

令和 5 年 10 月 23 日現在

機関番号：33901

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2016～2022

課題番号：16K03408

研究課題名（和文）カスタディ・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

研究課題名（英文）A Multi-faceted Legal Analysis of Intermediated Shares

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） 3,500,000円

研究成果の概要（和文）：技術開発の進展に伴い、証券のペーパーレス決済システムが誕生し、上場会社の株式の権利発生、移転、消滅等についても、システムの発生する現状がある。本研究では、当該システムを通じた株式保有についてその法的本質をどのように捉えうるか、また、振替決済のシステム化に伴ういわば強制的なチェーン保有とともに、クロスボーダーのチェーン保有を念頭に置いた株主権の実質化の問題について、文献をもとに比較法的に精査した。

研究成果の学術的意義や社会的意義

証券取引の国際化および技術開発の進展が企業法務に大いなる影響をもたらしている現状に鑑み、伝統的法理論との接合を図りつつ、新たな株式保有形態を巡る法的構成や新たな株式保有形態がもたらすコーポレート・ガバナンス上の問題点を摘示し、検討した点に本研究の学術的意義があると考えている。

研究成果の概要（英文）：Along with the current wave of digital transformation, listed shares have been dematerialized and transferred through the computerized central clearing system in Japan like many other jurisdictions. This study focuses on legal issues revolving around the mandatory intermediation of shares through the central clearing system as well as the voluntary intermediation of them held by global and local custodians in the context of cross-border share holdings. It develops into corporate governance issues empowering investors towards the issuer from a comparative perspective.

研究分野：会社法

キーワード：振替株式 株主権 コーポレート・ガバナンス 準拠法 カストディアン 議決権行使プラットフォーム 比較法

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属します。

様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19 (共通)

1. 研究開始当初の背景

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より、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・受託構造を通じた証券の多階層保有が、とりわけ 20 世紀後半に顕著となった。当該現象に着目し、法的論証を行う研究成果も徐々に内外で出始めており、本研究は、これらの先行研究に刺激を受けつつ、研究代表者の従来の研究活動・研究関心に即して分析視角を設定したものである。

2. 研究の目的

本研究は、発行会社と株主との間に口座管理機関が介在する振替株式を念頭に置き、証券決済の簡易化・合理化に伴うシステム化によって必然的にもたらされる株式の多階層保有関係(強制的多階層関係)とともに、当該株式を機関投資家等が信託保有やカストディ業務委託等する場合には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(intermediaries)として現れる保有関係(任意的多階層関係)(以下、これら 2 つの多階層関係を総称して「チェーン保有」という。)に焦点を当て、当該関係を法律的に整理し、炙り出された法的論点にアプローチすることを目的とする。

3. 研究の方法

複数の中間機関が介在する仕組み自体が、法的リスクそのものであり、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。これら法的リスクを具体的な論点に落とし込むと、まず、発行会社と最終口座名義人(ultimate account holder; 以下 UAH という。)・中間機関との法律関係が必ずしも明確でなく、また、法域によっても法的構成が異なる事象が認められる点について議論を深化させる必要性が認識されうる。 についてどのようにアプローチするかによってさらに、 中間機関の支払不能と法的救済、 中間機関の準拠法が異なる場合の法適用関係、 無記名株式を維持している法域にあっては、記名株式の扱いとの整合性、および、 コーポレート・ガバナンスへの影響などの論点が炙り出されうる。本研究は、これらの論点について、文献に基づき比較法的に考察する。

4. 研究成果

(1) チェーン保有の法的本質を巡る議論

振替決済システムに組み込まれた株式の保有形態に関しその法的構成はさまざま提唱されており、それらは、 UAH および中間機関による個別保有(従来の有体物保有構造の枠内でそれぞれが個別の権利帰属主体となる) UAH を受益者とする信託保有、 UAH および各階層の共有、 属人的証券権原(security entitlement)に基づく個別保有の連鎖、 各階層の契約の連鎖による保有に大別されうる。このうち最も大きな対立軸は、UAH が証券の所有権を有し、中間機関は管理権限のみを有するいわゆる法的直接保有(上記、 の一部)と株主の持分は証券自体に存するのではなく、派生的なものであるとするいわゆる法的間接保有(、 の多く、)の各構成の間に認められる。

わが国は、振替法が加入者の権利推定および加入者間の直接的権利移転関係を定めていることから、 に属するといえるものの、 の立場をとる諸外国の法制とも一線を画する。すなわち、多くの国では、なお有体物を前提とした所有権理論に依拠し、振替機関を含む個々の階層による保有を認めつつ、チェーン保有の実質を発行会社と UAH の二当事者関係

に還元し、あるいは、そのような法的意味での多階層保有にもかかわらず、保有の実質に鑑みて UAH による発行会社への直接的な権利行使を認めるのに対し、わが国では、振替法により、口座振替の担い手として発行会社と UAH との間に振替機関と口座管理機関の設置が不可避である。しかも、口座管理機関の役割は、株式数の管理、すなわち、振替機関により決済された株式数との照合に概ね限定され、決済される株式は、どの口座管理機関を通したかにかかわらず、均一かつ無個性である。それゆえ、UAH と発行会社との間に直接的な法的保有関係を措定しやすい。このような構成には、中間機関を含む個々の証券保有を法的に肯認しつつ中間機関の実質的機能に鑑みて中間機関を通さない UAH の発行会社への直接的権利行使を可能とするため、あるいは、UAH に発行会社に対する直接かつ固有の権利を措定するため、UAH の実質的救済に資するという利点がある。他方で、このような構成は、代替可能な無体物の混在塊であって株式の個々の保有者を特定することができない、多数の UAH 口座を管理する中間機関口座の存在を論理的に説明することが困難となる。同様の理由から、複数名義での口座を認めることも困難となる。このような個別性と相容れない保有の実質を説明するため の構成が生まれたと考えられるが、このような構成であっても、クロスボーダー保有の場合には共同名義人間で準拠法が異なることとなる可能性が高く、法執行の実務が複雑となるという問題は残る。 について、さらに、準拠法決定原則をハーグ条約が採用する PRIMA(Place of the Relevant Intermediary)ルールとすると、クロスボーダーのチェーン保有の場合には、中間機関の準拠法によることとなり、UAH の自国法とは異なる法的構成によって事案解決が図られ、UAH (さらにその背後に実質株主がいる場合には実質株主も) 不安定な立場に置かれうる。ちなみに、PRIMA ルールは、口座への記帳・記録により投資家が有する権利の法的性格やその権利移転、当該権利を巡って競合する権利の調整等は、問題となっている権利の記帳・記録がなされている口座を管理する中間機関を基準として決定される準拠法によって規律されるとするものである。

上述の立場の対立軸にある構成として、チェーン保有の階層ごとの法律関係を措定する および がある。前者は、イングランド&ウェールズ、アイルランド、オーストラリア、香港などの一部のコモン・ロー諸国が、後者はアメリカ、カナダ、スイスなどが採用する。

は、一見従来のエクイティ理論で明快にチェーン保有関係を説明しうるかのようであるが、信託の当事者が明確に画定される必要があり、決済システムに組み込まれる株式が代替可能な無体物の塊であると考える限り、 に関する批判が の構成にも当てはまる。

は、新たなペーパーレス保有に対応する法的枠組みである。たとえば、アメリカ統一商事法典(Uniform Commercial Code)8 条は、中間機関が介在する保有形態を伝統的な発行会社と株主との直接保有と峻別し、各階層に属人的かつ独自の請求権(securities entitlement)を認める。株主は直上の中間機関の保有資産に対し按分で請求権を有し、中間機関が支払不能に陥った場合には、自己の株式の価値を保全することができる。株主は、上記属人的権利を処分し、また、議決権を含む株主権を行使することができる。実態は多数当事者間の多階層保有であるにもかかわらず法的には UAH を発行会社と直接的に結び付けようとするフィクションを回避し、電子的かつクロスボーダー保有の実態に即した法的構成と評することはできる。もっとも、各々の階層で独自の属人的権利を認めることで権利行使の重複が生じ、UAH の保護が手薄になる可能性がある。

(2) チェーン保有における株主の議決権行使の実質化

(1) で論じたチェーン保有を巡る法的構成は、いずれの立場も中間機関の介在という事実のなかでの株主への権利付与を可能とするための論理であり、株主または UAH が発行会

社に対して権利行使しうる点では一致している。本研究は、他の柱として、チェーン保有、とりわけクロスボダーのチェーン保有の文脈における株主の議決権行使について、議決権行使プラットフォームの利用および課題について検討したので、以下、その成果について述べる。

プラットフォームを用いた議決権行使のシステム化

まず、会社法上の電子投票制度により実効性を持たせる方途の一つとして、上場会社における議決権行使プラットフォーム（以下「PF」という。）活用の可能性について検討する。PFは、株主総会招集通知の掲載、英訳などにも対応するパッケージとしてのサービスであり、発行会社がPFへ参加することによって、株主総会プロセスにおける経営陣ないし会社と株主とのコミュニケーションがより充実しうる。また、株式のクロスボダー保有の局面では、とりわけ発行会社と株主との間の双方向での情報伝達のスピードが株主の議決権行使に係る検討時間の確保の鍵を握る。PFの活用により、情報伝達に要する時間が大幅に短縮され、ひいては、株主の議決権行使の実効性確保に資することが期待される。

(i) 有用性

電子投票制度を採用する会社は、2019年の会社法改正により電子提供制度が導入され、2022年9月1日より、施行されたこと、会社法の特例として2021年6月16日付の産業競争力強化法の改正により、バーチャルオンリー株主総会の開催が可能となったこと、また、2021年6月11日付のコーポレートガバナンス・コードの改定により、プライム市場上場会社に対し、機関投資家向けの議決権電子行使プラットフォームを利用可能とすべき旨が盛り込まれたことなどから、急激に増え、Broadridge社と株式会社東京証券取引所との合併会社である株式会社ICJによる2022年の調査では、東京証券取引所に上場されている株式会社の45%にあたる1690社（うち、プライム市場上場会社は1567社）に達したとされる。諸外国の状況に目を転じると、機関投資家については米国および英国では9割以上、ドイツにおいてもその7割以上が議決権を電子行使している。その背景には、米国のBroadridge社等によって機関投資家向けに展開されているPFの利用が進んでいることがある。

わが国においては、上述のICJが機関投資家向けにPFを提供している。その利用状況は欧米先進国に比べ芳しくなかったが、上述の通り法改正に後押しされ、プライム市場上場会社に限れば英米並みとなったといえる。仮にPFを利用しないとすると、現状、内国機関投資家にとっては、実質的な議案検討期間は3ないし4日、外国機関投資家にとっては、わずか1ないし3日しかなく、この短い期間中に多数の発行会社の議案を検討し、賛否を決するのは容易ではない。PFを用いることにより、この期間を、内国機関投資家で6ないし8営業日、外国機関投資家で7ないし10営業日程度引き延ばすことができることが一つの効果である。

次に、PFの利用により、機関投資家の議決権行使結果をリアルタイムで把握できるようになる。また、機関投資家は、議決権行使期間内であれば、再指図が可能であるので、反対票を賛成票に転じ、あるいは、その逆の行動をとることができる。そのため、会社は、株主総会前日までに、議決権行使結果の状況に応じて、追加情報を発信し、あるいは議案への理解を促すことにより、議案へいったんは反対票を投じた機関投資家から改めて賛成票を得ることもできる。PFの利用により、必然的に、会社と機関投資家とのコミュニケーションが促進され、かつ、その質も高まるものと思われる。ただし、これには会社が実質株主情報（機関投資家は会社の名義株主となっていないことが多いと思われる）を的確に把握する

仕組みづくりが必要である。

(ii) 課題

わが国においては、未だ PF 参加会社と非参加会社とが混在する状況となっている。そのため、内国機関投資家による議決権行使の指図に関しては、参加会社については PF を通じて、他方、非参加会社についてはエクセルシートを用い管理信託銀行を通じて指図する、いわゆる指図フローの二重化の問題が指摘されている。外国機関投資家の場合、PF 参加会社は、わが国の PF と連携する外国の PF を通じて、非参加会社については、グローバル・カストディアンを通じて指図するため、同様の問題は生じない。

内国機関投資家について生じるこの問題は、PF 利用率をほぼ 100%に上げない限り、存続する。各発行会社の PF 利用率を上げ、内国機関投資家（アセット・オーナーおよびアセット・マネジャー）、管理信託銀行、PF 提供者、発行会社（株主名簿管理人）との間で議決権行使のプロセスが一元化されるような実務を構築していくことが急務であろう。

次に、複数の PF 提供者のシステム間に連携がとられていないことが挙げられる。現在までに、PF 提供者としては、前述の ICJ のみならず、ISS、Glass Lewis 等があり、外資系の上場会社を中心に ISS や Glass Lewis の PF を利用する例もみられることから、これら複数のシステムの統合も急務である。

最後に、内国機関投資家が PF を利用して議決権行使をする場合、アセット・オーナー、アセット・マネジャー、信託銀行、管理信託銀行、常任代理人（外国機関投資家の場合）等の多数の当事者の間で多層的な契約関係が発生しており、さらに、それら多数の当事者が直接・間接に PF 提供者および発行会社（株主名簿管理人）と契約関係を保持するという複雑な関係が認められる。契約当事者間において円滑に内国機関投資家が PF を通じて議決権行使の指図ができるような実務を構築することもまた課題であろう。上記の多層契約関係にも関わらず、株主が PF を通じて議決権行使する場合には、行使結果がシステムの発行会社に伝達されるので、管理信託銀行等の介在機関の過失による議決権行使等の法律問題を回避することができる。

チェーン保有末端の覆面株主への対応

(i)において上述したように、PF を通じた発行会社と機関投資家との対話促進は、発行会社が実質株主情報を適時に把握する仕組み作りがなされてこそのものである。既述の通り、機関投資家の多くは株主名簿上の名義人となっていないことが多い。諸外国の証券規制機関等の公開情報を利用してファンドの個別銘柄への投資情報を把握し、実質株主と名義株主とのつながりを特定することは極めて困難であり、発行会社による自主的調査はいわば運頼みのところがある。かかる状況に鑑みれば、発行会社による実質株主判別の便宜を図る措置をハード・ローまたはソフト・ローにより定めることも視野に入れてよい。

たとえば、欧州連合（EU）および欧州経済地域（EEA）においては、2017年に「長期的株主のエンゲージメント促進のための指令を改正する指令」を採択し、機関投資家等の長期的株主の権利行使およびエンゲージメントを容易とすべく、加盟国に対し、当該加盟国領域に登記簿上の本店を有するすべての会社につき、一定の株式または議決権の保有割合以上を有する株主の判別権を与える措置を定めることを義務づけている。制度枠組例として、参考に値しよう。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計9件（うち査読付論文 3件/うち国際共著 1件/うちオープンアクセス 4件）

1. 著者名 上田 純子	4. 巻 第69巻第1・2合併号
2. 論文標題 株主行動を利用したCSRの実践 - ESG投資に纏わる三題嚙 -	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 名城法学	6. 最初と最後の頁 277-304
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 上田 純子	4. 巻 83
2. 論文標題 多階層保有証券に関する一覽書 - グローバル・カストディアンの視点から	5. 発行年 2016年
3. 雑誌名 法政研究	6. 最初と最後の頁 313-341
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 オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

〔学会発表〕 計6件（うち招待講演 4件/うち国際学会 2件）

1. 発表者名 Junko Ueda
2. 発表標題 The Changing Role of Shareholders: From Rights-based to Duties-based
3. 学会等名 National Taiwan University（招待講演）（国際学会）
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 Junko Ueda
2. 発表標題 Cashing Out the Minority-The New Japanese Regime and Issues
3. 学会等名 Contemporary Issues in Financial Markets Law and Company Law-National, International, European and Comparative Perspectives （招待講演）
4. 発表年 2017年

1. 発表者名 Junko Ueda
2. 発表標題 Electronic Voting Practices by Foreign Investors and Some Legal Issues in Japan
3. 学会等名 Creating a Legal and Regulatory Framework for Interconnections between Stock Exchanges: A Comparative Study of UK and Taiwan
4. 発表年 2016年

〔図書〕 計13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（共著）	4. 発行年 2018年
2. 出版社 法律文化社	5. 総ページ数 527
3. 書名 会社法の到達点と展望	

1. 著者名 上田 純子（共編著）	4. 発行年 2019年
2. 出版社 勁草書房	5. 総ページ数 419
3. 書名 少数株主権等の理論と実務	

1. 著者名 上田 純子	4. 発行年 2018年
2. 出版社 法律文化社	5. 総ページ数 527
3. 書名 会社法の到達点と展望（森淳二郎先生退職記念論文集）	

1. 著者名 上田 純子	4. 発行年 2016年
2. 出版社 中央経済社	5. 総ページ数 648
3. 書名 ドイツ会社法・資本市場法研究	

〔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
---------	---------