

グローバル・カストディサービスに係る論点整理

1 問題意識・論点

- (1) グローバル・カストディサービスとは、日本法上これを正面から捉えた定義はないが、各国における有価証券の保管・管理に関する個別の契約締結を要せずに、ある特定のカストディアンとの間の契約に基づき、一元的に世界各国の有価証券の保管・管理を行うサービスであると理解される¹ ²。各国における有価証券の決済・管理制度は区々であり、投資家が独自に保管する場合、各国において個別にカストディアンを選任する必要があるが、それは煩瑣であり、グローバル・カストディサービスを利用することが一般的になっている。

グローバル・カストディサービスは、様々な国をまたいでサービスが提供されているためか、サービスの全体像が掴みにくいように思われる。また、利用者（主として機関投資家）の様々なニーズとサービス提供者間の競争により、法的な整理よりも実務が先行している印象がある。そこで、本稿では、実務上頭を悩ませることのある論点について検討してみたい。

- (2) グローバル・カストディサービスは、提供する金融機関により、また、利用する顧客のニーズにより、様々なサービスがあるが、検討の前提として、本稿において検討するグローバル・カストディサービスがどのようなものであるかを特定する。
- ① グローバル・カストディアン（以下「GC」という。）は、本邦外で設立された金融機関である。
 - ② GCの顧客（以下「GC顧客」という。）には、本邦内外の機関投資家が含まれる。
 - ③ グローバル・カストディサービスは以下のように提供される。
 - (i) GCはGC顧客との間で、グローバル・カストディサービスに関する契約（Global Custody Agreementなどと称される、以下「GCA」という。）を締結する。GCAの準拠法は、GCの設立所在地法、GCが契約締結を行う支店所在地法、GC顧客の所在地法又はGC・GC顧客いずれの所在地でもない法域の法など様々なものがあり得る（そのためGC顧客が本邦機関投資家である場合には日本法が準拠法となる可能性もある。）。
 - (ii) GCは、GCAに基づき、GC顧客のために有価証券を保管・記帳する securities account と金銭の預りに係る cash account を開設し、所定の有価証券・金銭を預り、管理する。
 - (iii) GCAにおいて、GCは、GC顧客の預り有価証券の保管、管理、決済等に関して必要な場合、各国において、現地カストディアン（sub-custodian や local-custodian などという、以下「SC」という。）の選任や central

¹ 例えば、「国際分散投資を行う場合、世界各国における有価証券の保管・管理を一元的に提供するサービス」(<https://www.pfa.or.jp/yogoshu/ku/ku09.html>)、「世界各国の広範な市場における有価証券投資に関する証券管理サービス」(<https://www.smtb.jp/business/instrument/management/global-custody.html>)といった記載が見られる。

² 業務概要などについては、南條隆「グローバル・カストディについて」日本銀行金融研究所・金融研究第10巻第1号(1991年)(<https://www.imes.boj.or.jp/research/papers/japanese/kk10-1-2.pdf>)。

securities depository (以下「CSD」という。)³の利用が許容されている。これに基づき、GCは、各SCとの間でカストディ契約を締結し、各国におけるCSDを通じた有価証券の管理を行っている(図1参照)。

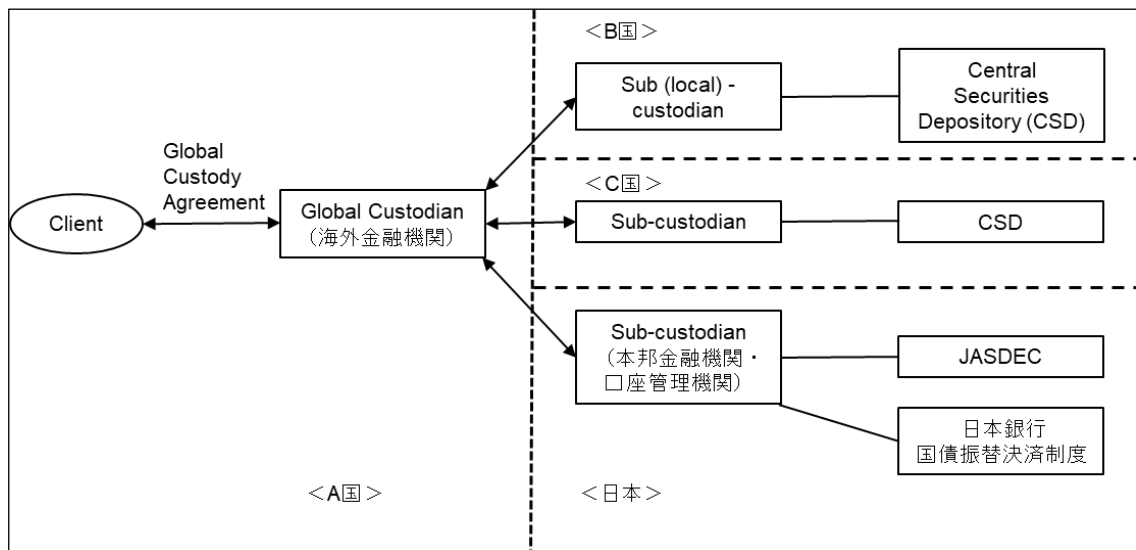


図1：グローバル・カストディサービス当事者の関係・所在地イメージ
(出所：金融法委員会作成)

- (iv) GCAにおいて、GCの自己資産とGC顧客の預り資産を分別して保管・管理することが規定される(分別管理⁴)。これに基づき、SCにおいて、GCの自己資産とGC顧客の預り資産は別口座で保管・管理される。GC顧客の預り資産に係る口座においては、顧客の預り資産であることが明確となる名義が付され(例：「XXXバンク・顧客資産口座」)、複数のGC顧客の預り資産が管理される(オムニバス口座形式、日本法の観点からは混蔵寄託)。なお、これに対し、特定のGC顧客の預り資産のみを保管・管理する口座が開設されることもある(segregated account方式)。
- (v) GCは、GC顧客の預り資産につき、GCAの定め及び当該GC顧客(又はinvestment managerなど当該GC顧客の授權を受けた者)からの指図のみに従い、有価証券の受取・移転、資金の受取・支払といった決済、預り資産たる有価証券から生じる利金等の受取、議決権等の行使、コーポレート・アクション対応などを行う。GCが提供するサービスはパッシブなもの

³ 株式会社証券保管振替機構(以下「JASDEC」という。)によると、「証券保管振替機関を意味する。証券会社や金融機関などのバックオフィス事務のペーパーライシスを解消するため、有価証券を投資家に代わって集中的に保管するとともに、証券取引に係る現物受渡等を口座簿上の移転により行うなどの振替業務や登録を行う機関。国によって(原文ママ)それぞれ対象とする業務がことなり、DTCのように配当支払を一括して行ったり、預託証券等のレンディングなどの機能を提供するものもある。」との説明がなされている(<https://www.jasdec.com/glossary.html#02>)。

⁴ 昨今では、各国の規制に基づきGCを含むカストディアンには分別管理が要求されており、それに伴いGCA上でもGCが所定の分別管理を行う旨が規定されていることが多いと思われる。本邦においては、金融商品取引業者が有価証券等管理業務(金融商品取引法第28条第5項、同条第1項第5号、第2条第8項第16号又は第17号)を行う場合、同法第43条の2から第43条の3に定める分別管理・区分管理義務を負う。

であり、GC 自らの裁量により、預り資産たる有価証券に係る議決権等の行使や当該有価証券の運用・処分等を行う場を想定しない^{5 6}。

(3) 本稿で検討する論点は、GC が取り扱う有価証券及び資金にそれぞれ関連し、以下のとおりである。

- ① **論点 1**：社債、株式等の振替に関する法律（以下「振替法」という。）に基づき振替機関が取り扱う有価証券（以下「振替証券」と総称する。）のうち、GC が GC 顧客のために預るものにつき、GC 倒産⁷時の倒産隔離効の有無

本論点 1 の問題意識は、振替法の適用を受ける振替証券については、その権利の帰属は振替口座簿の記載又は記録により定まるとされ⁸、振替法に基づく振替制度上のエンドユーザーを含む加入者⁹が振替証券の法律上の保有者となることに起因する。すなわち、本論点 1 の検討においては、上記(2)で特定したグローバル・カストディサービスのうち、振替法上の口座管理機関の地位を有しない GC が、加入者として、口座管理機関たる SC に開設した口座において、GC 顧客の預り資産たる振替証券（以下「GC 顧客資産振替証券」という。）の記録を受けている場を想定する（以下「論点 1 検討対象 GC サービス」という。）^{10 11}（[図 2](#)のうち左側のチャート参照）。

⁵ ただし、世の中に存在するグローバル・カストディサービスにおいてこのような要素を含むものが存在することを否定するものではない。あくまで本稿における検討との関係は、GC が GC 顧客の指示に従って、GC 顧客のために資産を預かるサービスを提供する場面に射程を限定する趣旨である。

⁶ GCA には、GC の費用請求権を担保するための規定が含まれていることがある。例えば、①GC が預り資産に対して lien（先取特権）などの担保権を有する旨の規定や②GC 顧客が GC に対して所定の報酬や費用の支払債務を履行しない場合には GC が預り資産を処分しその処分代金をもって当該債務に充当することを認める規定を含むものが見られる。本稿における検討との関係では、こうした規定に基づく場合を除き、GC が預り資産たる有価証券に対し固有の利害関係を有しないことを前提とする。

⁷ ここでいう「倒産」とは、日本法上の破産手続、再生手続若しくは更生手続又はこれらに類するものを指し、預金保険法上の各種破綻処理手続又はこれに類するいわゆる recovery and resolution proceedings を含まない。

⁸ 例えば、社債につき振替法第 66 条、第 73 条及び第 74 条。

⁹ 振替法第 2 条第 3 項（「加入者」とは、振替機関等が第 12 条第 1 項又は第 44 条第 1 項若しくは第 2 項の規定により社債等の振替を行うための口座を開設した者をいう。）。

¹⁰ 例えば、海外機関投資家が保有する上場株式に係るカストディではこのような建付けが取られているケースが少なからず存在していると認識している。この点につき、財務省による「対内直接投資等に関する政令等の一部を改正する政令案及び対内直接投資等に関する命令の一部を改正する命令案等、対内直接投資等に関する業種を定める告示案等に対する意見募集の結果について」（<https://public-comment.e-gov.go.jp/servlet/Public?CLASSNAME=PCM1040&id=395122004&Mode=1>）の「（別紙 1）意見への考え方」（<https://public-comment.e-gov.go.jp/servlet/PcmFileDownload?seqNo=0000201775>）10 頁 27 番ではかかる建付けを前提としたコメントがなされている。

¹¹ なお、GC が外国間接口座管理機関（振替法第 44 条 1 項第 13 号）の地位を有しており、GC 顧客を加入者として取り扱っている場合はこの問題は生じない。

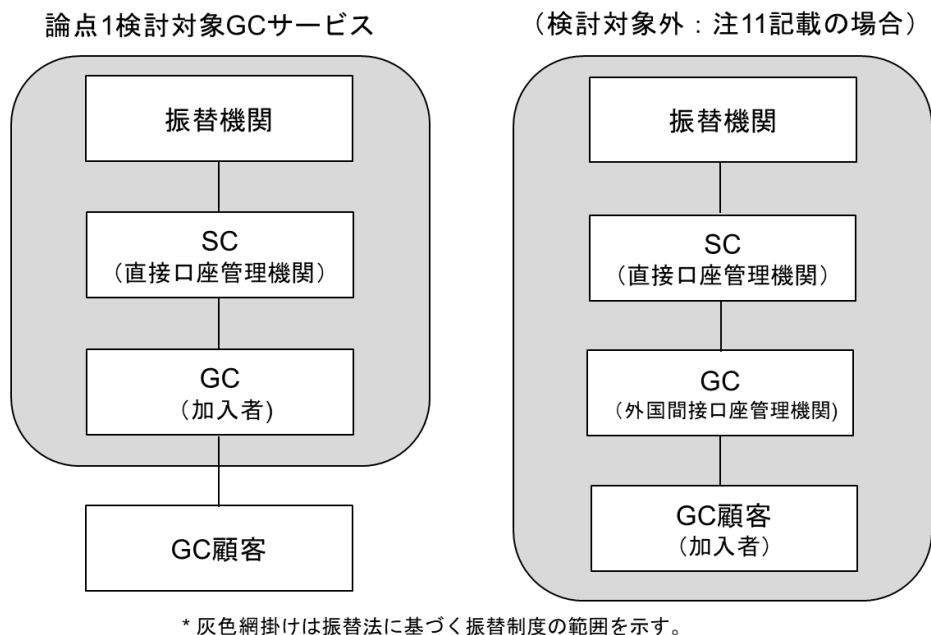


図2：検討対象スキームイメージ¹²
(出所：金融法委員会作成)

GCが海外金融機関である場合、その倒産処理は一義的には本国の倒産処理法制に従うものと考えられるが¹³、GCが日本国内に財産を有するとき（破産法第4条など）には別途日本の倒産手続の対象となる可能性があることも否定できない¹⁴。

GCにつき日本の倒産手続が開始し、GC顧客資産振替証券が当該倒産手続の対象となった場合、GCは振替法に基づきGC顧客資産振替証券の法律上の保有者となるため、当該GC顧客資産振替証券は当該倒産手続に係る財団に組み入れられる¹⁵ことになる可能性がある（図3参照）。他方、上記(2)に記載したグローバル・カスタディサービスにおいては、GC顧客資産振替証券は経済的にはGC顧客に帰属するものであることは明らかであり、また、GCは個々のGC顧客資産振替証券に対

¹² 図2ではSCにつき「直接口座管理機関」と表記しているが、これは図示の都合によるものであり、SCが間接口座管理機関である場合も同様である。

¹³ Financial Stability Board(金融安定理事会)が選定・公表する、グローバルなシステム上重要な金融機関(Global Systemically Important Financial Institutions、G-SIFIs)については、そのグループ内の最上位の会社(本国の親会社や持株会社など)を破綻処理の対象とし、実際にオペレーションを行う子会社については業務継続を企図する、いわゆるSingle Point of Entry(以下「SPE」という。)の考え方が適用される可能性がある(SPEについては、<https://www.dic.go.jp/content/000010184.pdf>参照)。ただ、GCとして活動している金融機関には、G-SIFIsやその子会社に該当しないものもあり得るため、SPEの考え方にしたがって破綻処理されるとは限らない。

¹⁴ 振替証券は無体物であるから、日本国内に有すると判断されるかは定かではないが、振替証券を管理する振替制度は日本法に基づき運営されており、その振替機関や直近口座管理機関がいずれも国内に所在することを踏まえると、日本国内に所在する財産と解することに不合理性はないと思われる。

¹⁵ ここでは、破産法第2条第14項に定める破産財団を構成する財産となることの他、再生債権者又は更生債権者に対する弁済・配当の原資となる財産となることを指す。

する特段の利益を有さないことを踏まえると、当該 GC 顧客の立場からすれば、何らかの保護を主張したくなる局面であろう¹⁶。

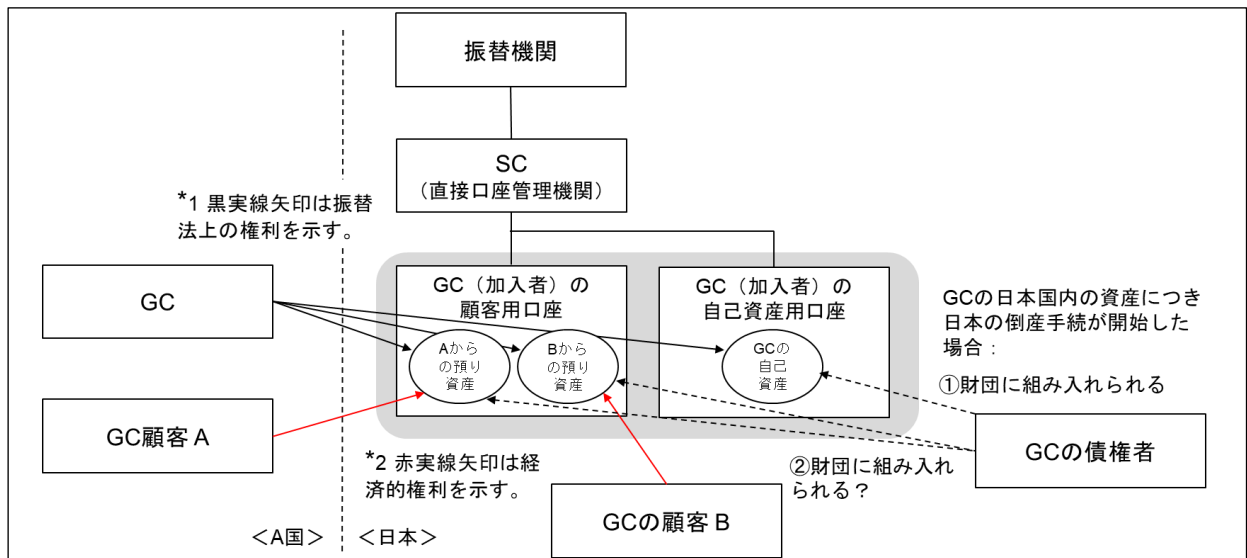


図 3：GC の日本国内資産につき日本の倒産手続が開始した場合の権利関係のイメージ

(出所：金融法委員会作成)

そこで、GC の倒産手続において、当該 GC 顧客資産振替証券（上記図 3 において「A からの預り資産」及び「B からの預り資産」とある部分）につき、何らかの法的な理由付けに基づき、倒産隔離効を認められないか（GC 顧客資産振替証券が GC の倒産手続に係る財団に組み入れられないという帰結となるか）について検討する。具体的には、「A からの預り資産」につき GC 顧客 A が取り戻せるのか、GC の債権者が GC に対して有する債権の充実に用いられることはないか、という問題である。

また、この問題は海外金融機関が日本のローカル・カストディアンを通じて顧客資産を預る様々な場面に妥当し得ると思われる¹⁷。

なお、本邦におけるカストディ契約に関する先行研究には、受託者が利用するカストディが信託法上どのように位置づけられるかに関するものがあるが¹⁸、本稿では GC 顧客は一般法人を含めて想定するため、この論点には立ち入らない。

¹⁶ 例えば英米法では、衡平法の観点から、GC は当該証券を GC 顧客のために trust として保有していると評価され、倒産隔離効が認められる可能性があると思われる。衡平法に基づく擬制信託による救済については、澁谷彰久『預金口座と信託法理』（日本評論社、2009 年）158 頁以下、溜箭将之「英国信託法の国際的変容—比較法と日本信託法の展望」能見善久ほか編『信託法制の新时代—信託の現代的展開と将来展望』（弘文堂、2017 年）341 頁以下など。

¹⁷ 例えば、海外金融機関が顧客に与信を行う際に、当該顧客から各国資産からなるポートフォリオを預り、それに担保を設定するといった案件を想定する場合が考えられる。他にも、預り資産中に振替証券が占める割合が限定的である場合には、日本法に関する検討が行われず、したがって当事者がこの問題を意識しないために本問題が露呈することもあり得る。

¹⁸ 例えば、道垣内弘人「保管受託者 (custodian trustee) を用いた信託とその法的諸問題」日本銀行金融研究所・金融研究 第 21 巻 第 2 号 (2002 年) (<https://www.imes.boj.or.jp/research/abstracts/japanese/kk21-2-10.html>)、能見善久『現代信託法講義(4)』信託 203 号 (2000 年)、福井修「信託におけるカストディアン」道垣内弘人ほか編著『信託取引と民法法理』（有斐閣、2003 年）など。

② 論点2：GCが提供できる資金関連のサービスの範囲

GCは、有価証券の保管・管理の他、様々なサービスを提供している。日本の顧客に対してサービスを提供する場合においてどのような規制が問題となるかは、具体的なサービスの内容や適用形態により異なる。そのため、個々のGCのサービスに適用される規制を一般的に検討することは困難であるが、有価証券の保管・管理には一定の資金の取扱いが生じることが一般的であると思われる（例えば、預かっている有価証券について発生した配当や利金の受取り、その回金を行うことなど）。そこで、本稿では、GCが提供するサービスのうち、資金に関連したサービスに関する業規制上の論点を検討する。具体的には、GCが日本の銀行法に基づく銀行免許を有していない場合（以下「論点2検討対象GCサービス」という。）¹⁹、銀行業（銀行法第2条第2項）との関係で、どのような業務が許容されるのかが問題となる。

平成20年金融商品取引法等の一部を改正する法律により導入された外国銀行代理業務制度に基づき、本邦の銀行が外国銀行の代理又は媒介を行うことにより、当該外国銀行によって提供される預金又は為替取引に該当する業務に係る免許や出資の受入れ、預り金及び金利等の取締りに関する法律（以下「出資法」という。）第2条に定める預り金の禁止の問題が立法的に解決された²⁰²¹。反面、外国の金融機関が外国銀行代理業務を用いず預金又は為替取引に該当する業務を行うことが銀行法や出資法違反を構成することが明確になったといえる。グローバル・カスタディサービスの根幹をなす有価証券の預り業務との関係では、元利金や配当の受領など一定の資金の取扱いを伴うのが一般的であると思われることから、かかる資金の取扱いが許容されるのかを検討する意義があると思われる。

2 論点1：GCがGC顧客のために預る振替証券につき、GC倒産時の倒産隔離効の有無

(1) 検討対象の明確化及び検討方法

振替法上の口座管理機関の地位を有しないGCが、加入者として、口座管理機関たるSCに開設した口座において、GC顧客資産振替証券の記帳を受けている場合、振替法に従えばGCが当該GC顧客資産振替証券の保有者となる。この場合、日本の倒産手続において、当該GC顧客資産振替証券につき倒産隔離効が認められることはあるのか。グローバル・カスタディサービスはその内容は多岐に渡り、サービスを提供する金融機関の属性も区々である。GCの属性、GCとGC顧客等との契約関係及びグローバル・カスタディサービスの内容（論点1検討対象GCサービス）については前記1で示したが、さらに、検討対象たる場面を明確にし、その上で検討方法を定めるところからスタートする。

- ① 顧客資産の保護という観点から、証券売買の取次ぎの局面において取次ぎを行う証券会社の倒産手続の影響を検討した先行研究として、金融取引における預かり資産を巡る法律問題研究会「顧客保護の観点からの預かり資産を巡る法制度のあ

¹⁹ 銀行法第47条第1項。また、外国銀行代理業務に関する特則（同法第52条の2以下）の適用もないことを前提とする。

²⁰ 銀行法第52条の2の2及び第52条の2の3。

²¹ なお、外国銀行が日本の居住者から預金を受け入れる場面は現に存在している。例えば、日本の会社が海外に開設した支店における業務のために現地銀行に預金口座を開設する場合や個人が海外に訪問した際に現地銀行で預金口座を開設するような場合である。こうした場面が銀行法上どのように取り扱われるかは法令上明確な規定は設けられていないが、銀行法の適用範囲・域外適用の問題として、銀行法に抵触しないと整理されている場面もあると理解している。本稿ではこうした場面についての検討には立ち入らない。

り方」日本銀行金融研究所・金融研究第 32 巻第 4 号（2013 年）²²（以下「研究会報告書」という。）がある。この報告書では、振替証券である上場株式の売買実務における決済の流れを踏まえてどのように顧客保護を達成することができるかが検討されており（39 頁から 45 頁）、非常に示唆に富むものである。

他方、論点 1 検討対象 GC サービスにおいては、前記 1(3)①記載のとおり、GC が振替法上の加入者となっている場面を想定することから、また、GC が本邦における金融商品取引業者の登録を行っていない場合もあることから²³、研究会報告書において検討された証券売買の取次ぎの局面ではなく、単に論点 1 検討対象 GC サービスを提供する GC の加入者としての口座管理簿に GC 顧客資産振替証券が記載・記録されている状況において、当該 GC につき日本の倒産手続が開始した場合につき検討することとする²⁴。

- ② GC は外国金融機関であることから、日本法と外国法の抵触の問題も不可避である（特に、GCA の準拠法は外国法である可能性がある。）。この点、国際私法上の「手続は法廷地法による」との原則に照らすと、倒産手続において適用されるのは日本法である。配当等の原資となる財団の範囲は倒産法に定められており²⁵、財団の内容を確定することは倒産手続における不可欠な手続である。そのため、GC 顧客資産振替証券が GC の倒産手続における財団に組み入れられるべきかを検討するにあたっては、GC と GC 顧客との法律関係につき日本法を適用して検討すべき論点であると考えられる。

そこで、まずは、論点 1 検討対象 GC サービスの根幹である他人のために振替証券を預るというサービスにつき、日本法の観点からその法的性質を検討することとする。なお、振替証券の帰属につき対抗関係が生じる場合には、上記の手続法と

²² <https://www.imes.boj.or.jp/research/abstracts/japanese/kk32-4-3.html>

²³ 金融商品取引法に定める有価証券等管理業務（前掲注 4）とは、①金融商品取引業（同法第 2 条第 8 項第 1 号から第 10 号までに掲げる行為）に関して、顧客から金銭、同条第 1 項各号に掲げる証券若しくは証書又は電子記録移転権利の預託を受けること（同条第 8 項第 16 号）又は②振替法に規定する社債等の振替を行うために口座の開設を受けて社債等の振替を行うこと（同項第 17 号）である。すなわち、GC が、本邦の GC 顧客に対して同法第 2 条第 8 項第 1 号から第 10 号までに掲げる金融商品取引業を行わず、かつ、振替法に基づく口座管理機関でもない場合、当該 GC 顧客のために金融商品取引法に定める有価証券の預り業務を提供したとしても、有価証券等管理業務には該当せず、金融商品取引業の登録は不要となる。

²⁴ なお、機関投資家を中心に、有価証券の発注・執行、決済、保護預りを含む管理といった一連のプロセス・サービスにつき、1 つの金融機関にすべてを委託するのではなく、それぞれのサービスにつき市場において定評のある金融機関を選好する流れが進んでいると理解している。特に売買の発注・執行の分野では、投資運用業者や資産運用業者において裁量執行の観点から優れたサービスを提供するブローカーを複数選定し、各ブローカーの得意分野に応じて発注先を分けるといったオペレーションが行われている。そのため、グローバル・カスタディサービスの分野においても、売買の発注・執行は行わず、保護預り・管理に特化したサービスを提供する金融機関が見られる。この観点からも単に「預り」のみが行われている場面について検討する意義があると考えられる。

²⁵ 破産法 34 条。

しての日本法とは別に、当該振替証券の帰属を定める法律²⁶によると考える余地もあるが、本稿では対抗関係についても日本法の観点から検討することとする²⁷。

(2) 有価証券の預りサービスの法的性質

ある者が他の者のために物を預るという契約は、当該物が有体物であるならば民法に定める寄託契約²⁸に該当する。グローバル・カストディサービスはそのサービス内容により、様々な契約タイプの複合体であると考えられるが、その根幹をなす預りサービス（銀行法などでは「保護預り」と称される。）は、対象物が有体物であることを前提とすれば寄託契約に該当すると解される²⁹。寄託契約には、受寄者が寄託物を消費し、同種、同等、同量の物を返還する消費寄託（寄託物の所有権が受寄者に移転する。）とそのような性質を有しない単純寄託があるが³⁰、GCが預り証券を消費することができるとの合意がない限りは単純寄託に該当すると考えられる。なお、前記1(2)③(iv)記載のオムニバス口座形式のように混蔵保管の形式で管理される場合、実際に返還する際には寄託した有価証券そのものが返還されるとは限らないが、これは2017年の民法改正により民法上明記された混合寄託に該当すると考えられる³¹。混合寄託においては、受寄者は寄託物の所有権を取得することはないため³² ³³、単純寄託に近い。

²⁶ 法律行為につき、法の適用に関する通則法(平成18年法律第78号)第7条以下、動産又は不動産に関する物権及びその他の登記をすべき権利につき、同法第13条。

²⁷ 振替証券の帰属・対抗関係を規律する実体法(準拠法)については、法の適用に関する通則法に明文の規定がなく、通説とされる解釈もない状況であると理解している。そのため、倒産手続に関連する振替証券の帰属・対抗関係を決する場面において、倒産手続に適用される日本法を適用すべきか、それとも平時と同様に振替証券の帰属・対抗関係を実体的に検討すべきであるかについても確たる学説はないと思われる。前者の場合は日本法になるが、後者の考え方に立つ場合、個々の振替証券の準拠法や口座管理機関の所在地など様々な要素を考慮する必要がある。関連する要素がいずれも日本に所在する場合には結論に差は生じないと思われるが、振替証券の基礎にある権利の準拠法は外国法である場合(外国投資法人たるETFなど)にはさらなる検討が必要であろう。例えば、外国又は外国法人の発行する債券たる外債につき振替法第127条で準用する第66条2号により、「当該社債の発行の決定において、当該決定に基づき発行する社債の全部についてこの法律の規定の適用を受けることとする旨を定め」ることが要求されていることから、これをどのように評価すべきか問題となる。

以上を踏まえ、本稿では振替証券の帰属・対抗関係を規律する実体法が何かという論点について深く立ち入ることは避けるが、(その論拠はさておき)日本法に基づき検討することが妥当であるという結論に至る場面は相応に存在すると思われる。

²⁸ 民法第657条以下。

²⁹ 小山嘉昭『銀行法精義』(金融財政事情研究会、2018年)199頁。

³⁰ 単純寄託につき民法第657条、消費寄託につき同第666条。

³¹ 民法第665条の2。有価証券は種類物であるから、同種、同等、同量の物が返還されることになるが、これをもって消費寄託に該当すると評価するのではなく、混合寄託の効果(同条第2項)として整理される。

³² 中田裕康『契約法』(有斐閣、2017年)549頁。

³³ 混合寄託における寄託物の所有権については、債権法改正の際の部会資料に以下の記載がある。「消費寄託と異なり、寄託物の処分権は受寄者に移転しないが、受寄者が寄託物を混合して保管することから、各寄託者は、各自が寄託した個別の寄託物に対する所有権を失い、寄託物全体についての共有持分権を取得し、その共有持分の割合に応じた数量の物を分離して返還するよう請求することができると考えられている。寄託者が寄託物の所有権を有している場合には、この考え方が妥当であると支持されているものの、寄託者が寄託物の所有権を有しない場合には、寄託者が寄託物の共有持分権を取得することにはならないため、寄託物の共有持分権の取得を混合寄託の効果として規定することは適切ではない。」(民法(債権関係)部会資料73A 民法(債権関係)の改正に関する要綱案のたたき台(7)) (<http://www.moj.go.jp/content/000118685.pdf>)22頁。

なお、振替証券は完全に無券面化されており、その権利を表象する有体物が存在しないため、振替証券に係る預りサービスは寄託契約には該当しないが、口座管理機関の行う業務は上記の保護預り業務に類似すると考えられており³⁴、振替証券の管理を内容とする委任契約又は準委任契約に該当すると考えられる。委任契約においても委任に基づく業務の対象である委任者の権利は受任者に移転するものではないから、上記の単純寄託及び混合寄託の場面と同様に考えることができよう。

そのため、振替証券を対象とする預りサービスについては、受寄者が口座管理機関となり実際の保有者たる顧客が振替法上の加入者となる場面では、民法上の所有権の帰属関係と振替法上の権利者が一致する。しかし、論点1検討対象GCサービスにおいては、民法に基づく契約の性質評価による権利者と振替法上の権利者との乖離が生じることになる。この乖離は、振替証券という対象物の性質及びその保管方法に起因するものであるが、この権利者の乖離をどのように法的に整理できるかを検討することが手掛かりになるのではないかと思われる。

(3) 判例の分析

論点1検討対象GCサービスと同様の場面につき検討した判例・裁判例はないと理解している。しかし、過去の判例には、実質的な権利者と形式上の権利者との間に齟齬が生じているいくつかの場面につき判示したものがあつた。これらの判例を概観し、本論点1との関係で参考になるかを検討する。

- ① まず、証券会社が顧客の依頼に基づき有価証券の買付の取次ぎを行った場面において、証券会社が取得した有価証券が顧客に引き渡される前に当該証券会社が破産したという事例につき、顧客の取戻権を認めた最判昭和43年7月11日（民集22巻7号1462頁）³⁵（以下「昭和43年問屋判決」という。）がある。

取次ぎにおいては、証券会社は問屋として行為することになる。問屋の場合は本人の計算において問屋自らの名義で取引を行うため、法形式的には問屋に権利が帰属する。そのため、問屋破産時に委託者の取戻権（破産法第62条）が認められるかが古くから問題とされてきたが、最高裁が委託者の取戻権を認めたという事案である³⁶。この判決に対しては、結論自体には賛成も多いものの、「利益衡量が前面に表れており、法的な論理構成が欠如しているとして批判が強い」³⁷。とはいえ、後者の批判を行う立場によっても、結論的には昭和43年問屋判決が採用した説とほぼ同じ結論を実現しようとする立場が一般的になってきているとされる³⁸。

論点1検討対象GCサービスは、昭和43年問屋判決の事例と大きく2つの点において差異がある。1点目は、昭和43年問屋判決では問屋契約であつたのに対し、同サービスでは寄託契約であること、2点目は、対象となる証券が昭和43年問屋判決では現物証券であるのに対し、同サービスでは振替証券であることである。

まず、前者の差異につき、確かに契約の性質は異なるが、判示の「実質的利益を有する者は委託者」であり「問屋の債権者は問屋が委託の実行としてした売買により取得した権利についてまでも自己の債権の一般的担保として期待すべきものではない」という理由付けは、論点1検討対象GCサービスにおいても妥当と思われる。つまり、顧客から委託を受けた業務を遂行するためにサービス提供者

³⁴ 高橋康文編著『逐条解説 新社債、株式等振替法』（金融財政事情研究会、平成18年）102頁。

³⁵ https://www.courts.go.jp/app/files/hanrei_jp/995/054995_hanrei.pdf

³⁶ 森田果「問屋の破産と委託者の取戻権」商法判例百選（別冊ジュリストNo.243）142-143頁。

³⁷ 研究会報告書45頁。

³⁸ 前掲注36 森田143頁。

が形式上の権利者となる場面においては、（問屋の債権者が一般的担保として期待を有するような特段の事情がある場合を除き³⁹⁾ 顧客を保護すべしという裁判所の価値判断が示されているといえ、その価値判断自体は問屋契約と委任契約・準委任契約という差異があったとしても妥当するのではないと思われる。ただ、法的な論理構成が欠如しているという指摘はもっともであり、この観点からの検討は必要であろう。

また、後者の差異については、昭和 43 年問屋判決当時には存在しなかった振替法を踏まえて検討する必要がある。この点につき、研究会報告書では顧客の売り委託のために証券会社に預託された証券に関し、振替法に基づく顧客から証券会社への権利移転が生じることにつき検討している。すなわち、従来の問屋の考え方に基づく整理（決済プロセスの実態に沿った整理と区別して論じられている。）を踏まえ、「振替法は、証券の譲渡は、振替の申請により、譲受人の口座に増額の記録がなされなければ、その効力は生じないと規定しており、さらに、当該申請は、当事者の譲渡の合意を前提とするため、譲渡の合意がなければ譲渡の効力は生じないと解される」という解釈により、振替法の下で証券会社が法律上の権利者ではないと整理される余地を示している⁴⁰⁾。論点 1 検討対象 GC サービスにおいてもこのような解釈を行うことで整理が可能となるであろうか。

- (i) 顧客の売り委託の場合、対象となる証券は振替制度上の加入者たる当該顧客の振替口座簿に記録されており、それが決済の関係で証券会社の自己口座へ振り替えられるというプロセスがある（図 4 参照）。

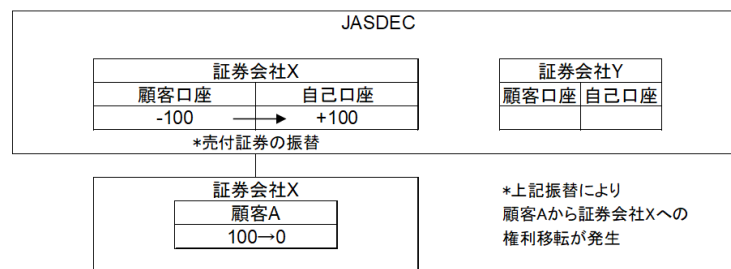


図 4：顧客が加入者である場合の売り委託に係る振替構造
（出所：研究会報告書 40 頁図 2 を参考に金融法委員会作成）

- (ii) しかし、論点 1 検討対象 GC サービスにおいては、基本的には GC と GC 顧客との間の権利移転は生じない（図 5 参照）。つまり、GC 顧客が GC に GC 顧客資産振替証券を預ける時点（すなわち入庫時点）から預りが終了する時点（すなわち出庫時点）までの間、GC は一貫して振替法上の加入者として GC 顧客資産振替証券の権利者となる（当該 GC の振替口座簿に当該 GC

³⁹⁾ 昭和 43 年問屋判決はかかる「特段の事情」には触れず判示を行っており、この部分は金融法委員会の追加である。この点につき、問屋の一般債権者の利益にも配慮する必要があることを踏まえ、委託者が問屋の一般債権者に対して取戻権を主張し得るためには、問屋が委託者のために保有する権利の範囲が、帳簿上あるいは計算上、問屋において特定されている必要があると解すべきとの指摘がある。研究会報告書 30 頁、江頭憲治郎『商取引法[第 7 版]』（弘文堂、2013 年）255 から 256 頁。これによれば、適切な分別管理が行われている限りにおいては、本文中の「特段の事情」なしと考えてよいのではない。

⁴⁰⁾ 研究会報告書 42 頁。他方、43 頁では、決済プロセスの実態に沿った整理として、「決済プロセスの過程で、証券の権利が顧客 A から証券会社 X、証券会社 Y、顧客 B へと順々に移転していると整理する方が整合的であるとする」考え方によれば、「顧客に取戻権は認められない」とも述べる。

顧客資産振替証券が記録される。) のであり、上記売り委託の場面のような GC 顧客からの振替が存在しないことが想定される⁴¹。

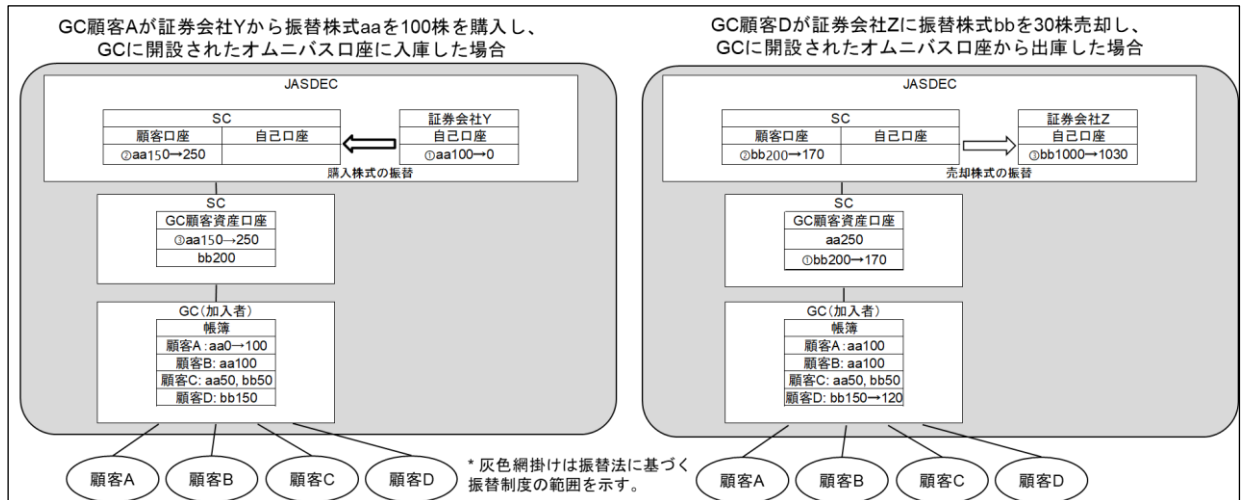


図5：論点1 検討対象 GC サービスにおける振替証券入出庫に係る振替構造 (出所：金融法委員会作成)

- (iii) つまり、研究会報告書において検討している売り委託の場面では、決済処理のために顧客から証券会社への振替法上の権利移転が生じることからこの点に絞って実質的な権利移転の有無を論じている（すなわち、当該決済に係る権利移転が実質的な権利移転を生じさせるものではないと結論づけられれば顧客が保護されることになる。）。しかし、論点1 検討対象 GC サービスにおいては、加入者たる GC への権利移転の効力が生じないと整理できたとしても、その結果として GC 顧客が権利者であるということになるとは限らない。むしろ、GC 顧客に対して譲渡等を行った前権利者から権利移転が生じていないという帰結になってしまう可能性があり（図5のうち左の図表は GC 顧客 A が証券会社 Y から振替株式を購入し GC に入庫したという場面を示すが、GC への権利移転を否定すると、証券会社 Y に権利が残ってしまうことになる。）、決済関係の安定性の見地から問題がある。加えて、（GC と GC 顧客間における実質的な取扱いはさておき）現在の実務では GC が権利者として取り扱われていること⁴²とも整合しない。
- (iv) したがって、論点1 検討対象 GC サービスとの関係では、GC が振替法上の権利者となり、かつ、そのように取り扱われていることを踏まえて、GC と GC 顧客間の法律関係を整理する必要があると考えられる。

また、昭和43年問屋判決については、「委託者が実質的な利益の帰属主体であるということは、委託者を取戻権という形で保護すべきだという価値判断にストレートにつながるわけではなく、問屋たる証券会社の倒産リスクをより効率的に負担すべき当事者は誰なのかという観点で評価されているという指摘がある⁴³。つまり、証券会社の顧客である一般投資家と、金融機関などの証券会社に対する債権者のいずれがより証券会社の倒産リスクをコントロールする能力を有するのか、その能力が高いものがリスクを負担させた方が効率的ではないか、というものである。具体的なリスクコントロール能力の多寡は個別事情によるものであり、

⁴¹ なお、GC 顧客が加入者として他の口座管理機関に振替口座簿を開設しており、GC に入庫するにあたって振替を行うという場面はあり得る。

⁴² 前掲注10 参照。

⁴³ 前掲注36 森田143頁。

一般化することは困難であるが、GCの直接顧客となるものは通常機関投資家であるため（前記1(2)②参照）、リスクコントロール能力という観点では昭和43年間屋判決の事案における顧客のように考えることはできないかもしれない。しかし、GCの倒産リスクを誰が負担すべきかという観点からは様々な要素を考慮する必要があると思われる。例えば、GCのサービスは高度なサービスを提供するために多大なシステム投資を要するものであり、預り資産の量に応じて報酬が定まるという報酬条件がとられていることが多い。報酬水準については市場における競争にさらされていることから、営業収入を増やすためには預り資産の額を増やそうというインセンティブが働くことになる。そのようなビジネス構造において、仮にGCが資産管理を主たる業務としている場合には、GCの預り資産の額がGCの自己資産⁴⁴の額よりもはるかに多いという場面は想像に難くない。このような場面において、GCの預り資産がGC顧客以外のGCの債権者に対する配当原資になるとすると、GC顧客以外の債権者はGC顧客の犠牲により過度な保護を受けるという結果が生じ、かえって不公平な結果になるように思われる。むしろ、GCの倒産の局面においては、GCの預り資産たる振替証券は、GCの自己資産に混入しているようなものを除けば、GC顧客に帰属するという帰結がより公平であり、倒産手続における処理も簡潔になるのではなかろうか。

- ② 次に、地方公共団体から公共工事を請け負った会社が前払金の支払いを受けており、当該会社が破産した場合において、当該前払金を信託財産とする信託契約の成立を認めた最判平成14年1月17日（民集第56巻1号20頁）⁴⁵（以下「平成14年前払金判決」という。）がある。

平成14年前払金判決は、預金請求権に関する事件であり本論点1とは場面が全く異なる上、事例判決であって一般論については必ずしも明らかにしておらず⁴⁶、また、その後制定された新信託法の影響の有無も検討が必要であるから、直接適用できるものではない。しかし、平成14年前払金判決において示された、当事者間で信託を設定するという明示の意思を有していなかったにもかかわらず信託の成立が認められたという点は興味深い。そこで、平成14年前払金判決を検討の材料として、論点と思われる点を挙げてみることにする。

まず、以下は平成14年前払金判決からの抜粋である（下線は金融法委員会による。）。

前払金の支払は保証事業法の規定する前払金返還債務の保証がされたことを前提としているところ、保証事業法によれば、保証契約を締結した保証事業会社は当該請負者が前払金を適正に使用しているかどうかについて厳正な監査を行うよう義務付けられており（27条）、保証事業会社は前払金返還債務の保証契約を締結しようとするときは前払金保証約款に基づかなければならないとされ（12条1項）、この前払金保証約款である本件保証約款は、建設省から各都道府県に通知されていた。そして、本件保証約款によれば、前記1（3）記載のとおり、前払金の保管、払出しの方法、被上告人保証会社による前払金の用途についての監査、用途が適正でないときの払出し中止の措置等が規定されているのである。したがって、仲田建設はもちろん愛知県も、本件保証約款の定めるところを合意内容とした上で本件前払金の授受をしたものというべきである。このような合意内容に照らせば、

⁴⁴ ここでいう自己資産は実質的なものを指し、振替証券のようにサービスの提供上便宜的にGCの資産とされているものを含まない。

⁴⁵ https://www.courts.go.jp/app/files/hanrei_jp/289/052289_hanrei.pdf

⁴⁶ 沖野眞己「公共工事請負前払金と信託—最高裁平成一四年一月一七日判決の再検討」能見善久ほか編『民法学における法と政策—平井宜雄先生古稀記念』（有斐閣、2007年）370頁。

本件前払金が本件預金口座に振り込まれた時点で、愛知県と仲田建設との間で、愛知県を委託者、仲田建設を受託者、本件前払金を信託財産とし、これを当該工事の必要経費の支払に充てることを目的とした信託契約が成立したと解するのが相当であり（後略）

本件預金は、仲田建設の一般財産から分別管理され、特定性をもって保管されており、これにつき登記、登録の方法がないから、委託者である愛知県は、第三者に対しても、本件預金が信託財産であることを対抗することができるのであって（信託法3条1項参照）、信託が終了して同法63条のいわゆる法定信託が成立した場合も同様であるから、信託財産である本件預金は仲田建設の破産財団に組み入れられることはないものといえることができる（同法16条参照）。

これによれば、当事者間に一定の合意内容が存在していることと対抗要件を備えていること（分別管理と財産の特定性は対抗要件を認めるための要件であるように読める。）が必要とされているように見える。この判示がどの程度の拡張可能性があるかは検討する必要があるが、論点1 検討対象 GC サービスに対する適用可能性を検討する価値があろう。

- ③ さらに、倒産の場面ではないが、他人の同意を得て当該他人の名義を借用して株式の引受けを行った場合において、名義の如何を問わず「実質上の引受人」が株主になると判示した最判昭和42年11月17日（民集21巻9号2448頁）⁴⁷（以下「昭和42年株式引受判決」という。）がある。

「他人名義で引き受けられた株式をめぐる紛争には様々な類型がある」⁴⁸が、名義人と名義借用者のいずれが株主となるかにつきいわゆる実質説を採用したのが昭和42年株式引受判決であり、実質説は会社法の下でもなお通説であるとされる⁴⁹。同判決は、会社が株券を名義借用者に交付したことを不満とした名義人が会社を訴えたケースであるが、名義人と名義借用者間の紛争に関し、名義借用者を引受人として取り扱うことは正当であるとされる⁵⁰。

また、同判決は、あくまで株式の引受けに関する判断を行っているものであるが、その理由として、「株式の引受および払込については、一般私法上の法律行為の場合と同じく、真に契約の当事者として申込をした者が引受人としての権利を取得し、義務を負担するものと解すべきであるから」（下線は金融法委員会による。）と判示している。加えて、同判決につき、調査官解説では、「実質株主といえども、自己が株主であることを立証して株式の名義書換を受けるまでは、会社に対し、自ら株主として権利を行使しえない」ため、「その限りにおいて、名目説をとるか実質説をとるかの相違はないといって」よく、「会社法の画一的処理の必要や外観理論を説く必要性は乏しい」とし、「こうした証明充分の場合においても、なお名目説を貫いて、本来権利なき者に株主としての権利を与える必要はないのではなかろうか」と指摘している⁵¹。まず、判示の一般私法上の法律行為における実際の契約者の意思を重視することに照らせば、株式のみならず他の有価証券との関係でも同様に考える余地があるのではないか。また、上記指摘にある発行会社（体）との関係では誰が権利者となるかを立証し名義書換（権利移転に係る手続）が済むまでは権利主張できないということも併せて考えれば、あくまで

⁴⁷ https://www.courts.go.jp/app/files/hanrei_jp/303/056303_hanrei.pdf

⁴⁸ 神作裕之「他人名義による株式の引受」会社法判例百選〔第3版〕（別冊ジュリストNo.229）22頁。

⁴⁹ 弥永真生「判批（東京高判平成22・7・28）」（ジュリスト1414号）229頁。

⁵⁰ 江頭憲治郎『株式会社法第7版』（有斐閣、2017年）96頁。

⁵¹ 昭和42年株式引受判決調査官解説516頁。

名義人と名義借用者間の関係においては名義借用者に権利帰属するという上記帰結は株式以外の有価証券にも当てはめることが可能なのではないかと思われる。

論点1 検討対象 GC サービスにおいては、例えば、GC 顧客資産振替証券たる株式につき新株の割当が行われ、株主名簿上の株主である GC が実質的株主である GC 顧客の指図及び出捐において、新株の取得が行われた場面を想定すると、実質的な株主は GC と GC 顧客のいずれなのかという問題として理解しやすい（つまり、GC が名義人と GC 顧客が名義借用者という関係になる。）。それ以外の場面については昭和 42 年株式引受判決の直接の射程ではないが、昭和 42 年株式引受判決には、昭和 43 年問屋判決や平成 14 年前払金判決で示された、実質的な権利者が誰であるかを探求する姿勢においては共通点が見られ、論点1 検討対象 GC サービスとの関係でも検討に値すると思われる。

(4) 論点1 検討対象 GC サービスの検討

以上を踏まえ、上記各判決による判示に基づき論点1 検討対象 GC サービスにつき検討を行う。上記(2)で検討したとおり、論点1 検討対象 GC サービスは委任契約又は準委任契約（以下、委任契約と総称する。）としての実質を有する法律関係であり、本来受任者たる GC は管理対象物の権利者とはならないはずである。しかし、GC が振替法上の加入者となっていることから、通常の委任契約による権利関係とは異なり、GC が振替法上の権利者になるという齟齬が生じている。各判決に共通する実質的な権利者を保護するという価値判断に照らすと、論点1 検討対象 GC サービスにおいても、GC の倒産の局面では、GC 顧客が GC 顧客資産振替証券の実質的権利者として保護されるという結論が導かれる可能性がありそうである。

しかし、昭和 43 年問屋判決につき指摘があるように、GC と GC 顧客との間の法律関係が何であるのかを整理した上で、当該法律構成に基づき結論を導くというプロセスが望ましいであろう。この点につき、平成 14 年前払金判決で示された信託構成は法律関係の整理としては採用できそうであるし、昭和 43 年問屋判決に基づく結論の方向性を昭和 42 年株式引受判決で示された実質説の考え方で補強するということも考えられる。さらに、昭和 42 年株式引受判決につき、「名義貸しの場合、通常は名義借用者を株主とする意思であると思われるが、名義貸与者を株主とする趣旨であるケースも考えられ、内部的には信託や（準）共有など様々な法律関係が形成される可能性がある⁵²との指摘がある。これによれば、実質説の考え方を GC 顧客資産振替証券に適用することと、GC と GC 顧客との間の法律関係を信託契約（つまり、GC 顧客資産振替証券を信託財産とする信託）と整理することは両立するように思われる。このように、GC の倒産の局面では、GC 顧客が GC 顧客資産振替証券の実質的権利者として保護されるという結論を導き得る論拠には様々なものがあると思われる。そこで、信託契約が成立すると整理することは可能か、また、昭和 42 年株式引受判決で示された実質説の観点からどのような結論が認められるかを検討することとする。

- ① では、平成 14 年前払金判決を踏まえ、GC 顧客資産振替証券を信託財産とする信託が成立するかにつき検討する。

信託法第 2 条第 1 項によれば、第 3 条各号に定める方法のいずれかにより、「特定の者が一定の目的（専らその者の利益を図る目的を除く。同条において同じ。）に従い財産の管理又は処分及びその他の当該目的の達成のために必要な行為をすべきものとする」ことを信託という。論点1 検討対象 GC サービスは遺言や自己信託の場面ではないから、契約による信託の設定を検討することになる。具体的には、GC 顧客を委託者兼受益者、GC を受託者、GC 顧客資産振替証券を信託財産と

⁵² 前掲注 48 神作 23 頁。

し、当該 GC 顧客資産振替証券の保管・管理を目的とする信託が成立すると考えることができるか。

信託であるとされるための要件は、「①一定の財産が存在し、それが受託者に帰属すること、②達成すべき目的（受託者自らの目的をもっぱら図る目的を除く）が定められていること、③受託者は、②で定められた目的に従って、当該財産につき、管理、処分など、その目的の達成に必要な行為をする義務を負うこと」とされる⁵³。「どのような場合にこの各要件が充足されることになるのか、さらには、法文上に明記された各要件が満たされるだけで、そのすべてを「信託」と性質づけ、信託法の定める効果を生じさせるべきかは、解釈の問題である」とされる⁵⁴。ここで指摘された点は次項で検討するが、少なくとも信託法の文言に照らす限りは、論点 1 検討対象 GC サービスに関しては、以下のとおりいずれの要件も満たすと考えることができそうである。

- (i) GC は、論点 1 検討対象 GC サービスを提供する間、GC 顧客資産振替証券という財産の振替法上の権利者となる。
 - (ii) GCA には、GC 顧客のため GC 顧客資産振替証券を含む有価証券等を預り、保管すること、その他のサービスを提供することが規定されている（前記 1(2)③(ii)）。
 - (iii) GC は(ii)に係るサービスにつき GCA 上の各種義務を負う。
- ② どのような場面において信託が成立するかを網羅的に検討することは本稿の目的ではないが、論点 1 検討対象 GC サービスとの関係では平成 14 年前払金判決が参考になる。同判決で問題となった事例と論点 1 検討対象 GC サービスでは、いずれも関係する契約中において「信託」という文言が用いられていないという点が共通するためである。同判決につき、学説上の議論としては、①信託設定意思というものは「信託」という文言を使ってもなくても認められるとする見解と、②本当は信託ではないが、救済手段として、擬制信託や救済のための信託というものが認められたと解する見解が存在するとされる⁵⁵。本稿において平成 14 年前払金判決の位置づけを決しようとするものではないが、平成 14 年前払金判決において示された、(i)当事者間における一定の合意が存在すること、(ii)信託財産たる財産が一般財産から分別管理され、特定性をもって保管されていること、(iii)当該財産が信託財産であることを対抗することができること、という各要素について検討する。
- (i) 信託の定義を定めた信託法第 2 条第 1 項では、「一定の目的（中略）に従い財産の管理又は処分及びその他の当該目的の達成のために必要な行為をすべきものとする」と規定されており、これが存在することが信託法上の信託たる要素であるとされる⁵⁶。そして、同法第 3 条第 1 号は、「特定の者との間で、当該特定の者に対し財産の譲渡、担保権の設定その他の財産の処分をする旨並びに当該特定の者が一定の目的に従い財産の管理又は処分及びその他の当該目的の達成のために必要な行為をすべき旨」の契約を締結することを要求している。しかし、これらの要件を踏まえても、信託契約が成立するために最終的にどのような意思の合致が必要であるか

⁵³ 道垣内弘人『信託法（現代民法別巻）』（有斐閣、2018 年）3 頁。

⁵⁴ 前掲注 53 道垣内 4 頁。

⁵⁵ 能見善久ほか「連載信託法セミナー第 3 回信託の設定」（ジュリスト No.1404）109 頁〔道垣内弘人発言〕。

⁵⁶ 前掲注 53 道垣内 51 頁。

が明確になっていないとの指摘があり⁵⁷、信託設定意思とは何かについての議論がある⁵⁸。

平成 14 年前払金判決では、具体的にどのような意思の合致が必要であるかについては明示しておらず、公共工事における前受金の制度やそれを踏まえた実務上の取扱いを考慮した事実認定を行い、それに伴う保証約款の存在をもって信託契約の成立を認定しているにとどまる。したがって、どのような意思の合致が要求されるのかは不明であるが、前記 1(2)③(ii)、(iv)及び(v)に記載の要素、すなわち、GC が GC 顧客のために GC 顧客資産振替証券を預り・管理すること、預り・管理が GCA に定める方法又は GC 顧客の指図に従って行われること、分別管理が行われること（なお、これが信託設定意思として必要であるかについては後述。）が規定されていれば、信託としての保護を与える上での意思の合致があると整理することに不合理はないと考えられる。すなわち、振替証券を加入者たる GC の口座振替簿を通じて保管するという合意は、これが履行されることにより GC が当該振替証券の権利者となるため、信託法第 3 条第 1 号に定める「財産の処分をする旨」の契約と評価されることになる。なお、信託法第 2 条第 1 項に規定されているとおり、専ら受託者の利益を図る目的である場合は除外されるが、論点 1 検討対象 GC サービスにおいてそのような場合は想定されないであろう⁵⁹。

- (ii) 次に、信託財産たる財産が一般財産から分別管理され、特定性をもって保管されていることであるが、新信託法では信託の要件としての分別管理義務は規定されていない。この点、信託設定意思の要件としての分別管理義務の存在を考慮する見解⁶⁰もあるが、実務上、各国規制に基づき GCA には GC の分別管理義務が規定されていることが一般的と思われるため、特段問題にはならないと考えられる。そして、当該分別管理義務や GCA に基づく合意に従い、前記 1(2)③(iv)記載のように管理される以上、特定性において問題が生じることもないと考えられる。
- (iii) さらに、当該財産が信託財産であることを対抗することができることについてであるが、振替証券は、信託法第 14 条の「登記又は登録をしなければ

⁵⁷ 前掲注 55 信託法セミナー第 3 回 109 頁[道垣内弘人発言]。

⁵⁸ 前掲注 55 信託法セミナー第 3 回 108 頁以下。

⁵⁹ なお、注 6 において言及した、①GC が lien(先取特権)などの担保権を有するという規定や②GC 顧客が GC に対して所定の報酬や費用の支払債務を履行しない場合には GC が預り資産を処分しその処分代金をもって当該債務に充当することを認める規定が GCA に規定されている場合であっても、上記整理には影響しないと考えられる。GC は GC 顧客資産振替証券に対して潜在的な権利を有するとしても、それはあくまで GC 顧客に債務不履行が生じており、かつ、GC が当該担保権を実行し又は当該規定に従い処分を実施した場合における、処分の範囲に限られるからである。したがって、実際の処分が行われる基礎となる事情がないのであれば、又は処分が行われていないのであれば、GC 顧客資産振替証券の権利関係には一切影響はない。仮に、当該規定に基づき処分が行われたとしても、それは当該規定に基づき処分された GC 顧客資産振替証券の処分代わり金を GC(又はその破産管財人等)が受領することができるにとどまり、その余の GC 顧客資産振替証券の権利関係に影響を与えるものではない。

⁶⁰ 前掲注 46 沖野 378-379 頁、竹中悟人「信託契約の成立要件についての覚書」信託研究奨励金論集第 35 号(2014 年)64 頁以下など。

ば権利の得喪及び変更を第三者に対抗することができない財産」には該当しないとされる⁶¹ ⁶²。

また、信託財産に属する振替証券は、信託法第 34 条第 1 項第 3 号、信託法施行規則第 4 条第 1 号及び振替法第 75 条第 1 項等により、振替法に基づく信託の記載・記録の必要性があるが、当事者間、すなわち GC と GC 顧客との間に日本法に基づく信託を設定するという明示の意思表示・認識がない以上、信託の記載・記録がなされていないことが当然であると思われる。

このうち、分別管理の方法を定める信託法第 34 条第 1 項は、受託者の義務としては任意規定であって、同項ただし書において分別管理の方法について信託行為に別段の定めがあるときはそれに従うとされている。また、この場合においても、最低限帳簿上の分別は必要であり⁶³、かかる帳簿上の分別がなされている限りは、受託者の分別管理義務としての問題は生じないと考えられる。したがって、前記 1(2)③(iv)記載のとおり、GCA に定める分別管理の規定を信託法第 34 条第 1 項ただし書に定める別段の定めと解し、当該規定に基づく分別管理が適切に行われており、かつ、帳簿上の分別が行われる限り、必要な分別管理が行われていると整理することができることになると考えられる。なお、帳簿上の分別については、オムニバス口座形式の場合、複数の GC 顧客に帰属する GC 顧客資産振替証券が SC に開設された口座で混蔵保管されるため、GC において帳簿上の分別を行っているはずである。また、特定の GC 顧客ごとに SC に口座開設がなされる場合、SC における口座自体が分別管理の役割を果たし、そこに存在するデータ自体を帳簿上の分別と評価することも可能であろう。

これに対し、振替法に基づき必要とされる信託財産に属する旨の記録を行うことは対抗要件具備のために必要であるとされており（振替法第 75 条、第 142 条等）、これは任意規定ではなく、特例も設けられていない。振替証券につき、「振替口座簿に信託財産である旨を記録し、信託関係を公示することが適当と考えられたことから、信託法 3 条全体の特則として、振替口座簿への記録が信託の対抗要件とされた」⁶⁴とされる。つまり、振替口座簿は受託者として行為する者の名義の振替口座簿に記載又は記録されることになるため、当該受託者の振替口座簿には当該受託者の固有勘定に属するものと信託財産を構成するものの双方が同時に記載又は記録され得ることになることを踏まえ、どの振替証券が信託財産を構成するかを公示させ、信託の対抗の問題として処理することを企図したものであると考えられる。具体的にどのような場合が信託の対抗として問題になるかにつき、受託者が自らの権限に反して信託財産に属する振替証券を処分してしまった場合に

⁶¹ 前掲注 34 高橋 176 頁。「文理上「登録」とされないこと、[振替]法における「振替口座簿の記載又は記録」は、私人が作成すべき券面(有価証券)に代わるものであり、本来的に私人が作成できるべきものであって、一定の法律事実又は法律関係を官公書(ママ)の備える公簿に記載すべきものである「登録」(自動車等の登録、特許登録簿)とは質的にも異なることによる」とされる(同頁)。また、道垣内弘人編著『条解信託法』(弘文堂、2017 年)80-81 頁。

⁶² なお、この解釈につき、信託法第 34 条第 1 項第 3 号から委任された信託法施行規則第 4 条第 1 項において「法第 14 条の信託の登記又は登録をすることができる財産」が除外されているため、そもそも同項の財産が法第 14 条に包含されるようにも解されるとの指摘がある(能見善久ほか「連載信託法セミナー第 7 回信託の設定」ジュリスト 1416 号 59-60 頁[沖野眞已発言])

⁶³ 信託法第 37 条は強行法規であるため。道垣内弘人編著『条解 信託法』(弘文堂、2017 年)283 頁[道垣内弘人]。

⁶⁴ 振替社債に係る振替法第 75 条につき、前掲注 34 高橋 176 頁。振替株式に係る第 142 条についても同様の趣旨であるとされる(同 328 頁)。

受益者が信託法第 27 条に基づいて取り戻せるかという場面と、信託財産たる振替証券を差し押さえた受託者個人の差押債権者や信託財産を占有した破産管財人に対して、当該財産が信託財産であることを主張して、信託法第 23 条又は第 25 条に基づく受益者が救済を得られるかという場面であるとの整理がなされている⁶⁵。後者の場面がまさに本稿で検討している場面であるが、前記 1(2)③(iv)記載のとおり、GC 顧客の預り資産に係る口座においては顧客の預り資産であることが明確となる名義が付されることを踏まえると、平成 14 年前払金判決がいうように、上記のように GC 顧客資産振替証券が GC の一般財産から適切に分別管理され、特定性をもって保管されていれば、当該口座に記録された振替証券すべてにつき信託財産に属する旨の記録がなされているものと同視することが適当であり、GC 顧客資産振替証券は信託財産であることを対抗できるという評価になろう。

したがって、上記(i)から(iii)における検討に従い、論点 1 検討対象 GC サービスにつき、GCA の具体的内容や分別管理の状況を確認する必要はあるものの、GC 顧客を委託者兼受益者、GC を受託者、GC 顧客資産振替証券を信託財産とし、当該 GC 顧客資産振替証券の保管・管理を目的とする信託が成立すると整理することができると考えられる。

- ③ 上記(3)③記載のとおり、昭和 42 年株式引受判決は株式の引受けの場面における判示であるが、同項で検討したとおり、これは株式以外の有価証券の引受けの局面にも妥当するものと考えられる。そのため、GC が GC 顧客の指図及び出捐において、振替証券を取得し、当該振替証券が GC 顧客資産振替証券となる場面においては GC 顧客を（実質的な）権利者として取り扱うべきということになる。これは、論点 1 検討対象 GC サービスとの関係では、GC と GC 顧客との間の共通認識に沿うものであると考えられる。すなわち、GC は預りサービスを提供するために振替法上の権利者たる地位にあるに過ぎず、自らが GC 顧客資産振替証券から生じる権利や経済的利益の実質的な帰属主体になろうという意思はないはずである（前記 1(2)③(v)参照）。なお、昭和 42 年株式引受判決により確認された実質説については、具体的なケースにおいては実質上の引受人の認定につき問題があると指摘される⁶⁶が、同様の理由によりこの点についても問題にはならないと考えられる。

では上記整理は、GC につき日本の倒産手続が開始した場合に破産管財人等との関係でも主張可能であろうか。

- (i) 一般に、物権変動について対抗要件が要求される限り、破産者から権利を譲り受けた第三者がその権利を破産管財人に対して主張するためには、破産手続が開始された時までに対抗要件を備えなければならず⁶⁷、破産管財人等は破産者等との関係では第三者とみなされる。この考え方をそのまま適用すれば、GC 顧客は GC の破産管財人等との関係では、振替証券の移転に係る効力発生要件かつ対抗要件である振替口座簿における振替を受けていない以上、上記③において認められる自らの権利を対抗できないということになりそうである。しかし、有価証券の引受けの場面においては、GC

⁶⁵ 小出篤「有価証券のペーパーレス化と分別管理・対抗要件」ジュリスト 1450 号 38 頁。同頁では、前者の場面につき、公示なしでも受益者の保護を認めてよいのではないかとの学説に触れているが、前者の場面については特段の検討は行われていない。

なお、信託法第 14 条に基づく信託の対抗が問題となる場面についても同様の場面が挙げられている（寺本昌弘『逐条解説新しい信託法[補訂版]』（商事法務、2008 年）70 頁注 1 参照）。

⁶⁶ 前掲注 48 神作 23 頁、昭和 42 年株式引受判決調査官解説 516 頁。

⁶⁷ 伊藤眞『破産法・民事再生法』（有斐閣、第 4 版、2018 年）359 頁。

顧客は自らが有価証券を引受け、権利者となるのであり、そこにはGCからGC顧客への権利移転というものは存在していない。そのため、GCとGC顧客とは実質的な対抗関係にはなく、また、対抗関係にあるとしても前記1(2)③(iv)記載のとおり、GC顧客の預り資産に係る口座においては顧客の預り資産であることが明確となる名義が付されることを踏まえると、GC顧客資産振替証券がGCの一般財産から適切に分別管理され、特定性をもって保管されていれば、当該口座に記録された振替証券すべてにつきGC顧客に属する旨の記録がなされているものと同視することが適当であり、GC顧客資産振替証券はGC顧客に属する財産であることを対抗できるという評価になろう。

- (ii) また、破産管財人等の第三者性は民法等の私法実体法上の第三者保護規定の適用においても問題となる⁶⁸。ここで、形式上の権利者と実質上の権利者を異ならせる外観をGCとGC顧客とが作出したものであり、それは通謀虚偽表示に該当するから善意の第三者には無効を主張できない（すなわちGC顧客はGCが権利者でないという主張をすることは許されない）という指摘がなされることはないか。破産手続開始前に破産者と通謀虚偽表示をした者は虚偽表示を理由とする無効を破産管財人に対して主張することができないとされていること⁶⁹に関連して検討する。この点、民法第94条第2項に定める善意の第三者に該当するためには、「虚偽表示の結果生じた虚偽の法律関係を信頼して新たな利害関係に入った者」でなければならぬ⁷⁰。しかし、GC顧客資産振替証券はGCの一般財産から分別管理されており、実質的にもGC顧客の計算に属する財産である。そして、上記(1)①記載のとおり、この状況がGCにつき倒産手続が開始する時点まで継続していることを想定している。つまり、この外観に基づき「新たな利害関係に入った者」は存在しないはずである。とすれば、昭和43年間屋判決の判示するところの、GCの債権者が「自己の債権の一般的担保として期待すべきものではない」財産に他ならないのであって、民法第94条第2項に定める善意の第三者として保護すべき場面に該当しないと整理することが適当であろう。
- (iii) 以上、GC顧客が実質的に引き受けた有価証券たるGC顧客資産振替証券については、GCの倒産手続においても、昭和42年株式引受判決により確認された実質説に基づく効力、すなわちGC顧客の実質的権利者としての地位が認められると考えられる。
- (iv) また、GC顧客が既発行のGC顧客資産振替証券を取得しGCに入庫したという場面についても、GCがGC顧客の出捐により取得した振替証券を預っているという意味では上記の引受けの場面と異なるところはない。倒産手続の場面において、当該GC顧客資産振替証券を財団に組み入れるべきかについても上記(i)及び(ii)の検討が妥当し、上記(iii)で述べた結論と異なる結果とすべき積極的な理由は見当たらない。
- (v) そのため、GCとGC顧客の間の論点1検討対象GCサービスにつき信託契約の成立を認めた場合と同様に、GC顧客資産振替証券にはGC顧客の実質的権利者としての地位が認められ、GCの倒産手続における財団には組み入れられないものと考えられる。

⁶⁸ 前掲注67伊藤360頁以下。

⁶⁹ 大判昭和8年12月19日(民集12巻24号2882頁)、最判昭和37年12月13日(https://www.courts.go.jp/app/files/hanrei_jp/640/065640_hanrei.pdf)など。

⁷⁰ 我妻栄ほか『我妻・有泉コンメンタール民法—総則・物権・債権—』(日本評論社、第6版、2019年)201頁。

(5) 信託契約という法的評価に係る検証

さらに、上記(4)②で検討した信託という性質と、有価証券を対象とする預りサービスにつき私法上の性質としては寄託契約又は委任契約であるという評価（上記(2)参照）との整合性を検証する。かかる預りサービスが寄託契約又は委任契約の性質を有するものであることは一般的に理解されているところであり、寄託者・委託者が当該有価証券の所有者である限り、受寄者・受任者の倒産時には物権的返還請求権に基づく取戻権を行使することができることになる。これと同様の仕組みは、信託銀行・信託会社を受託者とする有価証券管理信託を設定し、有価証券を信託財産として信託譲渡することにより達成でき（この場合、受託者が倒産したとしても、信託財産に属する財産は財団には属さないため⁷¹、委託者兼受益者は配当又は残余財産分配の形で有価証券を取り戻すことができることになる。）、かかる有価証券管理信託の仕組みはごく一般的なものである。また、信託契約第3条第1号に定めるとおり、「財産の管理」は信託の目的の典型例であり、預りサービスと信託契約とは相反する関係にはない。そのため、対象の有価証券が振替証券であり、受寄者が振替制度上の加入者であるという場合、当該受寄者に振替証券の権利が移転するという効力が生じることから、当該受寄者の倒産手続において、預りサービスの性質を信託契約であると評価することはむしろ契約の趣旨及び受寄者が権利者となる外観に照らすと整合的であると考えられる。

この点、本邦において信託業務は信託業法に基づく各種規制を受けることから、かかる規制が適用されないのか、適用されないとして問題ないのかという問題意識があり得よう。まず、信託業法において規制されるのは本邦において営まれる信託業であると考えられ（同法第1条）、外国金融機関たるGCが本邦外の機関投資家たるGC顧客に対してサービスを提供するとしても、基本的に本邦の金融規制の対象となるものではない。仮に、当事者の所在地や契約関係に照らし、本邦の金融規制が適用される場合であるとしても、GC及びGC顧客の本来の意思はGCAに表示されているとおり、有価証券の預りという寄託契約又は委任契約に属する契約としてのサービスを提供する・利用することなのであり、信託の引受け⁷²という明示的な意思表示されているものではない。また、信託としての性質決定が顕在化するのとは、現状ではGCの倒産手続においてのみであろう。したがって、当事者の意思に従い、有価証券の預りサービスに適用される規制が遵守されている限り、明示的に信託契約を締結する場合と同様の規制を及ぼす必要はないと整理できると考えられる。

(6) 小括

以上の検討を踏まえ、論点1検討対象GCサービスにおけるGCにつき日本の倒産手続が開始した場合、GCAの具体的内容や分別管理の状況を確認する必要はあるものの、様々なアプローチによりGC顧客資産振替証券に倒産隔離効が認められると整理することが可能であると考えられる。すなわち、昭和43年問屋判決で示された委託者を実質的に保護しようとする考え方を基礎に、GC顧客を委託者兼受益者、GCを受託者、GC顧客資産振替証券を信託財産とし、当該GC顧客資産振替証券の保管・管理を目的とする信託が成立するという解釈や、昭和42年株式引受判決で示された実質説の考え方を援用するという建付けなど、本稿で検討した判例の判示はいずれも当該整理になじむものであるといえる。また、分別管理が適切に行われている限り、振替法上はGCが権利者となるGC顧客資産振替証券は破産財団を構成しないという帰結は、世界各国において導入されているカスタディアンに対する分別管理義務の趣旨にも沿うものであると考えられる。

⁷¹ 信託法第25条第1項、第4項及び第7項。

⁷² 信託業法第2条第1項。信託業とは「信託の引受け(中略)を行う営業」をいう。

3 論点2：本邦銀行免許を有しないGCが提供できる資金関連のサービスの範囲

(1) 検討対象の明確化

グローバル・カストディサービスを提供するにあたりGCが取り扱う資金関連のサービスは多岐にわたる。例えば、預り金の対象となる資金には以下のようなものが考えられる。

- 預り有価証券から生じる元利金や配当（当該有価証券の権利者が取得すべき経済的利益としてのあらゆる金銭を含む。以下「元利金等」という。）
- 預り有価証券に係る権利行使に要する資金
- 証券決済に要する資金（GCが取引の取次ぎ等を行う場合）
- 証券決済に要する資金（GCが取引の取次ぎ等を行わない場合）
- 証券決済に伴う外国為替取引⁷³に要する資金（GCが取引の相手方である場合）
- 証券決済に伴う外国為替取引に要する資金（GC以外の第三者（GCの関連会社を含む）が取引の相手方である場合）
- ヘッジ取引に関する資金（GCが取引の相手方である場合）
- ヘッジ取引に関する資金（GC以外の第三者（GCの関連会社を含む）が取引の相手方である場合）

また、資金決済については以下のようなものが考えられる。

- 預り有価証券から生じた元利金等のGC顧客の他行口座への送金
- 預り有価証券の売却代金のGC顧客の他行口座への送金
- 預り有価証券の売却に伴う売主に対する支払（GCが取引の取次ぎ等を行う場合）
- 預り有価証券の売却に伴う売主に対する支払（GCが取引の取次ぎ等を行わない場合）
- 外国為替取引に伴う決済（GCが取引の相手方である場合）
- 外国為替取引に伴う決済（GC以外の第三者（GCの関連会社を含む）が取引の相手方である場合）
- ヘッジ取引に伴う決済（GCが取引の相手方である場合）
- ヘッジ取引に伴う決済（GC以外の第三者（GCの関連会社を含む）が取引の相手方である場合）

これらの資金の預り及び資金決済については、関連する取引に係る当事者構造や法律関係は様々であり、個別具体的な検討を要する。そこで、本論点2では、有価証券の預りサービスにおいて不可欠であると思われる、預り有価証券から生じる元利金等の受取り、預り及びGC顧客の他行口座への送金に絞って検討する（図6参照）。なお、この検討は、あくまでGC顧客が本邦法人である場合など、日本の金融規制が適用される限りにおいて問題となり、外国金融機関たるGCが本邦外の機関投資家たるGC顧客に対してサービスを提供するような場合にはそもそも問題となるものではない。なお、論点1のように本邦の振替制度に関連した論点ではなく、GCがGC顧客のために受領する資金がある場合に問題となるものである。

⁷³ 資金移動取引としての為替取引ではなく、通貨の売買たる取引をいう。

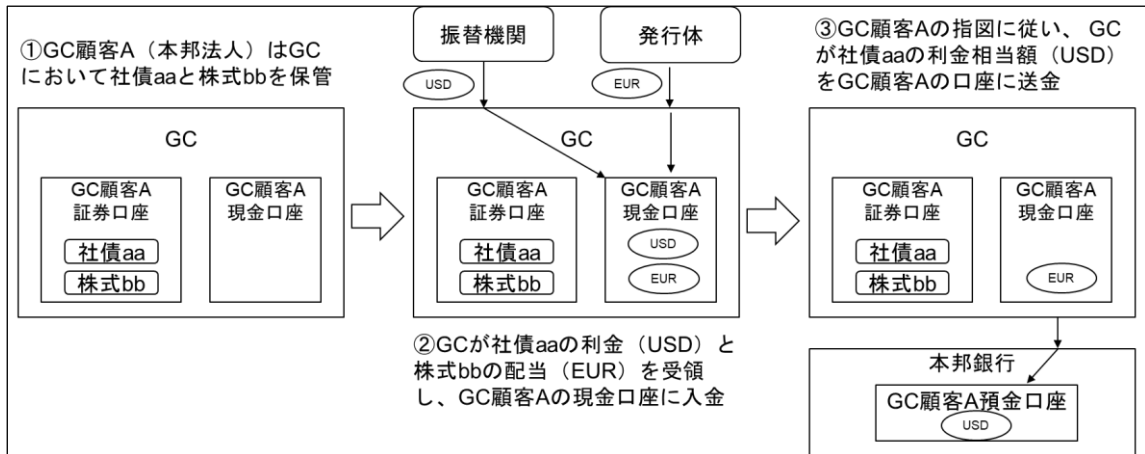


図6：元利金等の受取り、預り及びGC顧客の他行口座への送金のイメージ図
（出所：金融法委員会作成）

(2) 関連する規制

銀行法第2条第2項によると、銀行業とは、①預金又は定期積金の受入れと資金の貸付け又は手形の割引とを併せ行うこと、②為替取引を行うことのいずれかを行う営業をいう。すなわち、預金等の受入れと貸付けをセットで行うか、為替取引を行うかにより、銀行業に該当することになる。上記(1)で確認したとおり、本稿ではGCが貸付けを行うか否かは考慮しないが、銀行法第3条により、預金の受入れを行う営業はみなし銀行業に該当し、また、出資法第2条により、預金を含む預り金は法令上の根拠ない限り禁止されるため、銀行法及び出資法との関係で許容されるかを検討する意義はあると考えられる。

以下において、①預り有価証券から生じる元利金等の受取り及び預りが銀行法上の預金の受入れ又は出資法上の預り金に該当するか、②GC顧客の他行口座への送金が銀行法上の為替取引に該当するか、を検討する。

- ① 預金の受入れとは、金銭の消費寄託を受けることをいう⁷⁴。
- ② 為替取引については、明文上の定義はないが、判例⁷⁵によると、「顧客から、隔地者間で直接現金を輸送せずに資金を移動する仕組みを利用して資金を移動することを内容とする依頼を受けて、これを引き受けること、又はこれを引き受けて遂行すること」をいうとされている。なお、これは刑事事件に係る判例であり、金融規制との関係ではその射程をどのように考えるべきかについては、検討の余地があり得る⁷⁶。

以下それぞれにつき検討する。

(3) 検討：預金の該当性について

- ① まず、「預金の受入れ」とは、銀行法に定義はないが、金銭の消費寄託を受けることをいうとされる⁷⁷。出資法上の「預り金」とは、不特定かつ多数の者からの

⁷⁴ 前掲注29 小山 63 頁。民法第 666 条。なお、預金の性質について判示した判例として、最決平成 28 年 12 月 19 日 (https://www.courts.go.jp/app/files/hanrei_jp/354/086354_hanrei.pdf) がある。

⁷⁵ 最判平成 13 年 3 月 12 日 (刑集第 55 卷 2 号 97 頁) サービス (https://www.courts.go.jp/app/files/hanrei_jp/024/050024_hanrei.pdf)。

⁷⁶ 前掲注 29 小山 149 頁。

⁷⁷ 前掲注 29 小山 63 頁。民法第 666 条。なお、預金の性質について判示した判例として、最決平成 28 年 12 月 19 日 (https://www.courts.go.jp/app/files/hanrei_jp/354/086354_hanrei.pdf) がある。

金銭の受入れであって、(i)預金、貯金若しくは定期積金の受入れであるもの又は(ii)社債、借入金その他その名義の如何を問わず、(i)に掲げるものと同様の経済的性質を有するものをいう（同第2条第2項）。

- ② そして、この預り金については、金融庁が公表している「事務ガイドライン第三分冊：金融会社関係」（以下「金融庁事務ガイドライン」という。）⁷⁸の2-1-1(2)において、次の4つの要件のすべてに該当するものを指すとされている。
- (i) 不特定かつ多数の者が相手であること
 - (ii) 金銭の受け入れであること
 - (iii) 元本の返還が約されていること
 - (iv) 主として預け主の便宜のために金銭の価額を保管することを目的とするものであること

出資法第2条第1項の預り金の意義について判示した裁判例⁷⁹によると、「反覆継続して行う、不特定多数の者からの金銭の受入れで、名義のいかんをとわず、元本額又はこれ以上の額を弁済期に返還することを約旨とするもの」をいうとされる。また、出資法立法時の解説においては、消費寄託と消費貸借の法的性質には差異が少ないところ、消費寄託は経済的には、「金銭の提供者のためにその金銭の価値ないし価額の保管という」性質があることを踏まえ、「経済的性質から見た場合、預金の受入とは結局元本の返還を約する金銭の受入で主として預け人の便宜のために行われるもの」といえるとされる⁸⁰。したがって、金融庁事務ガイドラインに定める4要件は、当該立法時の解説に示された解釈及び上記裁判例で示された預り金の意義を合わせて整理したものといえ、預り金の意義についてはこの4要件に従って検討することが適切であろう⁸¹。

- ③ また、上記の出資法の預り金の定義によると、銀行業の一部を構成する預金又は定期積金の受入れ（同法第2条第2項第1号）と所定の信用事業を営む協同組合の事業の一部を構成する貯金又は定期積金の受入れ（例えば、農業協同組合法第10条第1項第3号、第11条）を包括する概念といえる。そもそも出資法は戦後復興期に発生した無免許の金融機関や利殖機関を取り締まることを目的として制定されたが⁸²、同法第1条と第2条の規制趣旨は異なり、預り金の禁止を定める第2条は「各種金融法規に既に存在する非金融機関の預金受入れ規制を、取締りの便宜等の観点から明確に、かつ、一体的に規制し直したもの」とであるとされる⁸³。したがって、本稿では、銀行法上の「預金」該当性と出資法上の「預り金」

⁷⁸ <https://www.fsa.go.jp/common/law/guide/kaisyaku/02.pdf>

⁷⁹ 仙台高判昭和34年11月12日(刑集15巻4号741頁)。なお、本件は上告され、その上告審である最判昭和36年4月26日(刑集15巻4号732頁)では不特定多数の者の意義について判示しているが、上記の預り金の意義については判示の対象とされていない。

⁸⁰ 田宮重男「出資の受入、預り金及び金利等の取締等に関する法律の解説」金融法務事情39号3頁。

⁸¹ なお、前掲注29小山110頁以下には預金の主たる特徴として、事務ガイドラインに定める4要件とほぼ同様の4つの要件が示されている。

⁸² 立法の背景については、前掲80田宮2頁、芝原邦爾「出資法と大衆の資産形成」法律時報58巻10号92頁、齋藤正和『出資法』（青林書院、2000年、改訂版）5頁以下など参照。

⁸³ 大須敏生「預り金禁止違反事件をめぐって」ジュリスト457号75頁。

該当性を分けて検討するのではなく、金融庁事務ガイドラインに定める4要件に従い「預り金」に該当するのかを検討することとする。

- ④ 預り有価証券から生じる元利金等の受取り及び預りについては、上記②に記載した金融庁事務ガイドラインに定める4要件のうち、同(i)と(iii)は満たされるものと考えられる。そこで、その他の要件につき検討する。
- ⑤ まず、(ii)の「金銭の受け入れであること」についてである。証券の預りサービスに付随し不可避免的に生じるかかる金銭の預りにつき、GCが元利金等を受領し保管している状態に着目すればこの要件を満たすものと思えるが、出資法第2条第2項の文言に照らせば、当該受入れは当該金銭を返還すべき者から行われることが必要であると思われる。預り有価証券の元利金等は、当該預り有価証券の発行体又はその支払代理人等から支払われたものをGCにおいて受け取るのであって、GC顧客から受け取るのではない。かかる受領を日本法上どのように評価すべきかは、預り有価証券の法的性質、GCに係る法制度、GCとGC顧客との契約関係など様々な事情を考慮し検討する必要があるが、代理受領と評価される場面もあろう。また、GCが預り有価証券の法的な保有者である場合も存在しており、このような場合においては、GCは自らが保有する有価証券の元利金等を（その実質的な受益者のために）受領しているに他ならない。GCが元利金等に相当する額の金銭を預っているという状態を日本法の観点から評価するならば、それは金銭の消費寄託と解することになるだろうが、そうであるとしても、(ii)の要件は満たされないとはいえそうである。なお、そうだとすれば、(ii)の要件が満たされない以上、GCがGC顧客に対して元利金等相当額の金銭を支払うのは、そもそも(iii)の「返還」でもないという考え方もできるかもしれない。
- ⑥ 次に、(iv)の「主として預け主の便宜のために金銭の価額を保管することを目的とするものであること」の要件について検討する。この要件は、従来から、出資法で規制対象となる預金の受入れとこれに該当しない公衆からの借入れとを区別する要件であるとされてきたとされるが、この要件の考え方には学説上差異が認められ、どの部分を強調して読むかについては異なる見解がある⁸⁴。預り金と貸付金の区別という観点ではなく、そもそも出資法上保護すべき対象に含まれるのかという観点からも、この要件は関連すると思われる。

そこで、類似の預り金が行われることが想定されているはずの、金融商品取引業者に係る規制を参考に検討する。金融商品取引法においては、第2条第8項第16号において、「その行う第一号から第十号までに掲げる行為に関して、顧客から金銭、第一項各号に掲げる証券若しくは証書又は電子記録移転権利の預託を受け

出資法第2条第1項では、業として預り金を行うことが禁止されており、この業としての意義は、「反復継続の意思をもって預り金を反復継続して行うこと」であるとされる(前掲80 田宮3頁)。なお、田宮は、「反復継続の意思をもってする以上、現実の預り金が唯一回に過ぎない場合でも、業として預り金をした者に該当されると解される」とも述べる。池田唯一・中島淳一監修『銀行法』(金融財政事情研究会、2017年)では、「業とは、一般に、反復継続して行う一定の事務の遂行と社会的に観念するものを称する」とする。これに対し、預金又は定期積金の受入れを「営業」として行う場合、銀行業又はみなし銀行業に該当するが、営業の要件として行為の相手方が不特定多数であることを要する(前掲注29 小山64頁)ことを前提とすると、銀行法に基づき規制される場面は出資法によりカバーされているといえる。

なお、銀行法上の「営業」の意義につき、前掲83 池田・中島では、「一般に、営利の目的をもって同種の行為を反復継続して行うことと観念されている」とし、不特定多数を相手とすることには触れていない。各種業法における「業」の意義やいわゆる「対公衆性」の要否・意義について検討したものと、金融法委員会「金融商品取引業における『業』の概念についての中間論点整理」(<http://www.flb.gr.jp/jdoc/publication41-j.pdf>)参照。

⁸⁴ 関口健太「金融規制法における「預金受入れ」の位置付けについての一考察：スイスにおける改正銀行法を手掛かりとして」金融研究第39巻第2号(2020年)61頁以下。

ること」(下線は金融法委員会による。)と規定し、所定の金融商品取引業に関して金銭の預託を受けることを有価証券等管理業務として第一種金融商品取引業に該当するものとして規制対象に含めている。金商法において当該金銭の預託を受けることが金融商品取引業として明示的に規定されており、かつ、一の法人が金融商品取引業者の登録及び銀行等の金融機関としての免許等を受けることは想定されていないこと(同法 33 条及び第 33 条の 2)に照らすと、金融商品取引業者が有価証券等管理業務として金銭の預託を受けることは預金の受入れには該当せず、出資法第 2 条に抵触しない行為であるという整理がなされているはずであろう。この整理については、以下の点が参考になると考えられる。

- (i) 有価証券等管理業務のうち、有価証券の保護預りは証券取引法では付随業務とされていたが⁸⁵、証券取引法等の一部を改正する法律(平成 18 年法律 65 号)による改正によって金融商品取引業に位置付けられた⁸⁶。それまでは、顧客から金銭の預託を受けることを前提とした分別管理義務の規定⁸⁷は設けられていたものの、明示的に証券会社の業務として金銭の預託・預りを規定してはいなかった。この改正は、「金融商品について製販分離や仲介・代理販売が進むなか、販売者と資産管理者が異なる場合も出てきている。このため、投資(金融)商品の保護預りについても本来業務として位置づけ、保護預りのみを行う業者についても行為規制を課すことができるようにすることが適当である」⁸⁸という観点から、平成 17 年 12 月 22 日付金融審議会金融分科会第一部会報告「投資サービス法(仮称)に向けて」⁸⁹において「資産管理」を本来業務に位置付けることが適当であるとの考えが示されたことによる^{90 91}。同報告においては、資産管理の対象としてどのような資産をカバーすべきかについては触れていないため、改正案の立案時に、有価証券のみならず金銭についても対象とすることとされたものと思われる。これは、金融商品取引業に該当する様々な業務においては顧客からの金銭の預託の受入れを伴うことが典型的に見込まれることから、上記のように金商法上の行為規制を課すこととしたものと推測される。すなわち、有価証券の委託売買等のサービスを提供するにあたって、顧客からの金銭の受入れを禁止することは現実的でなく、出資法第 2 条による一律禁止に代えて、金商法による規制を及ぼすことにしたということである。

⁸⁵ 証券取引法等の一部を改正する法律(平成 18 年法律 65 号)による改正前の証券取引法第 34 条第 1 項第 1 号。

⁸⁶ 従前の証券業(旧証券取引法第 2 条第 8 項)には有価証券等管理業務に相当する業務は含まれていなかった(<https://www.fsa.go.jp/common/diet/164/02/sinkyuu.pdf> の 75 頁以下参照)。

⁸⁷ 旧証券取引法第 47 条第 2 項参照。「証券会社は、証券業に係る顧客との取引に関して顧客から預託を受けた金銭、第百六十一条の二第二項の規定により同条第一項に規定する金銭に充てられる有価証券(次条の規定により担保に供されたものに限る。)その他内閣府令で定める金銭又は有価証券について、当該証券会社が証券業を廃止した場合その他証券業を行わないこととなった場合に顧客に返還すべき額として内閣府令で定めるところにより算定したものに相当する金銭(次項において「顧客分別金」という。)を、自己の固有財産と分別して保管しなければならない。」(下線は金融法委員会による。)との規定が設けられていた。

⁸⁸ 金融審議会金融分科会第一部会「中間整理」(<https://www.fsa.go.jp/news/newsj/17/singi/f-20050902-4.pdf>)9 頁。

⁸⁹ https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryuu/kinyu/dai1/f-20051222_d1sir/b.pdf

⁹⁰ 前掲 89 の 10 頁及び別紙 4 参照。

⁹¹ 三井秀範・池田唯一監『一問一答 金融商品取引法[改訂版]』(商事法務、2008 年)228 頁。

- (ii) 証券取引法の下では、証券会社による、顧客の売買委託に基づく証券の購入代金を前もって預っておくこと等は付随業務に該当するというのが政府見解であり⁹²、そうした預り金は預金には該当しないという整理がなされていたものと考えられる⁹³。
- (iii) なお、上記証券取引法等の一部を改正する法律による旧証券取引法の改正前後において、出資法第2条の実質的な改正は行われておらず⁹⁴、それ以降も現在に至るまで同様である⁹⁵。また、証券取引法等の一部を改正する法律により有価証券等管理業務が導入されたことは、金融商品取引業に関連して行われる金銭の預りが金融商品取引業に該当すること、また出資法第2条に抵触しないことを明確化したという意義を有するが、それ自体が出資法第2条の改正であると解すべきではないであろう⁹⁶。

上記(iii)は、明文の根拠がない場合でも金銭の預りを受けることが許容されている場面があり得ることを示すものといえる。この点につき、外国証券業者に関する特例を定める同法第58条の2及び金融商品取引法施行令17条の3に基づき、外国証券業者は一定の場面において金融商品取引法第28条第8項に掲げる行為（有価証券関連業に該当する行為）を行うことが許容されているが、かかる外国証券業者が行うことのできる業務には有価証券等管理業務は含まれていないことも参考になろう。すなわち、外国証券業者が同特例に基づく業務を行うに際して、顧客から金銭の預託を受ける行為を明示的に許容する規定が存在していない。しかし、このことをもって、外国証券業者が同特例に基づく業務を行うに際して、金銭の預託を受けることが一切許容されないと解するのは同特例の意味を否定することに他ならず、当該解釈は不合理であると考えられる。有価証券等管理業務が規定されていないのは、外国証券業者に関する特例は旧外国証券業者に関する法律（昭和46年3月3日法律第5号、以下「外証法」という。）に定められており、外国証券業者は内閣総理大臣の登録を受けることで旧証券取引法に定める「証券業」を営むことができる（外証法第3条第1項）とされていたところ、金融商品取引法の制定時に旧証券業に相当する金融商品取引業を金融商品取引法第28条第8項において有価証券関連業と定義し、金融商品取引法施行令第17条の3に

⁹² 第48回国会衆議院大蔵委員会議事録第35号昭和40年4月27日 (<https://kokkai.ndl.go.jp/#/detail?minId=104804629X03519650427¤t=1>)の119松井直行政府委員答弁参照。

⁹³ 鈴木竹雄・河本一郎『証券取引法[新版]』(有斐閣、昭和59年)345頁注3には、「なお、証券会社が、右のような預り金以外に、自己の営業資金のため一般顧客から預り金を受け入れることは、承認されえない。そのようなことをすれば、その証券会社は銀行法一条二項により銀行とみなされ、その結果、証取法六五条によって証券業を営むことができなくなるからである。」との記載がある。「右のような預り金」とは、「顧客の売買委託に基づく証券の購入代金や売却代金を、「預り金」「受入保証金」等の形で」証券会社が保有しているものを指す。

⁹⁴ 貸金業の規制等に関する法律及び出資の受入れ、預り金及び金利等の取締りに関する法律の一部を改正する法律(平成15年法律第136号)第2条・附則第16条による改正及び貸金業の規制等に関する法律等の一部を改正する法律(平成18年法律第115号)第6条、第7条、第8条・附則第43条による改正参照。

⁹⁵ 株式会社商工組合中央金庫法(平成19年法律第74号)附則第45条による改正、株式会社日本政策投資銀行法(平成19年法律第85号)附則第38条による改正及び情報処理の高度化等に対処するための刑法等の一部を改正する法律(平成23年法律第74号)附則第22条、第44条による改正参照。

⁹⁶ 仮に、上記証券取引法等の一部を改正する法律による旧証券取引法の改正によって追加された有価証券等管理業務が、出資法第2条第1項に定める「他の法律に特別の規定のある者」による預託であると改正によって新たに認めたと整理すると、当該改正がなされる以前の旧証券取引法に基づく証券会社による預り金は出資法第2条に抵触するという帰結になってしまう。

においても金融商品取引法第 28 条第 8 項のみを参照したことに起因すると思われる。つまり、有価証券等管理業務は旧証券取引法時代と同様に当然にできるという意識があったものと推測され、旧証券取引法における証券会社における金銭の預託と同様に、必要な限度で許容されていると解すべきであろう。この点については、金融庁が、平成 29 年に内閣府の「規制改革ホットライン」⁹⁷で受け付けた、外国証券業者に対しても一定の行為につき「顧客から金銭又は証券若しくは証書の預託」を認めるべく改正を行うべきとの提案に対し、外国証券業者が「例外として認められている行為に関して、顧客から金銭又は有価証券の預託を受けること」が可能であると回答している⁹⁸。金融庁のかかる預託が許容されている旨の回答は上記のとおり金商法上の解釈として認められているという整理に整合的である。また、この提案及び回答では出資法には言及していないが、金融庁がかかる回答をした以上、金融庁として出資法に反するという整理をしているはずがない。したがって、条文上の根拠はないものの、出資法第 2 条に抵触しないと金融庁の判断も背景にあると捉えることが合理的であると考えられる。

さらに、有価証券の預りについては、預り有価証券に係る元利金等の受取り及び預りが不可分の形で発生し、それは当該有価証券の預りを行っているカスタディアン経由で行われることが一般的である⁹⁹。すなわち、カスタディアンが預り有価証券につき発生する元利金等を受領することは現在の証券関連決済の実務においては当然の前提であるといえる。ここで、有価証券等管理業務の定義に照らすと、金融商品取引法上の規制対象とならない有価証券の預託を受ける業務も予定されており¹⁰⁰、このことは金融庁も認めている¹⁰¹。そのため、元利金の取扱いを不可避的に伴う、金融商品取引法の規制に服さない有価証券の預りを行う業務は同法において想定されていたというべきである。

以上を踏まえると、適法に提供される業務に伴い不可避的に生じる金銭の預託の受入れは、当該業務の遂行を目的とするものなのであって、「主として預け主の便宜のために金銭の価額を保管することを目的とするものであること」ではないと整理することが可能であると思われる。この整理によれば、預り有価証券から生じる元利金等の受取りは、有価証券の保護預りという主たるサービスに付随的に生じるものに過ぎず、(iv)の「主として預け主の便宜のために金銭の価額を保管することを目的とするものであること」の要件にも該当しないと考えられる。

⁹⁷ https://www8.cao.go.jp/kisei-kaikaku/suishin/hotline/h_index.html

⁹⁸ https://www8.cao.go.jp/kisei-kaikaku/suishin/hotline/siryuu2/29_kinnyuu.pdf の 39 頁中の受付番号「290929051」の提案及び検討結果参照。

⁹⁹ 本邦の上場株式における登録配当金受領口座方式のように、カスタディアンを通じずに元利金等や配当の支払いがなされる可能性を否定するものではない。ただ、有価証券の発行体が実質的な権利者である GC 顧客を認識していない場合にはカスタディアンの関与が必要となる場面が多いのではないか。

¹⁰⁰ ①金融商品取引業に関連せず提供され、かつ、②振替業に該当しない、③有価証券の預託を受ける業務は金融商品取引法上の規制対象ではない。

¹⁰¹ 金融庁は、平成 19 年 7 月 31 日付「金融商品取引法制に関する政令案・内閣府令案等」に対するパブリックコメントの結果等について」で示された「金融庁の考え方」(<https://www.fsa.go.jp/news/19/syouken/20070731-7/00.pdf>)の 93 頁 247 番において、「金商法第 2 条第 8 項第 16 号の「その行う第 1 号から第 10 号までに掲げる行為に関して」行う金銭・有価証券の預託の受入れとしては、例えば、証券会社等の保護預り業務が該当するものと考えられる一方、単に有価証券の預託を受ける行為は必ずしも該当しないものと考えられますが、具体的な規制の適用については、個別事例ごとに実態に即して実質的に判断されるべきものと考えられます。」(下線は金融法委員会による。)としている。

- ⑦ 以上によると、金融商品取引法上許容されている有価証券の取扱いに関連して不可避免的に生じる金銭の授受及び預託については、金融庁事務ガイドラインに定める4要件の少なくともいずれかを欠き、出資法第2条に定める「預り金」には該当しないと考えられる。
- (4) 検討：為替取引の該当性について
- ① 論点2 検討対象 GC サービスにおいて、受領された元利金等を GC 顧客名義の他の銀行口座へ送金する場合はどうであろうか。「為替取引」については、「隔地者間で」の意義を「異なる地にある異なる者の間で」という意味に狭く解することが許容されるのであれば、GC 顧客が自己に属する資金を自己の他の口座へ回金させる行為はこれに該当しないという解釈の余地はあろう。しかし、現在世の中に存在する様々な送金・決済サービスにおいて、異なる金融機関に開設された同一人名義の口座間における振込なども為替取引に該当するということになる場面が多いと思われ、上記解釈は難しいように思われる。
- ② 金融商品取引法においても金銭の預託については規定されているが、その送金については規定されていない。しかし、GC 顧客本人名義の口座へ送金する行為は、当該預託を認める以上不可避免的に発生するものであるから、これも許容されている金銭の預託に不可分一体の行為として同法において許容されていると考えられる。また、GC 顧客は、GC が当該 GC 顧客に代わって受領した元利金等相当額につき、GCA に基づき支払請求を行うことができるはずである。かかる請求に基づき、GC が GC 顧客本人名義の口座へ送金するのであれば、GC 自らが負担する債務の履行に過ぎず、為替取引には該当しないと解することも可能であろう。同様の場面において証券会社が行う送金については、金融庁も為替取引に該当しないことを確認している¹⁰²。
- ③ したがって、論点2 検討対象 GC サービスにおいて、上記⑦で検討した、許容される元利金等の受取り及び預りに係る金銭を、その実質的な権利者である GC 顧客名義の他行口座に送金する行為は為替取引に該当せず、銀行法に違反しないと考えられる。
- (5) 以上より、論点2 検討対象 GC サービスにおいて、GC が行う元利金等の受取り、預り及び GC 顧客の他行口座への送金の各行為は、銀行法及び出資法に抵触するものではないと考えられる。

以上

* 本論点整理の公表後、2023年3月1日、引用資料のリンク先を一部更新しました。

¹⁰² 金融庁は、令和3年3月19日付「「令和2年資金決済法改正に係る政令・内閣府令案等」に関するパブリックコメントの結果等について」(<https://www.fsa.go.jp/news/r2/sonota/20210319-2/20210319-2.html>)の「(別紙1)コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」22頁83番において、「証券会社が顧客の有価証券の売買等に関して受領した顧客の計算に属する金銭を当該顧客の証券口座に紐づく銀行口座に振り込む行為は、当該証券会社が行う為替取引には該当しないものと考えます。」と回答している。