

# ドイツにおける顧客財産保護にかかる 法制度：有価証券寄託法を中心として

か も あきら  
加毛 明

## 要 旨

2008年の金融危機を契機として、金融機関が破たんした場合に、当該金融機関が顧客から預かっていた資産をどのように取り扱うべきかが、国際的な議論の俎上に載せられている。そのような背景のもとで、本稿はドイツの「有価証券の保管及び買入れに関する1937年2月4日の法律（Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren vom 4. Februar 1937）」（寄託法）を検討対象として取り上げる。寄託法は、有価証券取引における顧客財産保護を目的として、「第3章 倒産手続における優先的地位」において32条と33条という2つの規定を設ける。32条は、有価証券の所有権・共有権を有しない顧客に対して倒産手続上の優先権を付与する規定である。33条は、金融機関に有価証券の質入れを授権し、当該授権に基づいて有価証券が質入れされた顧客を清算手続に参加させることで、これらの顧客間における損失の平等な負担を実現することを目的とする。これらの規定はともに、金融機関の倒産手続において一定の財産から構成される特別財団から顧客が倒産債権者に先立って弁済を受けることを認めるものである。

本稿は、寄託法の規定に関する解釈上の問題や特別財団の分配の基準・手続を検討することを通じてドイツにおける顧客財産保護制度の理解を深めることを目的とする。そしてわが国における立法論への示唆と、顧客財産保護に関する比較法研究の視座を獲得することを目指す。

キーワード：顧客資産の保護、倒産法、有価証券法、ドイツ法、比較法

.....  
本稿は、日本銀行金融研究所からの委託研究論文である。本稿に示されている意見は、筆者個人に属し、日本銀行の公式見解を示すものではない。

加毛 明 東京大学大学院法学政治学研究科准教授 (E-mail: a-kamo@j.u-tokyo.ac.jp)

## 1. はじめに

### (1) 背景事情と本稿の目的

2008年の金融危機を契機として、金融機関が破たんした場合に、当該金融機関が顧客から預かっていた資産をどのように取り扱うべきか（顧客財産保護の問題）が、国際的な議論の俎上に載せられている。2011年3月、IOSCO（International Organisation of Securities Commissions）は「顧客財産の保護、分配及び／又は移転に関する法制度の調査<sup>1</sup>」と題する報告書を公表した。この報告書は、顧客財産保護の問題に関する法制度が国ごとに著しく異なることを前提として、各国の法制度に関する情報へのアクセスを向上させることを目的とするものである<sup>2</sup>。さらにIOSCOは、2013年2月に「顧客財産の保護に関する勧告<sup>3</sup>」を公表し、顧客財産を保護するために、仲介業者や規制当局がとるべき方策に関する8カ条の原則を提示している。わが国においても、2013年10月、日本銀行金融研究所・金融取引における預かり資産を巡る法律問題研究会が「顧客保護の観点からの預かり資産を巡る法制度

1 International Organisation of Securities Commissions [2011]. 2011年の報告書に先立ってIOSCOは、1996年8月に「顧客財産の保護」と題する報告書を公表していた。そこでは、顧客財産保護の望ましい在り方について、20項目からなる提言がなされていた。しかし、2008年9月のリーマン・ブラザーズの破たんに伴って、顧客財産が様々な法域（jurisdiction）において保有される場合に、それぞれの法域において顧客財産がどのように保護されるかについて、各国の規制当局においてすら、十分な情報の共有が図られていないことが判明した。そのことが、2011年の報告書が作成された背景事情である。

2 International Organisation of Securities Commissions [2011]の第2章では、多様な各国の法制度を分析するために、証券市場・デリバティブ市場において問題となる顧客財産（Client Assets）の種類——ポジション（Position）、債券（Securities）、顧客金銭（Client Money）——と、顧客と投資会社（Investment Firm：顧客財産を保有し、顧客口座の管理業務に従事する仲介者）の間における顧客財産に関する法律構成という2つの視座が設定される。そして後者について、寄託レジーム、信託レジーム、代理レジームという3つの法律構成に応じて、種々の法的問題——投資会社が銀行業を兼ねることができるか、顧客資産についてどの範囲で分別管理が要求されるか、顧客財産の証券に対する担保権の設定などについて投資会社にいかなる権限を認めるか、投資会社の倒産手続において顧客がどの範囲で顧客財産を優先的に回収できるか、倒産した投資会社から他の投資会社への顧客財産の包括的な移転を認めるか否か——について、異なる特徴がみられるとされる（寄託レジームに属する国としてフランス・ドイツ・イタリア・日本・スペイン・スイス、信託レジームに属する国としてオーストラリア・香港・シンガポール・英国、代理レジームに属する国としてカナダ・アメリカ合衆国が挙げられている）。もっとも寄託、信託、代理という顧客と投資会社間の法律構成に基づいて、各国の法制度の違いを典型的に説明できるかは疑問がある。各国の法制度に関する情報のアクセスを向上させるという目的を達成するためには、法制度ごとに個別的な検討が必要になるだろう。

3 International Organisation of Securities Commissions [2013].

のあり方<sup>4</sup>（以下、「研究会報告書」という。）を公表した。研究会報告書では、顧客財産保護の問題について「権利移転仲介型取引」と「担保型取引」という取引類型が取り上げられ、さらに顧客財産保護の問題が深刻な形で現れる場面として「顧客資産として保有する資産に不足が生じた場合の取扱い」が論じられている。

以上のような顧客財産保護の問題に関する議論の高まりを背景として、本稿は、ドイツの「有価証券の保管及び買入れに関する 1937 年 2 月 4 日の法律（Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren vom 4. Februar 1937）」（Depotgesetz）（以下、「寄託法」という。）を検討対象として取り上げる。寄託法は、有価証券取引における顧客財産を保護するために、「第 3 章 倒産手続における優先的地位」において 32 条と 33 条（以下、寄託法の条文については法律名を示さない。）という 2 つの規定を設ける。これらの規定は、倒産した金融機関の顧客が倒産手続の中で一定の財産から構成される特別財団（Sondermasse）から倒産債権者に先立って弁済を受けることを認めるものである。

寄託法を検討対象とする第 1 の理由は、ドイツにおける顧客財産保護制度の情報自体に価値があるからである。2011 年の IOSCO 報告書も指摘する通り、クロス・ボーダーの有価証券取引が増加している今日において、顧客財産保護に関する情報へのアクセスを向上させることは重要である。寄託法はドイツにおいて金融機関倒産時の顧客財産保護について中心的役割を果たすものと評価されている。第 2 に、わが国の立法論を考えるうえで寄託法が参考となり得る。寄託法は、研究会報告書が取り上げる 3 つの問題について一定の解決を与える<sup>5</sup>。また研究会報告書では寄託法の規定——とりわけ 32 条の倒産優先権——が、わが国の立法論に示唆を与えるものとされる<sup>6</sup>。第 3 に、寄託法の検討は顧客財産保護に関する比較法研究の視座を提供し得る。例えばアメリカ法における顧客財産保護については既に詳細な研究が存在するが<sup>7</sup>、アメリカ法とドイツ法の基本的発想の類似点・相違点を考えるうえで、寄託法の検討は重要な意味を有すると考えられるのである。

寄託法による顧客財産保護については、既に様々な論文による紹介・検討が存在する<sup>8</sup>。しかしながら、以上のような理由によれば、先行研究にはなお不十分な点があると考えられる。まず先行研究では、それぞれの主題との関係において寄託法が取り上げられているにすぎず、寄託法の規定に関する個々の解釈上の問題や特別財団の分配の基準・手続が、必ずしも正面から取り上げられているわけではない。

4 金融取引における預かり資産を巡る法律問題研究会 [2013]。

5 「権利移転仲介型取引」については 32 条 1 項 1 号、「担保型取引」のうち金融機関が顧客から預かった有価証券を他の金融機関に質入れた場合については 33 条、「顧客資産として保有する資産に不足が生じた場合の取扱い」については 32 条 1 項 2 号がそれぞれ規定する。

6 金融取引における預かり資産を巡る法律問題研究会 [2013] 53～54、55、88 頁。なお古くは神崎 [1964] 70 頁が、32 条が日本法の立法論にとって示唆的であることを主張していた。

7 アメリカの証券投資者保護法について松岡 [2013]。

8 神崎 [1964] 70～72 頁、神田ほか [2000] 18 頁、森下 [2007] 64 頁。

また従来の研究の関心は主として 32 条の倒産優先権に向けられてきたのであり、33 条に基づく清算手続に関する紹介・検討は十分とはいえない。33 条は、有価証券に設定された担保権が実行された場合の処理について、興味深い考え方を体現する規定であり、立法論を考えるうえで、あるいは比較法研究を行ううえで、より立ち入った検討が必要であると考えられる<sup>9</sup>。

## (2) 検討の前提

### イ. 32 条・33 条制定の経緯

32 条、33 条の検討の前提として、まず、これらの規定が制定された経緯について簡単にみておこう。

ドイツにおける有価証券取引の顧客保護は「他人の有価証券を保管する場合における商人の義務に関する 1896 年 7 月 5 日の法律 (Gesetz, betreffend die Pflichten der Kaufleute bei Aufbewahrung fremder Wertpapiere, vom 5. Juli 1896)」(以下、「1896 年寄託法」という。)に遡る<sup>10</sup>。1896 年寄託法制定の契機となったのは、1891 年に発生した多数の金融機関の破たんであった。金融機関の破産手続において金融機関による有価証券の横領が発覚したことを受けて、有価証券取引に関する法規制の必要性が認識されたのである<sup>11</sup>。もっとも 1896 年寄託法の原始規定には 32 条及び 33 条の前身となる規定は存在しなかった<sup>12</sup>。1896 年寄託法は、有価証券に関する取引の締結から 3 日以内に顧客に証券目録を交付することを問屋 (Kommissionär) に義務付けることにより (1896 年寄託法 3 条 1 項)、有価証券の所有権を顧客に迅速に移転することで (1896 年寄託法 7 条 1 項)、顧客保護を図ろうとしたのである。

9 なお、32 条、33 条の解釈が裁判上争われた例はほとんど存在しない。それゆえ、32 条、33 条の解釈論に関する以下の記述は、主として、寄託法の立法理由書や、研究者・実務家の執筆したコメントール・体系書・論文の叙述に基づいている。このことは、以下の解釈論が判例法理としての規範性を有しない可能性を意味する。しかしながら、たとえそうであるとしても、ドイツの法律家が顧客財産の保護についていかなる意味世界を共有しているかを明らかにすることはできるだろう。そしてそのような共有されるイメージを明らかにすることが、立法論や比較法研究の基礎をなすと考えられるのである。

10 1896 年寄託法を含む寄託法の制定史に関する包括的な研究として Buxbaum [2002] が存在する。そのほか Meier [1992] pp. 316–326, Miletzki [1996], Sethe [2005] pp. 304–307, 334–336 も参照。

11 同時期には、取引所の設立に国家の承認を必要とし、取引所の運営を国家の監督に服せしめる取引所法 (Börsengesetz vom 22. Juni 1896) が制定された。取引所法の制定には様々な議論があったのに対して、1896 年寄託法の制定は一般的に支持されていたとされる (Meier [1992] pp. 318–319, Miletzki [1996] p. 1849, Sethe [2005] pp. 304–305)。

12 1896 年寄託法の審議過程では、帝国議会 (Reichstag) の委員会において、寄託された有価証券が違法に処分された場合に寄託者が有する損害賠償請求権について、寄託者が有価証券の寄託契約から利息その他の利益を得ていない場合に限って、破産手続上の優先権を認めるべきことが決議された。しかしこの決議は、帝国議会総会において過半数の賛成を得ることができず (その理由は明らかでない)、立法には至らなかった (Buxbaum [2002] pp. 295–296, 303)。

しかしながら第1次世界大戦末期のインフレーションによって通貨の価値が暴落し、その反面として有価証券取引が飛躍的に増大すると、取引締結から3日以内に証券目録交付義務を履行することが困難になった<sup>13</sup>。そして1923年夏から秋にかけてハイパー・インフレーションが生じると、ドイツ銀行業中央同盟（Centralverband des Deutschen Bank- und Bankiersgewerbes）から1896年寄託法改正の請願が提出されることになる。これを受けて大統領権限に基づく緊急命令として「他人の有価証券の保管に関する1923年11月22日の命令（Verordnung über die Aufbewahrung fremder Wertpapiere vom 21. November 1923）」が下され、問屋は委託者の請求があった場合に限り証券目録の送付義務を負うこととされたのである（1923年改正後の1896年寄託法3条1項）<sup>14</sup>。しかし問屋の証券目録送付義務が軽減されると、問屋破産時に顧客が有価証券を失う危険性が高くなる。そこで1923年の命令は、1896年寄託法に7a条<sup>15</sup>を追加し、破産手続の内部における委託者の優先的保護を図ることとした<sup>16</sup>。有価証券の買入れを委託した者が、自らの債務を完全に履行していたにもかかわらず、問屋破産時に有価証券の所有権を取得していなかった場合について、破産財団に属する同種の有価証券から優先的に弁済を受けることを認めたのである<sup>17</sup>。

1937年に制定された寄託法は、1923年改正前の規律に立ち戻り、問屋が原則として無条件で証券目録送付義務を負うものとし（18条1項1文）、委託者の請求による証券目録の送付は問屋と委託者が交互計算取引を行う場合に一定の条件のもと

13 Sethe [2005] p. 334.

14 Buxbaum [2002] pp. 345–355.

15 「1896年寄託法7a条

(1) 第1条に規定される種類の有価証券の買入れに関する問屋業務について、問屋の財産に関する破産手続（Konkursverfahren）が開始する時点までに、委託者が、自らが問屋に対して負う義務を完全に履行していたが、当該時点までに、購入されるべき有価証券の所有権が証券目録の送付その他の方法で委託者に移転されていないとき、破産財団（Masse）に属する同種の有価証券及び同種の有価証券の引渡請求からの弁済に関して、委託者の債権は、他の全ての破産債権者（Konkursgläubiger）の債権に優先する。複数の委託者は互いに同順位に立つ。委託者は、別除権者に適用される破産法（Konkursordnung）第64条、第153条、第155条、第156条及び第168条3項の規定の準用により、問屋のその他の財産からの弁済を請求することができる。

(2) 破産裁判所（Konkursgericht）は、当該事件の事情に基づいて必要と認められるときは、第1項に基づいて委託者に帰属する権利を保全する目的で、委託者のために保護人（Pfleger）を置くことができる。この保護については、破産裁判所が後見裁判所に代わるものとする。私的保険監督に関する1901年5月12日の法律第62条第2項から第5項までの規定を準用する。」

16 Riesser [1924] pp. 102–104, Buxbaum [2002] pp. 355–356. なおドイツ銀行業中央同盟からの請願においては、顧客財産保護の手段として、委託者に取戻権を認めるべきことが提案されていた（Buxbaum [2002] p. 355）。

17 破産手続において一定の債権者に優先権を付与することは、既に1899年の抵当銀行法（Hypothekbankgesetz）35条、41条、1901年の保険監督法（Versicherungsaufsichtsgesetz）77条4項、78条1項において認められていた。1896年寄託法7a条はこれらの規定を模範として制定されたのである（Riesser [1924] pp. 104–105, Schütz [1923–1924] p. 131, Schumann [1926] pp. 23–24, Opitz [1955] p. 355）。

でのみ認められることとした(19条)。しかしながらその一方で、寄託法は1896年寄託法7a条の破産優先権を維持するとともに、さらに破産優先権付与の対象となる破産者及び破産優先者を拡張した<sup>18</sup>。詳細は後述するが、1896年寄託法第7a条が問屋に有価証券の買入れを委託した顧客にのみ破産優先権を認めていたのに対して、32条は寄託していた有価証券の所有権・共有権を侵害された顧客にも破産優先権を認めることとしたのである。

さらに寄託法は有価証券の質入れに関して33条を新設した<sup>19</sup>。既に1896年寄託法のもとで、顧客が金融機関(例えば地方の銀行業者)から信用供与を受けるために有価証券を質入れし、当該金融機関がさらに別の金融機関(例えば中央の銀行業者)に当該有価証券を質入れするという実務が存在していた。この場合、顧客とは無関係な金融機関の間の債権に基づいて顧客の有価証券に対する質権が実行される可能性が生じる。そして中間の金融機関が破産した場合には、質権を実行された顧客は有価証券に取戻権を有さず、破産債権者として破産手続に参加せざるを得ないことになる<sup>20</sup>。このような問題に対処するために、寄託法は有価証券の質入れに関する規定を整備するとともに、ある顧客の有価証券に対する質権が実行された場合に、同様の立場にある顧客間において損失の平等な負担を実現するための手続を新設したのである。

以上のような経緯を経て制定された32条、33条は、1994年10月5日に倒産法(Insolvenzordnung)が制定されたことに伴って<sup>21</sup>、文言の修正を受けた<sup>22</sup>。しかし、その内容については、現在に至るまで実質的な改正は行われていない。

## ロ. 有価証券の保管(寄託)形態

もう1つ、32条、33条を検討する前提として確認しておくべきは、寄託法における有価証券の保管(寄託)形態である<sup>23</sup>。

まずドイツにおいて有価証券がペーパーレス化されているのは、連邦債、州債、ヨーロッパ中央銀行債などの債務登録簿債権(Schuldbuchforderung)に限定され<sup>24</sup>、

18 Quassowski and Schröder [1937] p. 53, Opitz [1955] pp. 354–355, Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 1.

19 32条の前身である1896年寄託法7a条が既存の法律の規定を模範としたのに対して、33条にはそのような模範が存在せず、寄託法によって独自に創設された規定であると説明される(Opitz [1955] p. 383)。

20 Opitz [1955] pp. 382–383.

21 倒産法(1994年10月5日制定、1999年1月1日施行)は、1855年の破産法(Konkursordnung)、1935年の和議法(Vergleichsordnung)及び旧東ドイツの包括執行法(Gesamtvollstreckungsordnung)を統合し、単行の倒産処理に関する法律として制定されたものである。倒産法の制定経緯及び基本的特徴については、吉野[2007]1~8頁を参照。

22 Scherer [2012] §32, Rn. 1.

23 以下の点に関するより詳細な説明として、山下[1993]180~186頁、神田ほか[2000]11~14頁、森下[2007]47~63頁。寄託法制定以前からの議論状況について河本[1969]236~257頁。

24 Scherer [2012] §1, Rn. 28.

株式や社債についてはなお証券の存在が前提とされている。そして、有価証券が金融機関によって保管される場合の法形式は、分別保管（Sonderverwahrung）と混蔵保管（Sammelverwahrung）に大別される。分別保管の場合、有価証券は寄託者の名前が外見上識別できる形で、受寄者及び第三者の有価証券と分別して保管されるのに対して（2条1文）、混蔵保管の場合には、有価証券は種類ごとにまとめて保管されることになる。ドイツにおいて標準的な有価証券の保管形態は、混蔵保管のうち、有価証券の受寄者が、当該有価証券の保管を有価証券混蔵銀行（Wertpapiersammelbank）に委託する形態（5条1項1文）であるとされている。

次に、有価証券が分別保管されている場合には、寄託者は有価証券の所有権を保持するのに対して、混蔵保管の場合、寄託者は混蔵寄託在高に対して割合的持分に応じた共有権を取得することになる（6条1項1文）。この共有権は混蔵在高持分（Sammelbestandanteil）とも呼ばれる。このように有価証券の保管形態に応じて顧客が有する権利は異なるが、32条、33条の適用場面では、基本的に共通のルールが妥当する。それゆえ、以下では、保管形態の差異について、それが意味を持つ場合に限って個別的に言及するにとどめる。

## 2. 32条の倒産優先権

### (1) 総説

まず32条の規定内容を確認することからはじめよう<sup>25</sup>。

#### 〔第32条 優先的債権者〕

(1) 第1条、第17条、第18条に定める受寄者、質権者及び問屋の財産に関する倒産手続（Insolvenzverfahren）において、次の者は、第3項及び第4項に基づいて優先的地位を有する。

1. 倒産手続開始時に有価証券の所有権又は共有権をいまだ取得していないが、当該有価証券に関する行為から生じた問屋に対する債務を完全に履行していた委託者。倒産手続が開始した時点で、問屋がいまだ有価証券を買い入れていなかった場合も同様とする。
2. 有価証券の所有権又は共有権を、受寄者、質権者若しくは問屋又はそれらの従業員の違法な処分によって侵害された寄託者、質権設定者及び委託者で、倒産手続開始時に当該有価証券に関する行為から生じた債務者に対する

<sup>25</sup> 寄託法の邦訳として日本証券経済研究所〔2009〕403頁以下〔赤松秀岳訳〕が存在する。

債務を完全に履行していた者。

3. 第1号及び第2号の債権者で、各号の定める債務の未履行部分が倒産手続開始時に有価証券引渡請求権の価額の100分の10を上回らず、かつ倒産管財人 (Insolvenzverwalter) の請求後、1週間以内に当該債務を完全に履行した者。
- (2) ある者が有価証券を購入又は取得した自営商人の財産に関する倒産手続、及び有価証券の買入れ又は交換の委託を介入権を行使する形で実施した間屋 (第31条) の財産に関する倒産手続においても、同様とする。
- (3) ①第1項及び第2項に基づく優先的債権は、他の全ての倒産債権者 (Insolvenzgläubiger) の債権に先立って、特別財団から弁済を受ける。特別財団は、倒産財団に現存する同種の有価証券及び同種の有価証券の引渡請求権によって構成される。②全ての優先的債権者に債権額の比率に応じて現存する有価証券を分配できる場合には、優先的債権は、現存する有価証券の引渡しによって弁済される。③そのような分配が不可能である場合には、分配されない有価証券の売却益全額が債権額の比率に応じて優先的債権者の間で分配される。
- (4) ①第1項及び第2項の債権者は、倒産法第174条に基づく債権届出の際に、主張する優先権を申し出なければならない。②これらの債権者は、倒産法第52条、第190条及び第192条の別除権者に関する規定を準用する形でのみ、債務者の他の財産から弁済を受けることができる。③その他の場合には、倒産法の倒産債権者に関する規定の適用を受ける。
- (5) ①倒産裁判所 (Insolvenzgericht) は、事件の事情により必要なとき、優先的債権者の権利を保全する目的で、これらの債権者のために、保護人を選任しなければならない。②当該保護関係については、倒産裁判所が後見裁判所に代わるものとする。③保険監督法 (Versicherungsaufsichtsgesetz) 第78条第2項から第5項を準用する。」

32条は、有価証券の所有権又は共有権を有しない顧客を保護するために、一定の条件を充たす顧客に倒産手続上の優先権を付与する。顧客が有価証券の所有権又は共有権などを有する場合には、当該顧客は有価証券について取戻権 (Aussonderungsrecht) (倒産法47条) を有し、倒産手続外で有価証券の返還を請求することができる。それゆえ、32条によって優先権が付与される債権者には該当しないことになる<sup>26</sup>。反対に、顧客が金融機関に対して15条に基づき、有価証券を消費寄託 (unregelmäßige Verwahrung) 又は消費貸借 (Wertpapierdarlehen) していた場合にも、有価証券の所有権が金融機関に移転していることになり<sup>27</sup>、やはり顧

.....  
26 Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 12.

27 15条に基づく有価証券の消費寄託及び消費貸借の場合には、顧客は同種同量の有価証券の返還を請

客は 32 条の優先権を有しない<sup>28</sup>。つまり、32 条による優先権付与の対象とされるのは、自己の意思に反して有価証券の所有権を取得できなかったか、有価証券の所有権を失った顧客に限られるのである。

その結果、32 条の優先権は、取戻権でも別除権でもなく、倒産手続上の優先権（優先的倒産債権）であることになる<sup>29</sup>。この倒産優先権の基礎となる権利は物権ではなく、債権——後述する通り、有価証券の引渡（物権譲渡）請求権（32 条 1 項 1 号）や所有権侵害に基づく損害賠償請求権（32 条 1 項 2 号）——であり、優先権者は倒産債権者として倒産手続の内部で権利行使をしなければならない。優先権者は特別財団から他の倒産債権者に優先して弁済を受けるが、特別財団の分配は倒産管財人によってなされることになるのである。

## (2) 要件

32 条 1 項が定める倒産優先権の要件は、一定の債務者に倒産手続が開始したこと（イ.）、及び倒産優先権を主張する者が 32 条の規定する債権者に該当すること（ロ.）である。

### イ. 32 条の規定する債務者に対して倒産手続が開始したこと

まず、倒産手続の対象となる債務者は、32 条 1 項において、受寄者（Verwahrer）（1 条 2 項<sup>30</sup>）、質権者（Pfandgläubiger）（17 条<sup>31</sup>）、有価証券の買委託を受けた問屋（18 条<sup>32</sup>、29 条<sup>33</sup>、商法（Handelsgesetzbuch）383 条、商法 406 条）とされる。さらに 32 条 2 項は、自営商人及び介入権行使によって委託を実行した問屋について倒

.....  
 求する債権的請求権を有するに過ぎない（Heinsius, Horn, and Than [1975] §15, Rn. 1）。所有権が移転してもなお「寄託」と呼び得るのかという疑問を考慮して、これらの場合には“*Aberdepot*”という名称が一般的に用いられている（Heinsius, Horn, and Than [1975] §15, Rn. 16）。

28 Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 9.

29 Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 37, Scherer [2012] §32, Rn. 1.

30 「第 1 条 (1) (省略)

(2) この法律にいう受寄者とは、営業として有価証券を閉鎖せずに（*unverschlossen*）保管することを委託された者をいう。

(3) (以下省略)」

なおここで「閉鎖せずに（*unverschlossen*）」有価証券を保管することが必要とされるのは、顧客が金融機関の貸金庫に借りて有価証券を保管する場合や、有価証券を封緘して金融機関に預けた場合を除くためである。もっともこれらの場合は、銀行実務において通常意味される有価証券の寄託ではないので、「閉鎖せずに」という文言は不要であるという理解が有力である（Opitz [1955] p. 25, Heinsius, Horn, and Than [1975] §1, Rn. 60）。

31 「第 17 条 営業として有価証券が閉鎖せずに質入れされたとき、質権者は受寄者と同一の義務を負い、権限を有する。」

32 32 条 1 項は問屋が買委託を受けた場合（18 条）についてのみ言及し、問屋が有価証券の交換又は引受けの委託を実施した場合（26 条）については規定していない。しかし、26 条 3 項が 18 条を準

産手続が開始された場合も同様である旨を規定する。この規定は、31条において、有価証券の買入れなどについて、有価証券の売主となった自営商人及び介入権行使によって自身が有価証券の売主となることにより委託を実行した問屋が、買委託を受けた問屋と同じように取り扱われることに対応している。顧客の立場からすれば、有価証券の取得にいずれの金融機関を利用したのかは重要な問題でないにもかかわらず、自営商人から有価証券を買い入れた場合や問屋自身が有価証券の売主となった場合に、倒産手続における保護が切り下げられるのは妥当でないと考えられるからである<sup>34</sup>。

以上に対して、32条の債務者から除外されるのが、有価証券の売委託を受けた問屋である。これは寄託法が有価証券の売委託を適用対象から除外していることに基づく。寄託法の保護の対象は、有価証券の取得のために問屋を利用した顧客に限られるのである。その結果、問屋が有価証券の売委託を実行したが、顧客に売却代金を支払う前に倒産した場合には、顧客は倒産債権者として倒産配当を受けることになる<sup>35</sup>。もっとも、問屋がまだ売却代金の支払いを受けておらず、代金債権が残っている場合には、商法392条2項に基づいて、当該代金債権は顧客に帰属するものとみなされる。その結果、顧客は代金債権に対して取戻権を行使できることになる<sup>36</sup>。

次に、32条の倒産優先権が成立するためには、倒産手続が開始することが必要である。倒産手続開始前には、32条1項又は2項に該当する顧客であっても、何ら優先権を有しない<sup>37</sup>。32条の倒産優先権はあくまで倒産手続の中で行使される権利と位置付けられるのである。

#### ロ. 優先権を主張する者が32条の規定する債権者に該当すること

32条1項の定める第2の要件が、同条各号の規定する債権者のいずれかに該当することである。32条の構造はやや複雑であるが、まず倒産優先権者の類型を、いまだ有価証券の所有権又は共有権を取得していない者（1項1号）と、有価証券の

---

用していることなどを根拠として、これらの場合にも32条の倒産優先権を認めるべきであるとする解釈が有力である（Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 5）。

33 「第29条 問屋は、委託者に所有権又は共有権が移転した有価証券で、自己の占有に属するものに関して、受寄者と同一の義務を負い、権限を有する。」

34 Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 31, Scherer [2012] §32, Rn. 6. なお日本法について、介入権行使によって委託を実行した問屋が倒産した場合に、問屋が委託の実行として第三者と売買した場合と比べて、委託者が不利な立場に置かれる可能性が指摘されている（江頭 [2010] 246頁）。この問題を回避するために、問屋が介入権を行使した場合には、問屋自身が売主かつ買主となる売買契約を締結したものとするという解釈が提案されている（石井・鴻 [1978] 128頁）。32条2項はこの問題について立法的解決を与えるものといえる。

35 Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 7, Scherer [2012] §32, Rn. 2.

36 Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 7, Scherer [2012] §32, Rn. 2.

37 Opitz [1955] p. 363, Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 8, Scherer [2012] §32, Rn. 2.

所有権又は共有権を違法行為によって侵害された者（1項2号）という2つに大別する。これらの債権者は、原則として、倒産手続開始時に、倒産債務者に対して有価証券取引から生じた債務を完全に履行していることが要求される。ただし1項3号はこの要件を緩和し、債務が完全に履行されていなくても、その未履行部分が倒産手続開始時に有価証券引渡請求権の価額の10%未満であり、かつ倒産管財人から請求があった後、1週間以内に債務の未履行部分を弁済した場合には、倒産優先権が認められるとする。さらに、32条2項は以上のルールが、自営商人又は介入権行使によって委託を実行した問屋の債権者にも適用されることを明らかにする<sup>38</sup>。

以下では、32条1項1号及び2号が規定する債権者の類型ごとに、問題となる点をみていくことにする。

#### (イ) 32条1項1号の債権者

##### a. いまだ有価証券の所有権又は共有権を取得していない者

32条1項1号は「倒産手続開始時に有価証券の所有権又は共有権をいまだ取得していない」委託者について規定する。倒産手続開始時に既に所有権又は共有権を取得していたのであれば、委託者は有価証券に対して取戻権を有するので、32条の倒産優先権を認める必要はない。有価証券の所有権又は共有権を有しない委託者は、問屋に対する有価証券の引渡（物権譲渡）請求権（Anspruch auf Lieferung (Übereignung) der Wertpapiere）を有するに過ぎないのであり、この請求権が倒産優先権の実体法上の基礎となる<sup>39</sup>。また、この倒産優先権は倒産手続開始時に問屋がいまだ第三者から有価証券を買い入れていなかった場合にも認められる（32条1項1号）。いかなる理由によって有価証券の所有権又は共有権が委託者に移転しなかったのか——問屋が所有権又は共有権を移転しなかったのか、所有権又は共有権の譲渡が無効だったのか、問屋が委託を実施しなかったのか、契約の相手方が債務を履行しなかったのか——は、問題とされないわけである。

##### b. 債務履行要件

###### (a) 債務の種類と履行の時期

次に、32条1項1号は「有価証券に関する行為から生じた問屋に対する債務を完全に履行していた」こと（以下、「債務履行要件」という。）を倒産優先権の要件とする。対象となる債務の例としては、有価証券の購入代金や仲介手数料その他の費用の支払い債務のほか、有価証券が信用取引によって購入された場合には利息（場

38 32条2項が、自営商人から有価証券を「購入又は取得した」顧客について規定しているのは、優先権者の2つの類型を念頭に置いたものである。顧客が自営商人から有価証券を「購入」したものの、いまだ所有権を「取得」していない場合が32条1項1号に、顧客が有価証券の所有権を「取得」している場合が32条1項2号に対応するのである（Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 31）。

39 Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 10.

合によって遅延損害金)の支払い債務が挙げられる<sup>40</sup>。また、問題となる債務は、倒産優先権の対象となる有価証券に関する行為から生じた債務に限定される。倒産優先権の対象ではない有価証券について生じた債務は、32条の倒産優先権の成否を左右しないのである<sup>41</sup>。

債務履行の基準となる時点は倒産手続の開始時であり、(32条1項3号による場合を除き)倒産手続が開始した後になって、債務者が残債務を弁済することで倒産優先権を取得することはできない。

## (b) 交互計算

債務履行要件に関連して、学説上古くから議論があるのが、交互計算との関係である<sup>42</sup>。

まず前提として、顧客が金融機関に対して継続的に有価証券の買入れを委託し、複数の債務を負担するときに、ある弁済行為が債務総額に充たなかったり、複数の弁済行為がどの債務に対応するのかが明らかでなかったりする場合について、弁済がどの債務に充当されるのかが問題となる。民法(Bürgerliches Gesetzbuch)は、債務者(顧客)が債務を特定していた場合には当該債務に対して弁済が充当され(民法366条1項)、そのような指定が存在しない場合には、法律の規定に従って弁済の充当がなされることを規定する(民法366条2項)<sup>43</sup>。有価証券の買委託に基づく債務についても民法366条が適用されるとすれば、その規定するところに従って、ある弁済行為が債務履行要件の対象となる債務に充当されるか否かが判断されることになるはずである。

しかし問題は、弁済充当に関する民法366条が有価証券取引に適用されるかである。1923年に1896年寄託法7a条が新設された直後から、通常の有価証券取引では商人である委託者と問屋との間に交互計算(商法355条)の合意があることが指摘された<sup>44</sup>。交互計算の合意が存在する場合には、民法366条は適用されないと解されており<sup>45</sup>、当事者の債権・債務関係は交互計算によって処理されることになる。すなわち、まず当事者間に交互計算の合意がある場合、交互計算に組み入れられた債権は個別に譲渡や質入れをすることができなくなる。そして、交互計算期間終了

.....  
40 Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 14, Scherer [2012] §32, Rn. 3.

41 Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 15.

42 32条1項2号についても同様の問題が存在するが、ここで併せて検討する。

43 民法366条2項は、まず弁済期にある債務に、弁済期にある債務が複数存在するときは債権者のための担保が少ない債務に、債権者のための担保が同じ債務が複数存在するときは債務者にとって負担の多いものに、債務者にとっての負担が同じ債務が複数存在するときは弁済期が早く到来する債務に、そして弁済期が同じ債務が複数存在するときは各債務の額に応じて、弁済充当が生じることを規定する。

44 Schütz [1923–1924] p. 131, Schumann [1926] p. 15.

45 例えば、Palandt [2014] §366, Rn. 2 (Grüneberg).

後に個々の債権・債務は清算によって消滅し、残額の承認によって新たに、従前の債務原因から独立した債権が発生するのである。

しかしながら、以上の交互計算のメカニズムが 32 条 1 項 1 号の適用場面でも働くと考えることには問題がある。問屋について倒産手続が開始した時点で交互計算は終了し<sup>46</sup>、債務履行要件の対象となる債務を含む委託者のすべての債務は消滅するので<sup>47</sup>、委託者は常に 32 条 1 項 1 号の倒産優先権を有することになってしまうからである（委託者が問屋に対して負担する債務の総額が、問屋に対して有する債権の総額を上回り、委託者が問屋に対して債務を負担することになる場合であっても、当該債務は、債務履行要件の対象となる従前の債務とは別個の債務である）。このような帰結は、32 条 1 項が債務履行要件を課したことを空文化することになりかねない。そこで学説上は、32 条 1 項が交互計算取引の存在を前提として立法された規定であることに鑑みて、同項の適用場面では、交互計算の適用は廃除され、従前の債務が倒産手続開始後も存続するとする見解が支配的である<sup>48</sup>。

もっとも、交互計算については、さらに寄託法が独自の規定を設けていることが問題となる。19 条 4 項 1 文は、当事者間に交互計算取引が存在する場合に、問屋が委託の実行に基づいて取得した債権が弁済されたものとみなされるのは、貸方項目（Habenposten）の総額が借方項目（Sollposten）の総額に達したか、上回った時点であるとする<sup>49</sup>。この規定を問屋の倒産の場面に適用すると次のような帰結が導かれる。まず、問屋による買委託の実行に基づいて委託者が購入代金の支払い債務（債務履行要件の対象となる債務）を負担した後に、当該委託者に対する問屋の貸方項目の総額が借方項目のそれに達した（上回った）場合（事例㊦）には、購入代金の支払い債務が弁済されたことになる。その結果、たとえその後倒産手続が開始した時点で、借方項目の総額が貸方項目の総額を超えることになっていたとしても、32 条 1 項 1 号の債務履行要件は充たされ、倒産優先権が委託者に付与されることになる<sup>50</sup>。これに対して、購入代金の支払い債務が発生した後、倒産手続開始までの間に、一度も貸方項目の総額が借方項目の総額に達することがなかった場合（事例㊧）には、たとえ委託者が購入代金の支払い債務を弁済したとしても、32 条の倒産優先権は成立しないことになる。しかしながら、このような帰結については、32

.....  
46 BGHZ 70, 80, 93, Baumbach and Hopt [2014] §355, Rn. 23.

47 この点については、債務の消滅は倒産手続開始までになされていなければならないが、倒産手続の開始と同時に、交互計算による債務の消滅が生じて、債務履行要件は充足されないという反論が考えられる。しかし、32 条 1 項 1 号が「倒産手続の開始までに」ではなく、「倒産手続が開始した場合に」と規定していることから、同号は倒産手続の開始と同時に（交互計算による）債務の消滅が生じ得ることを前提としているとする見解が有力に主張されている（Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 17）。

48 Opitz [1955] pp. 358–359, Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 18.

49 委託者が問屋のもとで複数の口座を有する場合には、口座ごとに計算がなされる（19 条 4 項 3 文）。

50 Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 16.

条が委託者に倒産優先権を付与した趣旨に反するという批判が強い<sup>51</sup>。そこで、学説上は、19条4項の適用を事例⑦の場合に限定し、事例④については民法366条の原則に基づいて、優先権の対象となる有価証券に関連する取引から生じた債務が弁済されたか否かを判定すべきであるとする見解が支配的である<sup>52</sup>。

### (c) 要件の緩和 (32条1項3号)

32条1項1号(及び2号)の規定する債務履行要件は3号によって緩和されている。委託者が問屋に対して債務を全額弁済していなくても、未履行部分が倒産手続開始時における有価証券引渡請求権の評価額の10%未満であり、かつ倒産管財人から請求があった後、1週間以内に債務の未履行部分を弁済した場合には、倒産優先権が認められるとされているのである。この規定は、民法320条2項において、双務契約の一方の債務の未履行部分が僅少にとどまり、反対債務の履行を拒絶することが信義誠実の原則に反する場合に、同時履行の抗弁権が否定されることと趣旨を同じくする<sup>53</sup>。寄託法は、信義誠実の原則に反するとされる程度を明確な数値(10%)で示したものと理解されている。この10%の基準となるのは、委託者の問屋に対する債務の金額ではなく、倒産手続開始時における有価証券引渡請求権の価額である。請求権の価額は倒産手続開始時における当該有価証券の市場価格が基準とされる。倒産手続開始の時点で当該有価証券が取得されたとすればいくらになるかが問題となるのである。

債権者は、倒産管財人の請求が到達した日から1週間以内に、残債務を弁済しなければならない。なお、倒産管財人からの請求以前に債権者が残債務を履行した場合にも、32条の倒産優先権が成立することになる<sup>54</sup>。

### (口) 32条1項2号

#### a. 有価証券の所有権又は共有権を違法行為によって侵害された者

倒産優先権を有する債権者の第2の類型は、違法行為によって所有権・共有権の侵害を受けた者である。32条1項2号は「有価証券の所有権又は共有権を、受寄者、質権者若しくは問屋又はそれらの従業員<sup>55</sup>の違法な処分によって侵害された寄託者、質権設定者及び委託者」が倒産優先権を有するとする。これらの債権者は所

.....  
51 Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 16.

52 Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 18, Canaris [1981] Rn. 2078, Scherer [2012] §32, Rn. 18.

53 Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 27, Scherer [2012] §32, Rn. 5. なお、寄託法は19条5項において、債務者が債務の一部弁済をした場合における問屋の証券目録送付義務について規定するが、これも民法320条2項と同趣旨の規定である。

54 Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 28.

55 「従業員」とは倒産者の営業のために雇用された全ての者を意味し、有価証券の保管と無関係な従業員も含まれると解されている (Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 24, Scherer [2012] §32, Rn. 4)。

有権又は共有権を有しないので取戻権を行使できず、損害賠償請求権に基づいて倒産債権者としての地位に置かれることになる。32条はこれらの債権者を保護するため、損害賠償請求権を実体法上の基礎として倒産優先権を付与するのである。

まず、有価証券の所有権・共有権は違法な処分行為によって侵害されなければならない。処分行為は売買や質権設定などの法律行為だけでなく、有価証券の喪失などの事実行為も含まれる<sup>56</sup>。処分行為が違法と評価されるのは、倒産者に12条に基づく質入れ授権や13条に基づく所有権の処分授権が存在しない場合である。所有権侵害が事実行為による場合には、違法性は法律の規定に対する違反によって基礎付けられることになる<sup>57</sup>。

### b. 債務履行要件

32条1項2号の倒産優先権も、債権者が倒産手続の開始に際して、所有権・共有権侵害の対象となった有価証券に関する取引から生じた債務を完全に弁済していることが前提とされる。有価証券の保管について債務履行要件の対象となる債務として寄託料の支払い債務<sup>58</sup>、有価証券の質入れについて問題となる債務として倒産者からの貸付金の弁済債務などが挙げられる。なお、交互計算との関係や、32条1項3号による要件の緩和については、32条1項1号について述べたところが妥当する。

## (3) 効果

(2)で検討した要件を充たした債権者は、32条の倒産優先権を有し、特別財団を構成する財産から優先的な分配を受けることになる(32条3項1文)。以下では、倒産優先権の内容についてみていくことにする。

### イ. 特別財団の構成

寄託法は、①倒産財団に現存する同種の有価証券、及び②同種の有価証券の引渡請求権が特別財団を構成すると定める(32条3項1文)。まずここで問題となる「有価証券」は、32条1項、2項の倒産優先権の対象となる有価証券——債権者がいまだ所有権又は共有権を取得していない有価証券、又は所有権・共有権侵害を受けた有価証券——に限られる。そのうえで、①同種の有価証券とは、そのような有

56 Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 22, Scherer [2012] §32, Rn. 4.

57 Opitz [1955] p. 362, Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 22, Scherer [2012] §32, Rn. 4.

58 もっとも Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 12は、寄託料が寄託者に請求されるのは通常年末であるため、寄託者の寄託料支払い債務が倒産手続開始時に履行されていることはまれであり、その結果32条1項2号が適用される場面は少ないとする。寄託料が有価証券価額の10%を下回る場合には、32条1項3号による優先権が寄託者に認められることになる。

価証券と、発行者が同一で所有者の法的地位も同一である有価証券を意味する<sup>59</sup>。有価証券の種類ごとに特別財団が構成される結果、複数の（場合によっては多数の）特別財団が成立することになる。個々の特別財団には、倒産者が所有する同種の有価証券がすべて含まれる。倒産者が顧客の買委託を実行する形で取得し、いまだ顧客に所有権又は共有権を移転していない有価証券——倒産優先権の対象となるものもあれば、32条の要件（例えば債務履行要件）を充たさず倒産優先権の対象にならないものもある——がこれに該当するのは当然であるが、倒産者が自己の財産として取得し、保有する有価証券も含まれることになる<sup>60</sup>。なお、特別財団に属する有価証券について生じた利息や配当も特別財団に含まれると解されている<sup>61</sup>。

次に、②同種の有価証券の引渡請求権については、倒産者が買委託を実行した結果として契約相手方に対して有する有価証券の引渡請求権や、倒産管財人が倒産者による有価証券の売却を否認した結果として生じる当該有価証券の返還請求権などが、これに該当する。倒産管財人は有価証券の引渡請求権を行使して、有価証券を特別財団に取り込む義務を負う。この点について問題となるのが、倒産者が有価証券の買委託を実行して売買契約を締結したものの、いまだ購入代金を売主に完済していなかった場合である。当該売買契約は双方未履行双務契約に該当するので、倒産管財人は倒産法 103 条に基づいて契約の履行について選択権を有するが、仮に倒産管財人が履行を選択した場合、売買目的物である有価証券が特別財団に含まれる一方で、購入代金は倒産財団から支払われることになる。当該有価証券の購入を委託した者が 32 条の倒産優先権者に該当する場合には、有価証券の購入代金に対応する金額が倒産者に支払われるので問題は小さいが、それ以外の場合（買入れを委託した者が 32 条の倒産優先権者に該当しない場合）には、32 条の倒産優先権者と倒産債権者の利害が対立することになる。倒産管財人は両者の利益を比較して契約の履行を選択するか否かを決定することになるが、場合によっては困難な判断を強いられることになるだろう<sup>62</sup>。

なお、②同種の有価証券の引渡請求権が事後的に金銭債権に転じた場合には、当該金銭債権が特別財団に含まれることになる。例えば、買委託の実行として有価証券の売買契約が締結された後に、売主が倒産し、売主の倒産管財人が倒産法 103 条に基づいて売買契約の履行を拒絶した場合などである。このとき、有価証券の引渡

59 例えば同一会社の株式であっても、優先株式と普通株式は別の特別財団を構成することになる（Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 41）。

60 ただし、倒産者が受託者（Treuhänder）として所有する有価証券は特別財団に含まれない。当該有価証券は信託者（Treugeber）の取戻権の対象となる（Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 47, Scherer [2012] §32, Rn. 8）。

61 Hopt [1975a] p. 403, Scherer [2012] §32, Rn. 9.

62 Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 43 は、倒産優先権者が倒産者に債務を履行していた場合で、倒産者の第三者に対する残債務が比較的少額にとどまる場合について、倒産管財人は原則として履行を選択する義務を負うとする。

請求権は損害賠償請求権に転じることになり、買主の倒産手続において、この損害賠償請求権が特別財団に含まれることになる。買主の倒産管財人は、特別財団のためにこの金銭債権を取り立てる義務を負い、特別財団の分配に際して、必要に応じて金銭を優先権者に分配することになる<sup>63</sup>。

#### ロ. 特別財団の分配

倒産優先権者が特別財団から分配を受ける際に基準となるのが当該優先権者の債権額である（32条3項2文）。倒産優先権者は、倒産手続において債権届出期間に債権とともに32条の倒産優先権を届け出なければならない（32条4項1文、倒産法174条1項）。債権届出に際しては債権の原因及び金額を届け出ることが必要とされるが（倒産法174条2項）、有価証券の引渡請求権（32条1項1号）又は所有権・共有権侵害に基づく損害賠償請求権（32条1項2号）の金額は、倒産手続開始時における有価証券の評価額に基づいて算定されることになる。さらに、倒産手続開始前に生じた費用や倒産手続開始前に生じた利息についても、倒産優先権の基礎となる債権として届け出ることが認められている<sup>64</sup>。

次に、特別財団の分配方法について、寄託法は、原則として有価証券現物の引渡しによらし、例外的に金銭弁済によることを定める。すなわち、全ての倒産優先権者に債権額の比率に応じて現存する有価証券を分配できる場合には、倒産優先権者は現存する有価証券の引渡しによって弁済される（32条3項2文）。ここでいう有価証券の引渡しとは、法律行為による有価証券所有権・共有権の譲渡を意味し、物権契約のほか必要とされる行為——例えば、混蔵保管の場合の混蔵寄託在高持分について顧客が指定した金融機関の口座へ貸記入すること、券面が発行されない債務登録簿債権の場合には登録簿の名義書換——が含まれることになる。さらに、特別財団に現存する有価証券が全ての倒産優先権者に完全な弁済を与えることができない場合であっても、可能な限り現物給付を行い、換価されるのは端数として残された分に限るとされている。

以上の32条3項の規律は、通常倒産手続において債権者への配当が金銭によってなされること（倒産法45条）とは異なる特色を有するものといえる。現物分配を原則とするのは、有価証券の所有権・共有権の取得が倒産優先権者（顧客）の利益にかない、倒産優先権者が通常それを望むはずであると考えられるからである<sup>65</sup>。金銭による補償を超える倒産優先権者の利益が保護の対象とされるのである。

有価証券の現物引渡しによる分配が不可能である場合には、残された有価証券を換価して、その売却益を倒産優先権者に分配することになる（32条3項3文）。こ

63 Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 44, Scherer [2012] §32, Rn. 8.

64 Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 56, Scherer [2012] §32, Rn. 14.

65 Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 49, Scherer [2012] §32, Rn. 13.

の場合の換価にかかる費用は特別財団の負担とされる。そして、金銭の分配によってもなお完全な弁済がなされない場合には、倒産優先権者は一般の倒産債権者として倒産財団から配当を受けることになる(32条4項2文)<sup>66</sup>。前述のように、特別財団が複数存在することがあり得るが、その場合、ある特別財団に対して倒産優先権を有する債権者が完全な満足を受けることができなければ、他の特別財団に対して権利行使することはできない。32条の倒産優先権の対象は各特別財団に限られるのである<sup>67</sup>。また反対に、全ての倒産優先権者に弁済がなされた後、特別財団に財産が残っている場合には、当該財産は倒産財団に組み込まれることになる。

以上のルールに従って、特別財団がどのように分配されるか、具体例を通じてみておこう<sup>68</sup>。倒産財団にある同種の株式10,000株が現存し、特別財団を構成する場合を考える。当該特別財団に対してA、B、Cという3人の債権者が、それぞれ6,000株(A)、3,000株(B)、2,000株(C)に相当する金額について倒産優先権を有しているとする。この場合まず、現存する株式10,000株について、A:B:C = 6:3:2という債権額の比率に従って現物の引渡しが行われる。その結果、債権者Aは5,454株、債権者Bは2,727株、債権者Cは1,818株を取得することになる。その合計は9,999株であり、残り1株については現物の引渡しができない。そこで、当該株式は換価され、その売却益から換価費用を差し引いた金額が、同じくA:B:C = 6:3:2という債権額の比率に従って3名の債権者に分配されることになる。仮に換価費用がゼロであったとすると、それぞれの債権者が特別財団から弁済を受けられないのは、債権者Aが545 5/11株、債権者Bが272 8/11株、債権者Cが181 9/11株に相当する金額ということになる。そこで3名の債権者は、これらの金額について倒産債権者として倒産財団から配当を受けることになるのである。

## ハ. 倒産法上の諸制度との関係

### (イ) 優先順位

次に、32条の倒産優先権が倒産法上の諸制度といかなる関係に立つかについてみておこう。

32条の倒産優先権者と倒産法上の権利者との関係は次のようになる。まず、有価証券に対して取戻権や別除権を有する者は、倒産優先権の存在を考慮することなく、取戻権・別除権を行使することができる<sup>69</sup>。次に、32条の倒産優先権者は、特別財団について、倒産債権者(倒産法38条)に優先して弁済を受けるのは当然であるが、さらに財団債権者(倒産法53条)に対しても優先する。特別財団の負担

.....  
66 特別財団からの弁済が不足する場合のほか、倒産優先権を放棄した額についても、債権者は倒産債権者として配当を受けることができる(Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 58)。

67 Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 41.

68 以下は Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 52 の設例に基づく。

69 Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 32, Scherer [2012] §32, Rn. 12.

とされるのは、特別財団の管理（例えば 32 条 5 項に基づく保護人の選任費用）や特別財団に属する財産の換価費用に限られ<sup>70</sup>、一般の倒産財団の費用や債務は特別財団の負担とされない。それゆえ、財団債権者は特別財団に権利行使できないのである<sup>71</sup>。

#### （ロ） 取戻権・代償的取戻権との関係

既に見た通り、32 条の倒産優先権は、顧客が有価証券の所有権・共有権を有しないことを前提としていた。顧客が所有権・共有権を有する場合には、有価証券について取戻権が成立するのであり、32 条の倒産優先権の基礎が失われることになる。顧客が所有権・共有権を有しない場合でも、商法や倒産法に基づいて、顧客が取戻権又は代償的取戻権（倒産法 48 条）を有する場合がある。これらの権利と、32 条の倒産優先権との関係は次のように整理される。

まず、32 条 1 項 2 号に該当し得る場面のうち、顧客の有価証券が違法に売却された場合などについては、反対給付請求権（代金債権など）が残っていれば、代償的取戻権が成立し、顧客は当該反対給付請求権の譲渡を請求することができる。また、倒産手続開始後に、反対給付が履行された場合であっても、当該反対給付が倒産財団から分別できる状態にある場合には、やはり代償的取戻権が成立し、顧客は反対給付の引渡しを請求することができる。これに対して、倒産手続開始前に既に反対給付が履行されていた場合などには、代償的取戻権は成立せず、32 条の倒産優先権のみが問題となるのである<sup>72</sup>。

次に、32 条 1 項 1 号の適用が問題となり得る場面のうち、倒産者が倒産手続開始前に有価証券を買い入れていたが、契約相手方（売主）が倒産者に有価証券を引き渡していなかった場合には、商法 392 条 2 項に基づいて、有価証券の引渡請求権は委託者の債権とみなされる。その結果、顧客は倒産法 43 条に基づいて当該引渡請求権について取戻権を行使することができる。また、倒産管財人が有価証券の引渡しを受けた場合については、判例上、代償的取戻権に関する規定の準用が認められている<sup>73</sup>。これに対して、倒産手続開始前に有価証券が引き渡されていた場合については、取戻権・代償的取戻権は成立せず、32 条の倒産優先権のみが認められることになる。また、自営商人から有価証券を買い入れた場合や問屋が介入権行使の形で買委託を実行した場合（32 条 2 項の適用場面）には、商法 392 条 2 項は適用され

70 なお、複数の特別財団が存在する場合における費用の負担方法については、Hopt [1975b] p. 1064, Scherer [2012] §32, Rn. 11 参照。

71 Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 39, Hopt [1975b] p. 1062, Scherer [2012] §32, Rn. 12. また、特別財団が複数存在する場合に、財団債権者による特別財団への権利行使を認めると、財団債権者が権利行使した特別財団のみが負担を受けることになってしまうという問題も指摘されている。

72 Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 34.

73 BGHZ 23, 307, 317.

ないので、32条の倒産優先権のみが問題となるのである<sup>74</sup>。

#### (ハ) 32条1項3号と倒産管財人の履行請求

最後に32条1項3号と双方未履行双務契約に関する倒産管財人の履行請求（倒産法103条）の関係についてみておこう。問屋に有価証券の買入れを委託した者が問屋に対して債務を完全に履行していない場合——32条1項3号に該当する場合も該当しない場合もある——に、倒産管財人が倒産法103条1項に基づいて契約の履行を選択し、残債務の支払いを求めるのと引き換えに有価証券を引き渡すことが可能であるかが問題となる。この問題については、32条が倒産法103条に優先し、倒産管財人は契約の履行に関する選択権を有しないと考えられている。仮に倒産管財人に選択権を認めると、32条が目指す倒産優先権者間の平等弁済が損なわれる可能性が生じるからである。倒産法103条の適用が否定されることで、適用が肯定される場合と比較して不利益を被るのは、32条の倒産優先権を有しない委託者である。債務の履行と引き換えに有価証券を取得する可能性が失われるからである。しかし、32条1項3号が未履行債務について10%という基準を設けたことからすれば、同号に該当しない委託者については保護の必要性がないとするのが、寄託法の立法趣旨であると考えられる。それゆえ、32条に基づく倒産優先権者が完全な弁済を受けない限り、倒産管財人は倒産法103条の選択権を行使できないと解されるのである<sup>75</sup>。

## 二. 保護人の選任

32条の倒産優先権について最後に問題となるのが保護人（Pfleger）の選任である。

32条5項は、倒産裁判所が必要と認める場合に、倒産優先権者の権利を保全する目的で保護人を選任することを規定する。既に見た通り、特別財団の管理・分配は倒産管財人の職務とされるが、特別財団を構成する有価証券が多数になる場合、倒産優先権者が多数に上ると予想される場合、優先権の確定に困難が伴う場合などには、倒産管財人の負担は重くなる。そこで、倒産裁判所は、保護人を選任することで、倒産優先権者の利益保護と倒産管財人の負担軽減を図ることができるのである<sup>76</sup>。

.....  
74 Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 35, Scherer [2012] §32, Rn. 3.

75 Opitz [1955] p. 363, Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 36, Scherer [2012] §32, Rn. 16.

76 特別財団が少数にとどまり、事実関係・権利関係が単純である場合には、保護人を選任する必要はない。この点で、保険会社が倒産した場合に保護人の選任が強制される（保険監督法78条1項）のと異なる。また、保護人の選任に先立って監督官庁の聴取が必要とされないことも保険会社の倒産の場合と異なる（32条5項は保険監督法76条6項を準用していない）。

このような規律は既に1896年寄託法7a条が採用するところであった。保険会社の場合と比較して、保護を必要とする優先権者が少数にとどまることが多いので、保護人の選任は任意的なものとしたのである（Schumann [1926] p. 37）。

保護人の職務については保険監督法 78 条 2 項及び 3 項が準用される<sup>77</sup>。なお、特別財団の管理及び分配は保護人の職務ではなく倒産管財人の職務であるが、倒産管財人は保護人に対して倒産者の帳簿その他の書類を閲覧させる義務を負うとともに、保護人の請求に基づいて特別財団の残高を証明する義務を負う（保険監督法 78 条 4 項）。保護人は報酬及び費用請求権を有し、これらは特別財団の負担となる（保険監督法 78 条 5 項）。

### 3. 33 条の清算手続

#### (1) 総説

33 条についても、規定内容を確認することから始めよう。

「第 33 条 質入れの場合の清算手続

- (1) 受寄者の質権者が第 12 条第 2 項に基づいて自らに質入れされた有価証券又は混蔵在高持分の全部又は一部を弁済のために換価したとき、受寄者の財産に関する倒産手続において、当該質権者に質入れされた有価証券又は混蔵在高持分を受寄者に寄託した寄託者の間で、平等弁済を目的とする清算手続が実施される。
- (2) ①清算手続に参加する寄託者は、特別財団から弁済を受ける。②この特別財団には、次の物が含まれる。
1. 第 12 条第 2 項に基づいて質権者に質入れされたが、質権者が弁済のために換価しなかった有価証券又は混蔵在高持分。
  2. 質権者が換価した有価証券又は混蔵在高持分の売却益で、弁済のために質権者に帰属しないもの。
  3. 清算手続に参加する寄託者に供与された信用に基づく当該寄託者に対する債権、及び差し迫った質権実行を回避するための給付。
- (3) ①特別財団は、清算手続に参加する寄託者が受寄者に寄託した有価証券又は混蔵在高持分の価額の比率に応じて、寄託者間で分配される。②倒産手続の開始日における価額が基準となる。ただし、有価証券又は混蔵在高持分が事後的に換価された場合を除く。③この場合は、売却益が基準となる。④清算手続に

.....  
<sup>77</sup> 保護人は、特別財団を確定し、倒産優先権者の債権を届け出る義務（保険監督法 78 条 2 項）、債権届出の前に倒産優先権者を聴取し、債権届出を通知する義務、債権者の請求に基づいて債権者の権利行使にとって重要な事実関係に関する情報を通知する義務を負う（保険監督法 78 条 3 項）。

参加する全ての寄託者への弁済の後に、特別財団に残額が存在する場合は、当該残額は倒産財団に帰属する。

- (4) ①清算手続に参加する全ての者は、自らが受寄者に寄託し、特別財団に現存する有価証券又は混蔵在高持分を、倒産手続の開始日における評価額で、受領する権利を有し、義務を負う。②この評価額が、特別財団から当該寄託者に帰属すべき金額を上回る場合には、当該寄託者はその差額を特別財団に支払う義務を負う。③この債権について、当該有価証券又は混蔵在高持分が質権の対象となる。
- (5) 全ての寄託者は、特別財団からの弁済によって満足を受けることができない限りにおいて、倒産財団に対し、自己の債権を主張することができる。
- (6) 第32条第4項及び第5項を準用する。」

32条が有価証券の所有権・共有権を有しない顧客に対して倒産優先権を付与する規定であるのに対して、33条は、12条2項に基づいて金融機関に有価証券の質入れを授権し、当該授権に基づいて有価証券が質入れされた顧客を清算手続(Ausgleichsverfahren)に参加させることで、これらの顧客間における損失の平等な負担を実現することを目的とする規定である。そこで、33条の内容を検討する前提として、寄託法が規定する質入れ授権の内容についてみておく必要がある。

顧客が金融機関から信用供与を受ける際に、金融機関に対して自らの有価証券を第三者に質入れする権限を与える——当該授権に基づいて、金融機関は自らの債務を担保するために顧客の有価証券に質権を設定できることになる——場合について、寄託法は3つの類型を認めている<sup>78</sup>。第1に、金融機関が当該顧客に供与する信用の金額を上限として第三者に有価証券を質入れする権限を付与すること(制限質入れ(Beschränkte Verpfändung))(12条3項)、第2に、金融機関が顧客全員に対して供与する信用の総額を上限として質入れを授権すること(通常質入れ(Regelmäßige Verpfändung))(12条2項)、第3に、金額の上限を設けず金融機関が負担する債務について有価証券を質入れする権限を付与すること(無制限質入れ(Unbeschränkte Verpfändung))(12条4項)である。制限質入れ、通常質入れ、無制限質入れの順番に顧客のリスクは段階的に高くなっていくので、授権が認められるための要件が厳格になっていく。このような質入れ授権の3類型は、1896年寄託法には存在せず、1937年の現行寄託法によって導入されたものである<sup>79</sup>。

33条は、このうち12条2項の通常質入れ授権に基づいて有価証券が第三者に質入れされた場合について規定する。ここで、金融機関が授権に基づいて有価証券を質入れするのは、第三者からの借入れを担保するためであるが、この借り入れられ

78 山下 [1993] 182~183頁、森下 [2007] 49頁。

79 Opitz [1955] p. 383.

た金銭は顧客に対する信用供与の原資となる。法形式的に見れば、質権の被担保債権は、第三者（質権者）の金融機関（受寄者）に対する貸付債権であり、顧客（寄託者）は金融機関（受寄者）の債務のために自己の財産を担保に提供していることになる。しかし実質的には、金融機関（受寄者）の借入れは、顧客（寄託者）に対する貸付の原資を調達するためのものであるといえる。そして通常質入れ授権をした顧客（寄託者）たちは相互に他の顧客（寄託者）に対する信用供与の金額についても、自らの有価証券を担保とすることに同意していたと考えることができる。他方で、質権者は、質権実行に際してどの有価証券を換価するかについて自由に決定することができる。これらの事情を前提とすれば、ある有価証券について質権が実行されたことによる損失は、当該有価証券について通常質入れ授権をした顧客（寄託者）だけが負担するのではなく、通常質入れ授権をした全ての寄託者が平等に負担すべきであると考えられる。その意味で、これらの顧客（寄託者）は「危険共同体（Gefahrgemeinschaft）」を構成すると評されている<sup>80</sup>。

以上の考慮に基づいて、33条は、有価証券の質権が実行されず、本来であれば有価証券に対して取戻権を行使できるはずの顧客（寄託者）と、有価証券について質権が実行された結果、取戻権を行使できない顧客（寄託者）が、ともに清算手続に参加すべきことを規定する。33条の清算手続は、「危険共同体」という発想に基づいて、後者に対して倒産債権者に優先して弁済を受ける権利を付与するとともに、場合によって前者に清算義務を課すことで損失の平等な負担を実現するための制度と理解されるのである。

## (2) 要件

### イ. 受寄者に対して倒産手続が開始したこと

33条に基づく清算手続は受寄者が倒産した場合に開始される<sup>81</sup>。33条も32条と同様、倒産手続において認められる特別な清算手続を定める規定である。受寄者が倒産していない段階で、質入れされた有価証券が換価された場合、寄託者は受寄者に対して補償請求権（Anspruch auf Schadloshaltung）を有するのであり、この補償請求権の行使について、他の寄託者との関係で制限を受けることはない<sup>82</sup>。

### ロ. 寄託者の有価証券が12条2項に基づいて質入れされたこと

次に、寄託者の有価証券が12条2項に基づいて質入れされたことが必要である。その前提として、有価証券に対する質権設定は寄託者の授権に基づくものでなけれ

80 Quassowski and Schröder [1937] p. 55, Heinsius, Horn, and Than [1975] §33, Rn. 1, Scherer [2012] §33, Rn. 1.

81 寄託法における「受寄者」（1条2項）の意義については、前掲注30参照。

82 Quassowski and Schröder [1937] p. 55, Heinsius, Horn, and Than [1975] §33, Rn. 2.

ばならない。寄託者が受寄者に通常質入れを授権している場合がこれに該当するのは当然であるが、寄託者の授権が無制限質入れの授権（12条4項）や所有権処分授権（13条）であったとしても、受寄者が12条2項の条件を充たす形で有価証券を質入れしていれば、33条の要件を充足することになる。通常質入れが可能な範囲での授権があったことが重要とされるのである<sup>83</sup>。

これに対して、受寄者が、有効な授権がないにもかかわらず、あるいは12条2項の要件を充たさずに有価証券を質入れた場合には、当該有価証券の寄託者は33条の清算手続に参加する資格を有しない。このような場合には、寄託者は32条1項2号に基づいて倒産優先権を取得するのであり、それ以上に33条による保護を与える必要はないと考えられるからである。さらに、33条は通常質入れ授権に伴うリスクを共有する寄託者を平等に取り扱うための規定であり、受寄者の違法行為によって有価証券に質権を設定された寄託者を対象に含めることは、通常質入れ授権の付与に伴うリスクに対処するという清算手続の目的にそわないということもできる<sup>84</sup>。

#### ハ. 質権者による有価証券の換価

最後に、33条の清算手続が生じるためには、質入れされた有価証券の少なくとも一部が換価されることが必要となる。質権者が全く質権を行使しなかった場合には、寄託者間での損失の平等な負担という問題は生じないからである。

質権の実行は倒産手続開始前であっても、倒産手続開始後であってもよい<sup>85</sup>。質権者は別除権に基づいて倒産手続開始後も質権を実行することができる。しかしその結果として、質権者が有価証券の質権を行使するか否かが確定しない限り、33条の清算手続が行われるか否かが決まらず、倒産手続を終了することができないという事態に陥ることになる。そこで、学説上は、質権者が倒産手続開始後、一定の期間内に質権を実行するか否か、また質権を実行するのであれば、どの有価証券に対する質権を実行するかを決定しなければならないという見解が主張されている<sup>86</sup>。

83 Heinsius, Horn, and Than [1975] §33, Rn. 9, Scherer [2012] §33, Rn. 3.

84 Quassowski and Schröder [1937] p. 56, Heinsius, Horn, and Than [1975] §33, Rn. 9, Scherer [2012] §32, Rn. 3.

85 Quassowski and Schröder [1937] p. 55. もっとも、倒産手続開始前に有価証券が換価された場合において、受寄者がそのことを寄託者に報告するとともに、換価の収益に対応する金額を寄託者の口座に貸記し、寄託者がこれに同意したのであれば、当該寄託者は清算手続への参加を認められないことになる。清算手続への参加の前提条件は、寄託者が受寄者に対して有価証券の返還請求権又は代償物の引渡請求権を有することであり、この場合の寄託者は貸記入への同意によってそれらの権利を失っていると考えられるからである（Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 6）。

86 Heinsius, Horn, and Than [1975] §33, Rn. 7. 質権者が清算手続に参加する債権者への弁済を不当に引き延ばすことは権利濫用にあたりとされる。

### (3) 効果

#### イ. 特別財団の構成

以上の要件が充足されると受寄者の倒産手続の内部において 33 条の清算手続が開始される。清算手続において分配の対象となる特別財団の構成からみていこう。特別財団は有価証券と金銭によって構成される。33 条 2 項は、特別財団に含まれる有価証券として①12 条 2 項に基づいて質権者に質入れされたが、質権者が弁済のために換価しなかった有価証券又は混蔵在高持分（33 条 2 項 1 号）を、金銭（あるいはその前提となる金銭債権）として②質権者が換価した有価証券又は混蔵在高持分の売却益で、弁済のために質権者に帰属しないもの（33 条 2 項 2 号）、③清算手続に参加する寄託者に供与された信用に基づく当該寄託者に対する債権（33 条 2 項 3 号）、及び④差し迫った質権実行を回避するための給付（33 条 2 項 3 号）を列挙している。

まず①は、再信用（質権者から受寄者に供与された信用）を担保するために寄託者の質入れ授権に基づいて適法に質入れされた有価証券のほか、再信用の担保として質入れされた受寄者自身の有価証券を含む<sup>87</sup>。有価証券が現物で存在する限り、所有関係に変動はなく、寄託者は質入れされた有価証券の所有権を有することになる。後述する通り、これらの有価証券は清算手続において所有者である寄託者に返還されることになる。

次に②は、質権の実行による有価証券の売却益のうち、質権者の債務弁済にあてられない金額のことである。例えば、質権者が受寄者に対して 10 万ユーロを貸し付けており、有価証券の換価によって 12 万ユーロの売却益があがったのであれば、差額の 2 万ユーロが特別財団に属することになる。③については、受寄者の寄託者に対する貸付債権が特別財団に属し、倒産管財人によって当該債権が取りたてられることになる。前述の通り、受寄者が第三者から金銭を借り入れる——その担保として有価証券が質入れされる——のは、寄託者に対して信用を供与するためであるので、寄託者に対する貸付債権は「危険共同体」に属する寄託者間で分配されるべきであるという考慮に基づくものである<sup>88</sup>。最後に④は、民法 1223 条 2 項や 1249 条が、債務者でない質権設定者について、一定の条件のもとで質権の行使を回避するために、質権者への弁済を行う権限を認めていることに対応する<sup>89</sup>。有価証券の質権実行を回避するために弁済を行うことが許されるのであり、その給付もまた特別財団を構成することになるのである。以上のほか、後述する通り、33 条の清算手続に参加する寄託者が清算義務を負う場合には、当該寄託者は清算義務の履行として特別財団に金銭を支払う義務を負うことになる（33 条 4 項 2 文）。

87 Heinsius, Horn, and Than [1975] §33, Rn. 13, Scherer [2012] §32, Rn. 4.

88 Quassowski and Schröder [1937] p. 57, Heinsius, Horn, and Than [1975] §33, Rn. 17.

89 Quassowski and Schröder [1937] p. 57, Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 18.

なお、これらの有価証券と金銭は1つの特別財団を構成する。32条の倒産優先権の場合に有価証券の種類ごとに特別財団が構成されるのに対して、33条に基づく清算手続においてはそのような区別がないことに注意が必要である。

#### ロ. 特別財団の分配

次に特別財団がどのように分配されるかについてみていこう。特別財団の分配は倒産管財人によって行われる。33条の清算手続もまた倒産手続上の制度である。

まず、分配の基準となるのは、「清算手続に参加する寄託者が受寄者に寄託した有価証券又は混蔵在高持分の価額の比率」である(33条3項1文)。ここでいう有価証券の価額は、倒産手続の開始日における価額が基準となる(33条3項2文)。ただし、有価証券が倒産手続開始後に換価された場合には売却益が基準とされる(33条3項3文)。つまり、質権が実行されなかった有価証券の価額、及び倒産手続開始前に質権が実行された場合の有価証券の価額が、倒産手続開始時の当該有価証券の価額とされるのに対して、倒産手続開始後に質権が実行された場合の有価証券の価額は、当該有価証券の売却益とされるのである。これは、倒産手続開始後に有価証券が換価された場合、売却益は受寄者の質権者に対する債務の弁済に用いられ、その限りで他の有価証券を質権実行の危険から解放したという考慮に基づくものとされる<sup>90</sup>。

倒産管財人による特別財団の分配方法は、次のような形で実施される。まず、特別財団に現存する有価証券の寄託者は、倒産開始時における評価額で、当該有価証券を受領する権利を有するとともに、受領を義務付けられることになる(32条4項1文)。前述の通り、質権が実行されなかった有価証券については、寄託者が所有者としての地位にある。現物として存在する有価証券が寄託者に引き渡されるのは、そのような実体関係を反映するものである<sup>91</sup>。しかしより重要なことは、寄託者が有価証券を受領を義務付けられていることである。これは寄託者が有価証券を受領する引き換えとして、一定の場合に清算義務を負うことに対応している。33条4項2文は、受領する有価証券の評価額が「特別財団から当該寄託者に帰属すべき金額を上回る場合には、当該寄託者はその差額を特別財団に支払う義務を負う」と規定する。前述の分配基準に特別財団の総額を掛け合わせて算出された金額が「寄託者に帰属すべき金額」であり、受領する有価証券の価額がこれを超える場合には、当該寄託者は特別財団から過剰な分配を受けていることになるので、差額について清算義務を負うことになるのである。寄託法は、この清算義務の履行を担保するため、寄託者が受領すべき有価証券について法定の質権が成立することを規定する(33条4項3文)。寄託者が清算義務を履行しない場合、倒産管財人はこの法定質

.....  
90 Quassowski and Schröder [1937] p. 58, Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 20.

91 Quassowski and Schröder [1937] p. 59, Heinsius, Horn, and Than [1975] §33, Rn. 23.

権を行使して、有価証券を換価できるのである。

以上に対して、質権行使の対象となった有価証券の寄託者は、特別財団から金銭の支払いを受ける。特別財団に存在する金銭は、有価証券の売却益のうち質権者の債務の弁済後の余剰、寄託者に対する貸付債権を取り立てた金銭、質権実行を回避するための給付、そして有価証券を受領した寄託者が清算義務の履行として支払った金銭などから構成される<sup>92</sup>。

特別財団の分配によって、全ての寄託者が満足を受けた後、なお特別財団に余剰が存在する場合には、当該余剰は倒産財団に組み込まれる（33条3項4文）。反対に、全寄託者に対して完全な満足を与えることができない場合には、不足額について寄託者は倒産財団から配当を受けることになる（33条5項）。

以上の特別財団分配のルールがどのように適用されるかを理解するために、次のような設例を考えてみよう<sup>93</sup>。

〔前提〕

- 金融機関 X（受寄者）が顧客 A、B、C（寄託者）にそれぞれ 40 の信用を供与した。
- A、B、C は X にそれぞれ有価証券を預け、質入れ授権をした。
- A、B、C の質入れ授権に基づき、X は Y（質権者）に有価証券（倒産手続開始時における評価額はそれぞれ 100）を質入れした。

このような前提のもとで、さらに二つの事例について考えてみる。

- (1) まず、Y が X に供与した再信用の金額が、X の A、B、C に対する信用供与の総額を下回っている場合である。

<事例 1 >

- Y は X に対して 100 の信用（再信用）を供与した。
- Y は 100 の有価証券（内訳は A の有価証券 60、B の有価証券 30、C の有価証券 10）を換価した。

<事例 1 >における特別財団は、200 の有価証券（A の有価証券 40、B の有価証券 70、C の有価証券 90）と 120 の金銭（A に対する信用供与 40、B に対する信用供与 40、C に対する信用供与 40）から構成される（総額 320）。特別財団の分配基準は A:B:C = 1:1:1 であり、寄託者に帰属すべき金額は A100、B100、

92 Quassowski and Schröder [1937] p. 59, Heinsius, Horn, and Than [1975] §33, Rn. 25.

93 以下の例は Heinsius, Horn, and Than [1975] §32, Rn. 29, 31, 35 による。

C100である（総額 300）。それゆえ、特別財団に属する有価証券と金銭は、Aに有価証券 40 と金銭 60、B に有価証券 70 と金銭 30、C に有価証券 90 と金銭 10 という形で配分されることになる。この配分の結果、A、B、C は完全な満足を受けることになるので、特別財団に残存する金銭 20 は倒産財団に支払われることになる。

(2) 次に、Y が倒産手続開始前に、倒産手続開始時における価額よりも低い価額で有価証券を換価していた場合はどうであろうか。

<事例 2 >

- Y は X に対して 120 の信用（再信用）を供与した。
- Y は倒産手続開始前に A の有価証券 100 と B の有価証券 80 を倒産手続開始時より低い価額で換価し、売却益 120 を得た。

<事例 2 >における特別財団は、有価証券 120（B の有価証券 20、C の有価証券 100）と、金銭 120（A に対する信用供与 40、B に対する信用供与 40、C に対する信用供与 40）から構成される（総額 240）。特別財団の分配基準は A:B:C = 1:1:1 であり、寄託者に帰属すべき金額は A80、B80、C80 となる（総額 240）。ここで、特別財団に現存する有価証券を寄託者は受領する義務を負うので、B は有価証券 20、C は有価証券 100 を取得する。B はさらに特別財団から金銭 60 を受け取るが、C は受領した有価証券の価額が自らに帰属すべき金額を超えているので、差額である 20 について特別財団に支払い義務を負うことになる。最後に A は金銭 80 の支払いを受けることになる。そして、A、B、C は特別財団から弁済を受けることができなかった金額 20 について、倒産財団から配当を受けることになる。

#### ハ. 保護人の選任

33 条の清算手続についても保護人が選任されることがある。33 条 6 項は 32 条 5 項を準用するので、倒産裁判所は、必要と認められる場合に、清算手続に参加する寄託者の権利を保護するために、保護人を選任することができる。保護人の職務は、清算手続に参加する寄託者の利益を代表し、特別財団の構成、分配割合の算定、特別財団の分配に際して倒産管財人を援助・監督することである。

## 4. 立法論への示唆と比較法研究への視座

本稿では、寄託法における顧客財産保護について、32条、33条の制定経緯及び解釈論上の問題点について検討してきた。ここまでの検討によって、寄託法を検討対象として取り上げた第1の理由であるドイツ法に対する理解の深化は、ある程度達成されたといえるだろう。そこで以下では、第2、第3の目的である、わが国の立法論への示唆と、今後の比較法研究への視座について、若干の考察を加えることにしたい。

### (1) 立法論への示唆

立法論への示唆のうち、法技術的な観点からは、まず32条の倒産優先権及び33条の清算手続が、倒産手続内部における特別の財産分配制度として設計されていたことが注目される。32条、33条の適用場面は金融機関の倒産の局面に限られるのであり、倒産手続が開始する以前の段階では、顧客は32条又は33条によって認められる権利を主張することはできない。顧客財産の保護を考える場合、実体的法律関係を変更するのではなく、手続法上の措置として問題を解決するというあり方は、わが国においても参考になるとと思われる。この点は、研究会報告書においても既に指摘されているところである<sup>94</sup>。

次に、寄託法が、一定の財産によって特別財団を構成し、それを倒産管財人に管理させることにしている点も重要である。一定の要件を充たす顧客を集団として倒産手続において平等に取り扱うことが制度化されているのである。もっとも、特別財団を管理する倒産管財人の負担が重くなる場合もある。特別財団が多数に上る場合などについて、寄託法は倒産裁判所による保護人の選任を認め、管財人の負担を軽減する措置を講じていた。このほか、例えば、倒産管財人が未履行契約の履行を選択するか否か（有価証券の売主に対して履行を選択するか否か）について、32条の倒産優先権者と一般の倒産債権者の利益を比較しつつ、困難な判断を強いられる可能性があることも、立法論を検討する際には重要な問題となるだろう。

さらに、立法論の前提となる価値判断についても、寄託法の検討から一定の示唆が得られる。まず、32条及び33条の解釈論として、顧客に分配されるべき有価証券と同種の有価証券を金融機関が自己の財産として保有していた場合には、当該有価証券は一定の条件の下で特別財団に含まれ、顧客への分配に充てられると考えられていた。一般の倒産債権者の犠牲において一定の顧客を優遇するという考え方は

<sup>94</sup> 金融取引における預かり資産を巡る法律問題研究会 [2013] 55頁。

アメリカ法においても採られているが<sup>95</sup>、わが国における立法論を考える際には、同様の考え方が日本法にも当てはまるのかということが検討されなければならない<sup>96</sup>。

次に、寄託法が、倒産した金融機関の顧客から一定の要件を充たす顧客を切り出して、これらの者を平等に取り扱う点にも注意が必要である。例えば 33 条の適用場面では明示的に「危険共同体」という発想が示されていた<sup>97</sup>。通常質入れを許容した顧客の間では、ある顧客に生じた損失を全員で平等に負担すべきであると考えられていた。その結果、取戻権を行使できる寄託者に対して清算義務が課され得ることになる。他方で 32 条についても、同種の有価証券について所有権を取得できなかった顧客と所有権を喪失した顧客は同一の特別財団から分配を受けるので、その限りで、これらの顧客は、倒産手続において平等に処遇されることになる。金融機関が破たんした場合に、多数存在する顧客のうち一定の者を平等に扱うという発想が日本法にも妥当するのか、仮に妥当するとすればいかなる基準に基づいて顧客をグループ分けするのかという問題が、立法論に際しては検討されなければならないだろう。

## (2) 比較法研究への視座

最後に、比較法研究への視座として興味深いのは、顧客財産保護の議論においていかなる「顧客」が想定されているかということである。例えば、32 条の倒産優先権に関する債務履行要件については、1923 年に 1896 年寄託法が改正された直後から、交互計算との関係が問題として取り上げられていた<sup>98</sup>。このことは、倒産優先権を付与すべき主体として、商法の適用のある顧客が想定されていたことを示唆するものといえる。また、32 条に基づく特別財団の分配手続において有価証券の現物返還が顧客の利益にかなうとされていたことも<sup>99</sup>、金銭配当では代替できない利益を有する顧客が念頭に置かれていたものとも考えることもできる。

これに対して、例えば、アメリカの証券投資者保護法（SIPA）は、ブローカー・ディーラーや銀行を同法による補償を受ける顧客に該当しないとしている。これらの者は「積極的かつ自衛能力のある（active and sophisticated）投資家」であるので、SIPA による保護が必要ないとされるのである<sup>100</sup>。そうだとすると、アメリカ

95 金融取引における預かり資産を巡る法律問題研究会 [2013] 87 頁。

96 研究会報告書もこの点の検討の必要性を指摘する（金融取引における預かり資産を巡る法律問題研究会 [2013] 92 頁）。

97 3 節 (1) 参照。

98 2 節 (2) ロ. (イ) b. (b) 参照。

99 2 節 (3) ロ. 参照。

100 松岡 [2013] 108～109 頁。

法のもとで顧客財産の保護が議論される場合、「顧客」として想定されるのは専門知識に乏しい投資家（消費者としての性格を有する投資家）であると考えることができる。

以上の対比は、有価証券取引において財産保護を必要とする顧客の属性が、ドイツとアメリカで現実に異なることを意味するわけではない。本稿の冒頭で述べた通り、顧客財産保護が国際的に議論されている今日においては、むしろ保護すべき顧客の属性は共通していると考えた方が実態に即しているだろう。しかしながら、法制度の比較を行う場合には、その内部における法的議論の蓄積が重要な意味を持つ。場合によっては、法的議論に社会の在り方の特徴が現れていることもあり得る<sup>101</sup>。法的議論の背後にある基本的発想の違いを明らかにするという意味で、ドイツの寄託法をめぐる法的議論は興味深い素材を提供するように思われる。本稿では十分な検討ができなかったが、今後の課題としたい。

.....  
101 例えば Whitman [2007] は、法が個人のアイデンティティを消費者として捉えるか（消費者主義（consumerism））、生産者として捉えるか（生産者主義（producerism））という対立軸を設定したうえで、アメリカ法においては前者が、ドイツ法やフランス法などにおいては後者が基調をなすとする。そのうえで、アメリカの投資家保護法は消費者保護法に類似することを指摘する（p. 400）。

## 参考文献

- 石井照久・鴻常夫、『商行為法（商法V）』、勁草書房、1978年
- 江頭憲治郎、『商取引法（第6版）』、弘文堂、2010年
- 河本一郎、『有価証券振替決済制度の研究』、有斐閣、1969年
- 神崎克郎、「証券売買委託者の法的地位（二）」、『神戸法学雑誌』第14巻第1号、1964年、51～111頁
- 神田秀樹・山田誠一・神作裕之・藤田友敬、『日本の証券決済法制のあり方——民事基本ルールを中心として』、証券保管振替機構、2000年
- 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り方」『金融研究』第32巻第4号、日本銀行金融研究所、2013年、25～104頁
- 日本証券経済研究所、『新外国証券関係法令集 ドイツ』、日本証券経済研究所、2009年
- 松岡啓祐、『証券会社の経営破綻と資本市場法制——投資者保護基金制度を中心に』、中央経済社、2013年
- 森下哲朗、「国際的証券振替決済の法的課題（四）」、『上智法学論集』第50巻第4号、2007年、45～104頁
- 山下友信、「ドイツにおける債権振替決済」、資本市場研究会『大口取引に係る株式委託手数料の自由化について』、資本市場研究会、1993年、179～202頁
- 吉野正三郎、『ドイツ倒産法入門』、成文堂、2007年
- Baumbach, Adolf, and Klaus J. Hopt, *Handelsgesetzbuch, 36. Auflage*, C. H. Beck, 2014.
- Buxbaum, Carmen, *Anlegerschutz zwischen Bankbedingungen und Rechtsnormen, eine Untersuchung zu dem Depotgesetz von 1896*, Duncker & Humblot, 2002.
- Canaris, Claus-Wilhelm, *Bankvertragsrecht, 2. Auflage*, Walter de Gruyter, 1981.
- Heinsius, Theodor, Arno Horn, and Jürgen Than, *Depotgesetz, Kommentar zum Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren vom 4. Februar 1937*, Walter de Gruyter, 1975.
- Hopt, Klaus J., “Zur Reichweite der besonderen Konkursvorrechte nach §32 DepotG, §35 HypBankG und §77 VAG unter besonderer Berücksichtigung von Zinsen, Dividenden und Bezugsrechten,” *Betriebs-Berater* 1975, 1975 a, pp. 397–404.
- , “Rechtsprobleme der Kostentragung und Verteilung bei den besonderen Konkursvorrechten nach §32 DepotG, §35 HypBankG und §77 VAG,” *DB* 1975, 1975 b, pp. 1061–1067.
- International Organisation of Securities Commissions, “Survey of Regimes for the Protection, Distribution and/or Transfer of Client Assets, Final Report,” 2011.
- , “Recommendations Regarding the Protection of Client Assets, Consultation Re-

- port,” 2013.
- Meier, Johann Christian, *Die Entstehung des Börsengesetzes vom 22. Juni 1896*, Scripta Mercaturae, 1992.
- Miletzki, Rainer, “100 Jahre Depotrecht,” Wertpapier Mitteilungen Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht 1996, 1996, pp. 1849–1852.
- Opitz, Georg, *Depotgesetz, Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren vom 4. Februar 1937*, 2. Auflage, Walter de Gruyter, 1955.
- Palandt, Otto, *Bürgerliches Gesetzbuch*, 73. Auflage, C. H. Beck, 2014.
- Quassowski, Leo, and Georg Schröder, *Bankdepotgesetz, Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren vom 4. Februar 1937*, Franz Vahlen, 1937.
- Riesser, Jakob, *Das Bankdepotgesetz (Gesetz, betreffend die Pflichten der Kaufleute bei Aufbewahrung fremder Wertpapiere vom 5. Juli 1896) mit Berücksichtigung der Verordnung über die Aufbewahrung fremder Wertpapiere vom 21. November 1923*, 4. Auflage, O. Liebmann, 1924.
- Scherer, Peter (ed.), *Depotgesetz (DepotG), Kommentar*, C. H. Beck, 2012.
- Schumann, Georg, *Bankverwahrung und Konkurs nach der neuesten Gestaltung des Depotgesetzes*, Theodor Weicher, 1926.
- Schütz, Wilhelm, “Die Änderung des Depotgesetzes und der Eigentumsvorbehalt bei Wertpapierlieferungen,” Bank-Archiv, Zeitschrift für Bank- und Börsenwesen 23, 1923–1924, pp. 128–134.
- Sethe, Rolf, *Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung*, Dr. Otto Schmidt Verlag, 2005.
- Whitman, James, “Consumerism Versus Producerism: A Study in Comparative Law,” *Yale Law Journal*, 117, 2007, pp. 340–406.

