

令和 6 年 6 月 14 日現在

機関番号：33901

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2020～2023

課題番号：20K01377

研究課題名（和文）カストディ・チェーン保有株式に伴う法的リスク評価およびフィンテックの効果分析

研究課題名（英文）Intermediated Shares: The Risk Assessment and the Effectiveness of FinTech

研究代表者

上田 純子（Ueda, Junko）

愛知大学・法務研究科・教授

研究者番号：40267894

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,100,000円

研究成果の概要（和文）：本研究は、カストディアンを通じた株式保有（実質的保有者を含む最終保有者と発行会社との間に複数のカストディアンが介在する株式保有）に関する法的リスクの抽出および当該法的リスクの低減に向けたフィンテックの役割ないしは効果を考察するものである。このようなチェーン保有は、とりわけ20世紀後半に顕著となったが、実務が先行し法理論的考察は未だ十分でない状況にある。

フィンテックにより、技術的に複層的な法律関係が併存する状況を克服することができ、保有概念を単純化できるのであれば、上記のリスク低減に資するとの前提のもと、フィンテックがもたらす法理論構築単純化の可能性と限界を検討することが本研究の狙いである。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究は、上場会社における株式の振替決済および口座管理等に伴う実務を背景に、発行会社と株主（投資家）との間に中間機関が複数介在するチェーン保有に焦点を当て、当該チェーン保有に伴う法的リスクの所在を検討し抽出するとともに、当該法的リスクの低減に資する新しい技術の有効性を検討し、その役割・効果を分析するものである。技術の進展による恩恵を法律関係（法理論構築）の単純化およびそのことによる法的リスクの低減という形で受け止め、近時の技術の進展と法理論構築とを結びつける試みは先行研究でもほとんどみられないものである。そのような独自かつ新規の分析軸を有する点に本研究の学術的価値があると考えられる。

研究成果の概要（英文）：This study examines possible legal risks concerning intermediated shares and the effectiveness of fintech in reducing these risks. Shares held through intermediaries became increasingly prominent during the latter half of the twentieth century against the backdrop of increased share trading and cross-over shareholdings, where shares are held through global custodians and local/sub-custodians. However, such changes in the holding structure have been observed much faster than theoretical understanding can keep up with.

This study assumes that fintech might reduce legal risks caused by these legal uncertainties regarding intermediation by simplifying the real holding structure and explores the possibilities and limitations that fintech may bring in the future.

研究分野：会社法

キーワード：国際的多階層株式保有 イノベーション フィンテック 株主権の帰属 株主権移転・行使の比較法

## 1. 研究開始当初の背景

本研究は、カストディアンを通じた株式保有(実質的保有者を含む最終保有者と発行会社との間に複数のカストディアンが介在する株式保有;法的には直接保有と構成することも可能であるため、本研究では従来用いられてきた「間接保有」ではなく「チェーン保有」という語を用いる)に関する法的リスクの抽出および当該法的リスクの低減に向けたフィンテックの役割ないしは効果を考察するものである。このようなチェーン保有は、証券取引の質量の急激な増加に伴う証券市場の肥大化および国際的証券取引の活発化に伴うグローバル・カストディアンおよびローカル・カストディアンの委託・受託構造を通じて、とりわけ 20 世紀後半に顕著となったが、実務が先行し、かかる保有の法的性質を含め、法理論的考察は未だ十分でない状況にあった。

## 2. 研究の目的

本研究が対象とするチェーン保有は、証券振替システム化から必然的にもたらされる口座振替機関が介在する株式の多階層保有関係(強制的多階層関係;発行会社は決済ループ外にあるが、株主情報伝達について振替機関と接合している)と当該株式につきカストディ業務委託等を通じてさらにカストディアンおよびサブカストディアンが中間機関として多階層保有する関係(任意的多階層関係)の両者を包含する。

複数の中間機関が介在する仕組みおよびその複雑性のゆえ法理論的考察が不十分であること自体が法的リスクであり、そのことが、中間機関の支払不能リスク、中間機関に適用される法的枠組みの不明確性、法的リスクの存在による株式の価値・権利の縮減、市場の不活発化、ひいては国際的な取引の信用低下などのさまざまなリスクを惹起することが指摘されている。本研究は、フィンテックの応用により、技術的に複層的な法律関係が併存する状況を克服することができ、法的保有概念を単純化できるのであれば、上記リスクの低減に資するとの前提に立ったうえで、フィンテックがもたらす法理論構築単純化の可能性と限界を浮き彫りにすることを狙いとする。

## 3. 研究の方法

### (1) 法的リスクの抽出

研究代表者は、すでに本研究に先立ち、科学研究費助成金を得て、株式のチェーン保有に伴う法的リスクについて検討し、冒頭に述べたような様々なリスクがあることを指摘した(16K03408 カストディ・チェーンを通じた重層的株式保有を巡る法律問題の多面的研究)。本研究は、当該研究の成果を踏まえたうえで、法的リスクを改めて精査するものである。

仮にこれらのリスクの根源が保有形態の多層化にあるとすれば、この多層化をプラットフォーム化等の技術を用いて単層保有化することにより、法的リスクの大幅な低減を図ることができる。本研究はこのような仮定に基づき、まず、フィンテックの導入・活用事例を概観し、株式保有の口座管理等に係る単純化の可能性を探ることとした。

### (2) 金融サービス業を取り巻くフィンテックの導入・活用

フィンテックという語が Merriam-Webster Dictionary に加えられたのは、2018 年である(初めて公式の場で用いられたのは、1972 年とも 1990 年代初頭ともいわれる)。

単に金融分野の一主題というにとどまらず「金融、技術、経営および技術革新経営を横断する主題」と位置づけられる。すなわち、フィンテックは金融・経営・情報工学上の幅広い技術の総称であるため、チェーン保有の単層化にフィンテックを用いる際に必要とされる機能特性を抽出し、有効活用しうる技術を特定しなければならない。

まず、ここで必要とされる単層化は、株主（投資家）と発行会社、システム内の株主（投資家）間、株主と金融商品取引業者を通じて株式を取得する者（既存株主および新規株主）、新たなシステムと既存のシステムの諸関係に認められうる。加えて、金融商品取引所その他の取引プラットフォームとの相性ないしは接続性が良好であり、誤作動がなく、ハッキング耐性を有し、株主の地位に関する確定的記録となり、投資家によるアクセスが容易で、株主がリアルタイムで自己の株式の処分権を自由に行使できることなどの機能性を備えている必要がある。さらに、株式への担保権の設定、金融商品取引業者による再担保、あるいは貸株などの法的権利関係がシステムにリアルタイムで反映されなければならない。このような機能特性からは、フィンテックのうち、分散台帳技術（DLT）を用いることが検討に値する。

#### 4. 研究成果

1で述べたように、本研究は、強制的多階層関係と任意的多階層関係の両者によって生み出されるチェーン保有を対象としており、すでに決済部分でシステム化されている強制的多階層関係と任意的多階層関係をフィンテックを用いてシームレスに接合することによる法的リスクの低減を念頭に置くものである。

3(2)の観点に基づくフィンテック、とりわけ、DLTの有用性については、内外のフィンテック企業が提供するサービス内容に関する文献を通じて情報収集に努めた限りにおいて、現在、利用可能な技術のうち最も有効と考えられるのがDLTであるとの心証は得ており、上記3(2)で指摘した実務的に必要な特徴・特性を概ね兼ね備えたプラットフォームの構築はおそらく可能であろう。もっともこの点については、実態調査等を踏まえた詳細な事例分析およびかかる事例分析に基づいた最適・最善なDLT技術の提示が必要であると考えており、今後の課題としたい。

チェーン保有に伴う法的リスクとして、DLTの導入によっても解決し切れない問題として、研究助成期間中により関心をもつに至ったのが、実質株主の開示の問題である。この問題については、すでに前研究においても、先進的枠組みを有する欧州の状況を踏まえ、比較法的に検討してきたところ、わが国においても、実質株主の開示に関する法枠組みの整備が2024年度中にも金融庁主導で行われようとしている。

現在のところ、会社法においては、公開会社の事業報告における株式数保有割合のトップテン株主の開示が、金融商品取引法においては、株式公開買付に関する規制としていわゆる5%ルールが定められているほか、主として公益または公安上の理由から外国為替及び外国貿易法や犯罪収益移転防止法などにおいて株主情報の通知が定められているにとどまり、会社が任意に実質株主の判別を希望する場合の法的担保は存在しない。

新たな情報技術によって低減しうる法的リスクは、複雑な法理論構築の回避によっていわば副次的にもたらされるものに過ぎない。チェーン保有に伴う透明性の欠如は、DLTの活用によりある程度は克服できるが、記名株式である限り実質株主の匿名性の問題は残る。匿名化を望む実質株主の利益にも配慮すべきかという問題もあろう。法整備後その効果を検証することも、併せて本研究に付随する課題と認識している。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計3件（うち査読付論文 1件/うち国際共著 0件/うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 六鹿竜輝・上田純子	4. 巻 第66巻
2. 論文標題 議決権基準日を定めない株主総会における招集通知後の株式譲受人への再招集通知の要否	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 月刊税理	6. 最初と最後の頁 298-307
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 川崎修一 = 上田純子	4. 巻 第228号
2. 論文標題 臨時株主総会における議長権限行使の差止仮処分 - 理論的・実務的検討 -	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 法経論集	6. 最初と最後の頁 209-236
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 上田純子	4. 巻 第254号
2. 論文標題 帳簿閲覧請求の拒絶事由	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 別冊ジュリスト（会社法判例百選第4版）	6. 最初と最後の頁 152-153
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計0件

〔図書〕 計3件

1. 著者名 上田純子	4. 発行年 2021年
2. 出版社 法律文化社	5. 総ページ数 527
3. 書名 企業法の改正課題	

1. 著者名 上田純子=松嶋隆弘 = 大久保拓也編著	4. 発行年 2021年
2. 出版社 勁草書房	5. 総ページ数 306
3. 書名 論文演習会社法 第2版 上巻	

1. 著者名 上田純子=松嶋隆弘 = 大久保拓也編著	4. 発行年 2021年
2. 出版社 勁草書房	5. 総ページ数 280
3. 書名 論文演習会社法 第2版 下巻	

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------