

早稲田大学大学院法学研究科

2014年2月

博士学位申請論文審査報告書

論文題目 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——

申請者氏名 川瀬裕司

主査 早稲田大学教授

上村達男

早稲田大学教授

尾崎安央

早稲田大学教授

黒沼悦郎

川瀬裕司氏博士学位申請論文審査報告書

早稲田大学大学院法学研究科博士後期課程 6 年の川瀬裕司氏は、早稲田大学学位規則第 7 条 1 項にもとづき、2013 年 10 月 28 日、その論文「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—」を早稲田大学大学院法学研究科に提出し、博士（法学）（早稲田大学）の学位を申請した。後記の委員は、上記研究科の委嘱を受けこの論文を審査してきたが、2014 年 2 月 12 日、審査を終了したので、ここにその結果を報告する。

I 本論文の意図と構成・内容

1 本論文の意図

今日の証券取引は大量かつ複雑に行われるため、これを短時間で明快に処理するための工夫がなされてきたが、証券決済制度はそうした対応の行き着くところである。証券決済制度は集中決済機関である証券決済機関・証券会社等金融機関・顧客、のために取引口座を開設し、証券決済機関と顧客の間を仲介する口座管理機関および顧客である口座名義人からなる階層構造となっている。かかる構造の中で議決権等の共益権を持つ株式が取り扱われる場合に、株主の権利行使がいかなる影響を受け、それに対してどのような方策を考えるべきかが最重要な課題となる。そして、そうした要請は資本市場のインフラである証券決済制度を前提とした会社法のあり方についても、重要な変化をもたらすことになる。本論文は、こうした観点から証券決済制度の法的意義について、アメリカ、欧州の制度を参考にしながら検討を加えている。

2 本論文の構成と内容

(1) 第 1 篇において筆者は、わが国証券決済法制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を採用したことを指摘したうえで、わが国において、記名株式制度を前提としながら証券決済制度を発展させてきた経緯とそれに影響を与えたアメリカにおける実質所有者保護に係る取り組みを検証している。

わが国では、記名株式制度に基づき実質所有者が株主名簿に記載されることが選好されたため、証券市場における取引高の著しい増大に伴い、昭和 47 年（1972 年）から全面的に実施された証券振替決済制度の下でも、期末等の権利行使時点に、株券を集中保管している中央預託機関から参加者である証券会社に株券を返還し、顧客名義に書き換えるという煩雑さを抱えていた。この問題は、昭和 59 年（1984 年）に制定された株券等の保管及び振替に関する法律において、期末等の権利行使時点に保管振替機関が発行者に対して行う、顧客の情報が記載された実質株主通知により作成される実質株主名簿に基づき、実質株主が権利行使する仕組みが導入され、株券の返還を不要にすることで当面の解決が図られ、現在の、社債、株式等の振替に関する法律における総株主通知制度に引き継がれた。実質株主通知の仕組みは、神崎克郎教授の提唱に基づくものと考えられることおよび神崎

教授の提唱は、1970年代のアメリカにおけるストリート・ネームの大幅拡大に伴う実質所有者の保護に関する議論の中で着想を得たものであることを指摘したうえで、当時のアメリカにおける実質所有者を把握する仕組みに関する検討の経緯を検証している。

アメリカでは、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等の金融機関名義で保有されるようになっていたが、当初、SECによる規制は行われておらず、証券取引所の自主規制によって、会員証券会社に対し委任状勧誘資料を発行会社の費用負担で実質所有者に転送することを義務付けるに止まっていた。しかしながら、1969年に顕在化した取引量の急激な増大に伴う株券の氾濫（ペーパー・クライシス）を契機として、SECは、1974年には、証券業者に十分な量の委任状勧誘資料を配布することを発行会社に義務付けることとし、その後も数度の改正を経て、1992年には、発行会社の請求・費用に基づき証券業者に基準日時点の実質所有者の一覧表を提供することを義務付ける形で、実質所有者に直接通知することが可能となる仕組みを完成させるに至った。もっとも、異議を唱える実質所有者は除かれるという問題は残っていた。ただし、SECの規則による以上は、必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という構成を取らざるを得ないため、証券業者等のみが法的に議決権を有することから、実質所有者一覧表があっても発行者が委任状勧誘資料を直接送付することはなく、異議を唱える実質所有者が相当存在すること等の問題があり、実質所有者が直接議決権を行使することができるようにすること等が、現在のアメリカでなお議論されていることを紹介する。

筆者は、以上の経緯を踏まえて、アメリカにおいては、株主の権利行使は州会社法の実定による一方で、連邦法で定める上場会社の委任状規則により、これに抵触しないように配慮しつつ実質株主に直接通知する仕組みを模索してきたとし、他方で、わが国においては、株主名簿に記録された株主が直接権利行使する記名株式を選好した背景から、実質株主を直接株主名簿に記録する仕組みを選択したと結論付ける。わが国においては、かかる方策を採用したことの裏返しとして、株主名簿に記録されない投資者、例えば、年金、投資信託に投資している者に対する考慮が十分でなく、アメリカでは、すでに、投資会社の議決権行使方針および個別の投資先の議決権行使記録の開示が法制化されていることに比べると、一層の議論の深化が望まれるとしている。

(2) 第2篇では、2007年に導入された、アメリカの電磁的方法による委任状勧誘資料提供制度であるNotice and Access Rulesを検討し、わが国の電磁的方法による招集通知等の提供方法のあり方について考察する。

Notice and Access Rulesは、発行者および発行者以外の委任状勧誘者に対して、株主の同意を得ることなく、インターネットのウェブサイトに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を株主に提供することを義務付けるもので、委任状勧誘資料の印刷代・郵送代の削減を図り、ひいては、株主が委任状勧誘を行いやすくするためのものである。

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と、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のいずれかを選択することが義務付けられる。後者の方法を

認めることで、発行者にインターネットのウェブサイトに委任状勧誘資料を掲載することを義務付けつつも、委任状勧誘資料を一律交付する仕組みを維持しており、発行者が従来同様の方法を行うことができるようにしている。また、前者の方法においても、株主が継続してまたは特定の株主総会に際して委任状勧誘資料の書面または E メールによる送付を請求することを認めることにより、株主の保護を図っている。発行者以外の委任状勧誘者はどちらか一方の方法を選択するかまたはこれらの方法を併用することになるが、発行者の場合と異なり一部の株主に限って勧誘することも可能であるので、以前の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前者の方法により勧誘することにより負担を軽減することができる。

わが国の電磁的方法による招集通知等の提供制度は、電磁的方法による招集通知の送付と、ウェブサイトに掲載することによる株主総会参考書類・事業報告・計算書類等の一部事項の提供省略（ウェブ開示）がそれぞれ別個に存在し、前者は株主個別の承諾を要すること等からほとんど採用されておらず、後者は東日本大震災による紙不足を契機として相応に利用されているが、導入過程に問題があるとされている。他方で、証券取引所規則による証券取引所ウェブサイトへの招集通知等の掲載義務化によって全上場会社の招集通知が閲覧可能になっており、機関投資家の議決権行使に対して大きな意味を持つようになっていく状況を指摘する。筆者は、かかる状況を踏まえて、会社法の電磁的方法による招集通知等の提供制度を一体的に見直し、ウェブサイトへの招集通知を掲載した旨の個別通知の送付といった周知手段を確保しつつ、電磁的方法による招集通知等の提供制度の採用を促進することで、コスト低減を図り、同時に、招集通知の発送期限の前倒しや、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、開示する情報の一層の充実を行っていくことが必要であるとする。

(3) 第3篇では、EUが2007年に採択した株主の権利指令の制定過程を検討し、クロス・ボーダーの証券保有構造が複雑であり、外国人保有比率が増加する中で外国人株主の議決権行使が低調となっている問題に対するEUの対応を検討し、わが国法制の課題を考察する上での示唆を得ようとする。

株主の権利指令を提案するために作成された欧州委員会のスタッフ調査報告書は、外国人株主の議決権行使が低調である原因として、クロス・ボーダー議決権行使に係る障害の存在と口座管理機関による高いコストを上げるが、前者の障害としては、議決権を行使するために一定期間銀行への株式の預託を義務付けること、株主総会関係情報のアクセスが十分でないこと、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を挙げている。

欧州では、こうしたクロス・ボーダー議決権行使に係る障害を取り除き、これを促進させるために、処々の検討を経て、2007年に株主の権利指令を採択し、次のような施策を導入した。すなわち、株主総会の招集通知は、株主総会日の少なくとも21日前に発し、株主総会前30日以内で設定される単一の基準日制度を採用するとともに、電磁的方法による株主総会参加を認める。株主提案権は、株主の共同提案を許容し、持株要件を株式資本の5%以下に制限すること等を定め、質問権は、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ついて行使しうるとする。議決権の代理行使については、利益相反ある場合を除き他の自然人・法人が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しうることを認め、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、書面による議決権行使も、株主確認に必要な条件に従う形でのみ許容する。会社に対する顧客情報の開示が課せられる場合でも、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、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、不統一行使が認められること、および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、が与えられた条件である。議決権行使結果については、すべての集計を要求する株主がない場合には、可決に必要な数を確認すれば足りる旨定めることを許容し、株主総会後 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とする。

株主の権利指令で示されているクロス・ボーダー議決権行使の最小限の基準と比較して、わが国が考慮すべき課題として、筆者は次のものを指摘する。まず、わが国会社法では、招集通知は株主総会日の 2 週間前となっており、ウェブサイト上の公表も義務付けられていないなか、証券取引所規則により招集通知の早期発送に係る努力義務と証券取引所ウェブサイトへの掲載義務が課せられているが、早期発送の義務化を図るべきである。次に、わが国では、基準日は株主総会前 3 ヶ月以内の設定とかなり長いものになっているうえに、招集通知の基準日と議決権の基準日が同一の日であることにより 3 月決算会社の定時株主総会が 6 月下旬に多く開催される状況を生んでいるが、欧州では、株主総会の通知が行われた後に株主総会の基準日が設定されることにより議決権の基準日を総会日前のより近い日に設けることが行われており、わが国でも、招集通知の内容を開示した後に基準日を設定するという対応を検討する意味がある。さらに、わが国では、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が、クロス・ボーダー議決権行使の観点からみると実質株主に代理人資格を認めない取扱いが望ましいものではないとする。

(4) 第4篇では、物・人・サービス・資本の自由移動を中核とする共同市場の形成を目指す EU が、証券取引の分野においてもこれを実現するために、域内の証券決済法制の調整を図る指令の準備を進めているが、その準備状況を検証することを通して、クロス・ボーダーの局面における証券決済法制に係るわが国の課題を考察する。

EU におけるこの問題の端緒として、欧州委員会の諮問機関であるジョヴァンニ・グループは、2001 年および 2003 年の報告書において、クロス・ボーダー証券取引は、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ために、極めて非効率となっていることを示すとともに、15 の障害を挙げたうえで、これ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た。

これらの障害のうち、証券上の権利に関する EU 全体のフレームワークの欠如、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、および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といった法的確実性に関する障害の取組責任者となっているのが、2005 年に欧州委員会が設置した Legal Certainty Group であり、2008 年の勧告文書において、次のとおり提案する。まず、EU 全体のフレームワークとして、EU が証券の取得・処分・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（勧告 1）、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認識すること（勧告 2）、証券の管理、指図の履行、証券の移転・処分等の報告のみならず、コーポレート・アクションの実行をも口座提供者の義務とすること（勧告 3）、証券の取得・処分および指図権といった法的地位を口座名義人に与えること（勧告 4）、口座の増額記録、口座の減額記録、口座の振替決済証券または口座の財産表示、支配による担保権設定および口座提供者との契約のいずれか一つの方法で行われる取得・処分を認めること（勧告 5）、勧告 5 の方法を用いた取得および処分は直ちに有効となり、一定の理由がある場合等に行われる取消しは遡及効のないものにする（勧告 6）、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こと（勧告 7）、同一の振替決済証券に対する、複数の財産表示、複数の支配による担保権の設定または複数の口座提供者との契約は発生順に従い優先順位を定める等のルールが必要であること（勧告 8）、口座提供者に口座に記録された証券の総数に見合う数の証券の維持を義務付け、不一致が生じた場合の処理方法として買入れや損失の按分等を適用すること（勧告 9）、口座管理契約により変更しない限り、口座名義人または法的権限を有する者以外の者からの指図を口座提供者は実行する義務も権限もないこと（勧告 10）、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こと（勧告 11）を提言する。次に、コーポレート・アクション手続に関するものとして、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こと（勧告 12）、各加盟国の国内法が、他の法域が用いる保有形態を承認し、他の保有形態を利用する投資者を差別すべきでないこと（勧告 13）、EU の法制は、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、口座名義人の許可・指図に基づく口座提供者による権利行使を促進すること（勧告 14）、最後に、発行者が自らの証券の預託・登録先の選択に対するものとして、自国の証券の保有・決済構造に他の加盟国の発行者の証券を新規記録することを認めるとともに、自国の発行者の証券が他の加盟国の証券の保有・決済構造に新規記録されることを認めること、を提言する（勧告 15）。

このような EU の取り組みを踏まえて、筆者はわが国証券決済法制に対して次のような評価を行うとともに、取り組むべき課題を挙げる。すなわち、わが国の、社債、株式等の振替に関する法律は、証券の取得・処分・担保権の設定等の法的効果に係る法制の分野に関して、なお検討の余地はあるものの、クロス・ボーダー証券取引に対応しうる内容を相当程度実現しているのに対して、コーポレート・アクション手続については、わが国は未だ不十分であり、課題とすべきであるとし、さらに、証券の預託・登録先に関する制限の撤廃に関しては、わが国は EU のような共同市場を有していないため、検討できる環境がないが、アジア市場創設等、クロス・ボーダーの証券市場の進展を考える際の参考になると指摘する。

筆者は、Legal Certainty Group 勧告後の、EU における証券法指令提案の準備状況にも触れる。金融危機発生後の金融システム安定化を迫られたこともあってか、現在も指令案の提案は実施されていないが、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、証券決済法制を調整するための法制整備に向けて連綿と検討が続けられている。これは、当面の対応とは離れて、欧州経済統合という理念を共有しているからであることを確認し、同時に現に準備が進められる TARGET2-Securities 導入による証券決

済の技術的インフラの統一・整備によって、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、こうした動きにも注目すべきであるとする。

(5) 最後に、筆者は、証券決済制度の進展に伴う欧米の対応は、事情や経緯等を背景とした違いはありながらも、電磁的方法を活用し、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と指摘する。そのうえで、わが国において必要なことは、他国の保有構造やそれに合わせた仕組みをそのまま採用することではなく、現在の増加するクロス・ボーダーの証券保有の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り、具体的には、実質所有者の存在とその保護、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結んでいる。

II 本論文の評価

本論文は、証券市場の技術的インフラとして不可避な存在である証券決済制度の下で株主の権利行使を確保するという会社法・資本市場法の課題を検討しようとするものであり、制度上対応困難な現在かつ将来の問題に意欲的に取り組もうとするものである。証券取引が増大しかつ迅速に行われるにつれて、発行者と投資者の間に介在する、証券決済機関や口座管理機関等の仲介者の存在が重要かつ複雑になるが、同時に、発行者と投資家の距離は遠くなり、発行者が投資者を把握し難くなるために、特に、議決権等、株主が会社を監督是正する権利を行使する手段を確保することは困難になる。わが国法制においては、投資者が株主名簿に自己を記録することによって投資者が直接権利を行使する方法を、証券決済制度を導入した後も維持することで、この問題に対応してきたが、投資者が株主名簿に記録されないような場面ではこれは確保されないわけであり、異なる法制を採る他国の者が投資者となるクロス・ボーダーの局面では、その問題は一層大きくなる。

筆者は、この問題を取り扱ううえで、第1篇において、わが国証券決済法制が、実質株主を株主名簿に記録する実質株主通知の仕組みを採用した経緯を考察するとともに、実質所有者を株主名簿に記録することなく、発行者が実質所有者を把握し直接コミュニケーションを行うことを試みるというアメリカにおける連邦証券規制上の委任状勧誘制度の歩みを検証することにより、この問題の歴史的背景と現代に残る課題を浮き彫りにすることに成功している。

また、インターネットが普及する現代社会において、議決権行使に係る情報を電磁的方法により提供する制度を構築しその普及を図ることは、投資者の把握が困難となるなかで、直接投資者に情報を提供するうえで有用な手段であるとしつつ、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を参考にし、わが国における電磁的方法による提供制度が一貫性を欠く形で個別に導入され、その普及が十分でない問題に対する方策を具体的に提示している。

次いで、権利行使確保が一層困難になる、クロス・ボーダーの局面を検討し、EUの株主の権利指令と証券決済法制調整のための指令案のうち前者が、クロス・ボーダー議決権行使を確保するために、招集通知の発出期限や基準日の取り扱いを統一し、議決権の代理行使の制限を撤廃する等の対応をしている状況を紹介したうえで、わが国法制上検討に値す

ることとして、招集通知発出後株主総会に近接した時期に基準日を設定したり、実質的所有者が名義株主の代理人として議決権の代理行使をする取り扱いの意義を意欲的に強調している。証券決済法制調整のための指令案の関係では、証券の取得・処分・担保権設定に係る法的効果の統一のほか、コーポレート・アクション手続を確保する上での口座提供者の役割や、証券の預託・登録先に関する制限の撤廃を紹介し、特に、コーポレート・アクション手続の確保に関する法制はわが国法制において不足している部分であると指摘する。EUの場合、共同市場の形成という統合理念が背景にあり、加盟国に対するエンフォースメントがあるという前提を踏まえる必要はあるものの、こうした指摘は、これまであまり検討されてこなかった、クロス・ボーダーにおける権利行使確保を検討する上での問題を明らかにするものとなっている。

以上のように、本論文は、これまであまり論じられていない、証券決済制度を前提とした株主の権利行使の確保という現在の会社法の問題を中心に、問題点を緻密かつ丹念に検証・考察し、わが国法制上の課題を浮き彫りにするものとなっており、日本を代表する証券代行機関で日々具体的な問題に取り組んでいる筆者の実務感覚を、理論上の課題として結実していることは高く評価することができる。

もっとも、例えばEUと日本の株式保有構造の違いを踏まえると言いながら、その相違がどこにあり、それがなぜ具体的な法的処理に当たって相違をもたらしているのか、という根源的な問いに答えるものとなっていないことは、今後の課題とはいえ不十分な点として指摘することができる。このことは、EUの金融仲介機関による議決権行使の前提に存在する厳しい受託者責任の評価、日本の法人資本主義における議決権行使の容易さ、といった本質的な問題に対する何らかの評価を求めるものとなっている可能性が高い。また、EUにおける証券決済法制に係る指令については、指令案が未だ提案されていないためやむをえないところもあるが、**Legal Certainty Group** の提案内容の紹介に留まっており、その問題点を論ずるものとなっていないことも、不十分な点と言える。

さらに、議決権以外の株主の権利行使にかかる問題、日本においては個別株主通知の問題点やSEC規則による株主提案制度に触れていない点は物足りないという印象を与えている。

もっとも、以上の指摘は、筆者に対する今後の課題を指摘するものであり、現時点での本論文の評価をいささかも損なうものではない。本論文は本問題の実務を知り尽くした筆者が、外国法制をも検証しながら時間をかけて取り組んできた成果としては十分なものである。筆者のこのテーマのさらなる発展に大いに期待したい。

III 結論

以上の審査の結果、後記の審査委員は、本論文の執筆者が博士（法学）（早稲田大学）の学位を受けるに値するものと認める。

2014年2月12日

主査 早稲田大学教授 博士（法学）（早稲田大学） 上村 達男

早稲田大学教授 尾崎 安央

早稲田大学教授 黒沼 悦郎