotlight/html/t2s\\_spotlight\\_050.en.html](http://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/about/spotlight/html/t2s_spotlight_050.en.html) (last visited Sept. 27, 2013).

TARGET2-Securities を紹介するものとして、中島真志「欧州中央銀行の進める証券決済インフラ統合の動き—「ターゲット 2 証券プロジェクト」の概要について—」麗澤経済研究 16 巻 1 号 45 頁以下（2008）、中島・宿輪・前掲注 22・280 頁以下および佐藤信「欧州の新しい証券決済システム (T2S)」資本市場 280 号 20 頁以下（2008）、また、TARGET2-Securities の進捗状況等を紹介するものとして、柳原将男・山田光宏「ポスト T2S に向けた欧州証券決済インフラ動向—第 17 回 EUROPEAN CLEARING & SETTLEMENT 2010 参加報告—」金融情報システム 311 号 158 頁以下（2010）、小野伸和「欧州における大口資金決済システム (TARGET2) 及び証券決済システム (T2S) 構築の動きについて」金融 767 号 14 頁以下（2011）参照。

<sup>95</sup> ECB-CESR Recommendations は第 2 次勧告公表時点では検討中であったが、2009 年 6 月に確定したものが公表されている。*Recommendations for Securities Settlement Systems and Recommendations for Central Counterparties in the European Union* (May, 2009) [hereinafter *ECB-CESR Recommendations*], available at [http://www.ecb.int/pub/pdf/other/pr090623\\_escb-cesr\\_recommendationsen.pdf?b01c6e5134a668b6b7073b9c6a06f7c3](http://www.ecb.int/pub/pdf/other/pr090623_escb-cesr_recommendationsen.pdf?b01c6e5134a668b6b7073b9c6a06f7c3).

の決済を行う技術上のプラットフォームを CSD に提供するものであり、移転に係る法的確実性をもたらすものの、障害 13 にある実質法上の問題には影響せず、ECB-CESR Recommendations は、支払・決済システム委員会と証券監督者国際機構 (the Committee on Payment and Settlement Systems and the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions、CPSS-IOSCO) が 2001 年 11 月に公表した証券決済システムのための勧告および 2004 年 11 月に公表した清算機関のための勧告に対応して、EU における証券決済・清算システムの共通の基準を採用するためのものであるが、証券決済システムの責任ありかつ予測可能な運営は、法律、ルールおよび手続とそれらの運用に依存しているとする<sup>96</sup>。

次に、国際的な活動として、ユニドロア証券実質法条約草案とハーグ証券準拠法条約がある。ユニドロア証券実質法条約草案は、Legal Certainty Group が障害 13 で取り扱うもののほぼ 100%が含まれているが、大多数の国で批准のみならず国内法化するには数年を要するとし、ハーグ証券準拠法条約は、前述のとおり、決済ファイナリティ指令および金融担保指令との基準の違いがあるため<sup>97</sup>、第 2 次勧告では取り扱わないとする<sup>98</sup>。

なお、不確実性は法制と規制の隙間から生じるので、規制は将来の法制を補完することができることを明らかにする必要がある一方、実質法が規制を制限する範囲を明確にすることも困難であるので、状来の法制が規制機関の権限を制限するうえで個別の判断が必要であるとする<sup>99</sup>。

---

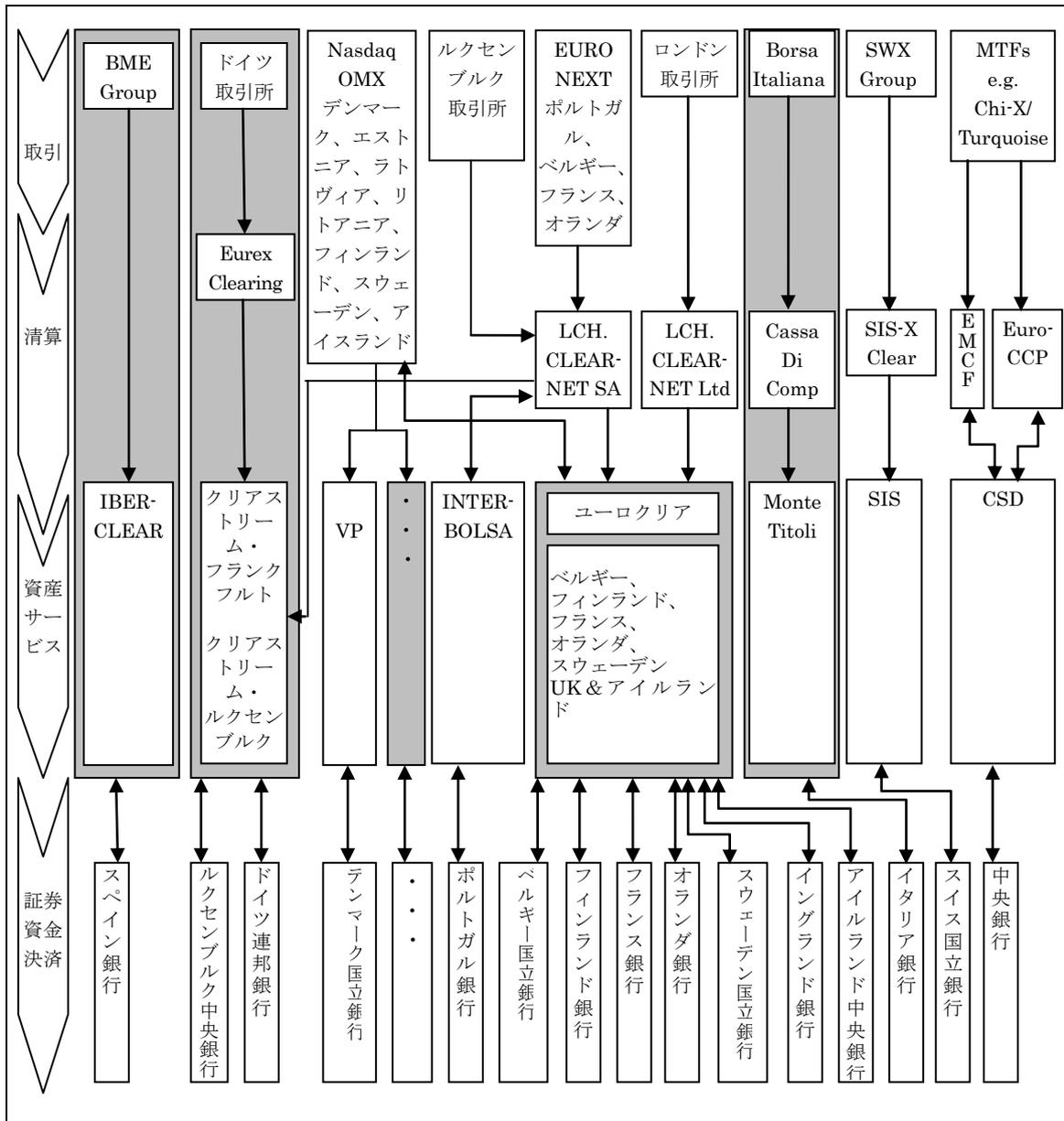
<sup>96</sup> *Second Advice, supra* note 88, at 26-27. See *ECB-CESR Recommendations, supra* note 95, at 23.

<sup>97</sup> 本章第 1 節および前掲注 64 参照。

<sup>98</sup> *Second Advice, supra* note 88, at 27-28.

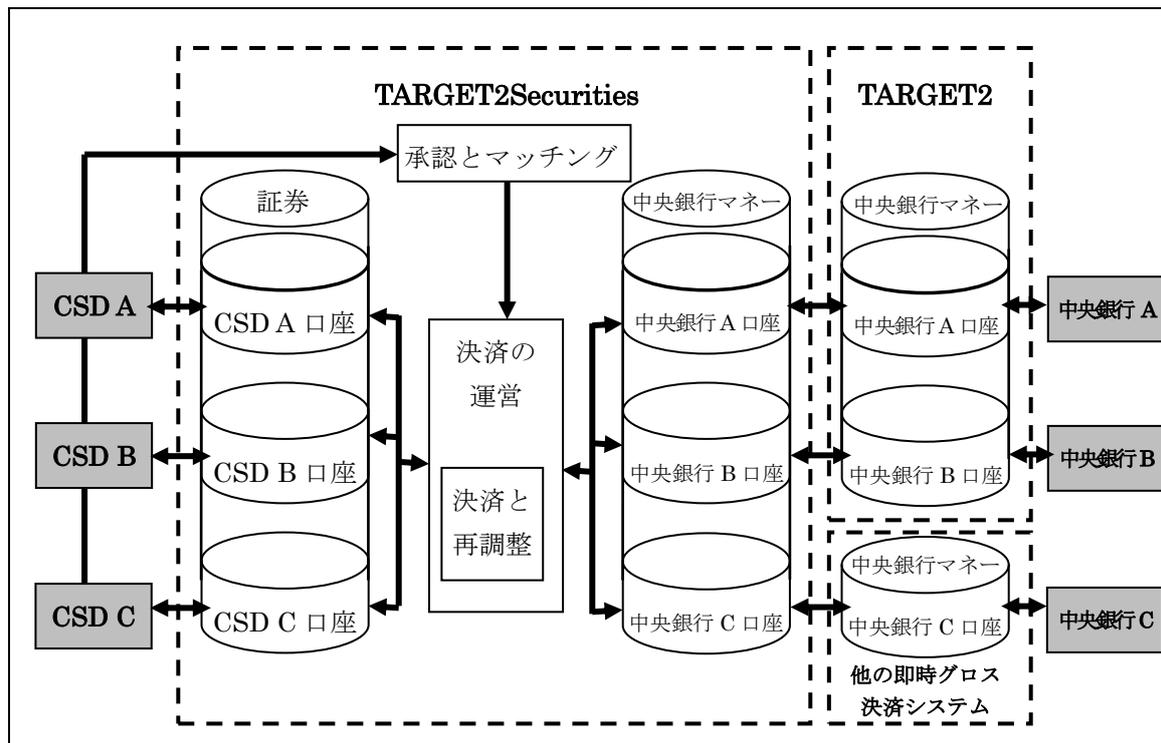
<sup>99</sup> *Id.* at 28-29.

図9 分断されている欧州の状況



(出典)「TARGET2-Securities 説明書」10-11 頁 (2009) 掲載の図をやや簡略化して作成。

図10 TARGET2-Securities と TARGET2 の統一モデル



(出典)「TARGET2-Securities 説明書」18 頁 (2009) を一部修正。

#### B. 勧告 2—中心となる要素および技術

勧告 2 として、今日の証券保有システムが口座名義人と口座提供者の関係および証券口座の記帳を通して運営されることを EU の法制は認識すべきであるが、このことは投資者と発行者の関係を損うものでないこと、そして、保有構造には一つまたは複数の口座提供者が含まれることを指摘する<sup>100</sup>。

一つの口座提供者からなる構造、または複数の口座提供者が階層をなす構造のいずれであっても、保有構造の中心は、口座名義人（投資者、顧客または依頼人）と口座提供者（銀行、ブローカー、中央銀行または CSD 等の口座管理機関またはカストディアン）の関係であるが、それは、証券の法的権利の所有者を決定する法的概念を損うことなく、具体的な証券保有構造に関係する点に注視することが重要であるとする<sup>101</sup>。

勧告で用いられる証券を、株式、債券、株式・債券に関する預託証券、または株式・債券の売買権を付与された証券といった現金以外の金融商品を広く含むものとしたうえで（金融商品市場指令 4 条 18 項で規定される「譲渡可能証券」(transferable securities)と同様の定義)、投資者が証券を直接保有する形態に干渉することなく、口座名義人と口座提供者間の契約に基づき記録される証券口座の概念を、実務慣行および国内の法的フレームワークに関するルールに基づく機能的な見方で理解する必要があるとする<sup>102</sup>。

<sup>100</sup> *Id.* at 30.

<sup>101</sup> *Id.*

<sup>102</sup> *Id.* at 31; see MiFID, *supra* note 84, art. 4, para. 18.

口座提供業は、金融商品市場指令別表 1・B 項、5 条 1 項および 6 条 1 項が規定する認可を必要としない付随業務に該当することにより存在する未認可の口座提供者に、将来の法制を適用することは、口座名義人の保護、階層全体に適用されることによるクロス・ボーダーの接続性、および同一のサービスの提供・同等の契約の締結を適用する統一性という点で望ましいが、未認可の口座提供者に、コストの負担がなく、倒産時に第三者（他の顧客・未認可口座提供者の債権者）を不当に差別するおそれがあり、そして、新しい法制が対象とする事業とそうでない事業の境界について、問題が生じる可能性があるとする<sup>103</sup>。

なお、保有システムの中には、ユニドロアにおいて検討された、CSD が個々の投資者の口座を管理している透明なシステム（transparent systems）と呼ばれるものがある<sup>104</sup>。大まかにいえば、CSD が投資者ごと個別の口座を開設するために膨大な口座が存在することから（フィンランド約 110 万口座、ギリシア約 120 万口座、EU 外の中国約 1 億 4 千万口座）、CSD では口座を運営することは不可能であり、システムの中に存在する口座運営者（account operators）がこれを行っているので、将来の法制はこのことを認識して、場面によっては、口座提供者に口座運営者を含む必要があるとする<sup>105</sup>。

なお、ユニドロアでは、transparent systems を四つの類型に分類しているが、口座運営者（account operators）が存在するのは、システムの中にある者が自らは口座を開設しないものであり、フィンランド、ギリシアおよび中国は、この類型に該当するとされている<sup>106</sup>。

---

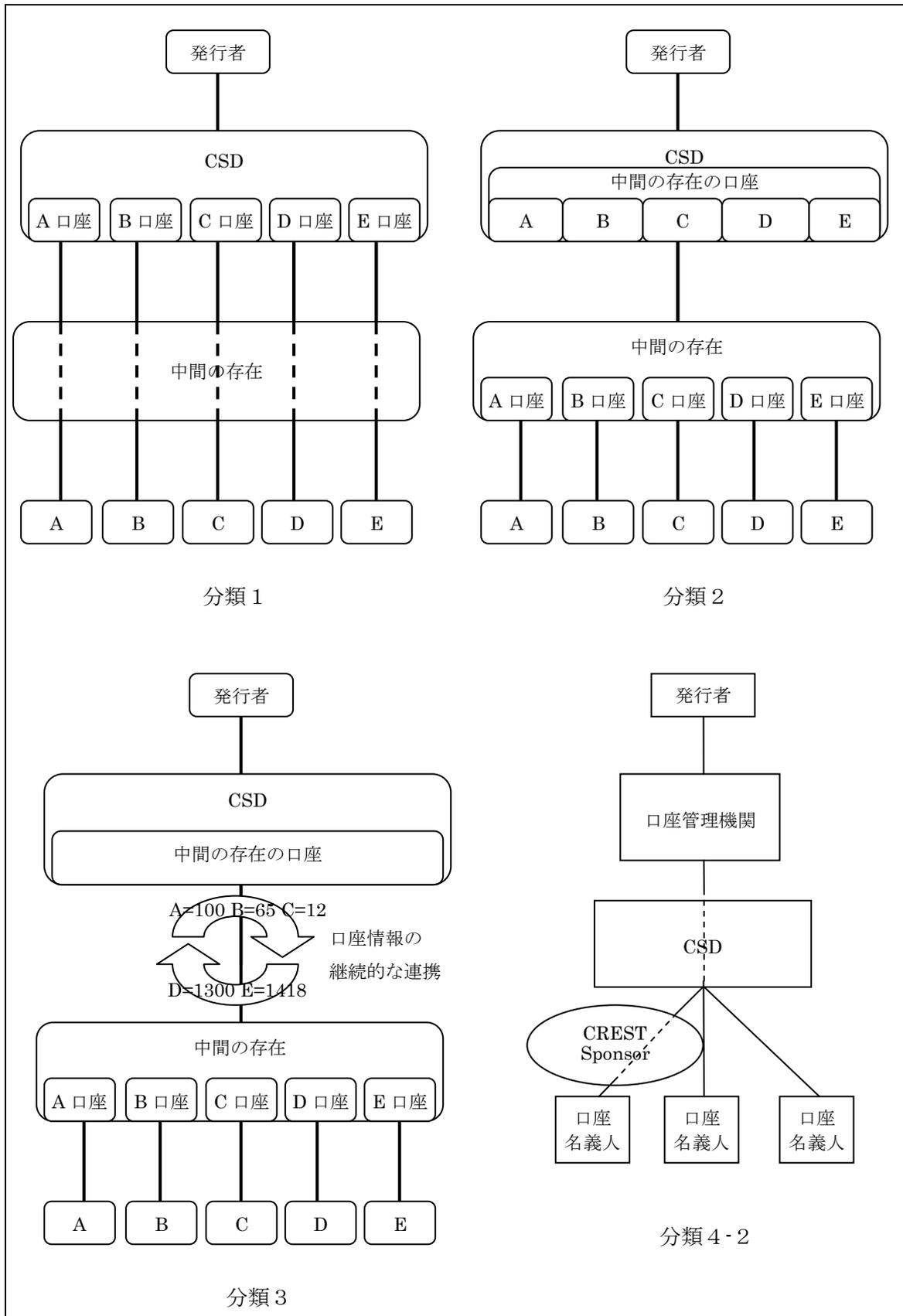
<sup>103</sup> *Second Advice, supra* note 88, at 31-33.

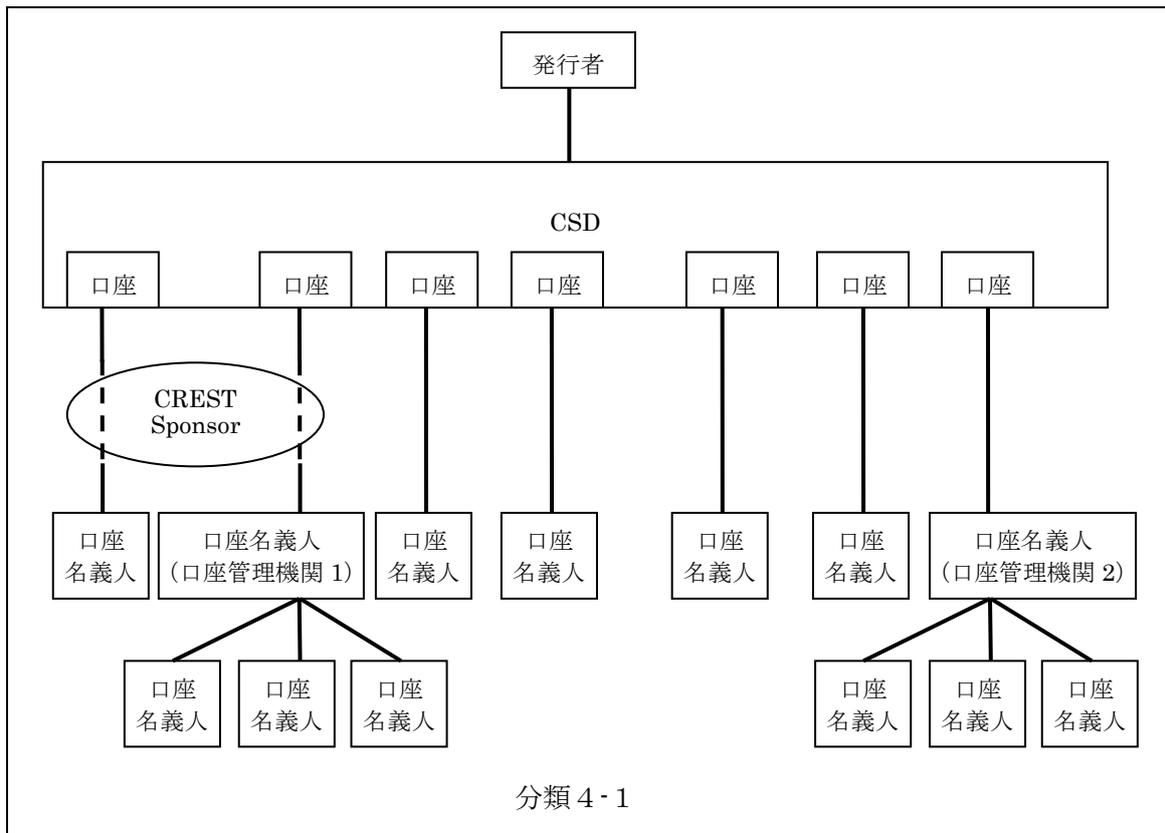
<sup>104</sup> *See* UNIDROIT Committee of Governmental Experts for the Preparation of a Draft Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities, *Report of the Transparent Systems Working Group*, Study LXXVIII - Doc. 88 (May 2007) [hereinafter *Transparent Systems Report*], available at <http://www.unidroit.org/documents/2007/study78/s-78-088-e.pdf>. 本文中では、「透明なシステムの報告書」と記述する。なお、transparent systems は、第 2 次勧告においても後述の勧告 11 において言及される、上位層に対する差押えの禁止を検討する中で、上位層が差押えの対象者を把握することができるものとして指摘されたものである。

<sup>105</sup> *Second Advice, supra* note 88, at 34.

<sup>106</sup> *See Transparent Systems Report, supra* note 104, at 2-6; *see also* UNIDROIT Committee of Governmental Experts for the Preparation of a Draft Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities: Third Session Rome, 6/15 November 2006, *Working Paper Regarding So Called "Transparent Systems"*, Study LXXVIII - Doc. 44, at 13 (Oct. 2006), available at <http://www.unidroit.org/english/documents/2006/study78/s-78-044-e.pdf>; UNIDROIT Committee of Governmental Experts for the Preparation of a Draft Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities, *Working Group on So Called Transparent Systems – Intersessional Work Comments of the People's Republic of China Representative on the Draft Working Paper on Transparent Systems*, Study LXXVIII - Doc. 65, at 1 (Mar. 2007), available at <http://www.unidroit.org/english/documents/2007/study78/s-78-065-e.pdf>.

図 1 1 透明なシステム





(出典)「透明なシステムの報告書」3-5 頁 (2007)。分類 4-1、4-2 は筆者が付番。

### C. 勧告 3—口座提供者の中心的な役割

勧告 3 として、発行者と投資者の関係を維持し、口座名義人の権利を保護するために、口座提供者は相当の注意をもって多くの義務を履行する必要がある、故意の違反行為または重過失の場合の免責は認められず、加盟国の国内法が、振替決済証券の管理、口座管理契約に基づく指図の履行、および口座管理契約・準拠法に基づくコーポレート・アクションの実行と証券の移転・保有に係る報告に関する口座提供者の義務を規定することを提言する<sup>107</sup>。

口座提供者の役割は証券保有に不可欠であり（例外は発行者のみに登録された証券や投資者が証書を保管する無記名証券、他の者に個別に特定保管された証券であるが、第 2 次勧告の対象外）、口座提供業者は、相当の注意をもって口座名義人の最良の利益のために行動し、適切な体制を備え、監督、会計、内部統制および報告制度を整備し、口座名義人の指図を迅速かつ公正に実施する義務があるとする（金融商品市場指令 19 条 1 項および同実施指令（以下、本篇において「MiFID 実施指令」という）<sup>108</sup>5 条参照）<sup>109</sup>。

<sup>107</sup> *Id.* at 35.

<sup>108</sup> MiFID 実施指令とは、2007 年 11 月の金融商品市場指令の施行に際しての実施基準を定めるもので、正式には Commission Directive 2006/73/EC of 10 August 2006 Implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as Regards Organisational Requirements and Operating Conditions for Investment Firms

第2次勧告において定義する中心的な役割には、正確な記帳、適切な取消しの処理および顧客の口座に記録された証券の合計数に見合う十分な数の証券の保有を含む顧客の振替決済証券の管理（MiFID 実施指令 16 条、17 条および 47 条参照）、口座名義人または口座管理契約に基づき権限を有する者からの指図の履行（金融商品市場指令 22 条および MiFID 実施指令 47 条参照）、口座名義人のために証券から生ずる権利の行使を可能とする手続の実施（後述の勧告 14 参照）、ならびに証券の移転・保有に関する報告の実施（金融商品市場指令 19 条および MiFID 実施指令 32 条、40 条および 43 条参照）があるとす<sup>110</sup>。

職業上の注意義務に関しては、多くの EU の法域で責任の免除・制限は不可能であり、一部の法域で責任の制限に対する異議申立てが可能であるほか、口座名義人が消費者である場合は、消費者契約における不公正条項に関する指令（個別交渉を経ない消費者契約にある不公正な条項が消費者を拘束しないようにするもの）<sup>111</sup>が適用されるものの、第2次勧告では、故意の違反行為または重過失の場合、口座提供者による中心的な役割の履行は免責されるべきではないとする（ただし、口座提供者自身の責任と、第三者、特に上位層の口座提供者の行為に対する口座提供者の責任（その責任は、例えば、上位層の口座提供者の適切な選定に限られる）は区別する必要がある）<sup>112</sup>。

#### D. 勧告 4—振替決済証券

勧告 4 として、証券口座に記録された証券の法的地位の性質（例えば、財産権等）は各

---

and Defined Terms for the Purposes of that Directive (Text with EEA relevance), 2006 O.J. (L 241) 26, available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:241:0026:0058:EN:PDF>. MiFID. 実施指令を含めた金融商品市場指令の概要につき、ラドスチナ イワノーワ・ジリ クロル・ローレンス ホワイト（大山浩世訳）「金融商品市場指令（MiFID）施行に向けて—MiFID の施行に向けた欧州委員会、EU 域内の投資会社による重要な取組みの概観—」金融 728 号 21 頁以下（2007）および佐久間裕秋「EU 証券規制の新潮流：MiFID をめぐる最近の動向」麗澤経済研究 16 巻 2 号 43 頁以下（2008）参照。

<sup>109</sup> *Second Advice, supra note 88, at 35.*

<sup>110</sup> *Id. at 35-36.*

<sup>111</sup> 消費者契約における不公正条項に関する指令は、当該条項に関する加盟国の法令および行政の規定を近似化するために 1993 年 4 月に採択されたもので、正式には Council Directive 93/13/EEC of 5 April 1993 on Unfair Terms in Consumer Contracts, 1993 O.J. (L 95) 29, available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31993L0013:EN:HTML> (last visited Sept. 29, 2013). 同指令の概要につき、新美育文「消費者契約における不公正条項に関する EC 指令の概要と課題」ジュリスト 1034 号 78 頁以下（1993）参照。

<sup>112</sup> *Second Advice, supra note 88, at 36.* なお、*Comparative Survey, supra note 71, paras. 32.1-32.25* によると、EU 加盟 25 カ国では、過失・故意による口座管理機関の責任の軽減について認めない国が多いが、契約等により可能とみられる国（チェコ、アイルランド、ポーランドおよびイギリス）もある。

加盟国の国内法に委ねられており、担保権その他の制限された利権も、例えば、配当請求権・処分権を除き権利の制限が可能であったりするが、加盟国の国内法は、口座名義人の証券口座に記録された証券に関して、準拠法上認められる証券に付随する権利（例えば、議決権や配当請求権）、ならびに口座提供者に対する証券の処分および準拠法上可能な他の方法（他の口座提供者による保有等）による証券の保有を行うための指図権を含む法的地位を、口座名義人に与えるべきであり、この最小限調整された法的地位を表すものとして、「振替決済証券」(book-entry securities) という概念を用いることを提言する<sup>113</sup>。

このような法的地位が必要とされるのは、クロス・ボーダーの局面においても、口座名義人には、会社への参与、配当の受領、および証券の売却等の経済的目的が達成することができる法的地位の確実性が必要とされるためであるが、口座名義人の法的地位に関する国内法上の法的概念は、財産権、信託または特別の概念と様々であり、また、口座名義人が自らの口座で保有するのか、あるいは他の者の口座で保有するのかの問題も、例えば、ドイツでは、最終口座名義人のみが共有権を持ち、中間の口座名義人である口座提供者は保管者にすぎず何ら権利を有しないが、イギリスでは、口座名義人（上位層の口座提供者にとって下位層の口座提供者も口座名義人）は委託者であり、その口座提供者は受託者であるといった違いがあるとする<sup>114</sup>。

将来の法制では、法的概念の相違に関わらず、機能的アプローチにより、口座名義人の法的地位は、証券に付随する権利や証券の処分・保有に係る指図権を最小限含むものとする必要があるが、これには、①多層構造においても、発行数に見合う権利行使が行われるべきことおよび経済的リスクを負う者が権利行使すべきことを理由として、通常一人の者に権利が付与されるものの、クロス・ボーダーの保有構造では、国内法によって権利を付与される者が最終的な便益を受ける者と異なる場合があるという問題、②証券の処分に係る指図権は、証券を口座に記録する場合でも処分に係る経済的機能を口座名義人に与えるものであり、保有構造上のすべての参加者に当該権利が認められるが、準拠法上および口座管理契約上、自らの口座名義人に対して、指図のみに基づいて処分する責任があるかどうかという問題、そして、③証券の保有に係る指図権に関して、口座名義人が証券を口座提供者から他へ移す方法には、口座提供者に対する、他の口座提供者への振替の指図や、証券の返還（これには発行者に登録し直接保有に切り替える方法と証書の返却を受ける方

---

<sup>113</sup> *Second Advice, supra* note 88, at 37.

<sup>114</sup> *Id.* at 37-39. なお、*Comparative Survey, supra* note 71, paras. 7.1-7.25 によると、EU 加盟 25 カ国では、証券が証券口座に記録されることによって生じる権利について、財産権、所有権または共益権とする国が多いが、そのほかに、電磁的証券（デンマーク）、権利の束（エストニア）、interest in securities（アイルランド、イギリス）、預託関係（スウェーデン）とする国もある。また、森下哲郎「国際的証券振替決済の法的課題（2）」上智法学論集 44 巻 3 号 48-49 頁（2001）によると、interest in securities は、その interest in securities に係る証券自体に証書が発行されていたとしても、証書自体とは切り離されたものとして観念されており、口座の記帳によってのみその存在が証明される無形の資産であるため、投資家と仲介金融機関との間の法律関係は信託として理解すべきこととされる。

法がある)があるが、発行者の準拠法上返還権が認められていても、口座提供者の準拠法上禁止されるという問題があるとする<sup>115</sup>。

なお、将来の EU 法制は、国内の法的概念を変えるものではないが、国内法が、現行の証券口座に記録された証券の法的地位に別の特徴を追加することは可能であるとする<sup>116</sup>。

担保権その他の制限された利権に関しては、それが設定された場合に、譲り受けた口座名義人が議決権や処分権を有しているかどうか関係者に不明になるという問題があり、例えば、準拠法上、担保権の設定に担保権者の口座の増額記録を必要とする場合、口座名義人であっても担保権者に振替決済証券の処分権や配当請求権はなく(例 1)、また、準拠法上、用益権の設定に用益権者の口座の増額記録を必要とする場合、口座名義人である用益権者に配当請求権はあるが、議決権や振替決済証券の処分権はないことから(例 2)、ある処分がなされた場合の法的性質の内容は加盟国の国内法に委ねられているとする<sup>117</sup>。

このような口座名義人の法的地位の概念を、各法域の会社法上の用語である「証券」(securities)で表わすことはできず、また、他でも議論された、indirectly held securities、securities held with an account provider、および intermediated securities といった用語は十分に中立的とはいえないと考えられたため<sup>118</sup>、第 2 次勧告では、これを、加盟国の国内法上の法的地位をカバーし、起草や協議を円滑にするうえで最も妥当である「振替決済証券」(book-entry securities)という用語で表わすこととされている<sup>119</sup>。

#### E. 勧告 5—振替決済証券およびその利権の取得ならびに処分の有効性

勧告 5 として、法が定める取得および処分は、準拠法に従ってその効力が生じ、法的特質、特に優先順位を取得するが、将来の EU の法制は、口座の増額記録 (crediting)、口座の減額記録 (debiting)、口座の振替決済証券または口座の財産表示 (earmarking)、支配による担保権設定 (control agreement) および口座提供者との契約 (agreement with and in favor of an account provider) のいずれか一つの方法により効力が生ずる取得および処分について、加盟国の国内法が認めることを義務付けるとともに、これらの方法は準拠法上認められる他の方法に優先することを提言する<sup>120</sup>。

---

<sup>115</sup> *Second Advice, supra note 88, at 39-41.*

<sup>116</sup> *Id.* at 41.

<sup>117</sup> *Id.* at 41-42. なお、本文中の例 1 および例 2 は第 2 次勧告の中で示されているものであり、本文中の例 3 以下も同じである。

<sup>118</sup> Thévenoz, *supra note 72, at 407 n.55, 420-422* では、ユニドロアにおいて、indirectly held securities から securities held with an intermediary となり、さらに簡略にして intermediated securities となったことが紹介されており、また、securities held with an intermediary、intermediated securities および第 1 次勧告で Legal Certainty Group が用いた book-entry rights は、証券自身ではなく、実質法上の権利の束 (bundles of rights) であると指摘されている。See also Geneva Securities Convention, *supra note 26, arts. 1(b), 9.*

<sup>119</sup> *Second Advice, supra note 88, at 42.*

<sup>120</sup> *Id.* at 43.

取得（振替決済証券の取得のみならず担保権その他の利権の取得も意味する）および処分（振替決済証券の処分のみならず担保権その他の利権の設定・抹消も意味する）は振替決済証券の法的状態を変化させるものであり、加盟国の国内法上、その方法には、記帳による方法として、①口座の増額記録、②口座の減額記録、ならびに③口座上の証券または口座の財産表示（口座の記録に担保権等を設定するために表示をする方法）<sup>121</sup>および④その抹消があり、記帳によらない方法として、⑤支配による担保権設定（口座名義人・口座提供者・第三者間の契約により第三者のために振替決済証券の異動を停止するもの）<sup>122</sup>、⑥口座提供者との契約（口座名義人・口座提供者間の契約により口座提供者を担保権者とするもの）<sup>123</sup>および⑦これら以外の方法（例えば、譲渡人と譲受人間の単なる契約）があるとすると<sup>124</sup>。

---

<sup>121</sup> 財産表示 (earmarking) とは、Luc Thévenoz, *Transfer of Intermediated Securities, in INTERMEDIATED SECURITIES: THE IMPACT OF THE GENEVA SECURITIES CONVENTION AND THE FUTURE EUROPEAN LEGISLATION* 135, 142 (Pierre-Henri Conac, Ulrich Segna & Luc Thévenoz eds., 2013) によると、口座名義人の承認により口座管理機関が口座名義人の証券口座になされる記録で、口座名義人以外の者が当該口座または特定の証券に関する利権を有していることを証明するものであり、ユニドロアにおける、指名された記録（識別）(designating entry (identification)) に当たるものとされている。See also Geneva Securities Convention, *supra* note 26, art. 15, para.1(b).

<sup>122</sup> 支配による担保権設定 (control agreement) とは、証券取引法研究会・前掲注 72・27 頁、神田・前掲注 72「振替証券法制」・370、376 頁および神田秀樹「振替株式制度」江頭憲治郎編『株式会社法大系』186 頁（有斐閣、2013）によると、アメリカ等において認められているもので、記帳による方法でなく、担保権設定者・担保権者・口座管理機関の 3 者間の合意によって証券口座に担保権を設定する方法であるとされている。See U.C.C. § 8-106(d)(2) (1994); see also Charles W. Mooney, Jr., *Law and Systems for Intermediated Securities and the Relationship of Private Property Law to Securities Clearance and Settlement: United States, Japan, and the UNIDROIT Draft Convention* 18 (IMES Discussion Paper No. 2008-E-7, 2008), available at <http://www.imes.boj.or.jp/english/publication/edps/2008/08-E-07.pdf>. また、Thévenoz, *supra* note 121, at 143 によると、指名された記録 (designating entry) と同じ効果を持つものであるが、譲渡人の口座に記帳する必要はなく、口座名義人と取得者がそれぞれ口座管理機関に指図し対象資産が処分されることから、様々な状況で契約により規制する余地が広いという重要な違いがあり、指名された記録の形式を好む法域もあれば、支配による担保権設定の柔軟性を好む法域もあるとされている。

<sup>123</sup> 口座提供者との契約 (agreement with and in favor of an account provider) は、Thévenoz, *supra* note 121, at 144 における agreement with and for the benefit of the relevant intermediary に当たると考えられ、これは、間接保有される証券が記録された口座を管理する口座管理機関に対する利権を認めるために用いられるものであり、この方法を認めるのは明らかに支配による担保権設定を用いる法域であるとされている。

<sup>124</sup> *Second Advice, supra* note 88, at 43-45.

取得および処分の方法に係る法的概念は加盟国間で様々であることから、振替決済証券の取得と処分の方法を調整するために、法的概念にほとんど介入しないアプローチを採り、取得および処分を有効にするうえで上記いずれか一つの方法のみを義務付けることとしており、例えば、取得と処分について、ある国で減額記録・増額記録による方法または当事者間の契約による方法を用いても、将来の法制では当事者間の契約による方法を認めず（例 3）、担保権設定について、ある国では質権口座に記録する方法を用いている場合、将来の法制に順応するが（例 4）、ある国では抵当権として口座の記録以外に登記も必要とする方法を用いている場合、将来の法制では登記は不要であり（例 5）、そして、レポ取引について、証券担保を質権として扱う国で将来の法制上可能なレポ取引を行うには、上記いずれか一つの方法（例えば、減額記録・増額記録）を用いて振替決済証券を移転させることになるとする（例 6）<sup>125</sup>。

上記の方法のうち、将来の法制で利用することができるものは、①から⑥までの方法であり、⑦の方法は口座との関係がない点において利用することができないが、記帳によらない方法であっても、⑤支配による担保権設定および⑥口座提供者との契約は、証券口座を技術的に管理し、また、振替決済証券の異動の停止を手續上保証するのは口座提供者であり、いずれも口座提供者に依存するものとなっていることから、利用可能な方法から排除する理由はないとされている<sup>126</sup>。

この 6 つの方法のすべてが加盟国の国内法上認められることがクロス・ボーダーにおける一貫性の上で最良の解決策であるが、例えば、ある国で支配による担保権設定をした他国の口座名義人（担保権設定者）が倒産した場合に、他国で支配による担保権設定を認めていなければ、その資産は倒産手続の対象となることから（例 7）、準拠法上、6 つの方法のいずれか一つを用いた場合の法的効果をすべての法域で認める必要があるとする（ただし、支配による担保権設定を認めていない法域の口座提供者に適用されるルールによって、支配による担保権設定を認める法律に基づいた設定を行うことが禁止されるかどうかは考慮する必要があるとする）<sup>127</sup>。

#### F. 勧告 6—有効性および取消し

勧告 6 として、勧告 5 で示された方法のいずれか一つを用いた取得および処分は、直ちに口座提供者および第三者（口座提供者倒産時の管財人・債権者を含む）に対して有効となり（ただし、発行者が証券の保有者として認める者を決定するものではない）、他の手續は不要であるが、加盟国の国内法が、口座名義人と口座提供者が合意した効力発生条件を付すことができること、および口座名義人の同意、増額の誤記録、権限のない減額記録・

---

<sup>125</sup> *Id.* at 45.

<sup>126</sup> *Id.* at 46-47. なお、証券取引法研究会・前掲注 72・27 頁および神田・前掲注 72「振替証券法制」376 頁において、振替証券の場合には、帳簿の振替がなければ譲渡取引できないのであって、口座管理機関が同意していれば、振替えは起きないのであり、したがって合意による担保権の設定を認めても問題はないとのアメリカ法の立場からの指摘が紹介されている。

<sup>127</sup> *Second Advice*, *supra* note 88, at 47-48.

財産表示またはその抹消の場合、取消しが可能となることを規定するとともに（取消しは逆の記帳により行われる）、支配による担保権設定または口座提供者との契約に基づく取得および処分が無効となる理由を用意し、かつ無効がもたらす結果を規制することを提言する<sup>128</sup>。

ジョヴァンニーニ報告が指摘した、国によって異なる移転の時点を法的に調整することは困難であるが、振替決済証券の取得および処分を保護するうえでそのことは重要でなく、どの時点から取消し不能であり、第三者に対して有効となるかを確実にすることが必要であるので、第 2 次勧告では、移転の時点ではなく、取得および処分が有効になる条件と、取得および処分が取り消される状況とその結果を対象にしている<sup>129</sup>。

例えば、ある口座名義人が T+2 の決済期間の決済システムの下で債券の購入を口座提供者に指図し、取引日に即日記録されたが、準拠法および口座管理契約上、CSD が管理する口座提供者の口座に記録された時点で有効となる条件により、それまでの間、口座名義人は何の権利も有しない場合があり（例 8）、加盟国の中には、記帳の有効性と口座の外部要因の関係上、このような暫定的な条件付記録（conditional credits）を用いる国があるところ、口座上明らかでない（透明性がない）条件は、その記録に利権を有する者に対して対抗することができないか、または、第三者に対して対抗することができる権利が制限されること、さらに、透明性のない暫定的な条件付記録が保有構造を通して他の法域に伝達された場合にその条件が成就しないとドミノ効果が起きること等から、第 2 次勧告では、透明性のある条件、または対象となる口座管理機関・システムを制限する条件・有期の条件にすることを選択する<sup>130</sup>。

取得および処分の有効性は、発行者に対する効力と関係するものではなく、例えば、ドイツの記名株式（Namensaktien）やフランスの記名株式（titres nominatifs）のように、株主の異動を発行者の保有する記録に反映させる必要があるものであっても、口座提供者が管理する口座の異動が発行者の保有する記録に反映されるまでに一定の間があることにより、その間に取得した者は発行者に対する権利を行使することができない場合があるとする<sup>131</sup>。

---

<sup>128</sup> *Id.* at 50.

<sup>129</sup> *Id.* at 50-51. See *First Giovannini Report*, *supra* note 5, at 55-57.

<sup>130</sup> *Second Advice*, *supra* note 88, at 51-52. なお、*Comparative Survey*, *supra* note 71, paras. 22.1-22.24 によると、EU 加盟 25 カ国では、暫定的な条件付の権利の移転（conditional transfer of rights）に関する特別のルールがあるとする国もあればないとする国もあるが、明確にあるとするのは、ベルギー、ドイツ、フランスおよびルクセンブルクであり、中でも、ドイツは、取引日に銀行が顧客に対して取引を実行しても、決済日（T+2 に）、銀行が CSD であるクリアストリームからそれに見合う記録を受けるまでは有効にならないという、本文中の例 8 と同じ内容の回答になっている。

<sup>131</sup> *Second Advice*, *supra* note 88, at 52. なお、*Comparative Survey*, *supra* note 71, para. 17.8 によると、CSD の操作によって承認されるフランスの記名証券の移転は、口座管理機関が、売手または買手の情報、権利の法的性質および金融商品に影響する制限を内容とする記名株式メッセージ（Bordereau de références nominatives、BRN）を通知する

勧告 5 で示されたようなルールに基づき行われた取得および処分は、裁判その他の公的手続により反対の移転がなされない限り、有効かつ取消し不能であるものの、その例外の一つとして、口座管理契約一般の条項により、購入代金が支払われない場合、取消権が付与され、口座提供者によって取消しが行われるが、この問題は、必要であれば消費者保護で対応する問題であり、EU の将来の法制では調整不要であるとされている<sup>132</sup>。

もう一つの例外として、一定の理由がある場合があり、まず、①増額の誤記録の場合、例えば、300 株の購入の指図を受けた口座提供者が誤って 3,000 株を購入し口座に記録する場合は当然に取り消されるべきものとなり（例 9）、また、②権限のない減額記録・財産表示の場合、例えば、100 株の処分の指図を受けた口座提供者が、誤って 1,000 株の処分を口座に記録する場合（例 10）、ある者の口座の証券に行う他の者のための財産表示を口座提供者が誤って別の者の口座の証券に財産表示をする場合（例 11）、ある者の口座の証券に他の者のための財産表示をしていたところ、口座提供者が誤って財産表示を抹消する場合（例 12）、そして、ある者の口座の証券に他の者のための財産表示がなされているのに、口座提供者が誤って他の者の同意なく異動させた場合に（例 13）、EU の法制は法的結果を調和させるためにその取消しを各国の国内法に義務付けることになるが、③瑕疵がある場合、例えば、ある者が他の者に証券を売却する契約をしたが、証券移転後に詐欺であったことが判明し異議を申し立てる場合は（例 14）、記帳と契約とを区別する法域と、有効な取得および処分は有効な契約を前提条件とする法域があるものの、最終的に契約の有効性は司法に委ねられるものであり、確定するまで取得が解決になってしまうことから、将来の EU 法制では契約の無効を取消し理由にはしないとしている（解決は、例えば、裁判所の命令による再移転や最終的な損害賠償等の法令の手續に委ねられる）<sup>133</sup>。

記帳の取消しには、単なる訂正、遡及効のあるもの、または、遡及効のないもの（取消しの時点までなされていた記帳が有効であるもの）があり、例えば、1,000 株の口座の記録を持つある者から 100 株の処分の指図を受けた口座提供者が、誤って 1,000 株の処分をした場合の 900 株の減額記録について、ある者は無効と考えていたのに対して、口座提供者は 900 株を市場で取得して増額記録する必要があり、そうしなければ、再記録しても上位層の口座提供者が有する数に合わないと考えていたところ、口座提供者が倒産し、ある者は 900 株を失っていないと主張し、破産管財人は 900 株分の口座提供者の破産債権を有するが破産財団が不足するとしている場合に（例 15）、単なる訂正および遡及効のある取消しでは、ある者は依然 1,000 株の記録を有することになる反面、口座提供者に 900 株の残高不足が生じ、当該口座提供者のすべての口座名義人がその損失を分担する処理を行うことになるのに対し、遡及効のない取消しでは、ある者は 900 株の記録を有せずその再記録の請求権を有することになる反面、口座提供者に残高不足は生じないことになるため、いずれの方法も得失があるとする<sup>134</sup>。

しかしながら、例えば、ある者から 4,000 株の購入の指図を受けた銀行が誤って 400 株

---

ことになる」とされている。

<sup>132</sup> *Second Advice, supra* note 88, at 52-53.

<sup>133</sup> *Id.* at 53-54.

<sup>134</sup> *Id.* at 54-55.

を購入し、その後、これを改めて、4,000株にしようとする間に、株式分割の実施、半分の売却、残る半分に配当請求権を含めた担保権の設定をしたさなかに銀行が倒産し、破産管財人が早期にこれに気が付き、3,600株の増額記録をしようとしたが、口座管理契約上、上位層の口座提供者が有しない数の増額記録を認めている場合（例 16）、単なる訂正および遡及効のある取消しは、取消し可能な記帳は口座名義人に最初から何ら権利を与えないため、株式分割・売却・担保権設定の有効性を認めることは困難であるのに対して、遡及効のない取消しのみが法的評価が可能であり、すなわち、口座に有効に記録された証券に関して、株式分割・売却・担保権設定の効力を認め、取消しも口座に証券が記録されている範囲においてのみ可能となるので、加盟国の国内法は、遡及効のない取消しを規定する必要があるが、例外として、前述の条件付記録を認め、また、逆の記帳が可能な範囲でのみ取消しを認めるような取扱いが必要であるとする<sup>135</sup>。

#### G. 勧告 7—取消しに対する取得者の保護

勧告 7 として、EU の法制には、取消しから、口座の増額記録または財産表示を保護する調整されたルールが含まれるべきであり、それは、口座に記録されていないことを知っていた場合、または知るべきであった場合を除き、口座名義人を保護し、そして、財産表示がなされていないことを知っていた場合、または知るべきであった場合を除き、その者のために財産表示がなされている者を保護すべきことを提言する<sup>136</sup>。

ある一つの取得が無効になると、一連の取得が解消され全体に影響が及ぶことから、例えば、ある者が他の者から担保に提供された証券を自らの口座に記録していたところ、口座提供者の技術的エラーによって別の者に店頭売買し、さらに別の者がレポ取引をしその受領者が転担保に提供した状況において、ある者（当初の担保権者）が倒産した場合、他の者（そもそもの担保権設定者）は、自身の証券にまつわる取引は無効であり、いずれの者にも損害賠償を請求できると主張する場合（例 17）、多くの法域では一連の取得が解消されるリスクから善意の取得者を保護する伝統的ルールが存在し、法的条件は様々であるが、論法は類似しているとする<sup>137</sup>。

証券と振替決済証券の性質の違い（①証券は動産であるが振替決済証券は無形の権利と義務の束であること、②動産は所持人を所有者と推定するが振替決済証券は所有の概念を説明することが困難であること、③動産は特定できるが振替決済証券は特定できないこと、④動産は複製不能であるため善意取得が成立すると元の所持人は所有権を喪失するが、振替決済証券は取得者を保護するルールを適用すると振替決済証券を喪失させるべき者が特定できないために証券の超過記録が生じること）から、伝統的ルールを振替決済証券に適用するのは問題であり、例えば、口座提供者が誤って売却したある者の 1,000 株を他国の

---

<sup>135</sup> *Id.* at 56.

<sup>136</sup> *Id.* at 58.

<sup>137</sup> *Id.* なお、*Comparative Survey, supra* note 71, paras. 24.1-24.24 によると、EU 加盟 25 カ国中ほとんどの国で善意取得者を保護するルールを有しているが、振替決済証券についてはルールがないとする国もあれば（ベルギー）、口座管理機関によって間接保有される証券にはルールがないという意見もあるとする国（ドイツ）もある。

者が購入し代金を支払ったところ、他国の準拠法ではある者は証券を喪失するが、ある者の準拠法では他国の者が取得していてもある者の証券は喪失しないために、超過記録が生ずる場合（例 18）、問題となるが、取り消す理由を法律に定めておくか、または口座提供者が取り消しうる状況を契約に定めておくことで、取消しは可能になるとする（ただし、取り消す前に対象となる証券が処分されていると解決は困難にはなる）<sup>138</sup>。

取消しから振替決済証券が記録された口座を保護するルールは、伝統的ルールと異なり、悪意でない限り、口座名義人は、口座に記録されることで振替決済証券を取得し、記録が取り消されることで取得していた振替決済証券を喪失するというものであり、取消しから財産表示を保護するルールもこれと同様にすべきであるが、例えば、他の者のために財産表示により振替決済証券に担保権を設定したある者が、契約に反し、無断で減額記録・増額記録により別の者に担保権設定をしたところ、ある者が倒産した場合に、他の者が別の者に対し担保権を実行できるかどうかという場合のように（例 19）、財産表示がなされていた振替決済証券が減額記録された場合の財産表示の取扱いが問題になるほか、また、他の者のために証券に担保権を設定していたある者が、担保の事実を知らない別の者に売却した場合に、他の者が別の者に対し担保権を実行できるかという場合（例 20）、そして、他の者が担保権の喪失を認めて、ある者だけでなく別の者にまで損害賠償請求をすることができるかという場合のように（例 21）、担保権等、先に存在する第三者の権利を侵害することを理由として、取得者が第三者の請求に従うことのないよう保護するという別の問題があるとする<sup>139</sup>。

保護する前提条件は、振替決済証券が記録され、または財産表示がなされた事実を口座名義人が認識していることであり、例えば、ある者から 100 株購入の指図を受けた銀行が、誤って 1,000 株を口座に記録し、100 株の代金をある者の預金口座から減額した場合、ある者は取消しに対する保護を主張することができないが（例 22）、他の者に第一順位で担保権を設定するために、口座を管理する銀行がある者の口座に財産表示をしたところ、その口座は事業悪化ですでに第三者に支配による担保権設定されていても、これは銀行のミスであり、他の者は保護され（例 23）、また、ある者が財産表示により同じ銀行を利用する他の者に担保権を設定したところ、銀行の従業員が同じ銀行の別の者の口座にある者の証券を担保権設定のために振替した場合、善意である限り別の者は保護されることとなる（例 24）<sup>140</sup>。

#### H. 勧告 8—優先権

勧告 8 として、同一の振替決済証券に対する複数の財産表示、および同一の振替決済証券になされた複数の支配による担保権設定または口座提供者との契約は発生順に従い、財産表示は支配による担保権設定または口座提供者との契約に優先することになるが、第三者の権利を侵害しない限り契約で変更可能であり、また、法定担保権には法定の優先権が

---

<sup>138</sup> *Id.* at 59-60.

<sup>139</sup> *Id.* at 61-62.

<sup>140</sup> *Id.* at 62-63.

あるとする<sup>141</sup>。

勧告 5 で示された複数の方法により同一の振替決済証券の処分が可能であるため、例えば、他の者のために自らの口座のすべての証券を財産表示により担保権を設定したある者が、債務不履行の場合に他の者が優先することを承知した別の者にさらに担保権を設定する場合（例 25）、そして、反対に、先に担保権が設定されていることを知らない別の者に対して担保権を設定する場合（例 26）、他の者のために財産表示により担保権を設定したある者が、別の者のためにさらに支配による担保権設定を行うことで、他の者は担保権を喪失するかどうかの問題になる場合があることから（例 27）、優先順位の問題を取り扱うルールが必要であるとする<sup>142</sup>。

機能的アプローチに基づき、EU の法制は、競合する利権（担保権や用益権等）や権利（財産権や所有権等）の概念を調整するのではなく、用いられた方法に基づいて優先順位を決めることになるが、例えば、支配による担保権設定により他の者に自らの口座のすべての証券に担保権を設定したある者が、別の者とのレポ取引のために減額記録の指図をしたところ、他の者が別の者の口座に記録された証券に担保権があることを主張する場合のように（例 28）、増額記録・減額記録は異なる口座間で行われるので、優先順位の対象とならないことから、優先順位の問題を取り扱うルールは、財産表示、支配による担保権設定および口座提供者との契約の間で適用されることになるとする<sup>143</sup>。

優先順位を決める要素は、①発生順、②用いられた方法の性質の違い、③当事者間の契約による変更、および④政策上の考慮があり、①は時間優先の古典的方法、②は、例えば、支配による担保権設定をした担保権設定者が、契約に反して、他の者のために第 1 順位の担保権を設定する財産表示を指図し、口座提供者が誤ってそれを履行した後に、担保権設定者が倒産した場合、どちらの担保権が優先されるかという問題がある場合のように（例 29）、記帳に本質的な効果を認める関係上、記帳による方法（財産表示）を記帳によらない方法（支配による担保権設定および口座提供者との契約）よりも優先させるものであり、③は、第三者の権利を侵害せず、法定担保権が適用されない限り、契約自由の原則に基づいて認められるもので、例えば、代金未払いのため、口座管理契約により口座提供者の担保権が設定された証券を、その購入者が他の者のために財産表示による担保提供の指図をし、口座提供者が自らの担保権を保護・主張することなくこれを履行した後に、購入者が倒産し、他の者が自らの担保権が優先されると主張する場合のように（例 30）、口座提供者が自らの地位を保全しない場合、優先順位の変更に同意したものとみなす規定を加盟国の国内法に設けるべきであるとし、④は、国内法によって定められる法定担保権が定めるもので、例えば、支配による担保権設定をした後に財産表示による担保提供をしたある事業者が社会保険料未納のまま倒産した場合、法定担保権（社会保険料未納）、財産表示、支配による担保権設定の順となり（例 31）、また、代金未払いのため、準拠法上口座提供者の質権が認められる証券を、その購入者が財産表示による担保権設定をする場合、財産表

---

<sup>141</sup> *Id.* at 64.

<sup>142</sup> *Id.*

<sup>143</sup> *Id.* at 64-65.

示は記帳による方法であるが質権に劣後することになるとする（例 32）<sup>144</sup>。

#### I. 勧告 9—発行の整合性

勧告 9 として、EU の法制は、口座提供者に、口座名義人または自らの口座に記録された振替決済証券の総数に見合う数の振替決済証券を維持することを義務付けるとともに、不一致が生じた場合に、誤記帳の取消し、不足証券の買入れ、口座名義人（顧客）への自己保有証券の提供、または、国内法もしくは決済システムのルールに基づき、口座提供者倒産時に不足証券から生じる損失を口座名義人の間で分担する方法を適用するよう提言する<sup>145</sup>。

不一致を回避する方法としては、まず、金融商品市場指令 13 条および MiFID 実施指令 16 条同様、口座提供者が十分な数の証券を保有する義務が挙げられるが、誤り、技術的なエラーまたは詐欺があること、口座提供者の保有数を超える顧客の口座の記録を有効としない法域の概念を他の法域には適用できないことから<sup>146</sup>、結局、義務に違反した口座提供者に責任を課したり、監督当局が口座提供者に義務を課すほかなく、規則的な残高照合のフレームワークが導入されることにより不一致発生リスクの軽減はなされるものの、完全に不一致を回避することはできないとする<sup>147</sup>。

次に、「減額記録なくして増額記録なし」（no credit without debit）<sup>148</sup>や、前述した条件付記録<sup>149</sup>が挙げられるが、前者は、例えば、買手に増額記録がされたときに、売手の口座の減額記録を義務付けるもので（例 33）、要するに、特定された譲渡人から特定された譲受人に所有権が譲渡されるという概念手法であって、保有構造にこれを適用すると、口座提供者は常に十分な数の証券を維持する義務が生じ、これに違反した場合、下位層の者は利権を受け取れないことになること、そして、後者は、すべての条件が成就する前に記帳が有効となるものの、売手の利権が有効に消滅するかまたは口座提供者が十分な数の証券で保護されている必要があることになることから、これらの方法を共通ルールにするに

---

<sup>144</sup> *Id.* at 65-67.

<sup>145</sup> *Id.* at 68.

<sup>146</sup> 例えば、*Comparative Survey, supra* note 71, paras.29.4, 29. 20 によると、ドイツやポルトガルでは、減額される口座に十分な数の証券がない限り、減額記録は有効にならないとされている。

<sup>147</sup> *Second Advice, supra* note 88, at 68-69.

<sup>148</sup> Hubert De Vauplane & Jean-Pierre Yon, *The Concept of Integrity in Securities Holding Systems*, in INTERMEDIATED SECURITIES : THE IMPACT OF THE GENEVA SECURITIES CONVENTION AND THE FUTURE EUROPEAN LEGISLATION, *supra* note 121, at 193, 209-212 によると、no credit without debit は、会計上は常識である複式帳簿を用いることで発行の整合性を保証する方法であって、ユニドロアでは、証券口座における増額記録以外の手続は必要なく、減額記録と増額記録を結び付けると証券口座に記録される証券に係る利権の性質という解決できない問題があると指摘されていたものであり、結果、Legal Certainty Group においても、同様にこの考え方は採用しなかったと説明されている。

<sup>149</sup> 本項 F 参照。

は、加盟国の基本的な法的概念を取り扱わざるをえなくなるので、機能的アプローチの観点から避けるべきであるとする<sup>150</sup>。

回避不能な不一致を解消する方法には、①誤記帳の取消し、②買入れ（口座提供者が市場で追加取得した証券で不足を補うもの）、③口座提供者の証券の利用（口座提供者の証券を顧客の残高に充当するもの）、④損失の分担（loss sharing、発行数を超過する数を口座提供者の顧客の口座から分担して減少させるもの）があるが、①は勧告 6 の仕組みと条件を充たすものであること<sup>151</sup>、②および③は口座提供者に責任がない場合まで義務付けられるものでなく、また、コストを負担する者をあらかじめ決めていないことから、④が証券の残高を増加させることができない場合の唯一可能な解決方法になるとする<sup>152</sup>。

損失の分担は国内法上様々な形態を有しているため、①他の方法と代替的に利用されるのか追加的に利用されるのか、②正式な倒産手続開始を前提条件とするかどうか、③該当する口座提供者のすべての口座名義人が分担するのか、損失の対象となる証券の保有者のみ分担するのかといった問題を調整する必要がある、①については、損失の分担は他の方法を行った後の最終手段であること、②については、前提条件にすると他の方法が失敗してから倒産手続開始までタイムラグがあるという不確実性が生じる一方で、倒産手続以外で損失の分担を行う安易な解決策を助長することになるが、例えば、複数の口座名義人のためにある会社の証券を保有する口座提供者がその 3 分の 1 を他国のカストディアンを通じて保有していたところ、他国の政府がそのカストディアンに預託されたすべての証券を差し押えた場合に（例 34）、その口座提供者に買入れや証券の提供を強いるのは不公正であるため、倒産手続以外の場合でも、損失の分担を行うことが必要であるが、③については、該当する口座提供者のすべての口座名義人が分担する方法は、損失を負担しなければならない市場参加者の基準を広げることで、他の口座提供者の債務不履行や連鎖倒産といった損失の可能性を排除することができるのに対し、損失の対象となる証券の保有者が分担する方法は、現物で分担できるものの、様々な種類の証券をすべて対象とする場合には金銭の補償制度に基づくほかないことを指摘する<sup>153</sup>。

---

<sup>150</sup> *Second Advice, supra note 88, at 69-70.*

<sup>151</sup> 本項 F 参照。

<sup>152</sup> *Second Advice, supra note 88, at 70-71.* なお、*Comparative Survey, supra note 71, paras.29.1-29.25* によると、買入れや損失の分担を中心として、EU 加盟 25 カ国中ほとんどの国が不一致の解消方法を有しているが、「減額記録なくして増額記録なし」により対応しているため、不一致はないとする国（ドイツ、ポルトガル）もある。

<sup>153</sup> *Second Advice, supra note 88, at 71-72.* なお、按分の対象となる証券の取扱いの違いについて、神田・前掲注 122・182-183 頁によると、日本の制度のもとでは、口座管理機関が倒産したとして、A という発行会社の株式が足りないということになったような場合には、A 社の株式について、顧客は按分して損失を負担することになるが、アメリカでは、証券会社が破綻した場合には、証券ごとではなく、当該証券会社が保有するすべての証券についてそれらを合計して 1 つのプールとしたうえで、顧客に按分するという方法がとられており、証券会社が破綻した場合における連邦法上の処理としてセーフティネット制度との関係において定められていると説明されている。

## J. 勧告 10—指図

勧告 10 として、EU の法制は、口座提供者に、口座名義人または法的権限を有する者以外の者からの振替決済証券に関する指図を実行する義務も権限もないことを保証すべきであり、口座提供者は権限を有する者からの指図を迅速かつ相当の注意を持って実行することになるが、このルールは口座管理契約よる変更が可能であることを提言する<sup>154</sup>。

第三者のために権利または利権が設定される場合、口座名義人、関係する利権の受領者のいずれか一方または両方に処分に係る指図権が付与されるべきであるが、権利の性質が異なることが共通の解決策の採用を損う可能性があること、口座名義人または権限を有する者は自己のために証券を管理する口座提供者に対してのみ指図権を有し、多層構造における他の口座提供者に対する指図権はないこと、および口座提供者が同意する指図の類型であって、関係する証券口座に十分な数の証券がある限り、指図に従うことは口座提供者の義務であることを指摘する<sup>155</sup>。

## K. 勧告 11—差押え

勧告 11 として、口座名義人の債権者は当該口座名義人の口座提供者に対してのみ差押えが可能であることを EU の法制は規定すべきであり、また、他の口座提供者に開設された当該口座提供者名義の口座について、当該口座提供者の顧客に帰属する証券が含まれることが確認されたとしても（分別管理された顧客の口座、**segregated client accounts**）、当該口座に記録された証券の差押えは不可能であって、法律上、他の口座提供者に開設された当該口座提供者名義の口座に顧客の資産が含まれると推定される場合にも適用するよう提言する<sup>156</sup>。

上位層の差押えとは、例えば、CSD に開設する一つの口座に集約して顧客の証券を保有する口座提供者を利用している口座名義人が債務不履行となり、その債権者が CSD に保管されている口座名義人の証書のある証券に対して差押えをするような場合を指す（例 35）<sup>157</sup>。

---

<sup>154</sup> *Second Advice, supra note 88, at 74.*

<sup>155</sup> *Id.* なお、神田・前掲注 122・185 頁によると、例えば、A から B への振替証券の譲渡が何らかの事情が無効であったところ、当該証券が B から C へ譲渡のための記帳がなされたが、B は無権利者であるので、C は当該振替証券を善意取得しうるものの、善意取得しなかったとする場合（A は C に対して、当該振替証券は自分のものであると主張できる状態）に、C の口座に記帳されている振替証券を D に振り替えた C の口座管理機関 Y に対して、A は損害賠償責任を負うと主張できるかという問題に関して、アメリカでは、統一商事法典において、口座管理機関はかりに正当な権利者から訴えられたとしても、記帳をし続けることができるという規定があり、ユニドロア振替証券条約では、口座管理機関の振替の指図についての規定で対応していると説明されているが、勧告 10 における指図は、後者と同様のものになっていると考えられる。

<sup>156</sup> *Second Advice, supra note 88, at 75.*

<sup>157</sup> *Id.* なお、*Comparative Survey, supra note 71, paras.26.1-26.25* によると、EU 加盟

口座名義人とその直接の口座提供者の間だけに法的関係が存在する保有システムにおいては、口座名義人は上位の口座提供者に何ら権利を有しないので、上位層の差押え禁止は法律上の明確化にすぎないが、ドイツのように投資者が直接の所有者とみなされる保有システムにおいては、自らの直接の口座提供者だけが投資者を特定することができる場合は上位層に対する差押えは事実上不可能であって、それを禁止するのは法律上も重要であるのに対し、上位層の口座提供者も特定することができる場合は、①直接の口座提供者が単に口座運営者にすぎなければ上位層に対する差押えに問題はないこと、または、②サブアカウントに分割して上位層の口座提供者の口座で直接の投資者ごとに管理し、上位層の口座提供者にも投資者の情報が開示されるか、もしくは③上下の口座提供者間で常時口座データがやりとりされるのであれば、上位層が口座名義人を特定することが可能となることから、上位層の差押えの禁止は、法律上、政策上、必要ということになるとする<sup>158</sup>。

口座提供者の債権者による分別管理された顧客の口座に対する差押えを認めると、例えば、上位の口座提供者に自己の口座と顧客の口座を開設する口座提供者の債権者が、口座提供者名義のすべての口座に対する差押えを行い、上位の口座提供者が自己の口座、顧客の口座双方の異動を停止することにより、口座提供者の顧客が証券を処分することができなくなる場合が生じることから（例 36）、金融商品市場指令 13 条 7 項 8 項および MiFID 実施指令 16 条 1 項 d 号は信用機関および投資会社に分別管理義務を課しているものの、これは直接の口座提供者が倒産した場合に顧客の証券を保護し、口座提供者が顧客の証券を利用することを防ぐためのものであるので、上位層の口座提供者に開設される顧客の口座に対する差押えを禁止する規定を設けるべきであるとする<sup>159</sup>。

## 第 2 項 コーポレート・アクション手続に関する国内法上の相違に係る勧告

本項では障害 3 に対するものである勧告 12 から勧告 14 までを取り上げる。

### A. 勧告 12—コーポレート・アクション手続の法制の範囲

---

25 カ国では、口座管理機関の義務違反や破産等の場合に上位層に対する権利行使が可能とする国もあれば（ドイツ、オランダおよびオーストリア等、なお、ギリシアおよびイタリアのように不法行為の場合に限る国もある）、不可能とする国（フランス、アイルランドおよびスウェーデン等）、そもそも上位層の口座管理機関がないとする国もあり（スペイン、ポルトガルおよびフィンランド）、様々である。

<sup>158</sup> *Second Advice, supra note 88, at 75-76.* なお、上位層の口座提供者も投資者を特定することができる保有システムは、ユニドロアで検討された透明なシステムが該当すると考えられる。 *See Transparent Systems Report, supra note 104, at 2-3, 15-17.*

<sup>159</sup> *Second Advice, supra note 88, at 76-77. Vauplane & Yon, supra note 148, at 204-208* によると、分別管理は顧客の資産と他の顧客または口座管理機関の資産を区別するものであるが、多層構造の間接保有システムにおいては、分別管理は実際には重要性を有しておらず、ユニドロア証券実質法条約においても、口座管理機関が破産した場合の口座名義人の保護は様々な方法があるとして、分別管理を義務付けていないと指摘する。

勧告 12 として、EU の法制は、口座提供者からなる構造を通して証券をクロス・ボーダーで保有することから生ずるコーポレート・アクション手続の法的障害を取り除くために必要であると指摘する<sup>160</sup>。

コーポレート・アクション手続の問題は広範であり、例えば、株主総会の議決権、通知方法、所有権移転の時点、基準日・権利落ち日・支払日、投資者・口座提供者・発行者間の電磁的方法による通知、または文書の誤訳の責任等の取扱いの違いに関係するが、第 2 次勧告は、こうした違いだけでなく、法的問題、口座提供者による保有構造に起因する問題、およびクロス・ボーダーの要素から生ずる問題を取り扱うとする<sup>161</sup>。

障害 3 は広く運営上のテーマを対象としているため、そのほとんどを、障害の除去を推進するために民間部門で構成された CESAME Group<sup>162</sup>が対応しているが、コーポレート・アクション手続は加盟国の会社法に包含されており、その違いを解消するには国内の法制の変更が必要となるほか、前述の法的問題、保有構造に起因する問題およびクロス・ボーダーの要素から生ずる問題が法的不確実性を生み、取り扱う対象となっていないかをさらに検証する必要があるとする<sup>163</sup>。

第 2 次勧告は、現代の証券保有構造（記帳による保有）に関する法的問題だけを対象としており、例えば、株主総会の議決権の行使に関する基準日が国ごとに相違する問題は、株主の権利指令も包括的な解決策を提示していないが<sup>164</sup>、口座提供者を通しての証券保有と関係がなく、法的不確実性の問題ではないため、対象にならないとする<sup>165</sup>。

また、例えば、ある口座提供者が投資価格に影響する可能性のある発行者の未公表情報を有していたが、顧客である口座名義人に通知することなくコーポレート・アクション手続に入ったところ、準拠法上、当該情報を通知する義務があるのか明らかでなく、顧客が損害賠償請求をした場合のように（例 37）、純粹に国内の問題である場合は、たとえそれが複数の法域で起きていても、クロス・ボーダーの要素はないため、対象にならないとする<sup>166</sup>。

しかしながら、保有構造上投資者と発行者は隔てられており、クロス・ボーダーの保有構造になると法的不一致が生じるようになるので、第 2 次勧告では、これを解消するために、クロス・ボーダーの投資者に、直接または口座提供者の階層を通して、国内投資者同様の証券上の権利行使が可能となることを発行者の法域が保証すること（後述の勧告 13

---

<sup>160</sup> *Second Advice, supra* note 88, at 79.

<sup>161</sup> *Id.* at 80.

<sup>162</sup> 第 2 章第 2 節第 2 項参照。

<sup>163</sup> *Id.*

<sup>164</sup> 第 3 篇第 5 章において触れたとおり、株主の権利指令、単一の基準日を適用すること（記名株式発行会社と無記名株式発行会社で異なることは可）、株主総会の日の 30 日以上前の日を基準日にしないこと、および招集のために許容される最終日と基準日の間に少なくとも 8 日間あること等を求めるものであり、基準日制度の取扱いを統一するものとはなっていない。 *See Shareholders' Rights Directive, supra* note 68, art. 7. para. 3.

<sup>165</sup> *Second Advice, supra* note 88, at 81.

<sup>166</sup> *Id.*

参照)、および、証券上の権利行使に関して、投資者に対する一致した水準での基本的な支援を口座提供者が保証すること（後述の勧告 14 参照）を提唱する<sup>167</sup>。

なお、勧告 12 に関係するものとして、株主の権利指令 13 条は、発行者の準拠法が投資者の地位を認めていない場合に、当該投資者の株主総会の議決権行使を可能にすることを規定しているが、議決権行使以外のコーポレート・アクションや上場会社の株式以外の証券を対象としていないと指摘する<sup>168</sup>。

他方、ユニドロア証券実質法条約草案<sup>169</sup>はコーポレート・アクション手続を主な焦点としていないが、自らの口座で証券を保有する者を権利者とする取扱い(草案 7 条 1 項 a 号、採択した条約では 9 条 1 項 a 号)、関係する法的ルールに基づく口座提供者または発行者に対する権利行使（草案 7 条 2 項 b 号、採択した条約では 9 条 2 項 b 号）、口座名義人の権利行使のために口座提供者が採るべき適切な方法（草案 8 条 1 項、採択した条約では 10 条 1 項）、取引所で取引される証券に係る口座提供者を通しての保有・権利行使（草案 26 条 1 項、採択した条約では 29 条 1 項）、顧客のための口座提供者の名義での当該証券の保有・不統一行使（草案 26 条 2 項、採択した条約では 29 条 2 項）、発行者が証券の保有者を承認する方法を定めないことの承認（草案 26 条 3 項、採択した条約では 8 条 2 項）および口座提供者を通して証券を保有する者の発行者に対する相殺権の保証（草案 27 条 1 項、採択した条約では 30 条）という重要な規定を含んでいるとする<sup>170</sup>。

#### B. 勧告 13—コーポレート・アクション手続のための異なる保有形態の承認

勧告 13 として、EU の法制は、クロス・ボーダー環境におけるコーポレート・アクション手続を改善するために、各加盟国の国内法が、他の法域が用いる保有形態を承認かつこれと共存し、特に、一つまたは複数の口座提供者を通しての保有、顧客口座 (omnibus account)<sup>171</sup>を通しての保有、および他の者のために自らの名義で行動する口座提供者に

---

<sup>167</sup> *Id.* at 81-82.

<sup>168</sup> *Id.* at 82.

<sup>169</sup> 第 2 次勧告で取り上げられているユニドロア証券実質法条約草案は、*id.* at 27 n.31 によると UNIDROIT Committee of Governmental Experts for the Preparation of a Draft Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities, *Preliminary Draft Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities*, Study LXXVIII - Doc. 94 (July 2007), available at <http://www.unidroit.org/english/documents/2007/study78/s-78-094-e.pdf> である。なお、KANDA, ET AL., *supra* note 72, at 181 によると発行者が証券の保有者を承認する方法を定めないことの承認は、草案では 26 条 3 項において規定されていたが、発行者との関係に関する条文に移設したと説明されている。

<sup>170</sup> *Second Advice*, *supra* note 88, at 82-83.

<sup>171</sup> COMMITTEE ON PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEMS, *supra* note 3, at 35 によると、omnibus account とは、混蔵されたファンドや複数の当事者の持ち高を管理するための単一の口座と定義されている。なお、本篇では、omnibus account を、社債、株式等の振替に関する法律 129 条の規定に即して、proprietary account、「自己口座」に対するものとして、「顧客口座」と訳しているが、「顧客の口座」と訳している client account や clients'

よる証券の保有を認め、発行者の準拠法以外の法律に基づく保有形態を利用する投資者を差別すべきでないとするが、このことは、加盟国の国内法に、発行者が証券の保有者として認める方法や口座提供者が国内の口座名義人に提供する保有形態を変更させるものではないと提言する<sup>172</sup>。

国内では証券の保有・決済構造に完全に適合する法的フレームワークであっても、排他的で柔軟性がないと、異なる構造の保有システムと関係する場面では、投資者の権利行使を妨げることになるとする<sup>173</sup>。

例えば、CSD と投資者の間の口座提供者は一つ（2層構造）であり、口座提供者の顧客を証券の所有者として取り扱う国の口座提供者を通してその国の株式を保有した他国の銀行は、自らの顧客のために保有しているのであるが、所有者かつ株主として取り扱われる場合のように（例 38）、発行者の準拠法上、投資者の代わりに口座提供者に権利を行使する権限が付与されるために生じる共通の問題があり、主なものとして、①CSD の下に口座提供者がないか<sup>174</sup>または一つしかない法域と、多階層の保有システムを認める法域があること、また、例えば、2層構造の口座提供者を通して合算してまたは自己名義で顧客の証券を保有する他国の銀行が、証券の発行者と口座提供者の準拠法上、CSD に対する投資者情報の通知義務があるために、証券の保有者とみなされた場合のように（例 39）、②下位層の口座提供者の顧客の証券を合算して保有する上位層の口座提供者の顧客口座（omnibus account）がある多階層の保有構造の国と、階層全体で個別の投資者を特定する国があること、さらに、例えば、自国の CSD で保有される証券の所有者は最終の口座名義人であるが、他国の CSD に預託された証券の所有権等の法的地位は、他国の準拠法に基づき最上位の口座提供者が有するために、自国内では最上位の口座提供者は投資者の受託者として行動する場合のように（例 40）、③投資者と法律上の所有者を一致させる法制度が多いが、法律上の所有者と投資者が必ずしも一致せず、口座提供者が顧客のために保有する証券の法的所有者となるものもあることを指摘する<sup>175</sup>。

多くの場合、口座提供者は、口座名義人（投資者）の指図に基づく権利行使、または口座名義人（投資者）に対する株主総会の出席権・議決権に係る代理権の付与という「間接行使」によって顧客の権利の行使に努めているが、例えば、複数の顧客のために他国の銀

---

account との区別をより明確にすべく、「顧客口座 (omnibus account)」と記載している。

<sup>172</sup> *Second Advice, supra note 88, at 84.*

<sup>173</sup> *Id.*

<sup>174</sup> CSD の下に口座提供者が存在しない形態とは、透明なシステムのうち、CSD が直接投資者ごと個別の口座を開設する類型が該当すると考えられる。See *Transparent Systems Report, supra note 104, at 2-3.*

<sup>175</sup> *Second Advice, supra note 88, at 85.* なお、例えば、*Comparative Survey, supra note 71, paras. 6.6, 6.7, 6.19, 6.20* によると、ギリシア、スペイン、ポーランドおよびポルトガルは、外国市場の顧客の場合等を除き、原則として顧客口座 (omnibus account) を認めておらず、また、*id. para. 8.4* によると、ドイツでは、口座管理機関でなく投資者が権利者となるが、外国で保有され WR-Credit の証券口座に記録される証券の場合に関しては、口座管理機関が受託者として権利を有するとしている。

行が保有するある国の証券に関して、株主総会の出席を希望する顧客、議案に賛成する顧客、および反対する顧客に分かれたが、ある国の法律では、当該他国の銀行が所有者と認識されるとともに、代理権や議決権の不統一行使が認められない場合や（例 41）、当該証券に係る一部の顧客が発行者の規定に従い行使結果の異議申し立てをしようとしたが、株主でないため申し立てが認められず、株主である銀行が顧客のために訴えることもできない場合があり（例 42）、「間接行使」(oblique exercise) は発行者の準拠法がかかる取扱いを認めているかどうか依存しているとする<sup>176</sup>。

また、例えば、ある投資者が、別の国に所在する口座提供者を通して自国の証券を他国の証券とともに保有しようとしたが、自国では顧客口座 (omnibus account) による保有は認められていないために、当該口座提供者が当自国の証券を取り扱うことができない場合や（例 43）、投資者が法律上の所有者となるかどうかの問題に関して様々な取扱いを認める国であっても、法律上、保有していることで所有権を認めることができるのは、自国の証券口座・口座提供者を利用する保有形態に限られる場合のように（例 44）、投資者が証券の保有形態や口座提供者を選択する権利が阻害されていることから、投資者が国内外の口座提供者を自由に選択し、口座提供者が投資者の国籍、居住地等に関係なくクロス・ボーダーでサービスを提供できるように、差別的な措置を解消する必要があるとする<sup>177</sup>。

なお、株主の権利指令は、前述のとおり、準拠法上株主として認められる者が他の者（顧客）のために行動する場合に、代理権や不統一行使による株主総会の出席権・議決権の行使を認めているが（同指令 13 条）、それ以外の権利（特に、株主総会の決議結果の異議申立権、配当等の受領権、引受権・交換権、公開買付けの申込権等および組織再編手続等の参加権）、口座提供者が法律上の所有者となること以外の制約、国籍・居住地による差別、および上場会社の株式以外の証券を取り扱っていないことを指摘する<sup>178</sup>。

そのうえで、第 2 次勧告は、口座提供者を通して保有されるすべての証券を対象とし、証券に付随するすべての種類の権利行使を取り扱い、そして、口座提供者が証券の保有者とみなされることや、発行者の準拠法上差別されることによる制約を取り除くために、加盟国の国内法が、多階層の保有構造、顧客口座 (omnibus account) の利用、および口座提供者名義の顧客の口座による証券の保有を承認することを提唱するが、発行者が証券の保有者として認める方法を決定したり、口座提供者が国内の投資者に提供する保有形態を規定する国内法を変更するものではないとする<sup>179</sup>。

C. 勧告 14—コーポレート・アクション手続における口座提供者の調整された役割  
勧告 14 として、EU の法制は、発行者に対して権利を行使するために必要であって、同

---

<sup>176</sup> *Second Advice, supra* note 88, at 86.

<sup>177</sup> *Id.* at 86-87. なお、*Comparative Survey, supra* note 71, paras.41.1-41.25 によると、EU 加盟 25 カ国では、国内投資者が外国証券を保有するのに利用していた口座管理機関が破産した場合の保護について、国内の口座管理機関と外国の口座管理機関とでは、準拠法の適用が異なる等のために、取扱いが異なるという国の方が多くなっている。

<sup>178</sup> *Second Advice, supra* note 88, at 87.

<sup>179</sup> *Id.* at 87-88.

一銘柄の証券に係るすべての投資者を対象とする、口座提供者の階層経由で情報の授受を行うフレームワークを提供し、少なくとも、発行者または第三者に対して、口座名義人が直接行う権利行使、または口座名義人の許可・指図に基づいて口座提供者が行う権利行使を口座提供者が促進することを予見すべきであり、そして、配当等の受領、引受・交換および公開買付け・合併等の申込みのために、少なくとも、口座名義人の許可・指図に基づく権利行使が必要であることを提言する<sup>180</sup>。

例えば、フランスでは、口座提供者が顧客にコーポレート・アクション手続に係る情報を通知しなければならないことになっているが、法律ではなく市場の慣行が発行者の株主総会の通知以外のコーポレート・アクション手続の具体的条件を決定し、オランダ民法は投資者が直接証券を保有している場合の権利行使を規定しているが、口座提供者の階層を経由する場合の規定がなく、イタリアでは、電磁的方法による通知の義務が最下層の口座提供者にあるのか上位層の口座提供者にあるのか不明であり、ブルガリア法は、記名株式に係る情報を口座名義人に通知し、発行者の指示により配当等を口座名義人の銀行口座に入金する CSD の義務以外に口座提供者の機能に関する規定がなく、ドイツでは、口座提供者が口座名義人のために議決権を行使するサービスを提供しない限り当該議決権行使は法的義務ではなく、配当の受領・代理権の付与は口座管理契約中の特則で規定される等<sup>181</sup>、EU 内でコーポレート・アクション手続における口座提供者の役割は様々であるが、コーポレート・アクション手続および階層中の情報の授受に関する法的フレームワークは存在しないかまたは不完全であり、多くの場合、市場の慣行または標準的な口座管理契約で補われているとする<sup>182</sup>。

国内の機能的な観点では、実際に適切に手続が行われている限り、コーポレート・アクション手続に関する法的フレームワークの有無は関係ないように見えるが、権利行使のフレームワークに問題が起きると、EU 内のクロス・ボーダーの証券保有が妨げられ、国内証券の保有より魅力がなくなるほか、追加のコーポレート・アクション手続が課されることによりコストが増加し、口座提供者のビジネスの機会も減少することから、法制による調整が必要であるとする<sup>183</sup>。

ただし、コーポレート・アクション手続という概念は広範囲に及ぶので、証券に付随す

---

<sup>180</sup> *Id.* at 89.

<sup>181</sup> なお、*Comparative Survey, supra* note 71, paras. 34.4, 34.8, 34.10, 34.17 では、ドイツは、保護預り契約 (custody agreement) に基づいて投資者が保管銀行に投資者の権利を行使する権限を付与していること、フランスは、コーポレート・アクション手続に係る口座管理機関の取扱いを CSD であるユーロクリア・フランスの規則が定めていること、イタリアは、発行者・株主間の株主総会に係る通知を口座管理機関が仲介していること (ただし口座管理機関の階層に関する記述はない)、およびオランダは、民法が発行者に対する投資者の権利を規定しているが、別の特別法が口座管理機関を経由する権利行使を規定していることが記載されている。なお、ブルガリアは 2006 年当時 EU に加盟していないため、調査対象になっていない。

<sup>182</sup> *Second Advice, supra* note 88, at 89-90.

<sup>183</sup> *Id.* at 90.

る権利を行使する手続における口座提供者の関与を意味するものにとらえ、これを株主総会の出席と配当の受領とでは異なる行動をとることになる権利の種類の違い、および投資者が法的な所有者になる場合とならない場合に分かれることになる法的な保有形態の違いという二つの要素に基づき構成する<sup>184</sup>。

コーポレート・アクション手続を行うために必要な口座提供者の活動は多岐に渡るが、その一つである口座提供者による情報の通知については、伝達される情報が十分でないと、コーポレート・アクションが行われにくいという問題がある反面、コストと実行可能性の点で、口座提供者がすべての情報を投資者に伝達することは不可能であり、投資者にその権利もないことから、階層経由で受領される情報は、透明性指令<sup>185</sup>または株主の権利指令が義務付けるもの（年次財務報告書等の決算情報・株主総会の情報等）を含む会社法上の発行者の情報、証券上の権利行使のために必要な情報、発行者に対する権利行使のために重要な情報、ならびに同一銘柄のすべての投資者を対象とする情報に限られるとする<sup>186</sup>。

次に、口座提供者による権利行使の促進については、例えば、口座提供者は、証券の保有数の証明や委任状の交付等を行っているが、EU 外の口座提供者を含むクロス・ボーダーの保有構造では、法律上または運営上の障害のため権利行使は極めて困難であり、何としても口座提供者に権利行使を可能とする責任があるとするのは適当ではなく、権利行使促進の義務は、実行可能でありかつ契約上合意したサービス水準のものであるかどうかを考慮すべきであるとする<sup>187</sup>。

最後に、口座提供者による義務的な権利行使については、投資者が権利を行使する地位にない場合に口座提供者が義務的に行使することは重要であるが、投資者が口座提供者に権利行使を指図する地位にあることがまず重要であるので、資産の変動を伴う組織再編等のコーポレート・アクション、配当等の受領、引受権および公開買付けの申込み等を最小

---

<sup>184</sup> *Id.* at 90-91. なお、*Comparative Survey, supra* note 71, paras.35.1-35.25 によると、EU 加盟 25 カ国では、口座を利用していても投資者名義で証券を保有する場合は投資者が発行者に対する権利を有するという取扱いもみられるが（デンマーク、ギリシア、スペイン、フランス、スロヴァキアおよびフィンランドはそのような取扱いがあるとみられる）、口座を利用する場合、基本的に発行者に対する権利行使は口座管理機関の関与で行われているとする国がほとんどである。

<sup>185</sup> 透明性指令とは、上場会社に最低限必要な開示を義務付けるために 2004 年 12 月に採択されたもので、正式には Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the Harmonisation of Transparency Requirements in Relation to Information about Issuers Whose Securities Are Admitted to Trading on a Regulated Market and Amending Directive 2001/34/EC, 2004 O.J. (L 390) 38, available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:390:0038:0057:EN:PDF>. 同指令の概要を紹介するものとして、松尾直彦「EU の目論見書指令および透明性指令の概要—わが国会計基準の同等性評価など—」商事法務 1705 号 84 頁以下（2004）参照。

<sup>186</sup> *Second Advice, supra* note 88, at 91-92.

<sup>187</sup> *Id.* at 92.

限の対象範囲とすべきであり、議決権やクラス・アクション等その他のコーポレート・アクションは対象外であるが、契約によりその行使を義務付けることは自由であるとする<sup>188</sup>。

### 第 3 項 証券の預託・登録先に対する制限に係る勧告

本項では、障害 9 に対するものである勧告 15—あらゆる加盟国での新規記録を取り上げる。

勧告 15 として、加盟国の国内法に基づく証券は、あらゆる加盟国の国内法が規定している証券の保有・決済構造であって、特に CSD が管理するものへの新規記録が可能であるべきであり、また、加盟国の国内法は、発行者に対して、あらゆる加盟国の国内法が規定している保有・決済構造であって、特に CSD が管理するものへの証券の新規記録を認めるとともに（すなわち、自国の保有・決済構造への新規記録、自国の登録簿への登録および自国の保有・決済システムを通しての取得・処分を義務付けるルールの廃止）、特に CSD が管理する保有・決済構造への新規記録を規定する法律とは別の法律に基づく証券に、当該保有・決済構造への開放を認めること（自国の法律に基づくものではない証券に対して、自国の証券と同じ形式（無券面または証書）を義務付け、保有・取得・処分に関して差別するルールの廃止）を提言する<sup>189</sup>。

今日の証券口座の構造は電磁的な IT システムによって運営されるため、最上位層の口座提供者（特に CSD）の IT システムに新たな電磁的な記帳がなされることにより、保有・決済構造に新規記録されるが、証書のある証券の場合、証券が CSD に預託されることで同量の振替決済証券が発行されるのに対して、無券面化された証券の場合、電磁的な登録簿に登録されることによって証券が発行されるという違いがあり、障害 9 で取り扱う証券発行手続であるものとそうでないものを区別する必要があるとする<sup>190</sup>。

証券発行手続を機能的に分析すると、①会社法または民商法のルールに基づき発行者が行う決定、②会社法、民商法または公法上義務付けられる公式の手続（特に公証人の証明、公告等）、③発行者またはその代表者による証券発行の CSD への導入（保有・決済のための CSD の登録および新規記録）、④発行者またはその代表者の指示に基づく CSD の参加者または口座名義人・投資者への記帳による証券の受け渡しがあり、①②は証券の発行

---

<sup>188</sup> *Id.* at 92-93.

<sup>189</sup> *Id.* at 96. なお、*Comparative Survey, supra* note 71, paras. 38.1-38.25 によると、EU 加盟 25 カ国では、証券の発行地の選択に関する制限について、自国の CSD の利用に関する条件がある国（エストニア、イタリア、ラトビア、ポーランド、フィンランド（株式）、スウェーデン）もあれば、自国の証券決済システムの利用に関する条件がある国（ベルギー（国債））、自国の会社の株主名簿は自国に備え置く必要があるとする国（アイルランド、キプロス、イギリス）、無券面化（dematerialisation）に関する条件がある国（チェコ、デンマーク、ドイツ（国債）、ギリシア、フランス、リトアニア、スロヴェニア）、株式は自国法に基づいて発行する必要があるとする国（オランダ、オーストリア、ポルトガル）もあり、何らかの条件がある国がほとんどである。

<sup>190</sup> *Second Advice, supra* note 88, at 96-97.

(creation) 手続に属し、④は保有・決済の領域の一部であり、③は証券の発行にも属するがむしろ保有・決済の領域に属するものになるとする<sup>191</sup>。

CSD の第一の機能である新規記録には、CSD が発行者から証券を受領した証明（特に証書ある証券の場合）、証券の発行の実現（特に無券面化された証券の場合）、および残高照合（reconciliation）のための保管台帳の作成という三つの役割があり、第二の機能である残高照合は、発行の整合性とシステムの安定性にとって重要であるとともに、投資者保護のために必要な前提条件になっているとする<sup>192</sup>。

第 2 次勧告は CSD のすべての機能を障害 9 の範囲に含めることとしているが、その理由として、仮に対象を限定して残高照合のみとすると、新規記録が発行者の法域と結びつけられるという問題が解消されないままとなり、また、CSD のさまざまな機能を区別して対象とすることは困難であるのに対して、CSD のすべての活動を対象に含めることによって、会社法を浸食する範囲・性質のものが容認可能となり、各国会社法は、EU 内のあらゆる CSD に対する新規記録、またはあらゆる CSD による新規記録を認める必要があるだけとなることを挙げている<sup>193</sup>。

例えば、発行する債券を現在管理しているある国の CSD と同じサービスを低コストで提供する他国の CSD があるのであれば、発行者はある国の CSD から他国の CSD に証券の移し替えることができないかと考える場合のように（例 45）、証券発行をある法域から他の法域に移管することは、多くの運営上の問題を考慮しなければならないうえに、投資者の法的地位が変更されることによって、投資者に影響を与えることになるが、障害 13（記帳の法的効果）および障害 3（コーポレート・アクション手続に関する国内法上の相違）が解消されたと仮定すると、保有構造を変更しても、勧告 4（振替決済証券）により保証され、勧告 13（コーポレート・アクション手続のための異なる保有形態の承認）および勧告 14（コーポレート・アクション手続における口座提供者の調整された役割）によって強化された投資者の最小限の権利は変更されないことになるので、他の加盟国の CSD に移管することは原則可能になるとする<sup>194</sup>。

ただし、EU 内で複数の最上位のカストディアンが保有するユーロ債のように、複数の CSD において行われる発行の分割（split of an issue）を認めることについては、証券の発行総数と複数の保有・決済構造を流通する証券の総数との残高照合が複雑となるので、法的観点から検討しないとする<sup>195</sup>。

また、証券が準拠する法律その他のルール上、自国の CSD が提供する保有・決済構造への新規記録を義務付ける輸出可能性（exportability）の制限と、他の加盟国の法律に基づく証券に自国の CSD による保有・決済構造への新規記録を制限する輸入可能性（importability）の制限が存在し、輸出可能性の制限は、法律上、他の加盟国の法律が規定する保有・決済構造への新規記録を、不可能なもの、複雑なもの、または費用がかかる

---

<sup>191</sup> *Id.* at 97-99.

<sup>192</sup> *Id.* at 99-100.

<sup>193</sup> *Id.* at 100-101.

<sup>194</sup> *Id.* at 101.

<sup>195</sup> *Id.* at 101-102.

ものとしているものであり、これには、①自国の CSD の保有・決済構造への証券の登録を自国の取引所に上場する条件とするもの（ポーランドの証券、フィンランドの株式およびラトビアの国債）、②自国の証券決済システム・登録機関の利用を決済の条件とするもの（ベルギーの国債およびイギリスの株式）、および、③無券面化を、ある加盟国では義務付けているが、別の加盟国では発行者の選択、あるいは自国の証券取引所への上場に関係させたりしているもの（ドイツの国債およびスロヴェニアの証券）があるとする<sup>196</sup>。

輸入可能性の制限は、CSD を規定する法律が、外国の証券発行にとって、充足できないもの、複雑なもの、または費用がかかるものとなる条件を課すことで選択の自由を妨げているものであり、これには、①証券を規定する法律が無券面化を義務付けるのに対して、CSD を規定する法律は無券面化された証券を認めない場合や、証券を規定する法律が証書を義務付けるのに対して、CSD を規定する法律は無券面化された証券を前提とする場合のような、証書・無券面化によるもの、②CSD を規定する法律が他国の法律に基づく証券を自国の証券より不利に取り扱うもの、および、③発行の一貫性を保証するために自国の CSD に預託・登録を義務付けるという主張や、CSD 間の競争の制限により次代の取引環境の透明性・安全性・健全性が強化されるという認識、税の徴収に関して CSD の役割が重要であるという意見のように、一定の制限を課すことを正当化するものがあるとする<sup>197</sup>。

#### 第 4 章 小括：Legal Certainty Group の勧告との比較によるわが国法制の検証

本章では、Legal Certainty Group の第 2 次勧告の提案内容とわが国証券決済法制の現状とを比較するにより、わが国法制の課題について若干の考察を試みることにする。

これまでみてきたとおり、Legal Certainty Group の第 2 次勧告は、障害 13（記帳の法的効果）、障害 3（コーポレート・アクション手続に関する国内法上の相違）、および障害 9（証券の預託・登録先に対する制限）の 3 つの障害に対する 15 の勧告で構成されている。

このうち、障害 13 に対する勧告は、証券決済法制そのものを対象としており、各国法制が異なることによって生じる証券取引の障害を取り除くうえで証券口座における記帳の法的効果の調整を図るものであり、第 2 次勧告の中心をなすものといえる。そのために、法的性質を調整するのではなく、結果に着目した機能的アプローチを採用して、証券の取得・処分の方法、取消しの効果や不一致の解消といった証券決済法制の基本的な取扱いの調整を図るものとなっている。

これに対して、障害 3 に対する勧告は、口座提供者から構成される保有構造を通してコーポレート・アクション手続に存在する障害の除去を図るものであり、株主の権利指令においては、最終的に取り上げられなかった投資者の権利行使に係る口座管理機関の役割について取り組むものとなっている。具体的には、自国にはない他国の保有形態を承認することによって、自国法では認められない投資者の権利を保護するとともに、保有構造の違いがある中で、口座提供者に義務を課すことによって、投資者の権利行使を確保しようとするものであるといえよう。

---

<sup>196</sup> *Id.* at 102-103.

<sup>197</sup> *Id.* at 103-105.

さらに、障害 9 に対する障害は、EU における発行者が EU 加盟国の証券決済システムを自由に選択することを認めると同時に、EU 加盟国の証券決済システムにも他の加盟国の国内法に基づいて発行された証券を取り扱うことを認めるものであり、EU における証券取引の共同市場の形成を強く意識したものとなっている。

まず、証券決済法制そのものを対象とする障害 13（記帳の法的効果）に対する勧告 1 から勧告 11 のうちその基本的な要素と考えられる部分について比較検証する。

わが国の証券決済法制は、平成 21 年（2009 年）1 月の、「株式等の取引に係る決済の合理化を図るための社債等の振替に関する法律等の一部を改正する法律」（平成 16 年法律第 88 号）の施行により、「社債等の振替に関する法律」（平成 13 年法律第 75 号）が「社債、株式等の振替に関する法律」（以下、本篇において「振替法」という）に改正されることで統一的な整備が終了しており、権利の帰属は振替口座簿の記録により定まることが規定される（振替法 66 条、88 条、128 条等）等、勧告 1（将来の EU の法制の範囲）が提言する記帳の法的効果を認めるものとなっている。

振替機関・加入者の間に複数の口座管理機関の存在を認める多層構造の規定（振替法 2 条 6 項-10 項）は、証券保有システムが口座名義人および口座提供者の関係を通して運営されることを提言する勧告 2（中心となる要素および技術）に相当するものである

口座に記録されることで譲渡、質入れ、信託財産の対抗要件および権利推定効が成立し（振替法 73 条-76 条、98 条-101 条、140 条-143 条等）、また、振替の申請により口座の増額記録を受けた加入者は、悪意・重大な過失がある場合を除き、善意取得が認められていることは（同法 77 条、102 条、144 条等）、勧告 5（振替決済証券およびその利権の取得ならびに処分の有効性）が振替決済証券の取得・処分の効力が生ずる方法として認めるよう義務付けることを求めるもののうち、中心的な方法である口座の増額記録・減額記録を規定し、当該方法を用いた取得および処分は直ちに口座提供者および第三者に対して有効となることを提言する勧告 6（有効性および取消し）や、口座に記録されていないことを知っていた場合を除き、取消しから口座の増額記録を保護することを提言する勧告 7（取消しに対する取得者の保護）に相当するものになっている。

振替機関・口座管理機関が超過記録を行い、さらに振替の申請により口座の増額記録を受けることにより善意取得が生じる場合に、振替機関・口座管理機関が当該超過数を取得する義務や、当該義務が履行されない間、按分比例により、傘下の加入者の発行者に対する権利が縮減することが定められているほか（振替法 78 条-81 条、103 条-110 条、145 条-148 条等）、かかる義務を負う振替機関・口座管理機関が破綻した場合、その下位機関の加入者が自己の口座を開設する口座管理機関に対して損害賠償を請求したり（同法 11 条 2 項）、当該振替機関・口座管理機関およびその下位機関の加入者は加入者保護信託の受託者から支払いを受けることができるようになっている（同法 60 条）。勧告 9（発行の整合性）において、不一致が生じた場合に、口座提供者による不足証券の買入れや、口座提供者倒産時に損失を口座名義人間で分担する方法に相当するものであるが、わが国証券決済法制は、相当に綿密な規定を有しているように思われる。

振替機関・口座管理機関が、直近下位機関である口座管理機関が保有する証券を記録するために開設する自己口座や自らの加入者が保有する証券を記録するために開設する口座に対して差押えを行うことはできるが、下位機関の加入者が保有する証券を合算して記録

する顧客口座に対して差押えを行うことは認められていない（振替法 68 条 3 項 6 号、91 条 3 項 6 号、129 条 3 項 7 号、同法施行令 7 条、15 条および 28 条 1 号等）。これは、勧告 11（差押え）が提言する上位層の差押えの禁止を充たすものになっている。

このほか、勧告 2（中心となる要素および技術）では、口座提供業は金融商品市場指令が規定する認可業務でないため、未認可の口座提供者が存在する問題が指摘されていたが、わが国の場合、口座管理機関となることのできる者は、金融機関等、各業法上振替業が認められている者とされているため（振替法 44 条 1 項）、未認可の口座管理機関は存在しない<sup>198</sup>。また、勧告 3（口座提供者の中心的な役割）において、国内法上、口座提供者の義務を規定するよう提言しているが、金融商品取引法（昭和 23 年法律第 25 号）において、業として振替法が規定する口座の開設を受けて振替を行うことは金融商品取引業にあたることによって（同法 2 条 8 項 17 号）、善管注意義務（同法 43 条）や分別管理（同法 43 条の 2、43 条の 3）等の規制を受けている。

以上のとおり、わが国証券決済法制は、Legal Certainty Group の第 2 次勧告が求める提案内容の基本的要素は相当程度実現していると評価できるように思われる<sup>199</sup>。これに対して、EU では、各加盟国の法制は様々であることが証券取引の障害になっていることはこれまでみてきたとおりである。

もっとも、例えば、わが国法制における取得および処分の方法は、口座の増額記録・減額記録に限られているが（振替法 73 条、74 条、98 条、99 条、140 条、141 条等）、勧告 5（振替決済証券およびその利権の取得ならびに処分の有効性）で示されている、財産表示、支配による担保権設定、および口座提供者との契約によれば、口座自体に担保を設定し、同一の証券または口座に対する複数の担保権者の取扱いが明らかになるので、こうしたわが国法制にない部分の検討は考慮に値するとの指摘があり<sup>200</sup>、このような見直しは有

---

<sup>198</sup> このことは、口座管理機関でない口座名義人は自らの下に口座名義人を置くことができない最終名義人であることを意味する。これに関連して、証券取引法研究会・前掲注 72・23-24 頁、神田・前掲注 72「振替証券法制」371-372 頁および神田・前掲注 122・182 頁では、口座管理機関でない口座名義人の下に契約によってさらに下位の者を置いたとしても当該下位の者は株主や社債権者にならないことは不便であるとのアメリカ法の立場からの指摘が紹介されているが、神田教授は、信託により物権的な権利を取得させることは可能であると指摘している。See also Mooney, *supra* note 122, at 34-35.

<sup>199</sup> 神田・前掲注 72「ユニドロア条約」585-586 頁によると、神田教授は、日本はこの分野についての法制の現代化を終えている国であるとされる。

<sup>200</sup> 証券取引法研究会・前掲注 72・27 頁、神田・前掲注 72「振替証券法制」376 頁および神田・前掲注 122・186 頁参照。See also Mooney, *supra* note 122, at 91-93. なお、振替法におけるシンジケート・ローン等の複数担保権者が存在する場合の株式担保取引を検討したものに、全国銀行協会「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」（平成 20 年 1 月）（[http://www.zenginkyo.or.jp/news/entryitems/news200\\_124\\_1.pdf](http://www.zenginkyo.or.jp/news/entryitems/news200_124_1.pdf)）があるが、振替法に明文の規定がなく解釈に委ねられており、これまでほとんど議論されてこなかった問題ということもあって、必ずしも意見の一致をみていない論点が存在するとしている。

益であるように思われる。

次に、障害 3（コーポレート・アクション手続に関する国内法上の相違）に関する勧告 12 から勧告 14 までで提言されている内容については、わが国ではほとんど考慮されていないと考えられる。

勧告 13（コーポレート・アクション手続のための異なる保有形態の承認）は、他の法域が用いる保有形態を承認し、異なる保有形態を利用する投資者を差別すべきでなく、多くの場合、間接行使によって顧客の権利行使に努めているとするが、わが国証券決済法制は、口座に記録されている加入者を権利行使を行う者として取り扱うものになっており（振替法 151 条 2 項、154 条 3 項等）<sup>201</sup>、顧客のために口座管理機関名義で証券が保有される場合に、実質所有者である顧客の権利行使を認めるような規定を有していない。会社法では、複数の顧客の株式を自己名義で保有する際に異なる議決権行使を可能とする議決権の不統一行使の規定や（会社法 313 条）、顧客を名義株主の代理人として議決権行使を可能とする議決権の代理行使（同法 310 条）の規定はあるが、定款上、代理人を他の株主に限る規定を置く会社がほとんどである<sup>202</sup>。国内の個人投資家は、自己名義で保有するケースが一般的であるためよいが、例えば、カストディアン名義で保有する外国人投資家が株主総会に出席を望む場合等に問題となる。

また、勧告 14（コーポレート・アクション手続における口座提供者の調整された役割）は、口座提供者の階層経由での情報の授受や口座名義人の直接行使、または口座名義人の許可・指図に基づいて口座提供者が行う権利行使を促進することを提言している。法制や保有構造が異なる他の法域の投資者の権利行使を図るには、保有構造の中間をつなぐ口座提供者が投資者の権利行使の促進を図ることが現実的な方策として重要であり、EU の法制として整備しようとしているものである。

わが国においては、振替法上、口座管理機関が加入者の権利行使の促進を図る規定は設けられておらず、また、前述のとおり、口座管理機関の多くは金融商品取引業者であるが（振替法 44 条 1 項 1 号）、有価証券管理業務における善管注意義務の規定されているもの（金融商品取引法 43 条）、かかる規定までは存在していない。このほか、外国証券の取扱いに関して、日本証券業協会が規則や約款の参考様式を公表しているが<sup>203</sup>、国内の市場で取引される外国証券については、配当等・新株予約権等の権利の処理、申込者の指示に

---

<sup>201</sup> このほか、社債や国債の元金支払い等は原則として階層構造を通して加入者・参加者に支払われるが、その取扱いは振替法ではなく、振替機関である証券保管振替機構や日本銀行の規則により定められている（証券保管振替機構・社債等に関する業務規程 58 条の 30、58 条の 31、日本銀行国債振替決済業務規程 73 条）。

<sup>202</sup> 商事法務研究会編「株主総会白書 2012 年版」商事法務 1983 号 82 頁（2012）によると、全国証券取引所上場会社（新興市場を除く）1,845 社中、1,758 社 95.3%がかかる定款規定を有している。第 3 篇第 5 章第 1 節参照。

<sup>203</sup> 日本証券業協会「外国証券の取引に関する規則」（昭 48.12.4）（[http://www.jsda.or.jp/shiryō/web-handbook/107\\_foreign/files/gaikokukisoku20130401.pdf](http://www.jsda.or.jp/shiryō/web-handbook/107_foreign/files/gaikokukisoku20130401.pdf)）および「規則第 3 条第 2 項による外国証券取引口座に関する約款の参考様式：平成 23 年 1 月 1 日施行」（[http://www.jsda.or.jp/shiryō/web-handbook/107\\_foreign/files/107\\_a024-07.pdf](http://www.jsda.or.jp/shiryō/web-handbook/107_foreign/files/107_a024-07.pdf)）参照。

よる議決権の行使および株主総会の書類等の送付等が規定されているのに対して、わが国以外の市場に取り次ぐ取引および国内店頭取引の場合は、配当の代理受領・申込者の指示による議決権の行使等の権利の処理および合併その他重要な株主総会議案に関する通知はなされるものの、発行者からの諸通知等は保管・閲覧に供し、希望がある場合送付する旨規定されているに留まる<sup>204</sup>。

EU においては、証券取引に係る投資者の指図の履行や報告に関する投資会社の義務に関する規定はすでに有しているが（金融商品市場指令 19 条、22 条）、投資会社でない口座提供者にもこれらの義務を課すとともに、さらに証券に付随する権利行使の促進の義務を口座提供者に課すことで、コーポレート・アクション手続の点に関しても、投資者の権利を確保することにより<sup>205</sup>、クロス・ボーダーの証券保有においても投資者の権利が損われることがないようにすることを企図している<sup>206</sup>。

最後に、障害 9（証券の預託・登録先に対する制限）に関する勧告 15（あらゆる加盟国での新規記録）は、EU 内の発行者に EU 内の証券決済システムの選択の自由を認めるとともに、EU 内の証券決済システムにも EU 内の発行者が発行する証券の登録の自由を認めることで、証券取引の共同市場の促進を図るものであるが、そのためには、障害 13（記帳の法的効果）および障害 3（コーポレート・アクション手続に関する国内法上の相違）が勧告 1 から勧告 14 までの提言に基づき解消されることで、クロス・ボーダーの証券保有における証券の取得・処分および権利行使が確保されることが前提であるとする。

わが国においては、勧告 12 から勧告 14 に掲げられているようなクロス・ボーダーの局面におけるコーポレート・アクション手続に対する取組みは十分とはいえず、また、EU のような共同市場を有していないため、勧告 15、すなわち、自国の発行者が他国の CSD に証券を預託・登録したり、他国の発行者の証券を自国の CSD が受け入れることを検討しうる環境にはない<sup>207</sup>。当面は、わが国証券市場の国際化を図るために、EU の取組みも参照しながら、クロス・ボーダーの局面におけるコーポレート・アクション手続の促進を検討していくべきであると考えます。

## 第 5 章 補論：証券法指令の検討状況

### 第 1 節 現在の状況

現在、EU では、Legal Certainty Group の勧告に基づいて、証券法指令（Securities Law

---

<sup>204</sup> 「規則第 3 条第 2 項による外国証券取引口座に関する約款の参考様式：平成 23 年 1 月 1 日施行」・前掲注 203・7 条-11 条、17 条-19 条。

<sup>205</sup> 勧告 2・勧告 3 に係る前章第 3 節第 1 項 B・C 参照。

<sup>206</sup> 勧告 14 に係る前章第 3 節第 2 項 C 参照。

<sup>207</sup> 法文上は、発行者は銘柄ごとに CSD にあたる振替機関を変えることができる旨規定されているが（振替法 13 条 2 項）、国債の振替機関は日本銀行であり（同法 47 条 1 項参照）、他の上場証券は、証券取引所の規則上、証券保管振替機構に限られている（東京証券取引所・有価証券上場規程施行規則 4 条参照）。

Directive) の検討が進められている。

2008年8月のLegal Certainty Groupの第2次勧告の公表を受けて、欧州委員会の経済・金融総局は、同年12月に、Legal Certainty Groupの準備作業を高く評価し、この分野にEUの法制が必要であるとの意見に賛成したうえで、法制の対応に向けて早急に準備を開始している<sup>208</sup>。

証券法指令は、当初2011年中頃に制定するスケジュールで検討が進められたが<sup>209</sup>、金融危機発生後、EU規制当局が将来の金融システムをより安定的にすべく対応に迫られたこともあってか、現在も指令案の提案は行われていない<sup>210</sup>。

本章は、EUにおける証券法指令の検討状況を確認することにより、Legal Certainty Groupの第2次勧告が提示した問題に対するその後の対応状況を検証するものである。

## 第2節 証券法指令の検討内容

証券法指令に関するものとしては、現在までに、「証券の保有・処分に対する法的確実性に係る法制」と題して、2009年に最初の協議文書（以下、本篇において「第1次協議文書」という）<sup>211</sup>による意見照会とその結果<sup>212</sup>の公表、そして、2010年に2回目の協議文書（以下、本篇において「第2次協議文書」という）<sup>213</sup>による意見照会とその結果<sup>214</sup>の公

---

<sup>208</sup> European Commission Press Release IP/09/599, Financial Services: Commission Launches Consultation on New Legal Framework for Intermediated Securities (Apr. 20, 2009) [hereinafter EC Press Release IP/09/599], available at <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/599&format=PDF&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>.

<sup>209</sup> 2010年6月21日に閲覧した証券法指令に係る欧州委員会のウェブサイト (Harmonisation of Securities Law, EUROPEAN COMMISSION, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/securities-law/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/securities-law/index_en.htm)) ではそのように記載されていた。

<sup>210</sup> See Securities Law, EUROPEAN COMMISSION, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/securities-law/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/securities-law/index_en.htm) (last visited Oct. 12, 2013).

<sup>211</sup> *Legislation on Legal Certainty of Securities Holding and Dispositions: Consultation Document of the Services of the Directorate-General Internal Market and Services* (Apr. 16, 2009), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2009/securities-law/hsl\\_consultation\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2009/securities-law/hsl_consultation_en.pdf).

<sup>212</sup> *Consultation by the Commission: Summary of Responses Received in Respect of the Consultation Document Legislation on Legal Certainty of Securities Holding and Transactions* (2010) [hereinafter *Summary of the First Public Consultation*], available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/securities-law/first\\_consultation\\_summary\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/securities-law/first_consultation_summary_en.pdf).

<sup>213</sup> *Legislation on Legal Certainty of Securities Holding and Dispositions: Consultation Document of the Services of the Directorate-General Internal Market and Services* (2010) [hereinafter *Second Public Consultation*], available at <http://ec.europa.eu/inter>

表が実施されている。

第1次協議文書では、①国際司法だけでなく実質法の領域をも対象にする、証券口座において保有される証券の保有・処分の法的フレームワーク、②特にクロス・ボーダーの状況に該当する、口座管理機関の階層を通して証券から生じる投資者の権利を行使する法的フレームワーク、③特にCSDに関係する、EU域内において、証券を新規記録する保有構造を発行者が選択する自由の創設、④証券管理業に係る適切な監視体制の提示という4つの問題を対象としていたが<sup>215</sup>、第2次協議文書では、③は取り扱われていない。これは、第1次協議文書の照会結果では③は大多数の支持を得ていたものであるが<sup>216</sup>、別の作業において取り扱われることになったことによると説明されている<sup>217</sup>。

その後、③の問題は、欧州金融市場の安定化を図るためにCSDと証券決済に関するルールを策定する作業の中で検討され<sup>218</sup>、2012年3月に欧州委員会が提案した「EUにおける証券決済の改善と証券決済機関に関する欧州議会および理事会の規則およびEC指令98/26の改正」の中で、EU内で認可されているCSDにおいて発行する自由を規定する条文案として示されている<sup>219</sup>。

第2次協議文書では、可能な法的アプローチのすべての範囲を対象とする22の原則(principle、ただし、原則22は用語の定義)が提案されており、以下その主な内容を確認することとする。

原則1(目的)は、EUの法制の目的を、証券口座を通して保有する証券の保有・処分および当該証券から生じる権利の行使に関する法的フレームワークの規制としており、発

---

nal\_market/consultations/docs/2010/securities/consultation\_paper\_en.pdf.

<sup>214</sup> *Legislation on Legal Certainty of Securities Holding and Dispositions: Summary of Responses to the Directorate-General Internal Market and Services' Second Consultation* (2011), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2010/securities/extended\\_summary\\_responses\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/securities/extended_summary_responses_en.pdf).

<sup>215</sup> See EC Press Release IP/09/599, *supra* note 208.

<sup>216</sup> *Summary of the First Public Consultation*, *supra* note 212, at 5, 57-58.

<sup>217</sup> *Second Public Consultation*, *supra* note 213, at 2.

<sup>218</sup> See Central Securities Depositories (CSDs), EUROPEAN COMMISSION, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/central\\_securities\\_depositories/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/central_securities_depositories/index_en.htm) (last visited Oct. 13, 2013); see also European Commission Press Release IP/11/29, Enhancing Safety of European Financial Markets: Common Rules for Central Securities Depositories (CSDs) and Securities Settlement (Jan. 13, 2011), available at [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-11-29\\_en.pdf](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-11-29_en.pdf).

<sup>219</sup> *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Improving Securities Settlement in the European Union and on Central Securities Depositories (CSDs) and Amending Directive 98/26/EC (Text with EEA relevance)*, art. 47, COM (2012) 73 final (May 7, 2012), available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52012PC0073:EN:PDF>.

行者が誰を証券の法的所有者として認識するかという問題を取り扱わないとする<sup>220</sup>。これは、他の者のために証券を保有する者の機能に着目しているのであって、他の者とその者の関係の法的性質に関係するルールを課すものではないとされている<sup>221</sup>。

原則 21（口座提供者の地位）は、金融商品市場指令を改正し、証券保管業を投資サービスとすることで、すべての口座提供者を規制すべきとしているが<sup>222</sup>、これは、現状、金融商品市場指令の適用を受けていない者を規制することができるようにするものとされている<sup>223</sup>。また、原則 2（機能の分担）において、加盟国が口座提供者以外の者に一定の行動に責任を課すことを規定できるようにすべきとしているが、これは、第 2 次勧告（勧告 2）が指摘していた透明なシステムにおける口座運営者を規制することができるようにするものと説明されている<sup>224</sup>。

原則 3（口座によって保有される証券）は、口座名義人に、最終口座名義人に準拠法上付与される権利を行使し受領する権利、処分に効果を与える権利および法令その他で認められる限りの指図をする権利があることを定めるもので、これも、法的性質の調整を行わない機能的アプローチに基づく表現であるとする<sup>225</sup>。なお、第 2 次勧告（勧告 4）において用いられていた振替決済証券（book-entry securities）は、新たな分類の証券が導入されたかのような誤解を招くため、口座によって保有される証券（account-held securities）に改められている<sup>226</sup>。また、原則 11（指図）において、契約、証券に係る利権を有する者の権利、判決、法令および証券決済制度のルールに従いつつ、口座管理機関は口座名義人以外の者からの指図に拘束されないこととしているが、これは、口座管理機関が行う増額記録、減額記録または財産表示が市場参加者の法的地位を変更するものであることから、将来の法制が保証すべきものであると説明されている<sup>227</sup>。

原則 4（取得・処分の方法）は、口座によって保有される証券を取得・処分する方法を、他の口座提供者の口座に記録された証券の数、発行者の帳簿に記録された口座名義人もしくは登録された名義人が保有する証券の数、保有する証券の数、または発行された証券の記録数に一致する形での口座の増額記録・減額記録とし、照合の結果残高不足となる場合の対処（誤記録の取消しや証券の追加）を定めるほか、他の取得・処分する他の方法として、国内法が、財産表示、支配による担保権設定および口座提供者との契約を許容することを認める<sup>228</sup>。また、原則 5（取得・処分の法的有効性）において、原則 4 の方法による

---

<sup>220</sup> *Second Public Consultation, supra note 213, at 3.*

<sup>221</sup> Habib Motani, *The Proposed EU Legislation on Securities Holding*, in INTERMEDIATED SECURITIES: THE IMPACT OF THE GENEVA SECURITIES CONVENTION AND THE FUTURE EUROPEAN LEGISLATION, *supra note 121, at 65, 66.*

<sup>222</sup> *Second Public Consultation, supra note 213, at 33.*

<sup>223</sup> Motani, *supra note 221, at 69.*

<sup>224</sup> *Second Public Consultation, supra note 213, at 5.*

<sup>225</sup> *Id. at 6-7.*

<sup>226</sup> *Id. at 7.*

<sup>227</sup> *Id. at 20.*

<sup>228</sup> *Id. at 9-10.*

処分の有効性や、残高不足となる場合の無効、法定担保権の効果および国内法による条件の設定や口座の記録の無効等を定めているが、国内法による条件の設定を認めるのは、第2次勧告（勧告6）において検討された条件付記録（conditional credit）を準拠法により可能とすることを認めるものと説明されている<sup>229</sup>。さらに、原則9（優先権）において、同一の証券に対する財産表示および同一の証券に対する支配による担保権設定または口座提供者との契約は発生順で優先し、財産表示は同一の証券に対する支配による担保権設定または口座提供者との契約に優先することは国内法が規定するとしており、後に設定された財産表示を支配による担保権設定等に優先させることにしているが、記帳は透明性が高い方法であり支持する意見が多いことから、かかる取扱いを提案したと説明されている<sup>230</sup>。

原則6（破産の場合の効果）は、原則4および原則5の方法を用いた有効な取得・処分を口座提供者の破産管財人や債権者に対しても有効なものとしており、さらに、原則10（口座提供者が破産した場合の口座名義人の保護）は、口座名義人の証券が破産財団に帰属しないことや、口座提供者の証券の残高が不足する場合の配分方法は国内法により規定されるとする<sup>231</sup>。国内法上、破産者の債権者の保護を図るルールを有している場合があること、また、残高が不足する場合の損失の分担は、国内の破産法手続の支障となる場合がありうるため、明確な解決方法を持つべきであることを提案するものと説明されている<sup>232</sup>。

原則7（取消し）は、記帳が取り消される場合（口座名義人の同意および未承認の記録・財産表示）を国内法が保証すべきであり、また、原則8（取消しに対する取得者の保護）は、増額記録・財産表示の取消しに対する保護を国内法が保証すべきであるとする<sup>233</sup>。一度有効となった記録を取り消す条件を明確にする必要があり、クロス・ボーダーの法的確実性を高めるうえで、予期せぬ記帳の取消しを排除することが最も重要であると説明している<sup>234</sup>。

原則12（口座名義人の債権者による差押え）は、口座名義人の債権者が差し押さえることができるのは、口座名義人の口座提供者に限られることを国内法が規定すべきであるとしているが、これは、上位層への差押えを禁止するものと説明されている<sup>235</sup>。また、原則13（口座提供者の債権者による差押え）において、口座提供者の債権者が当該口座提供者の名義で別の口座提供者に開設した口座に記録された証券に対する差押えを禁止することを国内法が規定すべきであるとしているが、これは、上位層の口座提供者が管理する顧客の口座（client accounts）への差押えを禁止するものと説明されている<sup>236</sup>。

原則16（情報の伝達）は、口座提供者が受領した権利行使に必要な情報等は不当に遅延することなく最終口座名義人に伝達されるべきであり、同時に、最終口座名義人が口座提

---

<sup>229</sup> *Id.* at 12-13.

<sup>230</sup> *Id.* at 17-18.

<sup>231</sup> *Id.* at 13-14, 18.

<sup>232</sup> *Id.* at 14, 19.

<sup>233</sup> *Id.* at 14, 16.

<sup>234</sup> *Id.* at 15-17.

<sup>235</sup> *Id.* at 21.

<sup>236</sup> *Id.* at 22.

供者に提出した情報は不当に遅延することなく、発行者に伝達されるべきであるとするが、口座管理機関が情報を伝達するうえでのコストを関係者間で困難な配分をするのではなく、競争に委ねることが適切であり、そして、欧州委員会が必要な標準化を推進するとしている<sup>237</sup>。

また、原則 17（最終口座名義人の権利行使の促進）において、最終口座名義人の口座提供者は、代理や指図、証明等の方法により最終名義人の権利行使を促進する義務があることを国内法が規定すべきであるが、顧客の保護の目的に反しない範囲で契約により変更することは可能であるとする<sup>238</sup>。ただし、契約による変更は、口座提供者が最終口座名義人より有利な立場にある口座提供者がコスト上の理由から権利行使を見合わせる事態を促すものではなく、状況に応じて適切な対応をとるものであるため、配当や利子のような財産権をはずすことは極めて限定的であるが、議決権のような参加権をはずす余地は財産権よりはありと説明している<sup>239</sup>。

なお、原則 20（契約に基づく口座提供者による行使）において、最終口座名義人が権利行使を欲しない場合でも、口座提供者は契約に従って委任または指図に基づいて権利行使を行うとするが、これは、最終口座名義人が、交渉力やコストを理由に、権利を受領し行使する権限を様々な方法で譲渡するリスクに対処するものであると説明されている<sup>240</sup>。

原則 14（国際司法の決定）は、口座において保管される証券には口座提供者が証券口座を管理する国の法律が適用されることを国内法上規定すべきとし、本店と異なる法域に支店がある場合、口座名義人との関係では支店が管理することになるか、さもなくば本店が管理することになるとされているが、これは、金融担保指令、決済ファイナリティ指令および銀行倒産指令がそれぞれ有している規定との関係（調整するのか、並立するのか等）が問題になると指摘する<sup>241</sup>。

原則 15（証券に付随する権利のクロス・ボーダーにおける認識）は、保有形態が異なることを理由に他の法域で保有される証券に付随する権利の行使を国内法上差別すべきでないとする<sup>242</sup>。これには、口座管理機関を介して保有する場合、直接保有する場合に比して、情報の入手が遅くなるという違いを認識すべきであるとの指摘がある<sup>243</sup>。また、原則 18（料金の非差別）において、クロス・ボーダーの証券保有における原則 16 および原則 17 に係る口座提供者の料金を国内の証券保有に係るものと同水準にすることを国内法が保証すべきであるとするが<sup>244</sup>、これには、クロス・ボーダーの保有に関して追加費用が生じる場合、口座管理機関はすべての顧客に料金を課すはかなくなるとの批判がなされている<sup>245</sup>。

---

<sup>237</sup> *Id.* at 26-28.

<sup>238</sup> *Id.* at 28-29.

<sup>239</sup> *Id.* at 30.

<sup>240</sup> *Id.* at 32-33.

<sup>241</sup> *Id.* at 23-24.

<sup>242</sup> *Id.* at 26.

<sup>243</sup> Motani, *supra* note 221, at 88-89.

<sup>244</sup> *Second Public Consultation*, *supra* note 213, at 31.

<sup>245</sup> Motani, *supra* note 221, at 89.

さらに、原則 19（第三国における保有）において、他の者のために証券を保有する口座名義人であって将来の法制の適用を受けない者が有効に権利を行使することができるよう口座提供者が対応すべきとするが、これは、例えば、口座提供者が第三国に所在していたとしても、その口座名義人は EU 内に所在するという再入国（re-enter）の問題に対応するには、EU 外の口座提供者にサービスを提供する者であって EU 内の規制された口座提供者であるものの義務を推進する必要があると説明されている<sup>246</sup>。

### 第 3 節 若干のコメント

前節においてみたとおり、第 2 次勧告による提言を基本的に生かす内容で、証券法指令の検討は進められている。もっとも、新規記録先の自由な選択は別の規則改正による提案に移設されたほか、用語上、振替決済証券（book-entry securities）を口座によって保有される証券（account-held securities）に変更していること、不一致の解消方法として損失の按分を明記していないこと、国際司法の決定を追加していること、およびクロス・ボーダーの証券保有に係る口座提供者の料金を国内の証券保有に係るものと同水準にすること等の修正が施されている。

しかしながら、証券法指令は、二度に及ぶ協議文書による意見照会を経ながらも、金融危機の発生に伴う金融システムの安定化への対応に注力せざるをえない事情もあってか、現在も提案に至っていない。これには、G20 や国際決済銀行（Bank for International Settlements）が 2009 年に設置した金融安定理事会（Financial Stability Board）が指摘した、銀行規制システム外で活動する影の銀行（shadow banking）の問題に対応していることも関係しているようである<sup>247</sup>。

2001 年に第 1 次ジョヴァンニーニ報告が公表されて以来、現在に至るまで、証券取引に関する共同市場確立のための法制整備に向けて連綿と検討が続けられている。それは、共同市場形成という経済的理由が背景にあることは間違いないが、欧州統合という理念を共有しているから続けられる営みであると思われる。

また、EU では、証券決済の技術的インフラの統一・整備を図る TARGET2-Securities の準備も進められている。これが稼働することによって、法制面のみならず、システム・情報技術の面でも EU 内の証券取引に関する共同市場の形成が相当程度実現される可能性があり、こうした動きも注目されるところである。

---

<sup>246</sup> *Second Public Consultation, supra note 213, at 32.*

<sup>247</sup> 2013年10月12日に閲覧した証券法指令に関するウェブサイト（[http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/securities-law/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/securities-law/index_en.htm)）には、参考文書として、影の銀行（shadow banking）に関する協議文書が掲載されており、また、2012年11月に開催された証券法法制に関する加盟国ワーキンググループにおいて、この問題が言及されている。See *Summary Of the Meeting Of the Member States Working Group on Securities Law Legislation Brussels, 19 November 2012* (2012), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/securities-law/minutes\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/securities-law/minutes_en.pdf).

わが国においても、アジア市場創設を指向する動きも始まっている<sup>248</sup>。アジアと EU では環境や事情が異なるため、EU における取組みがそのまま当てはまるわけではないが、クロス・ボーダーの証券市場の進展を考えると、EU において行われている取組みは参考になるものと思われる。

もともと、現時点においても、わが国がいずれも会議の加盟国となっているハーグ証券準拠法条約とユニドロア証券実質法条約がすでに採択されており、これらに批准しない場合であっても、これらの条約が示す問題を検討し、わが国の証券決済法制をさらに見直していくことは必要であると思われる。

---

<sup>248</sup> 具体的な取組みとして、犬飼重仁「アジア域内のプロ向け債券市場創設提言 「アジア域内プロ向け国際債市場 (AIR-PSM : Asian Inter-Regional Professional Securities Market)」とその日本国内版である「日本国プロ向け公募債市場 (PSM-J)」の創設」(2010. 8.16) ([http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/20100816\\_AIR-PSM\\_JP.pdf](http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/20100816_AIR-PSM_JP.pdf)) 参照。

## おわりに

ここまで、欧米において、証券決済制度の進展に伴い、投資者、特に株主の権利行使方法に与える影響や、それに対していかに権利行使を確保し、その前提となる株主への情報提供の促進についてみてきた。

証券取引の増大化・迅速化に答えるべく、証券決済制度も高度化・複雑化しており、現代の証券決済制度は、発行者と投資者との間に、証券決済機関や（場合によっては複数の）口座管理機関が仲介するものが広く普及している。その特徴は、基礎となる証券を無券面化または不動化し、現物の移転を行うことなく、証券決済機関および口座管理機関の口座の記録の増減によって決済するものである。反面、発行者と投資者の間に証券決済機関および口座管理機関が介在するために（その意味で間接保有と称される）、発行者と投資者の間の直接の情報開示や権利行使が阻害され、会社関係書類の転送や権利行使内容の伝達といった間接的な方法をとらざるをえず、発行者が投資者の存在を確認できない場合に至っては、発行者が把握できる仲介者が権利者として行使する形がとられることになる。

このようにして、証券決済制度の進展に伴い、証券の取得・処分の方法はますます洗練されているのに対して、投資者の権利行使の確保は困難さが増すという事態が生じてくる。

かかる事態に対して、アメリカの場合、証券業者等のストリーム・ネームによる保有形態が多くを占める中、発行者が実質所有者の情報を入手し、直接情報開示を行う手段を長年の努力の中で確保しようとしてきた。しかしながら、株主の権利を有するものは株主名簿に記録された名義株主であるという州会社法の規律があるがために、名義株主でない実質所有者が直接発行者に対して権利行使することができず、従って、委任状書面や委任状説明書を直接実質所有者に交付することはなしえない状況にある。現状としては、電磁的方法による委任状勧誘資料の提供を行うことで、迅速・簡便な情報開示に努めつつ、証券業者等が実質所有者の指図を受けて行使することを促進することで対処するほかない（ドット＝フランク法により指図のない証券業者等の議決権行使を禁止したこともその表れといえる）。

EUにおいては、物・人・サービス・資本の自由移動を中核とする共同市場（域内市場）の形成を目的とする理念から、証券取引における共同市場の創設に向けて、基盤となる証券決済システムの整備（具体的には TARGET2-Securities の構築）や実務対応の検討（例えば、Corporate Actions Joint Working Group や、Joint Working Group on General Meetings Market Implementation Groups の活動）のほか、各加盟国の異なる証券決済法制の調整（証券法指令の検討）が進められている。

他方、EU における証券市場はすでに外国人投資家の占める割合が高くなっており、クロス・ボーダーの保有構造において株主の権利行使がなされていないという問題が検討されていた。これに対応するために、2007年に株主の権利指令が採択されており、招集通知の期限やウェブサイトの掲載、基準日制度の採用、書面・電磁的方法による議決権行使の許容、代理行使・不統一行使の障害の除去およびウェブサイト上の議決権行使結果の開示等を加盟国に求めるものとなっており、クロス・ボーダーの保有構造の問題への対処として、発行者のウェブサイトを随所に活用している点の特徴である。

しかしながら、株主の権利指令は、上場会社における株主総会の議決権のみを対象とし

ているうえに、保有構造の中核を担う口座管理機関の役割に言及できていないという限界がある。

この問題は、証券法指令の検討に引き継がれており、口座提供者が発行者・投資者間の情報の授受を行い、投資者の指図に従って権利行使をする義務を課すことを検討している。各国の証券決済制度・保有構造に違いがあるために、相互に違いを承認することを前提とした場合（証券決済法制の調整も各国法の統一を目指しているのではなく、各国法制度の機能・効果の統一を目指している）、異なる保有構造にある投資者の権利行使を確保するには、どのような保有構造にあっても存在する、口座提供者に投資者の権利行使を促進させる役割を担わせることがとりうる方策と考えているように思われる。

以上のとおり、欧米における取組みは、事情や経緯等を背景とした違いはありながらも、電磁的方法の活用、仲介する口座管理機関に投資者の権利行使を促進させる機能を期待する点は共通している。

翻ってわが国の状況であるが、記名株式を選好するという伝統を有するがゆえに、実質投資者をなるべく株主名簿に記録することを重視してきた。このため、現在でも国内の個人投資家レベルでは、実質所有者が株主名簿に記録されることが一般的であり、発行者と投資者の間の直接の通知、権利行使が維持されている。しかしながら、株主名簿への記録を重視するあまり（権利行使するのであれば株主名簿に記載すべきであり、記載しないのであれば権利行使を欲していないとみていたともいえる）、近年存在感の増す、年金、投資信託等の国内機関投資家や、海外機関投資家（外国人株主のほとんどは機関投資家）に資金を提供する投資者に対する考慮はこれまでなされていなかったというべき状況にある。金融庁等において、機関投資家の議決権行使方針や行使結果開示等が提言され、ようやく対応が始められたところである。

わが国が記名株式を選好するという伝統から、国外の異なる保有構造を認識した対応が採り難い点も、クロス・ボーダーの証券保有を考える場合に問題である。すなわち、国内個人投資家レベルでは、発行者と投資者の直接の通知等が行われているために、クロス・ボーダーでは前提となりやすい、名義株主でない実質所有者の存在やこれを仲介する者としての口座管理機関が権利行使に際して果たすべき役割を認識し難いという問題である。このことは、端的には、本稿の中で何度か言及してきた、定款規定により株主でない実質所有者に名義株主の代理人として議決権行使をさせられない問題として表れている。実質所有者による代理行使は、欧米の対応においてみたとおり、間接保有構造では、当然の前提であろうから、その認識を有していないということは、EUの **Legal Certainty Group** 勧告や証券法指令が目指すところの異なる保有構造の承認という原則を受け入れられないということになりかねないように思われる。

必要なことは、他国の保有構造やそれに合わせた仕組みをそのままわが国において採用するということではない。現在のクロス・ボーダーの証券保有が増大した状況を考えるときに、他の異なる保有構造を認め、そこで行われている対応を理解したうえで、わが国法制を見直していくことである。具体的には、実質所有者の存在や保護、仲介者や機関投資家が投資者の権利確保のために果たすべき役割や機能を意識していくことであると思われる。



## 文献目録

- 相澤哲・郡谷大輔「会社法施行規則の総論等」相澤哲編著『立案担当者による会社法関係  
法務省令の解説』（別冊商事法務 300 号）1-15 頁（商事法務、2006）  
——編著『一問一答 新・会社法』（商事法務、改訂版、2009）
- イギリス会社法制研究会（代表者 川島いづみ）「イギリス 2006 年会社法（4）」比較法学  
42 卷 3 号 257-289 頁（2006）
- 石田猛行「2011 年 ISS 議決権行使助言方針」商事法務 1925 号 28-39 頁（2011）  
——「2013 年 ISS 議決権行使助言方針」商事法務 1993 号 41-51 頁（2013）
- 稲葉威雄ほか編『実務相談株式会社法 2』923-928 頁〔高橋勝好〕（商事法務研究会、新訂  
版、1992）  
——『会社法の基本を問う』（中央経済社、2006）  
——『会社法の解明』（中央経済社、2010）
- 犬飼重仁「アジア域内のプロ向け債券市場創設提言 「アジア域内プロ向け国際債市場  
（AIR-PSM : Asian Inter-Regional Professional Securities Market）」とその日本国内  
版である「日本国プロ向け公募債市場（PSM-J）」の創設」（2010.8.16）（[http://www.  
globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/20100816\\_AIR-PSM\\_JP.pdf](http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/20100816_AIR-PSM_JP.pdf)）
- 上田廣美訳「「EU における会社法の現代化と企業統治（gouvernement d'entreprise）の  
強化」に関する欧州委員会報告書」亜細亜法学 38 卷 2 号 75-102 頁（2004）
- 上村達男「議決権行使の代理人を株主に限る定款規定の意義 - 会社法改正要綱案を踏まえ  
て - 」北九州大学法政論集 8 卷 3・4 合併号 51-74 頁（1981）  
——「株主総会復権論・批判」泉田栄一ほか編『現代企業法の新展開—小島康裕教授退  
官記念—』151-166 頁（信山社、2001）
- 上柳克郎・鴻常夫・竹内昭夫編集代表『新版注釈会社法(4)』267-276 頁〔河本一郎〕（有  
斐閣、1986）
- 大谷禎男『改正会社法』（商事法務研究会、1991）
- 尾崎輝宏・吉田修「社債、株式等の振替に関する法律の概要」別冊商事法務編集部編『株  
券不発行制度・電子公告制度』別冊商事法務 286 号 161-201 頁（商事法務、2005）
- 大橋善晃「EU 金融商品市場指令（MiFID）—動き出す EU の資本市場・投資サービスに  
かかわる基本法—」証券レビュー 47 卷 11 号 40-82 頁（2007）  
——「金融サービス行動計画（FSAP）の経済的インパクト—欧州委員会による FSAP  
の包括的評価—」証券レビュー 49 卷 12 号 120-203 頁（2009）
- 大濱信泉「判例白紙委任状」法律時報 24 卷 5 号 3-14 頁（1952）
- 小野伸和「欧州における大口資金決済システム（TARGET2）及び証券決済システム（T2S）  
構築の動きについて」金融 767 号 14-25 頁（2011）
- 貝瀬幸雄「EU の金融機関国際倒産法制—比較法学の観点から—」金融研究 25 卷法律特集  
号 97-139 頁（2006）
- 株券振替決済制度懇談会専門委員会「株券等の振替決済制度に関する専門委員会中間報告  
書」（昭和 53 年 7 月 13 日）稲葉威雄ほか『株券等保管振替法の概要』別冊商事法務 74  
号 164-177 頁（商事法務研究会、1984）

- 「株券振替決済制度の概要と現状」証券 32 巻 374 号 8-15 頁 (1980)
- 株式会社 ICJ ホームページ・メリット (<http://www.icj-co.com/participation/merit.html>)  
(検索日: 2013 年 9 月 22 日)
- 「株主総会概況 - 平成 24 年 6 月総会会社 1,872 社 -」資料版商事法務 340 号 115-215 頁  
(2012)
- 「株主総会概況 - 平成 25 年 6 月総会会社 1,872 社 -」資料版商事法務 352 号 47-116 頁  
(2013)
- 神崎克郎「株券振替決済制度における実質株主の保護 (上)・(下)」インベストメント 27  
巻 4 号 18-32 頁 (1974)・27 巻 5 号 2-15 頁 (1974)
- 「米国における実質株主の保護」神戸法学雑誌 23 巻 3・4 号 180-208 頁 (1974)
- 神田秀樹「投資証券の国際的取引」江頭憲治郎・増井良啓編『融ける境 超える法 3 市場  
と組織』79-98 頁 (東京大学出版会、2005)
- 「間接保有有価証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」黒沼悦郎・藤田友敬  
編『江頭憲治郎先生還暦記念 企業法の理論 (下巻)』569-593 頁 (有斐閣、2007)
- 「振替証券法制に関する若干の課題」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制  
の現代的課題』366-377 頁 (日本証券経済研究所、2010)
- 「振替株式制度」江頭憲治郎編『株式会社法大系』163-186 頁 (有斐閣、2013)
- 北村雅史「「電子化」時代の株主総会 - 「2009 年版株主総会白書」を読んで -」商事法務  
1886 号 4-13 頁 (2009)
- 菊田秀雄「EU における「会社法の現代化」(1)・(2) —EU 委員会の行動計画を中心に—」  
早稲田大学大学院法研論集 110 号 (107) 378-355 頁 (2004)・111 号 478-453 頁 (2004)
- 「イギリスにおける実質株主の開示請求制度」国際商事法務 39 巻 9 号 1279-1284  
頁 (2011)
- 北坂尚洋「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  
ーグ条約草案のアプローチについて—」阪大法学 52 巻 3・4 号 351-924 頁 (2002)
- 金融審議会 金融分科会 我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ第 19  
回会議 (2009 年 2 月 10 日) 同議事録 ([http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/s\\_group/  
gijiroku/20090210.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/s_group/gijiroku/20090210.html)) (検索日: 2013 年 9 月 22 日)
- 金融審議会 金融分科会 我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告  
「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」(2009 年 6 月 17 日)  
([http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20090617-1/01.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20090617-1/01.pdf)、[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20090617-1/02.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20090617-1/02.pdf))
- 黒沼悦郎「株主間のコミュニケーションと委任状勧誘規則—アメリカにおける機関投資家  
現象の一断面—」インベストメント 45 巻 6 号 2-8 頁 (1992)
- 『アメリカ証券取引法』(弘文堂、第 2 版、2004)
- 久保田隆「バーゼル II 実施と Hague 条約批准・UNIDROIT 条約成立の課題」比較法学 39  
巻 2 号 245-265 頁 (2006)
- 公開会社法要綱案第 11 案 (2007 年 10 月 17 日・日本取締役協会・金融資本市場委員会、  
2009 年 1 月 21 日早稲田大学グローバル COE<<企業法制と法創造>>総合研究所)  
([http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/koukai\\_kaishahou/20100110\\_You](http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/koukai_kaishahou/20100110_You))

kou11.pdf)

佐久間裕秋「EU 証券規制の新潮流：MiFID をめぐる最近の動向」麗澤経済研究 16 巻 2 号 43-64 頁 (2008)

佐藤信「欧州の新しい証券決済システム (T2S)」資本市場 280 号 20-29 頁 (2008)

始関正光「株券不発行制度・電子公告制度の導入」別冊商事法務編集部編『改正会社法対応シリーズ 5 株券不発行制度・電子公告制度』別冊商事法務 286 号 3-158 頁 (商事法務、2005)

志谷匡史「アメリカ委任状規制の展開」商大論集 44 巻 4・5 号 261-289 頁 (1993)

諮問第 57 号に関する審議結果報告 (<http://www.moj.go.jp/content/000004990.pdf>) (2008)

証券取引審議会専門委員会「株券振替決済制度について (報告)」(昭和 57 年 12 月 9 日)

稲葉威雄ほか『株券等保管振替法の概要』別冊商事法務 74 号 181-190 頁 (商事法務研究会、1984)

証券取引法研究会編『証券取引法研究会研究記録 第 17 号 間接保有証券に関するユニードロア条約策定作業の状況』(日本証券経済研究所、2007)

庄司克宏『EU 法 基礎篇』(岩波書店、2003)

——『新 EU 法 基礎篇』(岩波書店、2013)

「招集通知発送日早期化状況調査 - 平成 23 年 6 月総会 1,895 社 - 」資料版商事法務 336 号 62-77 頁 (2012)

「招集通知早期化状況調査 - 平成 24 年 6 月総会 1,872 社 - 」資料版商事法務 348 号 64-79 頁 (2013)

商事法務研究会編「株主総会白書 2011 年版」商事法務 1949 号 (2011)

——「株主総会白書 2012 年版」商事法務 1983 号 (2012)

鈴木竹雄「記名株券の特異性」竹田先生古稀記念『商法の諸問題』161-178 頁 (有斐閣、1952) [商法研究 II 会社法(1)所収、「記名株券の特異性 (その 1)」と改題、297-313 頁 (有斐閣、1971 ; オンデマンド版、有斐閣、2001)]

——「改正会社法の概要」商事法務研究会編『昭和 41 年改正会社法実務の研究』1-38 頁 (商事法務研究会、1966)

セオドア・A・パラダイス「米国証券取引委員会によるプロキシ・アクセス・ルールの導入」商事法務 1915 号 26-35 頁 (2010)

全国銀行協会「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」(平成 20 年 1 月) ([http://www.zenginkyo.or.jp/news/entryitems/news200124\\_1.pdf](http://www.zenginkyo.or.jp/news/entryitems/news200124_1.pdf))

全国株懇連合会編『全株懇モデル - 定款・株式取扱規程・招集通知・事業報告など』(商事法務、新訂 3 版、2011)

高橋康文編著・長崎幸太郎・馬渡直史著『逐条解説 社債等振替法』(金融財政事情研究会、2003)

高橋康文編著・尾崎輝宏著『逐条解説 新社債、株式等振替法』(金融財政事情研究会、2006)

竹内昭夫「株券の保管振替制度と株主の権利行使」ジュリスト 820 号 6-15 頁 (1984)

龍田節「アメリカの株主総会と法」大阪証券代行(株)代行部編『アメリカの株主総会』3-31 頁 (商事法務研究会、1985)

田中亘「定時株主総会はなぜ六月開催なのか」黒沼悦郎・藤田友敬編『江頭憲治郎先生還暦記念 企業法の理論（上巻）』415-497頁（商事法務、2007）

東京証券取引所 上場制度整備懇談会「安心して投資できる市場環境等の整備に向けて」（2009年4月23日）（<http://www.tse.or.jp/rules/seibi/b7gje60000005zc9-att/seibi.pdf>）

——ほか「平成20年度株式分布状況調査について」（2009年6月19日）（[http://www.tse.or.jp/market/data/examination/distribute/h20/distribute\\_h20a.pdf](http://www.tse.or.jp/market/data/examination/distribute/h20/distribute_h20a.pdf)）

——ほか「平成22年度株式分布状況調査の調査結果について」（2011年6月20日）（<http://www.tse.or.jp/market/data/examination/distribute/b7gje6000000508d-att/bunpu2010.pdf>）

——ほか「平成24年度株式分布状況調査の調査結果について」（2013年6月20日）（<http://www.tse.or.jp/market/data/examination/distribute/b7gje6000000508d-att/bunpu2012.pdf>）

投資信託協会「議決権の指図行使に係る規定を作成するに当たっての留意事項」の一部改正案に対する意見募集の結果のお知らせ（平成22年3月18日）（<http://www.toushin.or.jp/publiccomment/ichiran/3744/?0=>）（検索日：2013年9月16日）

中島真志「欧州中央銀行の進める証券決済インフラ統合の動き—「ターゲット2証券プロジェクト」の概要について—」麗澤経済研究16巻1号45-58頁（2008）

——・宿輪純一『証券決済システムのすべて』（東洋経済新報社、第2版、2008）

中東正文「法の再構築と株主総会 - 「2011年版株主総会白書」を読んで - 」商事法務1953号4-10頁（2011）

中村一彦『企業の社会的責任と会社法』（信山社出版、1997）

新美育文「消費者契約における不公正条項に関するEC指令の概要と課題」ジュリスト1034号78-88頁（1993）

日本監査役協会 コーポレート・ガバナンスに関する有識者懇談会「上場会社に関するコーポレート・ガバナンス上の諸課題について」（2009年3月26日）（[http://www.kansa.or.jp/support/ns\\_090403\\_02.pdf](http://www.kansa.or.jp/support/ns_090403_02.pdf)）

日本銀行国際局 大蔵大臣公示「基準外国為替相場及び裁定外国為替相場（平成12年7月1日から平成12年12月31日までの間において適用）」（2000年6月20日）（[http://www.boj.or.jp/type/release/teiki/tame\\_rate/kijyun/kiju0007.htm](http://www.boj.or.jp/type/release/teiki/tame_rate/kijyun/kiju0007.htm)）

日本証券業協会「外国証券の取引に関する規則」（昭48.12.4）（[http://www.jsda.or.jp/html/foreign/files/a024\\_f.pdf](http://www.jsda.or.jp/html/foreign/files/a024_f.pdf)）

——「少人数向け勧誘対象海外発行証券に係る「外国証券の取引に関する規則」の特例に関する規則」（平.22.3.16）（[http://www.jsda.or.jp/html/foreign/files/a057\\_f.pdf](http://www.jsda.or.jp/html/foreign/files/a057_f.pdf)）および「規則第3条第2項による外国証券取引口座に関する約款の参考様式：平成22年4月1日施行」（<http://www.jsda.or.jp/html/foreign/files/kouza.pdf>）

「日本版ステewardシップ・コードに関する有識者検討会」（<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/index.html>）（検索日：2013年10月26日）。

野村修也・三浦亮太・石井裕介「会社法下の株主総会における実務上の諸問題」商事法務1807号62-69頁（2007）

坂東照雄「議決権電子行使プラットフォームの現状と課題」商事法務1911号45-56頁

(2010)

浜田道代「新会社法の下における基準日の運用問題〔上〕・〔下〕 - 従来 of 慣行は合理的か -」商事法務 1772 号 4-17 頁 (2006)・1773 号 13-25 頁 (2006)

早川吉尚「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 4-18 頁 (2002)

藤林大地「米国における委任状勧誘制度 - 取締役の選任に係る勧誘規制と近時の動向を中心に -」同志社法学 62 卷 3 号 249-399 頁 (2010)

法制審議会間接保有証券準拠法部会第 1 回会議議事録 (2002 年 7 月 25 日) (<http://www.moj.go.jp/content/000022040.exe>)

——第 2 回会議議事録 (2002 年 9 月 4 日) (<http://www.moj.go.jp/content/000022054.exe>)

——第 3 回会議議事録 (2002 年 10 月 15 日) (<http://www.moj.go.jp/content/000022076.exe>)

——第 4 回会議議事録 (2002 年 11 月 13 日) (<http://www.moj.go.jp/content/000022094.exe>)

——第 5 回会議議事録 (2003 年 3 月 18 日) (<http://www.moj.go.jp/content/000022132.exe>)

——第 6 回会議議事録 (2004 年 1 月 28 日) (<http://www.moj.go.jp/content/000022266.exe>)

——第 7 回会議議事録 (2004 年 7 月 26 日) (<http://www.moj.go.jp/content/000022350.exe>)

——第 8 回会議議事録 (2004 年 11 月 29 日) (<http://www.moj.go.jp/content/000022394.exe>)

——第 9 回会議議事録 (2005 年 1 月 25 日) (<http://www.moj.go.jp/content/000022410.exe>)

——第 10 回会議議事録 (2005 年 3 月 8 日) (<http://www.moj.go.jp/content/000022422.exe>)

——第 11 回会議議事録 (2005 年 6 月 7 日) (<http://www.moj.go.jp/content/000022552.exe>)

——第 12 回会議議事録 (2005 年 10 月 4 日) (<http://www.moj.go.jp/content/000022574.exe>)

——第 13 回会議議事録 (2005 年 12 月 20 日) (<http://www.moj.go.jp/content/000022594.exe>)

——第 14 回会議議事録 (2006 年 4 月 4 日) (<http://www.moj.go.jp/content/000022612.exe>)

——第 15 回会議議事録 (2006 年 7 月 4 日) (<http://www.moj.go.jp/content/000022632.exe>)

——第 16 回会議議事録 (2006 年 10 月 24 日) (<http://www.moj.go.jp/content/000012296.pdf>)

——第 17 回会議議事録 (2007 年 3 月 20 日) (<http://www.moj.go.jp/content/000012312>)

- pdf)
- 第 18 回会議議事録(2007 年 7 月 17 日)(<http://www.moj.go.jp/content/000012329.pdf>)
- 第 19 回会議議事録(2007 年 9 月 18 日)(<http://www.moj.go.jp/content/000012347.pdf>)
- 第 20 回会議議事録(2007 年 10 月 30 日)(<http://www.moj.go.jp/content/000012366.pdf>)
- 第 21 回会議議事録(2007 年 12 月 4 日)(最終)(<http://www.moj.go.jp/content/000012384.pdf>)
- 法制審議会会社法制部会第 3 回会議議事録(2010 年 6 月 23 日)(<http://www.moj.go.jp/content/000052523.pdf>)
- 松井秀征「コーポレート・ガバナンス強化の流れと株主総会 - 「2010 年版株主総会白書」を読んで -」商事法務 1919 号 4-10 頁(2010)
- 三浦亮太ほか『株主提案と委任状勧誘』(商事法務、2008)
- 光安史枝「欧州における証券決済システムの最新動向」金融情報システム 277 号 172-193 頁(2005)
- 正井章「EU のコーポレート・ガバナンスー最近の動向ー」早稲田法学 81 卷 4 号 131-197 頁(2006)
- 「法務省令(会社法施行規則)の問題点と評価」森淳二郎・上村達男編『会社法における主要論点の評価』45-86 頁(中央経済社、2006)
- 「EU における株主の権利指令についてードイツと日本の制度との比較においてー」早稲田法学 84 卷 4 号 19-65 頁(2009)
- 「EU における株主の権利指令」早稲田法学 84 卷 4 号 179-198 頁(2009)
- 松尾直彦「EU の目論見書指令および透明性指令の概要ーわが国会計基準の同等性評価などー」商事法務 1705 号 84-97 頁(2004)
- 森下哲朗「国際的証券振替決済の法的課題(1)～(5・完)」上智法学論集 44 卷 1 号 1-79 頁(2000)、44 卷 3 号 35-81 頁(2001)、45 卷 3 号 149-198 頁(2002)、50 卷 4 号 45-104 頁(2007)、51 卷 1 号 13-55 頁(2007)
- 「国際証券決済法制の展開と課題」上智法学論集 47 卷 3 号 214-172 頁(2004)
- 矢澤惇監修『有価証券振替決済制度 1978 年欧米有価証券振替決済制度調査団報告』(金融財政事情研究会、1979)
- 柳明昌「株式振替制度における株主情報の入手可能性」西南学院大学法学論集 37 卷 4 号 1-45 頁(2005)
- 柳原將男・山田光宏「ポスト T2S に向けた欧州証券決済インフラ動向ー第 17 回 EUROPEAN CLEARING & SETTLEMENT 2010 参加報告ー」金融情報システム 311 号 158-171 頁(2010)
- 山田尚武「実質株主の開示制度〔上〕〔下〕ーイギリス会社法における実質株主の開示制度を参考にしてー」商事法務 1797 号 32-41 頁(2007)・1800 号 44-52 頁(2007)
- 吉川真裕「欧州証券決済コード・オブ・コンダクト」証券経済研究 58 号 85-101 頁(2007)
- 吉川満「米国のコーポレート・ガバナンス(上)・(中)・(下)」商事法務 1299 号 21-25 頁、

1304号23-29頁、1308号15-20頁(1992)

ラドスチナ イワノーワ・ジリ クロル・ローレンス ホワイト(大山浩世訳)「金融商品市場指令(MiFID)施行に向けて—MiFIDの施行に向けた欧州委員会、EU域内の投資会社による重要な取組みの概観—」金融728号21-29頁(2007)

渡辺宏之「エクイティ・デリバティブを用いた「隠れた持分」の問題～欧州における動向を中心として～」金融庁金融研究研修センター「研究会報告書 金融危機後の金融・資本市場をめぐる課題」69-77頁(2009年7月)(<http://www.fsa.go.jp/frtc/kenkyu/20090722/01.pdf>)

Adam Gordon Brimer, *Getting Wired at the SEC: Reforming the Proxy Process to Account for New Technologies*, 58 ALA. L. REV. 179 (2006)

Bernard S. Black, *Disclosure, Not Censorship: The Case for Proxy Reform*, 17 J. CORP. L. 49 (1991)

BORD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM, FLOW OF FUNDS ACCOUNTS OF THE UNITED STATES: ANNUAL FLOWS AND OUTSTANDINGS, 1995-2004 (2009), *available at* <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/annuals/a1995-2004.pdf>

———, BORD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM, FLOW OF FUNDS ACCOUNTS OF THE UNITED STATES: ANNUAL FLOWS AND OUTSTANDINGS, 2005-2012 at 92 (2013), <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/annuals/a2005-2012.pdf>

Central Securities Depositories (CSDs), EUROPEAN COMMISSION, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/central\\_securities\\_depositories/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/central_securities_depositories/index_en.htm) (last visited Oct. 13, 2013)

*Cesame Report: The Work of the Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts' Group ("CESAME" Group): Solving the Industry Giovannini Barriers to Post-Trading within the EU* (Nov. 28, 2008), *available at* [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/cesame/cesame\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/cesame/cesame_report_en.pdf)

CESAME 2 Group, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/clearing/cesame2\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/cesame2_en.htm) (last visited Jan. 31, 2011)

Charles W. Mooney, Jr., *Law and Systems for Intermediated Securities and the Relationship of Private Property Law to Securities Clearance and Settlement: United States, Japan, and the UNIDROIT Draft Convention* 18 (IMES Discussion Paper No. 2008-E-7, 2008), *available at* <http://www.imes.boj.or.jp/english/publication/edps/2008/08-E-07.pdf>

*Commission Communication on Clearing and Settlement-Summary of Responses* (Dec. 18, 2002), *available at* [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/2002-consultation/responses\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/2002-consultation/responses_en.pdf)

COMMITTEE ON PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEMS, BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, A GLOSSARY OF TERMS USED IN PAYMENTS AND SETTLEMENT SYSTEMS (2003), *available at* <http://www.bis.org/publ/cpps00b.pdf?noframes=1>

*Communication from the Commission to the Council and the European Parliament:*

*Clearing and Settlement in the European Union. Main Policy Issues and Future Challenges*, COM (2002) 257 final (May 28, 2002), available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2002:0257:FIN:EN:PDF>

*Communication from the Commission to the Council and the European Parliament: Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward*, COM (2003) 284 final (May 21, 2003), available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2003:0284:FIN:EN:PDF>

*Communication from the Commission to the Council and the European Parliament: Clearing and Settlement in the European Union - The Way Forward*, COM (2004) 312 final (Apr. 28, 2004), available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2004:0312:FIN:EN:PDF>

*Communication of the Commission: Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan*, COM (1999) 232 (May 11, 1999), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/actionplan/index/action\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/action_en.pdf)

*Communication on Clearing and Settlement in the European Union - The Way Forward. Summary of the Responses*, (Mar. 21, 2005), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/2004-consultation/reponses\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/2004-consultation/reponses_en.pdf)

*Commission Staff Working Document: Annex to the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the Exercise of Voting Rights by Shareholders of Companies Having Their Registered Office in a Member State and Whose Shares Are Admitted to Trading on a Regulated Market and Amending Directive 2004/109/EC: Impact Assessment*, SEC (2006) 181 (Feb.17, 2006), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/comm\\_native\\_sec\\_2006\\_0181\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/comm_native_sec_2006_0181_en.pdf)

Consolidated Version of the Treaty Establishing the European Community, Dec. 24, 2002, 2002 O.J. (C 325) 33, available at [http://eur-lex.europa.eu/en/treaties/dat/12002E/pdf/12002E\\_EN.pdf](http://eur-lex.europa.eu/en/treaties/dat/12002E/pdf/12002E_EN.pdf)

Consolidated Version of the Treaty on the functioning of the European Union, May 9, 2008, 2008 O.J. (C 115) 47, available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2008:115:0047:0199:EN:PDF>

*Consultation by the Commission: Summary of Responses Received in Respect of the Consultation Document Legislation on Legal Certainty of Securities Holding and Transactions* (2010), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/securities-law/first\\_consultation\\_summary\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/securities-law/first_consultation_summary_en.pdf)

Council Directive 85/611/EEC of 20 December 1985 on the Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions Relating to Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS), 1985 O.J. (L 375) 3, available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31985L0611:EN:HTML> (last visited Sept. 22, 2013)

- Council Directive 93/13/EEC of 5 April 1993 on Unfair Terms in Consumer Contracts, 1993 O.J. (L 95) 29, *available at* <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31993L0013:EN:HTML>
- Council of Institutional Investors, *The OBO/NOBO Distinction in Beneficial Ownership: Implications for Shareowner Communications and Voting* (Feb. 2010), *available at* <http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-22.pdf>
- 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, 1998 O.J. (L 166) 45, *available at* <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:1998:166:0045:0050:EN:PDF>
- 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, 2001 O.J. (L 125) 15, *available at* <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2001:125:0015:0023:EN:PDF>
- Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on Financial Collateral Arrangements, 2002 O.J. (L 168) 43, *available at* <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2002:168:0043:0050:EN:PDF>
- Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on Markets in Financial Instruments Amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and Repealing Council Directive 93/22/EEC, 2004 O.J. (L 145) 1, *available at* <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:145:0001:0044:EN:PDF>
- Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the Harmonisation of Transparency Requirements in Relation to Information about Issuers Whose Securities Are Admitted to Trading on a Regulated Market and Amending Directive 2001/34/EC, 2004 O.J. (L 390) 38, *available at* <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:390:0038:0057:EN:PDF>
- Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the Exercise of Certain Rights of Shareholders in Listed Companies, 2007 O.J. (L 184) 17, *available at* <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/.do?uri=OJ:L:2007:184:0017:0024:EN:PDF>
- Directive 2009/44/EC of the European Parliament and of the Council of 6 May 2009 Amending Directive 98/26/EC on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems and Directive 2002/47/EC on Financial Collateral Arrangements as Regards Linked Systems and Credit Claims (Text with EEA relevance), 2009 O.J. (L 146) 37, *available at* <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:146:0037:0043:EN:PDF>
- Dirk Zetzsche, *Shareholder Passivity, Cross-Border Voting and the Shareholder Rights Directive*, 8 J. CORP. L. STUD. 289 (2008)
- Dr. Emiliós Avgouleas, *A Critical Evaluation of the New EC Financial-Market Regula-*

*tion: Peaks, Troughs and the Road Ahead*, 18 *TRANSNAT'L LAW*. 179 (2005)

*Electronic Proxy Delivery: SEC Adopts "Notice and Access" Rules*, COVINGTON & BURLING LLP (Mar. 19, 2007), *available at* <http://www.cov.com/files/Publication/67d52bfa-523a-48b9-a92b-5f67615f7f9a/Presentation/PublicationAttachment/8c7e3082-8992-4218-850e-6138c341524b/768.pdf>

*Electronic Proxy Delivery: SEC Adopts Amendments to "Notice and Access" Rules*, COVINGTON & BURLING LLP (Aug. 15, 2007), *available at* [http://www.cov.com/files/Publication/e812220f-06e7-4c0c-b58c-46599cdb462c/Presentation/PublicationAttachment/74544714-55b2-402e-8baf-4996263aafb6/Electronic\\_Proxy\\_Delivery\\_SEC\\_Adopts\\_Amendments\\_to\\_Notice\\_and\\_Access\\_Rules.pdf](http://www.cov.com/files/Publication/e812220f-06e7-4c0c-b58c-46599cdb462c/Presentation/PublicationAttachment/74544714-55b2-402e-8baf-4996263aafb6/Electronic_Proxy_Delivery_SEC_Adopts_Amendments_to_Notice_and_Access_Rules.pdf)

THE EXPERT GROUP ON CROSS-BORDER VOTING IN EUROPE, *CROSS-BORDER VOTING IN EUROPE* (2002), *available at* [http://english.wodc.nl/images/on2002-6-full-text\\_tcm45-57609.pdf](http://english.wodc.nl/images/on2002-6-full-text_tcm45-57609.pdf)

*EU Clearing and Settlement Legal Certainty Group Advice* (Aug. 11, 2006), *available at* [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/certainty/advice\\_final\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/advice_final_en.pdf)

*EU Clearing and Settlement Legal Certainty Group Questionnaire Horizontal Answers* (Apr. 24, 2006), *available at* [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/certainty/background/comparative\\_survey\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/background/comparative_survey_en.pdf)

European Central Bank, Decision of the European Bank of 19 March 2009 on the Establishment of the TARGET2-Securities Programme Board (ECB/2009/6) (2009/338/EC), 2009 O.J. (L 102) 12, *available at* [http://www.ecb.de/paym/t2s/pdf/en\\_decision\\_ecb\\_2009\\_6\\_on\\_t2s\\_programme\\_board\\_signed.pdf?fc0db57c26b69ebe161ef5cc159c7e2f](http://www.ecb.de/paym/t2s/pdf/en_decision_ecb_2009_6_on_t2s_programme_board_signed.pdf?fc0db57c26b69ebe161ef5cc159c7e2f)

———, *TARGET2-Securities Settling without Borders*, (Nov. 2009), *available at* [http://www.ecb.de/paym/t2s/pdf/t2s\\_brochure.pdf?3f006e698d09212c41f5994efca5cb32](http://www.ecb.de/paym/t2s/pdf/t2s_brochure.pdf?3f006e698d09212c41f5994efca5cb32)

European Commission, List of Days Provided for According to Article 15 of Directive 2007/36/EC, 2010 O.J. (C 285), *available at* <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2010:285:0001:0005:EN:PDF>

European Commission Press Release IP/04/935, Financial Services: Commission Sets Up Expert Group on Clearing and Settlement (July 16, 2004), *available at* <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/04/935&format=PDF&aged=1&language=EN&guiLanguage=en>

European Commission Press Release IP/04/1107, Corporate Governance: Commission Consults on Shareholders' Rights (Sept. 16, 2004), *available at* <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/04/1107&format=PDF&aged=1&language=EN&guiLanguage=en>

European Commission Press Release IP/05/123, Financial Services: Commission Sets Up Expert Group on Legal Certainty Issues in Clearing and Settlement (Feb. 1, 2005), *available at* <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/05/>

- 123&format=PDF&aged=0&language=en&guiLanguage=en
- European Commission Press Release IP/05/434, Clearing and Settlement: First Meeting of Commission Expert Group on Fiscal Compliance Issues (Apr. 15, 2005), *available at* <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/05/434&format=PDF&aged=1&language=EN&guiLanguage=en>
- European Commission Press Release IP/05/561, Corporate Governance: Commission Consults on Minimum Standards That Should Apply to Shareholders' Rights (May 13, 2005), *available at* <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/05/561&format=PDF&aged=1&language=EN&guiLanguage=en>
- European Commission Press Release IP/06/10, Corporate Governance: Commission Proposals to Make It Easier for Shareholders to Exercise Their Rights within the EU (Jan. 10, 2006), *available at* <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/06/10&format=PDF>
- European Commission Press Release IP/09/599, Financial Services: Commission Launches Consultation on New Legal Framework for Intermediated Securities (Apr. 20, 2009), *available at* <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/599&format=PDF&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>
- European Commission Press Release IP/11/29, Enhancing Safety of European Financial Markets: Common Rules for Central Securities Depositories (CSDs) and Securities Settlement (Jan. 13, 2011), *available at* [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-11-29\\_en.pdf](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-11-29_en.pdf)
- Federation of European Securities Exchanges, *Share Ownership Structure in Europe 2004* (Nov. 2004), *available at* [http://www.fese.be/\\_lib/files/share\\_ownership\\_2004.pdf](http://www.fese.be/_lib/files/share_ownership_2004.pdf)
- , *Share Ownership Structure in Europe 2006* (Feb. 2007), *available at* [http://www.fese.be/\\_lib/files/FESE%20Share%20Ownership%20Structure%20in%20Europe%202006.pdf](http://www.fese.be/_lib/files/FESE%20Share%20Ownership%20Structure%20in%20Europe%202006.pdf)
- , *Share Ownership Structure in Europe 2007* (Dec. 2008), *available at* [http://www.fese.be/\\_lib/files/Share\\_Ownership\\_Survey\\_2007\\_Final.pdf](http://www.fese.be/_lib/files/Share_Ownership_Survey_2007_Final.pdf)
- Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets* (Feb. 15, 2001), *available at* [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf)
- FINANCIAL REPORTING COUNCIL, THE UK CORPORATE GOVERNANCE CODE (Sept. 2012), *available at* <http://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-September-2012.aspx>
- Fostering an Appropriate Regime for Shareholders' Rights: Consultation Document of the Services of the Internal Market Directorate General* (Sept. 16, 2004), *available at* [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/consultation\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation_en.pdf)
- Fostering an Appropriate Regime for Shareholder's Rights: Second Consultation by the Services of the Internal Market Directorate General* (May 13, 2005), *available at*

- [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/consultation2\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation2_en.pdf)
- Fostering an Appropriate Regime for Shareholders' Rights: Third Consultation Document of the Services of the Directorate General Internal Market and Services* (Apr. 30, 2007), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/consultation3\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation3_en.pdf)
- FSAP Evaluation Part I :Process and Implementation*, (Jan. 24, 2007), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/actionplan/index/070124\\_part1\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/070124_part1_en.pdf)
- The Giovannini Group, *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union* (Nov. 2001), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/first\\_giovannini\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/first_giovannini_report_en.pdf)
- , *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements* (Apr. 2003), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/second\\_giovannini\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/second_giovannini_report_en.pdf)
- Habib Motani, *The Proposed EU Legislation on Securities Holding*, in INTERMEDIATED SECURITIES: THE IMPACT OF THE GENEVA SECURITIES CONVENTION AND THE FUTURE EUROPEAN LEGISLATION 65 (Pierre-Henri Conac, Ulrich Segna & Luc Thévenoz eds., 2013)
- The Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary, July 5, 2006, 46 I.L.M. 649 (2007)
- Harmonisation of Securities Law, EUROPEAN COMMISSION, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/securities-law/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/securities-law/index_en.htm) (last visited Aug. 18, 2012)
- HIDEKI KANDA, CHARLES MOONEY, LUC THÉVENOZ, STÉPHANE BÉRAUD & ASSISTED BY THOMAS KEIJSER, OFFICIAL COMMENTARY ON THE UNIDROIT CONVENTION ON SUBSTANTIVE RULES FOR INTERMEDIATED SECURITIES (2012)
- How Stocks and Other Securities are Purchased, Sold, and Traded*, SHAREHOLDER COMMUNICATIONS COALITION, <http://www.shareholdercoalition.com/stockpurchase.html> (last visited July 28, 2013)
- Hubert De Vauplane & Jean-Pierre Yon, *The Concept of Integrity in Securities Holding Systems*, in INTERMEDIATED SECURITIES: THE IMPACT OF THE GENEVA SECURITIES CONVENTION AND THE FUTURE EUROPEAN LEGISLATION 193 (Pierre-Henri Conac, Ulrich Segna & Luc Thévenoz eds., 2013)
- Jaap W. Winter, *Cross-Border Voting in Europe*, in CAPITAL MARKETS AND COMPANY LAW 387 (Klaus J. Hopt & Eddy Wymeersch eds., 2003)
- James Steven Rogers, *Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8*, 43 UCLA L. REV. 1431 (1996)
- Japanese Law: Responses to the Legal Certainty Group Questionnaire from Prof. Hideki Kanda, University of Tokyo (Jan. 5, 2006), available at <http://ec.europa.eu/>

- internal\_market/financial-markets/docs/certainty/japanese\_law\_en.pdf
- Jeffrey N. Gordon, *Proxy Contests in an Era of Increasing Shareholder Power: Forget Issuer Proxy Access and Focus on E-Proxy*, 61 VAND. L. REV. 475 (2008)
- J. Robert Brown, Jr., *The Shareholder Communication Rules and the Securities and Exchange Commission: An Exercise in Regulatory Utility or Futility?*, 13 J. CORP. L. 683 (1988)
- Legal Certainty Group, *Second Advice of the Legal Certainty Group: Solutions to Legal Barriers Related to Post-Trading within the EU* (Aug. 2008), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/certainty/2ndadvice\\_final\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/2ndadvice_final_en.pdf)
- Legislation on Legal Certainty of Securities Holding and Dispositions: Consultation Document of the Services of the Directorate-General Internal Market and Services* (Apr. 16, 2009), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2009/securities-law/hsl\\_consultation\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2009/securities-law/hsl_consultation_en.pdf)
- Legislation on Legal Certainty of Securities Holding and Dispositions: Consultation Document of the Services of the Directorate-General Internal Market and Services* (2010), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2010/securities/consultation\\_paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/securities/consultation_paper_en.pdf)
- Legislation on Legal Certainty of Securities Holding and Dispositions: Summary of Responses to the Directorate-General Internal Market and Services' Second Consultation* (2011) available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2010/securities/extended\\_summary\\_responses\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/securities/extended_summary_responses_en.pdf)
- Letter from Charles V. Callan, SVP Regulatory Affairs Broadridge Financial Solutions, to Elizabeth M. Murphy, Secretary, U.S. Securities and Exchange Commission (Oct 19, 2010), available at <http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-125.pdf>
- Letter from Steve Odland, Chairman-Corporate Governance Task Force, Business Roundtable to Jonathan G. Katz, Secretary, U.S. Securities and Exchange Commission (Apr. 12, 2004), available at <http://www.sec.gov/rules/petitions/petn4-493.htm>
- Lisa M. Fairfax, *The Future of Shareholder Democracy*, 84 IND. L. J. 1259 (2009)
- Luc Thévenoz, *Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonization of Commercial Law*, 13 STAN. J.L.BUS. & FIN. 384 (2008)
- , *Transfer of Intermediated Securities*, in INTERMEDIATED SECURITIES: THE IMPACT OF THE GENEVA SECURITIES CONVENTION AND THE FUTURE EUROPEAN LEGISLATION 135 (Pierre-Henri Conac, Ulrich Segna & Luc Thévenoz eds., 2013)
- Mandate for the Legal Certainty Group* (Jan. 2005), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/certainty/mandate\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/mandate_en.pdf)
- MARKET STANDARDS FOR CORPORATE ACTIONS PROCESSING (2009), available at <http://www.afme.eu/document.aspx?id=3182>
- Mathias M. Siems, *The Case against Harmonisation of Shareholder Rights*, 6 EUR. BUS. ORG. L. REV. 539 (2005)

- Michael C. Schouten, *The Political Economy of Cross-Border Voting in Europe*, 16 COL-UM. J. EUR. L. 1 (2009)
- Notice and Access Statistics Report - Beneficial Shareholders: Overview of Issuer Adoption and Use -- and of Retail Voting Fiscal Year Ending June 30, 2012*, BROADRIDGE (2012), available at <http://media.broadridge.com/documents/Broadridge+Notice+Access+Statistical+Overview+Presentation+2012.pdf>
- Paul L. Davies, *The United Kingdom*, in SHAREHOLDER VOTING RIGHTS AND PRACTICES IN EUROPE AND THE UNITED STATES, 331 (Theodor Baums & Eddy Wymeersch eds., 1999)
- Press Release, T2S expected go live in June 2015, EUROPEAN CENTRAL BANK, [http://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/about/spotlight/html/t2s\\_spotlight\\_050.en.html](http://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/about/spotlight/html/t2s_spotlight_050.en.html) (last visited Sept. 27, 2013)
- PRIVATE SECTOR RESPONSE TO THE GIOVANNINI REPORTS: BARRIER 3 - CORPORATE ACTIONS: MARKET STANDARDS FOR GENERAL MEETINGS (2010), available at [http://www.europeanissuers.eu/\\_mdb/spotlight/11en\\_GM\\_Market\\_Standards\\_Final\\_20100909.pdf](http://www.europeanissuers.eu/_mdb/spotlight/11en_GM_Market_Standards_Final_20100909.pdf)
- Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the Exercise of Voting Rights by Shareholders of Companies Having Their Registered Office in a Member State and Whose Shares Are Admitted to Trading on a Regulated Market and Amending Directive 2004/109/EC*, COM (2005) 685 final (Jan. 5, 2006), available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2005:0685:FIN:EN:PDF>
- Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Improving Securities Settlement in the European Union and on Central Securities Depositories (CSDs) and Amending Directive 98/26/EC (Text with EEA relevance)*, COM (2012) 73 final (May 7, 2012), available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52012PC0073:EN:PDF>
- Recommendations for Securities Settlement Systems and Recommendations for Central Counterparties in the European Union* (May, 2009), available at [http://www.ecb.int/pub/pdf/other/pr090623\\_escb-cesr\\_recommendationsen.pdf?b01c6e5134a668b6b7073b9c6a06f7c3](http://www.ecb.int/pub/pdf/other/pr090623_escb-cesr_recommendationsen.pdf?b01c6e5134a668b6b7073b9c6a06f7c3)
- Report and Recommendations of the Proxy Working Group to the New York Stock Exchange* (June 5, 2006), available at [http://www.nyse.com/pdfs/REVISED\\_NYSE\\_Report\\_6\\_5\\_06.pdf](http://www.nyse.com/pdfs/REVISED_NYSE_Report_6_5_06.pdf)
- Report on the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the Exercise of Voting Rights by Shareholders of Companies Having Their Registered Office in a Member State and Whose Shares Are Admitted to Trading on a Regulated Market and Amending Directive 2004/109/EC (COM(2005)0685 – C6-0003/2006 – 20 05/0265(COD))*, EUR. PARL. DOC. A6-0024 final (Feb. 2, 2007), available at <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+REPORT+A6->

2007-0024+0+DOC+PDF+V0//EN&language=EN

*Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe* (Nov. 4, 2002), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf)

Rolf Skog, *Sweden*, in *SHAREHOLDER VOTING RIGHTS AND PRACTICES IN EUROPE AND THE UNITED STATES* 289 (Theodor Baums & Eddy Wymeersch eds., 1999)

Rosa Giovanna Barresi, *The Impact of Monetary Union and the Euro on European Capital Markets: What May Be Achieved in Capital Market Integration*, 28 *FORDHAM INT'L L. J.* 1257 (2005)

ROY GOODE, HIDEKI KANDA, KARL KREUZER & CHRISTOPHE BERNASCONI, EXPLANATORY REPORT ON THE HAGUE CONVENTION ON THE LAW APPLICABLE TO CERTAIN RIGHTS IN RESPECT OF SECURITIES HELD WITH AN INTERMEDIARY (Hague Conf. on Private Int'l Law 2005)

*Sample Proxy Notice*, U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, [http://www.sec.gov/spotlight/proxymatters/proxy\\_notice.htm](http://www.sec.gov/spotlight/proxymatters/proxy_notice.htm) (last visited July 28, 2013)

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, FINAL REPORT OF THE SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION ON THE PRACTICE OF RECORDING THE OWNERSHIP OF SECURITIES IN THE RECORDS OF THE ISSUER IN OTHER THAN THE NAME OF THE BENEFICIAL OWNER OF SUCH SECURITIES PURSUANT TO SECTION 12(m) OF THE SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934 (Comm. Print 1976)

———, STAFF REPORT ON CORPORATE ACCOUNTABILITY : A RE-EXAMINATION OF RULES RELATING TO SHAREHOLDER COMMUNICATIONS, SHAREHOLDER PARTICIPATION IN THE CORPORATE ELECTORAL PROCESS AND CORPORATE GOVERNANCE GENERALLY (Comm. Print 1980)

Securities and Exchange Commission, Notice of Adoption of Amendments to Rules 14a-3, 14c-3 and 14c-7 Under the Securities Exchange Act of 1934, Exchange Act Release No. 11,079, 39 Fed. Reg. 40,766 (Nov. 20, 1974)

———, Proposed Amendments to Rule 14a-3(d) Timely Communications, Exchange Act Release No. 11,617, 40 Fed. Reg. 42,219 (Sept. 11, 1975)

———, Request for Comments on Practice of Recording Street and Nominee Names, Exchange Act Release No. 11,708, 40 Fed. Reg. 48,741 (Oct. 17, 1975)

———, Requirements for Dissemination of Proxy Information to Beneficial Owners by Issuers and Intermediary Brokers-Dealers, Exchange Act Release No. 13,719, 42 Fed. Reg. 35,953 (July 13, 1977)

———, Facilitating Shareholder Communications Provisions, Exchange Act Release No. 20,021, 48 Fed. Reg. 35,082 (Aug. 3, 1983)

———, Facilitating Shareholder Communications, Exchange Act Release No. 21,339, 49 Fed. Reg. 38,096 (Sept. 27, 1984)

———, Facilitating Shareholder Communications, Exchange Act Release No. 22,533, 50 Fed. Reg. 42,672 (Oct. 22, 1985)

- , Facilitating Shareholder Communications, Exchange Act Release No. 23,276, 51 Fed. Reg. 20,504 (June 5, 1986)
- , Facilitating Shareholder Communications, Exchange Act Release No. 23,847, 51 Fed. Reg. 44,267 (Dec. 9, 1986)
- , Regulation of Securityholder Communications, Exchange Act Release No. 29,315, 56 Fed. Reg. 28,987 (June 25, 1991)
- , Regulation of Communications Among Shareholders, Exchange Act Release No. 31,326, 57 Fed. Reg. 48,276 (Oct. 22, 1992)
- , Use of Electronic Media for Delivery Purpose, Exchange Act Release No. 36,345, 60 Fed. Reg. 53,458 (Oct. 13, 1995)
- , Use of Electronic Media by Broker-Dealers, Transfer Agents, and Investment Advisers for Delivery of Information; Additional Examples Under the Securities Act of 1933, Securities Exchange Act of 1934, and Investment Company Act of 1940, Exchange Act Release No. 37,182, 61 Fed. Reg. 24,644 (May 15, 1996)
- , Use of Electronic Media, Exchange Act Release No. 42,728, 65 Fed. Reg. 25,843 (May 4, 2000)
- , Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies, Investment Company Act Release No. 25,922, 68 Fed. Reg. 6,564 (Feb. 7, 2003)
- , Internet Availability of Proxy Materials, Exchange Act Release No. 52,926, 70 Fed. Reg. 74,598 (Dec. 15, 2005)
- , Universal Internet Availability of Proxy Materials, Exchange Act Release No. 55,147, 72 Fed. Reg. 4,176 (Jan. 29, 2007)
- , Internet Availability of Proxy Materials, Exchange Act Release No. 55,146, 72 Fed. Reg. 4,148 (Jan. 29, 2007)
- , Shareholder Choice Regarding Proxy Materials, Exchange Act Release No. 56,135, 72 Fed. Reg. 42,222 (July 26, 2007)
- , Proxy Disclosure and Solicitation Enhancements, Exchange Act Release No. 60,280, 74 Fed. Reg. 35,076 (July 17, 2009)
- , Concept Release on the U.S. Proxy System, Exchange Act Release No. 62,495, 75 Fed. Reg. 42,982 (July 22, 2010)
- , Self-Regulatory Organizations; New York Stock Exchange LLC; Notice of Filing and Order Granting Accelerated Approval of a Proposed Rule Change to Amend NYSE Rule 452 and Listed Company Manual Section 402.08 to Eliminate Broker Discretionary Voting on Executive Compensation Matters, Exchange Act Release No. 62,874, 75 Fed. Reg. 56,152 (Sept. 15, 2010)
- Securities Law, EUROPEAN COMMISSION, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/securities-law/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/securities-law/index_en.htm) (last visited Oct. 12, 2013)
- Spotlight on Proxy Matters*, U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, <http://www.sec.gov/spotlight/proxymatters.shtml> (last visited July 28, 2013)

- Spotlight on Proxy Matters - Receiving Proxy Materials*, U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, [http://www.sec.gov/spotlight/proxymatters/proxy\\_materials.shtml](http://www.sec.gov/spotlight/proxymatters/proxy_materials.shtml) (last visited July 28, 2013)
- Status Table 36: Convention of 5 July 2006 on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary*, HAGUE CONFERENCE ON PRIVATE INTERNATIONAL LAW, [http://www.hcch.net/index\\_en.php?act=conventions.status&cid=72](http://www.hcch.net/index_en.php?act=conventions.status&cid=72) (last visited Sept. 24, 2013)
- SUBCOMM. ON COMMERCE AND FINANCE OF THE HOUSE COMM. ON INTERSTATE AND FOREIGN COMMERCE, SECURITIES INDUSTRY STUDY, H.R. REP. No. 92-1519, 92d Cong., 2d Sess. (1972) (Westlaw)
- Summary Of the Meeting Of the Member States Working Group on Securities Law Legislation Brussels, 19 November 2012* (2012), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/securities-law/minutes\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/securities-law/minutes_en.pdf)
- Swiss Law: Letter on Draft Federal Act on Custody and Transfer of Securities Held with an Intermediary (Jan. 25, 2006), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/certainty/swiss\\_law\\_letter\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/swiss_law_letter_en.pdf)
- Synthesis of the Responses to the Communication of the Commission to the Council and the European Parliament “Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward” – COM (2003) 284 final of 21 May 2003: A Working Document of DG Internal Market* (Nov. 15, 2003), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/governance-consult-responses\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/governance-consult-responses_en.pdf)
- Synthesis of the Comments on the Consultation Document of the Service of the Internal Market Directorate-General “Fostering an Appropriate Regime for Shareholders’ Rights”: A Working Document of DG Internal Market* (Apr. 2005), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/consultation-synthesis\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation-synthesis_en.pdf)
- Synthesis of the Comments on the Second Consultation Document of the Internal Market and Services Directorate-General “Fostering an Appropriate Regime for Shareholders’ Rights”* (Sept. 2005), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/consultation2\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation2_report_en.pdf)
- Synthesis of the Comments on the Third Consultation Document of the Internal Market and Services Directorate-General “Fostering an Appropriate Regime for Shareholders’ Rights”* (Sept. 2007), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/consultation3\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation3_report_en.pdf)
- Theodor Baums, *European Company Law beyond the 2003 Action Plan*, 8 EUR. BUS. ORG. L. REV. 143 (2007)
- UNIDROIT Committee of Governmental Experts for the Preparation of a Draft Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities: Third Session Rome, 6/15 November 2006, *Working Paper Regarding So Called “Transparent Systems”*,

Study LXXVIII - Doc. 44, (Oct. 2006), *available at* <http://www.unidroit.org/english/documents/2006/study78/s-78-044-e.pdf>

UNIDROIT Committee of Governmental Experts for the Preparation of a Draft Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities, *Working Group on So Called Transparent Systems – Intersessional Work Comments of the People’s Republic of China Representative on the Draft Working Paper on Transparent Systems*, Study LXXVIII - Doc. 65 (Mar. 2007), *available at* <http://www.unidroit.org/english/documents/2007/study78/s-78-065-e.pdf>

———, *Report of the Transparent Systems Working Group*, Study LXXVIII - Doc. 88 (May 2007), *available at* <http://www.unidroit.org/english/documents/2007/study78/s-78-088-e.pdf>

———, *Preliminary Draft Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities*, Study LXXVIII - Doc. 94 (July 2007), *available at* <http://www.unidroit.org/english/documents/2007/study78/s-78-094-e.pdf>

UNIDROIT Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities, Oct. 9, 2009, *available at* <http://www.unidroit.org/english/conventions/2009intermediated-securities/convention.pdf>

UNIDROIT Study Group on Harmonised Substantive Rules Regarding Securities Held with an Intermediary, *Preliminary Draft Convention on Harmonised Substantive Rules Regarding Securities Held with an Intermediary*, STUDY LXXVIII - Doc.18 (Nov. 2004), *available at* <http://www.unidroit.org/english/documents/2004/study78/s-78-018.pdf>

———, *Preliminary Draft Convention on Harmonised Substantive Rules Regarding Securities Held with an Intermediary: Explanatory Notes*, STUDY LXXVIII - Doc.19 (Dec. 2004), *available at* <http://www.unidroit.org/english/documents/2004/study78/s-78-019-e.pdf>

US Law: Responses to the Legal Certainty Group Questionnaire from Federal Reserve Bank of New York (Mar. 6, 2006), *available at* [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/certainty/us\\_law\\_responses\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/us_law_responses_en.pdf)