

早稲田大学大学院法学研究科

2020年6月

博士学位申請論文審査報告書

論文題目 「リスク管理の観点からみた金融商品決済制度
の考察—中央清算機関（CCPs）制度を中心に
—」

申請者氏名 姜 駿

主査 早稲田大学教授
早稲田大学教授
早稲田大学教授
早稲田大学教授

法学博士（東京大学）

黒沼悦郎
岩原紳作
尾崎安央
山本研

姜駿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学生姜駿氏は、早稲田大学学位規則第7条第1項に基づき、2020年2月3日、その論文「リスク管理の観点からみた金融商品決済制度の考察—中央清算機関（CCPs）制度を中心に—」を早稲田大学大学院法学研究科長に提出し、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、2020年6月1日、審査を終了したので、ここにその結果を報告する。

1 本論文の構成と内容

本論文は、有価証券やデリバティブといった金融商品の決済制度、とりわけその中核をなす中央清算機関の法制度について、リスク管理の観点から検討を加え、あるべき金融商品決済制度の姿を総合的に研究した論文である。

中央清算機関（セントラル・カウンター・パーティー、以下「CCP」という）とは、金融取引の決済の段階で取引当事者の間に入り、各取引当事者の相手方となって債権債務を処理することにより、金融取引の相手方信用リスク（カウンターパーティー・リスク）を低減する制度である。CCPは取引所取引において導入されていたが、リーマンショック後の金融制度改革により、一部の店頭デリバティブ取引についても導入され、世界的にも注目の集まっている制度である。本論文は、CCPに関する内外の文献・資料を基に日本のCCPのあり方について論じたものであり、「はじめに—問題の所在」、「第1編 リスク管理と中央清算」、「第2編 中央清算制度」、「第3編 CCPの監督・規制」、「第4編 金融商品決済システムの仕組みの再考—集中型決済と分散型決済」、および「おわりに」からなる。

第1編は、中央清算制度が金融商品取引の決済リスクをどのように管理しているかを分析しており、第2編以下の検討の前提をなしている。その第1章は、金融商品取引の決済リスクの分析を行っている。第2章は、2008年の金融危機時にEUの清算機関がリーマンブラザーズの破綻から生じる金融機関の連鎖破綻を防止できた事例を紹介し、そのリスク管理の手法を分析している。その結果、中央清算機関は履行保証機能とデフォルト管理機能を果たすことができるが、そのためにはリスク管理の手法として十分な担保要件および有効なデフォルト管理手続が必要であることが示される。第3章では、金融危機後の中央清算制度の整備の状況を、グローバルな合意の形成、EU、および日本に分けて叙述している。

第2編は、日本における金融商品の決済制度を経済的・法的に分析し、解釈論上および立法論上のいくつかの示唆を得ている。その第1章は、有価証券の振替制度の下における

CCPの役割の分析、およびCCPの組織形態について論じている。まず、ペーパーレス化された有価証券の移転の仕組みである振替制度の下における振替機関とCCPとの関係、役割分担を分析し、階層構造をとる日本の振替制度の下において、CCPは階層的な参加者に内在するリスクを特定し、適切な管理体制を構築することが必要であると指摘する。続いて、CCPの組織形態について、取引所とCCPを一体的に運営する垂直型と、1つのCCPが複数の取引所における取引の清算を横断的に行う水平型との比較・分析を行い、CCP間の連携（相互運用性）が重要であることを指摘している。また、株式会社形態と会員制組織との比較・分析を行い、競争力・効率性の観点から株式会社形態をとる日本のCCPについては、むしろ規制当局による規制と自主規制によりCCPの公共性を確保する必要があることを指摘する。

第2章は、金融商品取引法上、債務引受と整理されているCCPの行為を私法的に分析している。論文は、まず、民法改正過程の議論を参照しつつ、CCPの行為を平成29年改正民法が新設した「契約上の地位の移転」と位置づけるのが適当であるとする。次いで、CCP制度が国際的な合意である「金融市場インフラのための原則」(FMI原則)により求められる決済の完了性を確保するために、日本において平成10年の一括清算法の制定、平成16年の破産法等の改正が行われ、倒産法制との適合性が図られたことを確認しつつ、一部の問題点について立法による解決が望ましいと指摘している。なお、本章では、CCPの破綻時の処理や国際取引で用いられている一括清算条項の有効性についても論じている。

第3編は、CCPの規制のあり方を論じている。その第1章は、金融市場インフラのリスク管理に関する国際基準であるFMI原則と、日本のCCPにおけるその実施状況について証券監督者国際機構(IOSCO)が行ったモニタリングの結果を紹介している。第2章では、日本において、CCPに対する日本銀行による健全性の監視と金融庁による監督・規制という二重の体制が存在すること、その内容および機能を明らかにしたうえで、イギリスのツイン・ピークス・アプローチから示唆を得て、日本銀行のマクロ健全性規制のための手段を法令により確保すべきことを提言するとともに、健全性政策の判断を日本銀行が行い、その執行権限を金融庁が行うモデルの検討を示唆している。第3章は、CCPの自主規制について論じる。金融商品取引法上、CCPは自主規制機関と位置づけられていないが、実際には清算業務に係る規則の制定と執行を行っており、一定の範囲で金融行政を補完している。本論文は、自主規制に関する理論を踏まえつつ、CCPは限定的な自主規制機能を果たすことができるのであり、自主規制と行政規制の区分を明確化し、利益相反等の自主規制のデメリットを補うために、CCPの自主規制業務や機能について法律上の明文化が望ましいと指摘する。

第4編は、近時、実証実験が進められているブロックチェーンを利用した分散型決済を紹介し、金融商品決済システムとして集中型と分散型のいずれが望ましいかを検討している。その第1章は、ブロックチェーンを例として分散型台帳技術(DLT)の概念および仕組

みを明らかにし、分散型決済システムによるリスク管理の実効性を検討している。その結果、分散型決済システムは、オペレーションリスクの軽減に効果があるが、他のリスクに起因する決済リスクの軽減に資するものではなく、暗号資産規制に係る法的リスクなど新たなリスクが発生する可能性もあることを指摘する。第 2 章は、分散型決済システムの実証実験を紹介するとともに、DLT の法的問題点についての議論を紹介・検討している。そして、分散型決済システムは、金融商品の清算・決済への応用可能性は高いが、権利移転、金融商品の帰属方法、スマート・コントラクト、責任分担、情報・データ保護、制度のカバランスといった諸点において、現行法制の下での法的有効性を担保できるか、検討の余地が大きいとする。第 3 章は、第 1 章・第 2 章の検討を踏まえて、集中型決済と分散型決済との比較を行い、DLT を用いればネットィングをすることなく相手方信用リスクを軽減することができるかどうか現時点で不明である以上、現在の最も重要な課題は、集中決済システムが担ってきた利点と安全性を失うことなく、信頼性の高い分散型決済システムを構築することであると指摘する。そして、論文は、法制度や当局の役割は、技術そのものは規制せず、技術を用いた活動を規制の対象とするという「技術中立性の理念」を堅持しつつ、金融市場インフラとして不可欠な機能を DLT が果たすことができるように、技術進歩に応じた法設計を行うことであると結論付ける。

2 本論文の評価

本論文の特筆すべき特徴として、以下の 3 点を挙げるができる。

第 1 に、本論文は CCP（中央清算機関）のあり方を総合的に検討したのものとして、これまでにない労作であり、他の研究者による今後の研究の出発点となるであろう点に意義が認められる。金融商品の決済制度のうち、金融商品の振替制度を分析・検討した論文はあったが、清算制度については、その重要性にもかかわらず、法律文献が乏しいこともあり本格的な研究はなかった。このように先行研究が乏しい分野において、本論文は、500 件を超える内外の文献を渉猟し、その内容を本文や注に組み込んでおり、全体で 50 万字を超えるものとなっている。本論文は、現時点での金融商品の清算と決済に関するあらゆる知識を総合した基本文献であると言え、このような論文を来日後わずか 3 年で執筆した姜氏の研究能力は高く評価される。

第 2 に、本論文は法律学以外の分野の論点や法律学以外の方法論による分析を幅広く取り入れ、法律学の分野についても、CCP の規制に関連する金融関係法だけでなく、幅広い法律の分野の論点や法の経済分析を取り入れ、CCP 制度を多角的に分析・検討している。具体的には、決済リスクの分析では経済学や金融論の議論を、CCP の組織論については会社法や法の経済分析の議論を、中央清算の法律構成については債権法の議論を、決済の完了性に

については倒産法および国際取引法の議論を、自主規制については行政法の議論を、それぞれ参照するとともに自らの分析においても用いている。また、姜氏は、ブロックチェーンや DLT といった最先端の金融技術（いわゆるフィンテック）の課題にも取り組み、技術と法制度の双方で生じ得る課題を把握して、金融商品決済システムの将来を展望している。CCP のような金融に係る制度の全体像を分析・検討するには、このような多方面の分野の分析や多様な方法論による分析が欠かせないことから、専門分野に固執せず、研究に必要なスキルを自ら磨いて、他分野の研究成果や研究方法を積極的に取り入れた姜氏の研究態度は高く評価される。

第 3 に、金融関連法の分析・検討を行っている部分については、具体的な法規制・諸規範の緻密な分析とそれに基づく鋭い指摘が行われている。たとえば、金融商品の振替制度については、その国際的な発展の経緯、社債等振替法の規定、および比較法に基づいて、日本の制度の問題点を指摘しており、CCP の監督・規制については、国際的な取決めである FMI 原則、日本銀行の「基本方針」、金融庁の「監督指針」といった諸規範の分析、およびイギリスの金融監督規制との比較法に基づいて提言を導いている。CCP の自主規制についても、金融商品取引法の規定、CCP の業務方法書に基づく規則の分析を通じて、CCP が一定の範囲で自主規制機能を果たしていることを示している。このように姜氏は、伝統的な法律学的手法による分析・検討にも習熟しており、そのことが本論文の分析・提言に説得力を与えている。

以上のように本論文において姜氏は、伝統的な法律学の研究手法および法律学以外の学問分野の見解や方法論を必要に応じて組み合わせ用い、CCP（中央清算機関）を中心とする金融商品の決済制度について総合的に研究し、1 で紹介したような制度論上の有益な指摘を行っている。本論文は日本の金融商品決済制度を研究対象としているが、研究内容からみて、その指摘は世界の金融商品決済制度一般に通用するものとなっている。本論文は、この分野の基本的文献として高く評価されるべき業績であり、同時に姜氏の高い研究能力を示している。

他方、次に述べるように、本論文には、なお不十分と思われる点がないではない。

第 1 に、第 2 編第 3 章において、決済の完了性との関係でアメリカの倒産法の動向を参照しているが、必ずしもアメリカ法の最新の議論を参照できていないのではないかとと思われる。この点は、姜氏の調査が不十分であったことに由来するが、日本における倒産法の改正後も問題点が残っているという姜氏の指摘に影響を与えるものではないので、本論文の価値を損なうものではないと考えられる。

第2に、第3編第2章において、CCPの監督・規制について、国際的な金融規制の動向を踏まえて、CCP規制における日本銀行の位置づけを法令により明らかにすべき旨が提言されているが、具体的にどのような規定を置くべきかについては検討されていない。この点は、金融機関の健全性規制一般について日本銀行と金融庁がどのように役割分担をすべきかについて様々な考え方があり、姜氏が結論に至っていないためである。姜氏の今後の研究課題であると言え、本論文の価値を損なうものではない。

3 結論

以上の審査の結果、後記の審査員は、全員一致をもって、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。

2020年 6月 1日

審査員

主査 早稲田大学教授 黒沼 悦郎（会社法・金融法）

副査 早稲田大学教授 岩原 紳作（会社法・金融法）

早稲田大学教授 尾崎 安央（会社法・金融法）

早稲田大学教授 山本 研（民事訴訟法・倒産法）

【付記】

本審査員会は、本学位申請論文の審査にあたり、下表のとおり修正点があると認めたが、いずれも誤字・脱字等軽微なものであり、博士学位の授与に関し何ら影響するものではないことから、執筆者に対しその修正を指示し、今後公開される学位論文は、修正後の全文で差支えないものとしたので付記する。

博士学位申請論文修正対照表

修正箇所 (頁・行等)	修正内容	
	修正前	修正後
目次・II 頁	3. 限定的な自主規制機関としての CCP 193 4. 自主的管理権限..... 193 5. 自主規制モデル..... 196 6. 自主規制と規制..... 199	3. 限定的な自主規制機関としての CCP 193 (1) 自主的管理権限..... 193 (2) 自主規制モデル..... 196 (3) 自主規制と規制..... 199
5頁・15 行	取引・決済方法 <u>の</u> などについて	取引・決済方法などについて
8頁・3 行	<u>認めなければならぬ</u> からである	<u>認めなければならぬ</u> からである
11頁・ 12行	振替決済制度 (2 篇 1 章 <u>3</u> (4) 参照)	振替決済制度 (2 篇 1 章 <u>2</u> (4) 参照)
60頁・6 行	日本の清算集中義務の対象 <u>標</u> 品の範囲	日本の清算集中義務の対象 <u>商</u> 品の範囲
97頁・ 13行	<u>⑥</u> そもそも引受人である CCP は	<u>⑤</u> そもそも引受人である CCP は
97頁・ 脚注 392	明示」 <u>す</u> ることとした。	明示することとした。
100 頁・脚注 409	(証券登記管理 <u>办</u> 法)	(証券登記 <u>結</u> 算管理 <u>办</u> 法)
100 頁・脚注 410	「別の債務者が <u>債権</u> を引き受ける……」という <u>1276</u> 条で ある	「別の債務者が <u>当該債務</u> を引き受ける……」という <u>1275</u> 条である

102 頁・脚注 419	賛成し難い。」という。	賛成し難い。」という。
107-108 頁・脚注 435	NBL928号(2010)15-17頁参照	NBL928号(2010)15-17頁参照。
110 頁・5行	……、④もつとも、	……、③もつとも、
135 頁・9行	平成25年の預金保険法の改正し	平成25年の預金保険法を改正し
138 頁・4行	ましとのスタンスを採っている。	FSBのスタンスを採っている。
142 頁・20 行	(JSCCのCDS清算業務に関する業務方法書98条1項など)が挙げられている	(JSCCのCDS清算業務に関する業務方法書96条1項など)が挙げられている
146 頁・11 行	取引・決済方法のなどについて	取引・決済方法などについて
193 頁・25 行	4. 自主的管理権限	(1) 自主的管理権限
196 頁・11 行	5. 自主規制モデル	(2) 自主規制モデル
199 頁・15 行	6. 自主規制と規制	(3) 自主規制と規制
207 頁・8行	ビットコイン——ピア・ツー・ピア	ビットコイン——ピア・ツー・ピア
208 頁・19 行	伸張続けるブロックチェーン	伸張し続けるブロックチェーン
214 頁・2行	EUファイナリティ指令(注481参照)	EUファイナリティ指令(注472参照)
224 頁・11	ほぼ即時で行われるようになり特	ほぼ即時で行われるようになり得

行		
236 頁・11 行	ことはないが <u>一方</u> で、	ことはない <u>一方</u> で、
242 頁・8行	<u>対応</u> 要件となることとなつては	<u>対抗</u> 要件となることとなつては
250 頁・6行	帰属を記録する <u>システム</u>	帰属を記録する <u>システム</u>

以上