

平成 30 年 6 月 13 日現在

機関番号：11501

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2015～2017

課題番号：15K03192

研究課題名(和文)電子化された有価証券と金融取引に関する研究

研究課題名(英文)Developments of Book-entry Securities in Financial Transactions

研究代表者

コーエンズ 久美子 (Koens, Kumiko)

山形大学・人文社会科学部・教授

研究者番号：00375312

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 1,300,000円

研究成果の概要(和文)：本研究は、わが国の証券の口座振替制度における担保制度について、口座記録の振替によらない、すなわち担保権設定者(口座名義人)、担保権者、口座管理機関の3者の合意(「支配契約」「コントロール合意」などと呼ばれる)による担保権設定の制度構築を提案するものである。当初はここから得た知見から、さらに、預金口座、電子記録債権について担保取引のあり方を再検討することを計画していたが、分散型台帳技術の証券決済システムへの適用が一層注目されるようになり、世界各国でさまざまな実験が行われて来ている状況に照らし、分散型台帳技術を利用した間接保有特有の投資者のリスクを排除する制度について、検討を始めることとした。

研究成果の概要(英文)：This project first considered the introduction of the “control agreement” method for third-party effectiveness of transfers of interests in book-entry securities under the book-entry holding system in Japan. A follow-up to this was to build on the control agreement approach to explore and develop the legal frameworks for secured transactions for deposit accounts and electronically recorded money claims in order to increase efficiency and benefits for transaction parties. More recently it has become clear that it is important to address new structures for securities holding involving digital architectures such as distributed ledger (or “blockchain”) technology (DLT). Therefore the research now has shifted to analyze and explore how DLT might be adapted to systems and legal frameworks for holding securities.

研究分野：民法学

キーワード：証券 振替決済

1. 研究開始当初の背景

わが国における証券の口座振替によるペーパーレス化は、過去 15 年ほどの間に大きな進展を遂げ、「社債、株式等の振替に関する法律」(以下、「振替法」とする)に結実したと言える。振替法は、口座名義人が直接、証券の発行者に対して証券上の権利(株式など)を有するという法律構成を採っている。基本的に、従来の紙媒体の証券が口座管理記録に置き換えられ、口座名義人が口座に記録されている種類、数額の証券を「占有」するに等しいとされており、物権的な法律構成、有価証券法理を継承していると捉えられている。

他方、口座名義人の権利を自己の口座を開設している直近の口座管理機関に対する請求権(債権)と捉え、上位の振替機関、証券発行会社とは法的関係がないとするアメリカの立法例もある(1994 年改訂アメリカ統一商法典第 8 編)。わが国においては、とりわけ株式を念頭に置きつつ、投資者(株主)と発行会社の直接的な法的関係を維持することが意図されたのに対し、米国においては急増した証券取引への対処として投資者の証券を証券会社(口座管理機関)が預かり、対外的には証券会社自身の証券として取り扱い、決済への負担を軽減してきたという実務を法的に承認したという経緯がある。

世界的に、口座振替によるペーパーレス化という仕組みは共通しているが(口座管理機関が投資者の口座を管理する)、その法律構成については、そもそも立法例が限定的であったところ、私法統一国際協会(UNIDROIT)において、私法レベルでの各国法の調整を目的とした条約(UNIDROIT Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities)が 2009 年に策定された(以下、「ジュネーブ条約」とする)。ジュネーブ条約は、当事者の権利・義務関係に関する法律構成を国際的に統一するというのではなく、取引の法的安定性を確保するために法律効果、結果に着目したルールを規定したといわれている(「機能的アプローチ」といわれている)。

振替法は、投資者が発行者と直接的な法律関係を有することについては、口座名義人の証券に対する権利、口座管理機関の顧客口座の証券に対する権利などにおいて明確な規定を置いている。一方で、口座振替えや株主名簿の書換えに関わる手続き(振替手続、総株主通知、個別株主通知)など、口座管理に関連する業務については、特別の手続規定を置いている。

また、そもそも振替法の直接保有の法律構成は、従来の有価証券法理を踏襲しているから、担保取引についても、口座簿への記帳のみにより、すなわち質権者の質権口座への記録をもって質権の設定、また担保権者の保有口座への記帳をもって譲渡担保の設定が可能となっている。

これに対してジュネーブ条約やアメリカ統一商法典は、担保権設定者(口座名義人)、担保権者、口座管理機関の 3 者の合意によって担保権を設定することを認めている(以下、「Control Agreement」あるいは「支配契約」と呼ぶ)。口座の振替は、事実上、口座管理機関が操作するものであるという口座振替システムの特徴を踏まえた方法である。

2. 研究の目的

証券の口座振替システムにおいて、支配契約による担保権の設定は、システムの構造に適った合理的な制度である。加えて、口座そのものに担保権を設定するためには、この方法によるしかない。これまでその有用性について提言してきたところであるが、振替法が採用した紙媒体の証券と同様の「占有」を軸にした法律構成には親和的でないことから、導入について積極的な動きは見られなかった。そこで、Control Agreement を導入した 1994 年改訂アメリカ統一商法典第 8 編の策定過程の議論、実務等について調査、分析するとともに、機能的アプローチをとったジュネーブ条約策定における議論状況も検討することとした。これらの検討から、わが国に新しい制度を導入する際の示唆を得ることを試みた。

また、証券決済における口座管理機関のような仲介機関が権利の帰属、移転を管理する制度として、預金口座、電子記録債権がある。アメリカ統一商法典第 9 編は、預金口座に関しても Control Agreement による担保権の設定について規定している。わが国においても、「預金の担保化」については、議論がなされてきているところであるが、具体的な手法、法的な確実性に不安がないわけではない。こうした状況から、当初は、証券の口座振替システムにおける支配契約についての分析、検討から得た知見を踏まえ、預金口座、電子記録債権についてもより効率的で、利便性の高い担保権設定のあり方について検討することを計画していた。

ところが近時、ブロックチェーン、分散型台帳技術といった革新的な技術を証券決済を含め、さまざまな金融取引に適用するための実験が行われるようになって来た。こうした技術は、証券決済の効率性を大幅に向上させると考えられているとともに、証券保有、決済の仕組みを大きく変える可能性がある。本研究においてもこれまでの研究の蓄積を基礎に、決済の効率性のみならず、より投資者保護に資する制度のあり方、法的枠組みを検討することが、喫緊の課題であると認識し、当面、こちらの検討を進めることとした。

3. 研究の方法

(1) ペンシルバニア大学ムーニー教授との共

同研究

アメリカ統一商法典第9編の起草者でもあり、ジュネーブ条約策定スタディー・グループのメンバーでもあるペンシルバニア大学ムーニー教授に、アメリカ統一商法典第9編において規定されている担保権の優先順位の考え方、第8編1994年改訂において導入された Control Agreement の制度等について聞き取りを行った際(2014年7月)、本研究を共同研究として進め、研究成果を公表することとした。

- (2) アメリカ統一商法典に関する資料収集と分析
ムーニー教授にテキサス大学、その他の機関に保管されているアメリカ統一商法典第8編1994年改訂に至る資料を収集していただき、その分析を行った。
- (3) ジュネーブ条約策定スタディー・グループの作業
グループにおける議論の整理、分析をムーニー教授と行った。
- (4) わが国における議論状況、商事留置権の成否についての分析
銀行が販売する投資信託受益権は、当該銀行が口座管理機関として顧客のために管理しているところ、当該銀行の顧客に対する貸付債権との相殺が問題となっていた。最高裁は、この場面における相殺を否定したが(平成26年6月5日判決)、銀行の優先権を商事留置権の成立から主張する見解もある。これはまさしく、口座管理機関である銀行が顧客の信託受益権に対する優先権を主張するものである。口座振替制度という枠組みの中では、支配契約による担保権の設定を認めることが望ましいのではないかという視点から、制度として導入することの意義を検討した。
- (5) オックスフォード大学において開催されたワークショップ "WORKSHOP ON THE HOLDING OF SECURITIES THROUGH AN INTERMEDIARY" (2016年9月15日)に参加
イギリスの研究者、裁判官、弁護士、証券の国際決済機関であるユーロクリアの職員等と証券の間接保有形態の問題点等について多面的に議論した。

4. 研究成果

- (1) アメリカ統一商法典第8編1994年改訂に至る資料から、Control Agreement の制度は、証券会社が顧客の証券を顧客の担保権者のために保有することを、当該3者間で合意するといった実務を法的制度として認めたものであることが明らかに

なった。

- (2) ジュネーブ条約は、各国における当事者の権利・義務について法律構成を統一するのではなく、譲渡取引、担保取引が円滑に行われるように、法的不確実性を取り除き、ルールの調整を目的とするものである。ジュネーブ条約においては、「指定記帳」による担保権の設定も認められている。担保権設定者の口座にある証券に、担保が設定されている旨の特定の記帳がされ、担保権の存在を「可視化」したものである。口座記録を軸にした法律構成に、親和的のように思われる。
- (3) 日本銀行金融研究所において、University of Pennsylvania Journal of International Law に寄稿した論文のドラフトに基づく報告をムーニー教授と行い、神田教授(学習院大学)にコメンテーターをお願いした。口座そのものに担保を設定することが可能となる手法であることについて、出席者からは賛同を得られ、またドラフトに対する多くのコメントをいただいた。これらについてさらにムーニー教授と協議した。
- (4) オックスフォード大学において開催されたワークショップでは、とりわけクロスボーダー取引における複数のカスタディアン存在(カスタディーチェーン)が、投資者にとってリスク(間接保有における投資者のリスク、Intermediary risk)であることが問題であると強く認識されていた。こうした議論の中から、分散型台帳技術を利用した投資者による証券の直接保有についての説明が、ユーロクリアの職員からなされた。技術自体が発展途上であるが、現時点での制度のあり方、法的課題等について議論をスタートさせる重要性を認識した。
- (5) 分散型台帳技術については、近年、金融取引のさまざまな分野で実験が行われて来ている。日本取引所グループの実験についての報告書等の分析から、現時点において、証券保有、決済等がどのように変化しうるかを、現象面から確認した。証券決済の効率性のみならず、投資者保護の方向からも、新しい仕組みのあり方について検討を始めたところである。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

〔雑誌論文〕(計 1 件)

Kumiko Koens and Charles W. Jr.,
Security Interests in Book-Entry

Securities in Japan: Should Japanese Law Embrace Perfection by Control Agreement and Security Interest in Securities Accounts?, University of Pennsylvania Journal of International Law, No3, Vol38, (Spring 2017), 査読あり, 761-829.

〔学会発表〕(計 2 件)

Kumiko Koens, To Modernize or Not to Modernize: Secured Transactions Law in Japan, UNCITRAL Forth International Colloquium on Secured Transactions (2017 年 3 月 15 日-17 日, Vienna), http://www.uncitral.org/pdf/english/colloquia/4thSecTrans/Presentations/2ContGonST2/KUMIKO_UNCITRALcolloquium2017v2.pdf

Kumiko Koens and Charles W. Jr., PLEDGE OF BOOK-ENTRY SECURITIES IN JAPAN: SHOULD JAPANESE LAW EMBRACE PERFECTION BY CONTROL AGREEMENT AND SECURITY INTERESTS IN SECURITIES ACCOUNTS?, 日本銀行金融研究所、(2015 年 7 月 21 日)

〔図書〕(計 1 件)

コーエンズ久美子(共著)、『証券の間接保有における投資者のリスクと分散型台帳技術の利用について・序説』柏木昇ほか編・著『澤田壽夫先生追悼 国際取引の現代的課題と法』(2018 年 4 月)、査読なし、79 頁、401 頁

〔産業財産権〕

出願状況(計 件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
出願年月日：
国内外の別：

取得状況(計 件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
取得年月日：
国内外の別：

〔その他〕

ホームページ等

6. 研究組織

(1)研究代表者
コーエンズ久美子(KOENS, Kumiko)
山形大学・人文社会科学部・教授

研究者番号：00375312

(2)研究分担者
()

研究者番号：

(3)連携研究者
()

研究者番号：

(4)研究協力者
()