

アメリカ合衆国における セキュリティの譲渡と担保権設定*

木 南 敦

1. はじめに
2. セキュリティ
3. 統一商法典第8編におけるセキュリティの譲渡
4. 統一商法典第8編におけるセキュリティに対する質権設定
5. ブックエントリー財務省規則における譲渡と質権設定
6. 譲渡・質権設定間の競合
7. おわりに

1. はじめに

1. アメリカ合衆国におけるセキュリティの保有と取引では、セキュリティの保有者が金融機関にある勘定を介してセキュリティを保有し取引し、それが階層構造を形成することがある。このようなセキュリティの保有に見られる階層構造を前提として、セキュリティの譲渡と担保権（質権）設定に関する法の規定の内容とその特色を明らかにすることが本稿の基本的なねらいである。

以下、1では、セキュリティの保有に見られる階層構造の生成とその意味するところを

探ることにする。2では、譲渡と担保権設定に適用される法である統一商法典 (Uniform Commercial Code)¹⁾ におけるセキュリティの概念を検討することにする。また、合衆国財務省債は現在すべて連邦準備銀行の管理する帳簿上で債券なしに発行されるセキュリティの一種であり、このようなブックエントリー式財務省債の譲渡と質権設定には財務省の規則（ブックエントリー財務省規則）が存在する。²⁾ 統一商法典第8編には1977年に大幅な改定が行なわれた。この改定の趣旨は、第8編の規定の仕方をセキュリティの取引の慣行にそうように改めること、それまでのセ

* 本稿は、筆者が日本銀行金融研究所において客員研究員として行なった研究の一部をまとめて提出した報告書に、その後の研究の成果を踏まえて加筆したものである。この間に金融研究所研究第2課所属の日本銀行職員の方々から数々の御助力を賜ったことを記してお礼申し上げます。

1) 本稿では、特記しない限り、1977年改定前の統一商法典の第8編の規定を引用する場合、例えば、§8-301 (pre-1977) と表示し、1977年改定後の第8編の規定を引用する場合、例えば、§8-301 (1977) と表示する。なお、注109も参照。

2) 31 C.F.R. §§306.115-306.122 (1990)。

キュリティの担保権設定に関する規定に見られた不明確さを解消すること、セキュリティに証券のない場合にそのような証券のないセキュリティの譲渡と担保権設定に関する規定を設けることにある。³⁾ 統一商法典とブックエントリー財務省規則におけるセキュリティの譲渡と担保権設定に関する規定を見ることにする。その際に、1977年改定前後の異同に注意し、また、セキュリティが階層構造の中で管理される場合の扱いにも注意する。これを通じて、統一商法典とブックエントリー財務省規則におけるセキュリティの譲渡と担保権設定に見られる物権法構成の内容を明らかにする。そのために、次の順序で検討を進める。3では、統一商法典第8編におけるセキュリティの譲渡に関する規定を検討する。また、4では、統一商法典第8編におけるセキュリティの担保権設定に関する規定に検討を加える。5では、ブックエントリー式財務省債の譲渡と担保権設定に関する規定を検討し、統一商法典第8編の規定との関わりを検討する。6では、セキュリティについて譲渡または担保権の設定を受けたという者が複数現れて相容れない権利を主張する場合を想定し、第8編の規定による解決の検討を通じて、第8編の譲渡と担保権設定の規定の基礎にある物権法構成による規定の内容の意味するところを探る。おわりに7では、現在進行中の統一商法典第8編とブックエントリー財務省規則の見直し作業の中で本稿における検討との

関連で重要と考えられる課題を指摘する。

2. セキュリティの代表例である株式や公社債といった権利が売買されると、このような権利は証券と呼ばれる紙片である株券や債券に記載されそれと結合しているから、その権利移転には証券の交付が必要であるとされる。このように権利を紙片である証券に記載し権利の移転に使用して、権利の移転の方法を簡便にして権利の流通を促進するための方法が考案された。権利は証券と呼ばれる紙片に記載されることによって市場における取引の対象となりうる程度の流通性を有するといえることができる。この方法によって、大規模な資金調達が容易になり、資金提供者には譲渡が容易になることで回収や担保としての利用が容易になる。こうして、権利の証券との結合で、権利が財産として有する価値を高めることになる。

権利が証券に記載されその権利を取引する市場が形成され、取引が活発になると、その分だけ証券の交付が必要になる。権利の移転に際して、現実に証券という紙片を引渡すならば、取引の量が増すにつれ証券の引渡に伴う事務が増大する。この事務の円滑な実行は取引にとって不可欠である。この事務が円滑に迅速に実行されないと、権利の流通性が阻害される。そのため、権利の流通性を確保するために事務負担を軽減することが必要になり、その方策が検討されてきた。⁴⁾

3. 投資家と証券会社がセキュリティを売

3) See Martin Aronstein, Security Interests in Securities: Now Code Reflects Modern Security-Holding Practices, 10 U.C.C. L. J. 289, 290 (1977). See also Martin Aronstein, A Certificateless Article 8? We Can have It both Ways, 31 Bus. Law. 727 (1976).

4) See Committee on Stock Certificates, Section of Corporation, Banking & Business Law, American Bar Association, Report of the Committee on Stock Certificates 6 (1975); Symposium on the Certificateless Society, 26 Bus. Law. 603 (1971). 河本一郎、有価証券振替決済制度の研究 (1969) 参照。

買すると、買付けまたは売却した証券に代金を支払い、証券を受渡（デリバリー）することが必要である。この場面における証券の現実の交付を省略するには、投資家が証券会社に証券を預けておくという方法がある。投資家は、証券を自ら保有し管理するのではなく、証券会社を信用して証券を保管してもらうのである。これで、投資家は取引ごとに証券を受渡することなく迅速に取引することができる。また、証券の保管に伴う危険を回避することができる。保管に際しては、証券会社が、顧客ごとに証券を保管するのではなく、同種の証券をまとめて保管することも考えられる。

証券会社は、市場で投資家の指示で売買するほか自己勘定で売買するから、売買した証券を取引の相手方の証券会社の間で受渡する必要がある。この場面において現実の交付を簡略にするには、証券会社が、証券を予め同一地域にある保管者に預け、その保管者に対して指示して保管者間で証券を受渡してもらう方法が考えられる。このようにしても現実の交付が省略されるのではない。ここで、証券を預ける相手を共通にすれば、現実の交付が省略される。証券会社がある保管者に証券を集中して保管してもらうと、証券を交付することは不用になる。すると、交付がこのような証券の保管者の帳簿の記載の変更に置き換えられ、帳簿上の振替によって証券が交付されたと観念される。このようにして、いわゆる有価証券振替決済制度⁵⁾ が生まれる

と考えられる。この仕組みによって、証券の交付は、この制度の参加者間では集中保管者の帳簿上の付け替えで行なわれ、現実の証券の交付が省略される。

投資家は、その保有する証券を自ら保管するのではなく保管者（カストディアン）を選任してそれに保管させることがあり、これは機関投資家に多く見られる。銀行が多くの場合保管者になるので保管銀行と呼ばれることがある。保管銀行が使用される場合には、証券の交付は投資家の保管銀行と取引先である証券会社の間で行なわれる。この場面において証券の現実の交付を省略するには、保管銀行が証券を集中的に保管する保管者に保管銀行としての業務を遂行するための勘定を有する方法がある。

4. 証券が集中保管される仕組みでは、証券会社から集中保管者まで、特定の者から預った特定の証券をその者のために保管するのではなく、預った同種の証券を顧客に特定することなく保管することになる。この場合、このように保管される証券は代替可能なものの集合を構成すると扱われる。そして、証券を預けた者は、自己が預けた証券の数量の同種の証券の全体数に対する割合に応じて預けていると考えられる。いわゆる混蔵保管の状態である。これによって、金融機関は預かった証券を別の金融機関に保管してもらうことが可能になる。こうして、証券の保管には次のような階層構造⁶⁾ を見いだすことになる。⁷⁾ 最上層に証券の集中保管者が見られ

5) 河本、前掲注4参照。

6) セキュリティの保管の階層性は、河本、前掲注4、275頁で指摘されるところである。

7) See Department of Treasury, Regulations Governing Book-Entry Treasury Bonds, Notes, and Bills, 51 Fed. Reg. 8846, 8846 (March 14, 1986); Mooney, Beyond Negotiability: A New Model for Transfer and

る。その次の階層（第二層）には、集中保管者に証券を保管してもらう者が見られる。これに該当する者は、証券市場で非常に活発に取引する証券会社や銀行等の金融機関、場合によっては機関投資家の一部である。金融機関に証券を預ける投資家が、このひとつ下の層（第三層）に見られる。第三層には金融機関が見られることもある。このような金融機関に証券を預ける投資家がこの次の層に見られることになる。

セキュリティの保有者が証券を預けたまま取引すると、権利の譲渡に必要な証券の交付は保管者の記録帳簿上の記載の変更、つまり記録帳簿上の口座間の振替によって行なわれる。取引が階層構造に組み込まれている者の間で行なわれ、証券自体が必要とされない限り、このような記録帳簿上の口座間の振替でことがすべて済む。そして、証券は最上層の保管者に集中して保管されている。すると、証券はここで保管されるために作成されるということもできる。多数の証券の作成は無用で、証券が1枚あれば足りると感じられる。ひいては、それならば証券作成自体が無用であり、発行者の帳簿上の記載だけで足りるとも感じられる。

権利はその譲渡を簡便にし流通を促進するよう紙片と結合させられた。このようにして現れた証券は、権利の流通の活発になるにつ

れて流通を阻害する要因と見られることになる。そして、証券を現実に交付することなく取引しうる仕組みが開発され使用され、権利の取引が証券という紙片の移動から分離されることになる。⁸⁾ すると、権利を紙片に記載するという方法がもともと有した意義が失われがちになる。証券の交付に対応する権利移転の方法が、証券の交付に代わって意味を有する。証券をいったん作成して預けるかそれとも証券をもともと作成しないかは、権利の移転が確実に権利の帰属が確定するならば、取引当事者には重要な関心事ではないと考えられる。ここでは、証券保管に見られた階層構造の中で権利が取引されることが重要な意義を有する。セキュリティの取引の実際が階層構造の形態に反映され、また、階層構造中で取引を行なう当事者の占める位置が、その者が行なうセキュリティの取引に意味を与えると見ることができる。また、階層構造は、権利が証券から分離された状態において見られるから、セキュリティについての証券の有無にかかわりなく同じ形態で出現すると考えられる。

セキュリティの権利者が株主名簿のように権利者名簿に登録される場合、階層構造に属する者が管理する記録帳簿上の記載の変更によるセキュリティの譲渡は、ノミニー名義⁹⁾による登録が行なわれることに依存する。こ

Pledge of Interests in Securities Controlled by Intermediaries, 12 Cardozo L. Rev. 305, 316-25 (1990) (以下、Mooney, Beyond Negotiability として引用する)。

8) 河本、前掲注4、10-11頁参照。また、木南敦、債券の移転における証券の結合と証券との分離について、民事研修399号15、22-23頁（1990）参照。

9) ノミニー名義で登録するストリート・ネームという慣行がある。取引の円滑のため、権利者が、本人名義で発行者ないし義務者の株主名簿等の権利者名簿上に登録されず、その取引先であるブローカーや銀行またはそのノミニー（nominee）名義で登録される。登録の行なわれた名簿上の名義は多数の実質的な権利者に対応する。階層構造の最上層にある者（またはそのための証券の保管者）は、そこで保管される証券

のような譲渡は、権利移転ごとに権利者名簿上に実質的な権利者の本人名義の記載の変更を必要とするのでは成り立ち難い。実質的な権利者がある数量分のセキュリティを譲渡する場合を考えると、このセキュリティについて、譲渡人側の金融機関の管理する帳簿にある譲渡人の勘定でこの分減少させられ、譲受人側の金融機関の管理する帳簿にある譲受人の勘定でこの数量分増加させられる。発行者の権利者帳簿には何ら変更は見られない。ノミニー名義登録と実質的な権利者による権利の譲渡はこのように分離されていると考えられる。株式や公社債といったセキュリティは、権利の財産としての価値に着目して取引の対象とされ、現在の取引の実体を見れば非常に頻繁に移転する。実質的権利者とノミニー名義の分離は、これを反映すると理解することができる。

5. アメリカ合衆国におけるセキュリティの譲渡と担保権設定を考察することが本稿の目的である。アメリカ合衆国では、それぞれの州が制定する統一商法典の第8編にセキュリティの譲渡を、第8編と第9編に担保権の設定を扱う法原則が定められる。合衆国財務省の定める規則にセキュリティの一種である財務省債の譲渡や担保権の設定に関する法原則が見られる。

統一商法典は、統一州法委員全国会議とアメリカン・ロー・インスティテュートがアメリカ合衆国の諸州の法を統一するために共同で作成し公表した法律案であり、これは法律

として制定するように各州に働きかけられる。第8編には1977年に改定が行なわれた。現在、統一商法典全体は、アメリカ合衆国のうちルイジアナ州を除く全州で制定されて、ルイジアナ州も第8編は制定している。現在のところ、1977年改定後の第8編を制定した州は37あり、ニューヨーク州などセキュリティの取引に重要な州を含む。¹⁰⁾

合衆国財務省債に関しては財務省が法律の規定に基づいて規則を制定する。この規則には政府債の譲渡や担保権の設定に関する規定が含まれる。これらの規則が定める合衆国財務省債の譲渡や担保権の設定移転に関する規定もここで考察の対象とする。

2. セキュリティ

1. 権利が譲渡可能であるとする、その譲渡に関する法規定が必要である。それは、譲渡の方法、譲渡される権利の譲渡人、譲受人および義務者、そしてそれ以外の第三者との関係を定めることになる。また、譲渡だけではなく権利に対する担保権の設定に関しても規定されることになる。統一商法典第8編はセキュリティという一定の権利について譲渡と担保権の設定に関する規定を置く。ここでは、まず、第8編の適用対象とするセキュリティに関する規定の内容を扱い、あわせて、セキュリティの一種である合衆国政府債に関する財務省規則におけるブックエントリー式財務省債の扱いにふれることにする。

第8編の対象はセキュリティ (security)

に対応する権利をそのノミニーの名義で登録する。例えば、アメリカ合衆国で最大の預託機関である Depository Trust Company は、そのノミニーである Cede & Company 名義で登録する。See Mooney, *Beyond Negotiability*, at 319-20 n.34.

10) 1990年9月の数字である。

と呼ばれる権利である。¹¹⁾ セキュリティという概念の核にあるのは、事業に対する持分または債務で、このような権利の組織的な市場で一般に取引される類型に属するか一般に投資の手段として承認されるものである。¹²⁾ セキュリティには証券ないし証書 (certificate) のあるものとないものがある。¹³⁾ 1977年改定後の第8編は、前者を証券のあるセキュリティ (certificated security) と、後者を証券のないセキュリティ (uncertificated security) と呼ぶ。このうち、証券のあるセキュリティは従来から第8編の規定の対象とされていた。1977年の第8編の改定が証券のないセキュリティという概念を導入した。この改定の目的には権利の移転に証券を要することから生じる難点の解消があり、その解消の方策としてセキュリティという権利を表章する証券なしで済ませる方法が導入された。

第8編の適用の有無は、ある権利が証券のあるセキュリティまたは証券のないセキュリティの定義に該当するか否かで決まる。この定義に該当すれば、その権利の取引に第8編が適用される。こうして第8編の適用範囲が決まる。第8編の基本方針は、証券のあるセキュリティも証券のないセキュリティも可能

な限り同じように扱うということである。第8編は証券のないセキュリティの発行の根拠となるのではなく、その発行の可否は発行主体に関する法の内容で決まることである。¹⁴⁾ このセキュリティの概念は第8編の適用の有無の判定基準に用いられる概念であり、いわゆる連邦証券諸法の適用に関してある権利ないし利益がセキュリティであるということとは関連がない。¹⁵⁾

2. 証券のあるセキュリティは、株式、持分またはその発行者の財産もしくは事業に対するその他の利益、またはその発行者の債務であり、(i) 持参人払式または記名式で発行された証書によって表章され、(ii) 一般に証券取引所または市場で取引されるか一般にそれが発行されまたは取引されるところで投資の手段として認識される種類のもの、(iii) 株式、持分、利益または債務のある種類もしくはある組に属するか種類または組に内容にしたがって分けることができるものであると定義される。¹⁶⁾ 証券のあるセキュリティは流通証券 (negotiable instrument) であるが、¹⁷⁾ その紙片の記載が第3編の適用要件を満たしてもその適用はなく第8編が適用される。¹⁸⁾

11) セキュリティは証券と訳されることがある。ここで述べるように、第8編の対象であるセキュリティは必ずしも証書ないし証券 (certificate) のあるものとは限らないので、セキュリティという語を使用する。

12) See §8-102 Comment 2 (1977).

13) §8-102(1)(c) (1977).

14) See §8-101 Comment (1977).

15) See §8-102 Comment 3 (1977).

16) §8-102(1)(a) (1977). 証券のあるセキュリティという語は、それが記載される紙片ないし証券自体ともその表章する利益とも解されるために混乱を招くことがある。そこで、セキュリティに証券がある場合、「セキュリティ」と「証券のあるセキュリティ」という言葉は、その文脈次第で無形の利益またはこの利益を表章する証書または両者を意味するとされる。§8-102(1)(c) (1977).

17) §8-105(1) (1977).

18) §8-102(1)(c) (1977). 証券のあるセキュリティとその他の流通証券の決定的な違いは、証券に裏書する者がその発行者の負う義務との関わりで二次的責任を負わない点である。§8-308(9) (1977).

証券のあるセキュリティには記名式 (registered form) と持参人払式 (bearer form) がある。証券のあるセキュリティは、それが証券またはその表章する権利に対する権利を有する者を特定し、かつ、その移転が発行者によってまたはその者のために移転登録のため管理される帳簿に登録されうるかそのように証券に記載される場合、記名式である。¹⁹⁾ 証券のあるセキュリティは、裏書を理由とするのではなく証券の内容にしたがって持参人に権利がある場合、それは持参人払式である。²⁰⁾

3. 証券のないセキュリティは、株式、持分またはその発行者の財産もしくは事業に対するその他の利益、またはその発行者の債務であり、(i) 証書によって表章されず、その移転が発行者またはその者のために移転登録のため管理される帳簿上へ登録され、(ii) 一般に証券取引所または市場で取引され、(iii) 株式、持分、利益または債務のある種類もしくはある組に属するか種類または組にその内容にしたがって分かちうるものである。²¹⁾

この証券のないセキュリティの定義には、証券のあるセキュリティの定義に見られる「それが発行され取引されるところで投資の手段として認識される種類のもの」という部分が見あたらない。この部分が証券のないセキュリティの定義に含まれると、証券による表章が必要とされないから、多数の利益が投

資の手段と見られるということでこの定義に該当する可能性がある。例えば、銀行預金は一般には投資の手段と認識されるため、この部分が定義の中にあると証券のないセキュリティに該当する可能性があるが、一般には市場で取引されない限りこの定義に該当しないとことになる。²²⁾

証券がセキュリティに発行されても、証券が権利者に交付されていないことがある。このように証券が名目上しか発行されない場合、証券のあるセキュリティが、移転の登録その他の一時的な目的、支払い、交換または発行者による取得以外の理由によって発行者またはその名義書換代理人によって保持されまたはこれらの者に返還されているならば、このセキュリティは第8編に関しては証券のないセキュリティと扱われる。²³⁾ この場合、発行者は機能的に見ると証券のないセキュリティの発行者と同じことで、証券のないセキュリティの場合と同一の原則が適用されるべきであるというのである。²⁴⁾

4. 合衆国政府債は、合衆国の借入の根拠となる法律に基づいて発行され、その根拠とされる法律の規定により種々のものがある。ここで対象とする合衆国政府債は、第2自由公債法 (Second Liberty Bond Act) に基づいて発行される譲渡可能な財務省債 (Treasury security) と呼ばれるものである。²⁵⁾ これには、現物財務省債 (definitive Treasury security)

19) §8-102(1) (d) (1977).

20) §8-102(1) (e) (1977).

21) §8-102(1) (b) (1977).

22) See §8-102 Comment 2 (1977).

23) §8-102(1) (c) (1977).

24) §8-102 Comment 2 (1977).

25) 31 C.F.R. §306.115(b) (1990).

とブックエントリー式財務省債 (book-entry Treasury security) がある。²⁶⁾ 現在、印刷された証書の形をとる現物財務省債はほとんど見られず、連邦準備銀行の管理する帳簿上の記載の形で発行される。

1968年に、財務省は、ブックエントリー式財務省債の形で財務省債を連邦準備銀行の帳簿上への記載のみによって発行管理する仕組みの使用を始めた。最初、この仕組みは連邦準備銀行に直接セキュリティ勘定を有する金融機関の保有する財務省債に限定された。1971年に、金融機関が、その顧客の有するセキュリティについても連邦準備銀行に開設する勘定を通じて保管できるように、この仕組みが拡大された。²⁷⁾ 1978年以降、財務省短期証券 (Treasury bill) はブックエントリー式でのみ発行されている。1986年以降、市場性のある財務省債はすべてブックエントリー式で発行されている。1985年末には、市場性のある財務省債の残高の97パーセントがブックエントリー式で保有されていた。²⁸⁾

ブックエントリー式財務省債は財務省の規則にしたがって発行される。²⁹⁾ 連邦準備銀行は財務省規則に基づいて次のような権限を与えられる。³⁰⁾ (a) その記録上の記載によりブックエントリー式財務省債を発行するこ

と。この記録には、預託者の氏名、金額、借入の名称 (シリーズ)、満期の記載などが含まれる。(b) ブックエントリー式財務省債と現物財務省債との間の転換を行なうこと。

(c) その他ブックエントリー式財務省債に元利支払いを行ないまたそれを維持管理すること。(d) 売買または譲渡された財務省債の金額および記述 (すなわち、借入の名称 (シリーズ) と満期日) と取引日を特定する文書による (整理番号等の付された) 通知の形で取引の確認を発行することである。なお、ブックエントリー式財務省債の預託者は、ブックエントリー式財務省債を記名式または持参人払式の同種の現物財務省債の形で引き出すことができる。³¹⁾

ブックエントリー式財務省債に関する財務省規則には、セキュリティの一種である財務省債の譲渡と担保権設定に関する規定がある。財務省規則に規定のある限りで、その規定の対象である財務省債は、統一商法典第8編のセキュリティの定義に該当するとしても、財務省規則の規定に従うことになる。譲渡と担保権の設定について財務省規則に定められていないことがらには、州法である統一商法典第8編の適用がある。³²⁾

各種の合衆国政府の機関がブックエント

26) 31 C.F.R. §306.115(c), (d) (1990).

27) See Matthew Hoey & Leopold Rassnick, Automation of Government Securities Operations, 17 Jurimetrics J. 176, 179-81 (1976); Marcia Stigum, After the Trade: Dealer and Clearing Bank Operations in Money Market and Government Securities 77-92 (1988).

28) See Department of Treasury, Regulations Governing Book-Entry Treasury Bonds, Notes, and Bills, 51 Fed. Reg. 8846 (March 14, 1986).

29) 31 C.F.R. §§306.115 - 306.122 (1990). ブックエントリー式財務省短期証券を扱う内容面で類似する規則がある。31 §C.F.R. 350.1-350.6 (1990).

30) 31 C.F.R. §306.116 (1990).

31) 31 C.F.R. §306.119(a), (b) (1990).

32) 財務省規則があることがらについて州法に委ねるときにもこの問題がある。See 31 C.F.R. §306.118(b).

リー式で政府機関債を発行する規則を有し、これらの規則はブックエントリー式財務省債に関する財務省規則にならって制定され、その内容はブックエントリー式財務省債に関する財務省規則の内容にほぼ等しい。³³⁾ ブックエントリー式財務省債に関する財務省規則を代表例としてとり上げる。

3. 統一商法典第8編におけるセキュリティの譲渡

1. 株券(stock certificate)や社債券(bond)は権利を表章する証券であり、これらは流通証券であるといわれる。³⁴⁾ 統一商法典第8編の規定によれば、株式や社債はセキュリティに該当し、それに株券や社債券があれば証券のあるセキュリティであり、株券や社債券がなければ証券のないセキュリティである。そして、証券のあるセキュリティは流通証券とされる。³⁵⁾ ここでは第8編における

株式や社債というセキュリティの譲渡に関する規定を検討する。

セキュリティが売買されるときに買主への権利の移転が生じる方法を定める規定が8-313条である。現在の証券ないしセキュリティの保有の形態を前提として、この規定は、証券会社や銀行等の金融機関が顧客であるセキュリティの権利者のためセキュリティを保管している場合とそうではない場合の違いを反映する。このことを念頭に置いて第8編の規定を見ることにする。

第8編でいう金融機関(financial intermediary)とは、事業の通常の過程でその顧客のためにセキュリティ保有勘定(security account)を管理する銀行、証券業者、清算機関(clearing corporation)その他の者であり、かつ、その資格で行動している者である。³⁶⁾ 金融機関は、その顧客のために勘定中に保有されるセキュリティに対する担保権

33) 1 C.F.R. §§462.1-462.8 (1990) (連邦住宅貸付抵当公社 (Federal Home Loan Mortgage Corporation)); 7 C.F.R. §1901.506 (1990) (農業住宅局 (Farmers Home Administration)); 12 C.F.R. §§406.1-406.8 (1990) (輸出入銀行 (Export-Import Bank)); 12 C.F.R. §§506a.1-506a.9 (1990) (連邦住宅貸付銀行理事会 (Federal Home Loan Bank Board)); 12 C.F.R. §§615.55450-615.55494 (1990) (農業信用機構 (Farm Credit Administration)); 12 C.F.R. §§811.1-811.7 (1990) (連邦融資銀行 (Federal Financing Bank)); 24 C.F.R. §§81.41-81.49 (1990) (連邦住宅抵当金庫 (Federal National Mortgage Association)); 31 C.F.R. §§354.1-354.9 (1990) (奨学貸付融資金庫 (Student Loan Marketing Association)); 39 C.F.R. §§761.1-761.8 (1990) (合衆国郵政公社 (United States Postal Service)).

34) 株券にあらわされるのは、債務ではなく会社の持分である株式であったが、流通証券の性質が認められた。流通証券の特色は次のように要約することができる。証券とそこに表章される債務が一体化され、権利の譲渡には証券の交付が必要であり、弁済は証券を占有する所持人にのみ行なうことができ、所持人の流通証券に表章された権利を差し押さえるには所持人の債権者はその証券の占有することが必要がある。そして、証券上に現れない瑕疵または抗弁の認識なしに証券を善意で有償で取得した所持人が正当所持人(holder in due course) (または善意取得者(good faith purchaser))といわれ、正当所持人および正当所持人から権利を譲受けた者は、証券の表章する債務の義務者の人的抗弁を受けずにまたその権利と両立しない権利の主張を受けずにその権利を行使することができる。See Grant Gilmore, The Commercial Doctrine of Good Faith Purchase, 63 Yale L. J. 1057, 1093-96 (1954).

35) See §§8-102(1) (a), (b), 8-105(1) (1977); §§8-102(1), 8-105(1) (pre-1977).

36) §§8-313(4) (1977).

を有してもよいとされる。³⁷⁾ 金融機関は顧客の指示にしたがってセキュリティを支配する者でなければならない。その支配の行使の方法はいくつもあり、証券のあるセキュリティを自分で占有すること、証券のないセキュリティの登録上の所有者または質権者になることや別の金融機関に自己の勘定を有することなどが挙げられる。ここで重要な要素は、顧客のため勘定を設けてセキュリティを保管することである。例えば、銀行が顧客のために勘定を設けてそこでセキュリティをその事業の一部として管理すると、その勘定に関してはここでいう金融機関となる。銀行が融資の担保のため借主の勘定で保有されてはいないセキュリティに担保権を設定すると、銀行は顧客のためではなく自己のためにセキュリティを保管するから、ここでいう金融機関に該当しない。これに対して、証拠金勘定については、証券会社はセキュリティに対して自己の権利を有するが、この勘定で顧客のためにセキュリティを保管するから、証券会社はここでいう金融機関であるとされる。³⁸⁾

セキュリティの譲渡に関する8-313条の規定の仕方が1977年改定で大きく変わった。1977年改定前の8-313条は、買主への交付

(delivery) の時点で、買主が売主の有したセキュリティに対する権利を取得すると規定した上で、³⁹⁾ 買主への交付が行なわれる方法とその時点の規定する。⁴⁰⁾ この交付の方法とその時点の定めは排他的ではなく、ここに規定される以外の方法で交付することが認められると解される。⁴¹⁾ 1977年改定後の8-313条は、買主への譲渡 (transfer) の時点で買主が売主の有したセキュリティに対する権利を取得すると規定した上で、⁴²⁾ 買主への譲渡の生じる排他的な方法と時点を定める。⁴³⁾ このように、1977年改定は、証券の交付によるセキュリティに対する権利の取得という考えから、セキュリティの譲渡方法の排他的な列挙という考えに規定の仕方を移行させた。この移行の背景には、1977年改定で証券のあるセキュリティと証券のないセキュリティの譲渡が合わせて規定され、証券のないセキュリティに交付ということが考えられないことがあると考えられる。

買主は、売買による取得者のほかに無償取得者や質権者等の担保権者を含む概念である。⁴⁴⁾ 1977年改定の目的にはセキュリティに対する担保権に関する規定を整備することがあり、⁴⁵⁾ それに対応して、譲渡の方法と

37) §8-313(4) (1977).

38) §8-313 Comment 2 (1977).

39) §8-301(1) (pre-1977).

40) §8-313(1) (pre-1977).

41) Mooney, *Beyond Negotiability*, 334-35, 421.

42) §8-301(1) (1977).

43) §8-313(1) (1977). この規定の第1文に“only”という語を加えたのは、この規定に挙げられる譲渡の方法が排他的であり、このいずれかに従うことが有効な譲渡のために不可欠であることを示すものである。

See §8-313 Reasons for 1977 Change, 1977 Changes in Text and Comments, Uniform Commercial Code 1978 Official Text with Comments 830 (1978).

44) §1-201(32), -(33).

45) §8-321 Reasons for 1977 Change, 1977 Changes in Text and Comments, Uniform Commercial Code 1978 Official Text with Comments 843-44 (1978).

時点に関する規定が担保権の設定にも適用されるとされた。⁴⁶⁾ そこで、1977年改定後は、セキュリティに関する担保権の設定と解放はセキュリティに対する制限的利益の譲渡であり、制限的利益の譲受人が譲渡された利益の範囲でのみ権利を取得するとされる。⁴⁷⁾ そして、セキュリティまたはそれに対する制限的利益（担保権を含む）の譲渡の生じる方法と時点が規定される。⁴⁸⁾ 以下、セキュリティの譲渡に関する規定を順次見ることにする（担保権の設定に関しては別に4で検討する）。

2. 証券のあるセキュリティの譲渡に関する最も単純な場合は、特定の証券のあるセキュリティが売主から買主に譲渡される場合である。1977年改定前では、8-313条(1)項(a)が、買主またはその指定する者が証券のあるセキュリティの占有を取得するときに、買主への交付が生じるとする。⁴⁹⁾ これは、特定の証券が売主から買主または買主の指定する者に交付されると、そのセキュリティが譲渡されることを示す。1977年改定後では、8-313条(1)項(a)が、買主またはその指定する者が証券のあるセキュリティの占有を取得

すると、その時点で売主へのセキュリティの譲渡が生じるとする。⁵⁰⁾ 売主ではなく売主以外の者が売主のために特定の譲渡されるセキュリティを占有している場合がある。このような者が金融機関でない場合には、それが占有する特定の証券を買主のために保持することを確認すると、その時点でセキュリティの譲渡が生じるとされる。⁵¹⁾

証券が持参人払式であれば、これで譲渡が完成する。記名式の場合には交付に裏書⁵²⁾が関わる。記名式証券が必要な裏書なしに買主に交付されることがある。この場合には、売主との関係では交付があればその時点で譲渡が完成し、買主は必要な裏書を受ける権利を有し、この権利を特定履行させることができる。⁵³⁾ しかし、証券に記名裏書であれ白地裏書であれ裏書が行なわれただけでは、裏書された証券の交付まで、また裏書が別の証書上に行なわれるときはこの証書と証券の交付まで、譲渡は生じない。⁵⁴⁾ 証券のあるセキュリティの有効な譲渡をその当事者の間で行なうためには自発的な証券の支配の移転

46) §8-321(1) (1977).

47) §8-301(2) (1977).

48) §8-313(1) (1977).

49) §8-313(1) (a) (pre-1977).

50) §8-313(1) (a) (1977).

51) §8-313(1) (e) (1977); §8-313(1) (d) (pre-1977).

52) 裏書には記名裏書と白地裏書があり、前者はセキュリティの譲渡される相手方またはそれを譲渡する権限を有する者を指名し、後者は持参人への裏書を含む。§8-308(2) (1977). 裏書する者は証券または記名裏書で証券に権利を有する者であるのが基本である。§8-308(6), (8) (1977). 裏書は、裏書する者が証券または別の証書上にセキュリティの譲渡またはそれを譲渡する権限を記載し署名するか、その署名を証券の裏面に記載して行なわれる。§8-308(1) (1977).

53) §8-307 (1977).

54) §8-309 (1977).

が必要であるからである。⁵⁵⁾ つまり、記名式の場合でも、譲渡の当事者間では証券の交付があれば譲渡が完成する。譲受人は譲渡人に対して必要な裏書を行なわせる権利を有する。記名式の場合には、譲受人が発行者にその帳簿上で譲渡を登録してもらうのに裏書が必要とされるからである。⁵⁶⁾

3. 1977年改定で導入された証券のないセキュリティについて、8-313条(1)項(b)が、基本的な譲渡の方法として、その譲渡が買主またはその指定する者の名義で登録されるとその時点でセキュリティの譲渡が生じると規定する。⁵⁷⁾ 登録(registration)は、発行者に対する指示によってその管理する帳簿上で行なわれる。⁵⁸⁾ 証券のあるセキュリティでは、譲渡の登録の指示が適切な裏書のある発行者に呈示された証券自体の中にあると考えられるものの、証券のないセキュリティでは証券がないから別の形態の指示が必要になる。この指示は、そこで指定された証券のないセキュリティの譲渡が登録されるように発行者に要求する指図である。⁵⁹⁾ セキュリティの譲渡の指図を行なうことができる者は登録された所有者か登録された質権者であるのが基本である。⁶⁰⁾ この指示は、このような者の

署名のある文書が発行者とこのような者が署名する文書で合意されたあらゆる形態の発行者に対する伝達によって行なわれる。⁶¹⁾ また、ある特定された証券のないセキュリティが実質的には所有者ではない第三者の名義で名目上登録されることがある。この第三者が金融機関でない場合には、第三者が買主のために保管すると確認するとその時点でセキュリティの譲渡が生じるとされる。⁶²⁾ そして、ここでいう「ある特定された」とは、証券のあるセキュリティについて証券が特定されていることに相当する状況に対応し、特定された証券のないセキュリティとは登録後に送付される報告⁶³⁾に記載されたセキュリティと考えられる。

4. 投資家自身が証券のあるセキュリティを保管するか、金融機関の定義に該当しない投資家の指定する者によってセキュリティが保管されているときは、上に見たような方法で譲渡が行なわれるであろう。また、投資家自身かその指定する金融機関の定義に該当しない者の名義で証券のないセキュリティが登録されているときは、上に見たような方法で登録による譲渡が行なわれるであろう。また、銀行や証券会社等がセキュリティを投資家の

55) §8-309 Comment 1 (1977).

56) §8-401 (1977).

57) §8-313(1)(b) (1977).

58) §8-401 (1977).

59) §8-308(4) (1977).

60) セキュリティの譲渡の指図を行なうことができる者は、セキュリティが登録された質権(pledge)の対象でないときには登録された所有者であり、セキュリティが登録された質権の対象であるときには登録された質権者であるのが基本である。§8-308(7) (1977). See §8-308(8) (1977).

61) §8-308(5) (1977).

62) §8-313(1)(f) (1977). これは、証券のあるセキュリティの場合に関する8-313条(1)項(e)に対応する規定と考えられる。

63) See §8-408 (1977).

ために保管し、投資家のためのセキュリティ保有勘定を設けるのではなくセキュリティの保管者にとどまることがある。この場合は、金融機関 (financial intermediary) の定義に該当せず、上で見たような譲渡方法の規定が適用されると考えられる。

しかし、金融機関の定義に該当する場合にはこのような規定は適用されない。⁶⁴⁾ はじめに1で述べたように、投資家は、金融機関に現物証券を預けてそこに開設するセキュリティ保有勘定を通じてセキュリティを保有するという傾向が見られる。⁶⁵⁾ このような取引の実状を反映する規定が1977年の改定で第8編に置かれた。それが8-313条(1)項(d)である。

金融機関が顧客の証券のあるセキュリティをセキュリティ保有勘定で保管する場合に、金融機関は、顧客の証券のあるセキュリティを特定して保持することも、顧客の証券のあるセキュリティを代替可能なものの集合 (fungible bulk) として保管して管理することも、顧客の証券のあるセキュリティを別の金融機関に保管してもらいその別の金融機関にセキュリティ保有勘定を有すること (この場合にはセキュリティは代替可能なものの集合として保管される) も考えられる。金融機関が顧客の証券のないセキュリティをセキュリティ保有勘定で保管する場合、金融機関は、顧客のセキュリティを自己の名義で名目上登録するか、別の金融機関の名義で名目上登録

しその別の金融機関の帳簿上にセキュリティ保有勘定を有することが考えられる。いずれにしてもセキュリティは代替可能なものの集合として保管されることになる。

そうすると、これらは、(1) 金融機関が、特定の証券のあるセキュリティを保管する場合、(2) 金融機関が自ら証券のあるセキュリティを代替可能なものの集合として保管する場合と、金融機関が自己の名義で名目上証券のないセキュリティを登録する場合、(3) 金融機関が (証券のあるものであれ証券のないものであれ) セキュリティを別の金融機関にある自己名義のセキュリティ保有勘定で保有する場合に分けて考えられる (ここでいう金融機関は、その定義上含まれる清算機関 (clearing corporation) を除き、清算機関については5で扱うことにする)。このような場合、現在のセキュリティの取引のやり方では、金融機関は、顧客のためにセキュリティ保有勘定を設けてそこで顧客のセキュリティを保管し、そして、顧客に売買の確認を送付し記帳その他の方法であるセキュリティが顧客に属すると特定することになる。⁶⁶⁾

(1) 金融機関が証券のあるセキュリティについて証券を特定して保管する場合、8-313条(1)項(d)(i)によれば、金融機関が、買主に買付けの確認を送付しかつ記帳その他の方法で金融機関の占有する特定の (specific) 証券のあるセキュリティが買主に属すると特定すると、その時点で譲渡が生じる。⁶⁷⁾ こ

64) 例えば、買主の金融機関が、金融機関が買主に記名裏書されるか買主の氏名で発行された、証券のあるセキュリティの占有を取得すると、その時点で買主へのセキュリティの譲渡が生じるとされる。§8-313(1)(c) (1977). See §8-313(1)(b) (pre-1977).

65) See Mooney, *Beyond Negotiability* at 316-325. See also M. Stigum, *supra* note 27.

66) See §8-313(1) (1977).

67) §8-313(1)(d)(i) (1977). 1977年改定前の規定では8-313条(1)項(c)がこれに対応する。

の場合は、金融機関が証券のあるセキュリティを特定して顧客のために保管していると考えられる。そして、顧客がこのように保管されるセキュリティの所有者であり、また、この場合、買主は善意取得者となりうる。⁶⁸⁾

(2) 金融機関は、顧客から預った証券のあるセキュリティを顧客ごとに分離し特定して保管するのではなく、顧客のセキュリティを代替可能なものの集合 (fungible bulk) として保管することが考えられる。⁶⁹⁾ 金融機関の保管する証券のあるセキュリティが代替可能なものの集合を構成することは、いいえれば証券が混蔵保管の状態にあることである。また、証券のないセキュリティが金融機関の名義で名目上登録されることが考えられる。この場合に、証券のないセキュリティは代替可能なものの集合を構成すると考えられる。これらの場合に、8-313条(1)項(d)(ii)によれば、金融機関が、買主に購入の確認を送付し、かつ、記帳またはその他の方法で金融機関の占有する証券のあるセキュリティの代替可能なものの集合または金融機関の名義で登録された証券のないセキュリティを構成するかその一部である一定数量のセキュリティが買主に属すると特定すると、その時点で譲渡が生じる。⁷⁰⁾ この場合、金融機関がある顧客のために特定の証券を保管するとは考えられない。買主は、この規定により生じる譲

渡によってこのようなセキュリティの代替可能なものの集合に対する比例的な所有権を取得する。⁷¹⁾ 買主は善意取得者となりえない。⁷²⁾ この場合、金融機関の顧客は、その金融機関がこうして保管するセキュリティの代替可能なものの集合に対して比例的な所有権を有することになる。

(3) 現在の取引の実態を見ると、金融機関が自ら証券のあるセキュリティをこのような形態で保管するのではなく、他の金融機関に保管してもらいその金融機関にセキュリティ保有勘定を有することがある。証券のないセキュリティについては、自己名義で名目上に登録するのではなく、別の金融機関の名義で名目上登録されるセキュリティについてその帳簿上に設けられるセキュリティ保有勘定を有すると考えられる。そして、金融機関は、その顧客のセキュリティを別の金融機関が保管するセキュリティの代替可能なものの集合の一部として保管すると見られる。このような場合に、8-313条(1)項(d)(iii)によれば、金融機関が、買主に購入の確認を送付し、かつ、記帳またはその他の方法で、別の金融機関の帳簿上にあるその金融機関の勘定に示されるセキュリティの代替可能なものの集合を構成するか一部である一定数量のセキュリティが買主に属すると特定すると、その時点で譲渡が生じる。⁷³⁾ 買主は、この規定によ

68) §8-313(2) (first sentence) (1977).

69) セキュリティに関して「代替可能な(fungible)」とは、ある単位が性質上または取引の慣行上いかなる同様な単位とも等しいことをいう。§1-201(17). 同一の発行に属するセキュリティは代替可能なものである。See §8-107 Comment 1 (1977).

70) §8-313(1) (d) (ii) (1977). これは1977年改定で新たに設けられた規定である。

71) §8-313(2) (second sentence) (1977).

72) §8-313(2) (first sentence) (1977).

73) §8-313(1) (d) (iii) (1977). これは1977年改定で新たに設けられた規定である。

り生じる譲渡によってこのようなセキュリティの代替可能なものの集合に比例的な所有権を取得することになる。⁷⁴⁾ 買主は善意取得者となりえない。⁷⁵⁾ この場合、金融機関の顧客は、その金融機関にこうして保管されるセキュリティの代替可能なものの集合に対して比例的な所有権を有することになる。

金融機関が顧客のためにセキュリティを代替可能なものの集合として保管すると、顧客はそのセキュリティの代替可能なものの集合に対する比例的な所有権いいかえれば共有持分を有するとされる。すると、金融機関の支配するあるセキュリティの代替可能な集合について、その集合に属するセキュリティを金融機関に預けている顧客の集団がこの集合を共有し、金融機関が倒産すると、このセキュリティの集合がこのような顧客の所有権の主張を満たす限度で顧客の権利が確保されることになる。この集合が個々の顧客に請求全部を満たすには不足する場合は、個々の顧客が比例的に配分を受けることになる。⁷⁶⁾

5. 顧客がセキュリティ保有勘定を有する金融機関が別の金融機関の帳簿上にセキュリティ保有勘定を有する場合に、後者の金融機関が、清算機関といわれる特殊な金融機関である場合とそうでないことがあり、また、ある清算機関が別の清算機関に勘定を有することがある。最終的には清算機関がセキュリティの保有の階層構造に置いて最上層に現れる。清算機関は、証券会社や銀行等の金融機関のために勘定を設けセキュリティを保管しまた金融機関の間のセキュリティのデリバリーを行なう金融機関である。⁷⁷⁾ ここで、金融機関が清算機関であると考ええる。清算機関はセキュリティの集中保管振替機関に相当すると見ることができる。⁷⁸⁾

1962年に当時出現した証券会社や銀行の間で行なわれるセキュリティの集中保管とデリバリーという方法に対応するため、第8編に8-320条が追加された。この規定は、セキュリティが集中保管され、一定の条件⁷⁹⁾ が満たされる場合、セキュリティの譲渡に関する

74) §8-313(2) (second sentence) (1977).

75) §8-313(2) (first sentence) (1977).

76) §8-313 Comment 4 (1977).

77) §8-102(3) (1977). 清算機関は証券取引委員会の監督を受けるほか、銀行として設立される場合には合衆国または州の銀行監督機関の監督に服する。See 15 U.S.C. §78q-1.

78) 清算機関自体がセキュリティの現物を保管せず、その保管銀行 (custodian bank) が代わってセキュリティを保管することがある。

79) ここでいう条件は、セキュリティが記帳を行なう清算機関の管理に究極的には服すること、及び、セキュリティがその形態上、清算機関が新しいセキュリティを買主の名義で登録し買主に譲渡することの可能なようなものであることである。証券のあるセキュリティでは、(i) それがある清算機関、別の清算機関、保管銀行またはいずれかのノミニーに保管されること、および、(ii) それが持参人払式かふさわしい者により白地裏書されているか清算機関、保管銀行またはいずれかのノミニーの名義で登録されていることである。§8-320(1) (a) (1977). 証券のないセキュリティでは、それがある清算機関、別の清算機関、保管銀行またはいずれかのノミニーの名義で登録されていることである。§8-320(1) (b) (1977). このような条件が満たされるときは、セキュリティの関して帳簿上の記帳を行なう清算機関はそのセキュリティの処分の方法と時点を指示することができることになる。これがセキュリティが清算機関の管理に服するということの意味することであるとされる。§8-320 Comment 1 (1977).

8-313条とは別にセキュリティの譲渡の方法を定める。

8-320条によれば、あるセキュリティが清算機関の帳簿上の譲渡人の勘定に示されかつ清算機関の管理下にある場合、そのセキュリティの譲渡は、その数量分を譲渡人の勘定で減少させかつ譲受人の勘定で増加させるような清算機関の帳簿上の適切な記帳を行なうことによって行なうことができる。⁸⁰⁾ この場合、記帳は、代替可能なものの集合の一部である類似のセキュリティまたはそれに対する権利や利益について行なうことができ、登録上の所有者の氏名、証券または債券番号等に関及することなくセキュリティの数量にのみ関及することができ、また、適切な場合は同種のセキュリティの他の譲渡、質権設定または質権解放を計算に入れて差引計算した正味の数に基づいてもよいとされる。⁸¹⁾

この規定にしたがって清算機関の帳簿上に適切な記帳が買主またはその指定する者の勘定に行なわれると、その時点でセキュリティの譲渡が生じる。⁸²⁾ この規定による譲渡は効力があり、買主は譲渡人の有した権利を取得する。⁸³⁾ また、この規定にしたがってセキュリティが譲渡される場合、譲受人は善意取得者となりうる。⁸⁴⁾

6. セキュリティを譲り受けた買主が善意取得者 (bona fide purchaser) となりうるかは、これまで見た買主への譲渡 (交付) の方法によって異なる。買主が善意取得者であれば、その譲渡人の有した権利を取得するほかに対立する請求のないセキュリティに対する利益を取得する。⁸⁵⁾ 買主には質権者等担保権者が含まれるから、質権等の担保権も善意取得される。善意取得者とは、一定の方法でセキュリティの譲渡を受けた、善意でかつ対立する請求の認識を有しないセキュリティの有償の買主のことである。⁸⁶⁾

どのような譲渡の方法でも買主が善意取得者となりうるとは限らず、8-302条は次のような買主に限定する。(a) 持参人払式か買主にまたは白地式で発行または裏書された記名式の証券のあるセキュリティの交付 (delivery) を受けた買主、(b) 証券のないセキュリティの譲渡、質権または質権解放を発行者の帳簿上で登録を受けた買主、(c) セキュリティの譲渡を8-313条(1)項の(c)と(d)(i)と(g)により受けた買主が、善意取得者となりうるのである。⁸⁷⁾ これに対応して、8-313条は、それが排他的に列挙する譲渡の方法のうち、セキュリティが金融機関によって保管され、8-313条(1)項の(c)と(d)(i)と(g)の規定

80) §8-320(1) (1977).

81) §8-320(2) (1977).

82) §8-313(1)(g) (1977); §8-313(1)(e) (pre-1977).

83) §8-320(3) (1977). この規定に基づく質権設定または質権解放は制限的権利の譲渡であり、質権または担保権の設定が意図される場合には質権者が対価を与えかつ適切場記帳が行なわれたときにその担保権が完成する。Id. See §8-321 (1977).

84) §8-320(3) (1977).

85) §8-302(3) (1977). ここでいう対立する請求には譲渡が不法であるとかある対立する者がセキュリティの所有者であるかそれに対する権利を有するとかいう請求が含まれる。§8-302(2) (1977).

86) §8-302(1) (1977). 対立する請求の認識 (notice) については8-304条に規定がある。

87) §8-302(1) (1977).

にしたがって譲渡される状況以外、買主はこのようなして譲渡されるセキュリティの善意取得者になりえないとする。⁸⁸⁾ このうち、8-313条(1)項(g)は清算機関の帳簿を介する譲渡に関する規定であり、これを除くと、清算機関でない金融機関がセキュリティを代替可能なものの集合として混蔵保管する場合には、買主がセキュリティの善意取得者となることはなく、特定のセキュリティが買主に属すると特定される場合にのみ買主が善意取得者となりうることになる。⁸⁹⁾

1977年改定前の第8編の規定では、買主が善意取得者になるには、持参人払式の証券または買主に発行されたか買主にまたは白地裏書された記名式の証券の交付(delivery)を受けることが必要とされる。⁹⁰⁾ 証券に関して交付とは占有の自発的な移転のことであるから、⁹¹⁾ このような証券の占有の移転が必要とされ、また、証券を占有する者が証券の所持人とされる。⁹²⁾ 1977年改定前の8-313条では、証券会社が顧客のために特定の証券のあるセキュリティを保有している場合を除いて、買主は、セキュリティの所有者となっても所持人にならないから、⁹³⁾ 善意取得者とはなりえないことになる。つまり、証券(のあるセキュリティ)が代替可能なものの集合として証券会社ないし金融機関に保管される

場合は、その善意取得はありえない。8-320条に基づく清算機関の帳簿での記帳による譲渡や質入が行なわれると、それは譲渡または質権設定されたセキュリティの数量または金額に相当する持参人払式証券または適切に白地裏書された記名式証券の交付の効果を有すると扱われる。⁹⁴⁾ すると、この規定による買主や質権者は、所持人となり、また、善意取得者になりうる。⁹⁵⁾ 1977年改定は、1977年改定前の規定のもとで導かれる結論を善意取得者になりうるかという観点から規定すると見られる。

7. 清算機関以外の金融機関がセキュリティを代替可能なものの集合として保管する場合は、そのようなセキュリティの買主は善意取得者になりえない。清算機関がこのような状態で保管する場合は、買主は善意取得者になりうる。前者において買主が善意取得者になりえない理由は、8-320条の解説において次のように説明される。善意取得が認められ複数の善意取得者が存在し、セキュリティの集合が期待されるものより小さいとすると、このうち誰かの権利を害しないわけにいかないから複数の善意取得者の間で両立しない権利の主張の可能性があるというのである。⁹⁶⁾ 通時的に見て善意取得者が複数存在することは論理的におかしなこととは考えら

88) §8-313(2) (first sentence) (1977).

89) §8-313 Comment 4 (1977).

90) §8-302 (pre-1977).

91) §1-201(14).

92) §1-201(20) (これは1990年に行なわれた改定前の規定である)。

93) §-313(2) (pre-1977).

94) §8-320(3) (pre-1977); §8-313(1) (e) (pre-1977).

95) §8-313(2) (pre-1977); §8-302 (pre-1977).

96) §8-313 Comment 4 (1977).

れないので、この説明は、代替可能なものの集合の一部であるセキュリティに対する権利の譲渡が善意取得において通常想定されているような特定の証券の交付の概念になじみのないことをいわんとすると理解される。金融機関の管理するセキュリティの代替可能なものの集合に対する権利の帳簿上の譲渡は、証券のあるセキュリティの現物の交付による譲渡とほとんど似ないのである。⁹⁷⁾ この解説は、8-313条(1)項の(c)と(d)(i)によって譲渡される証券のあるセキュリティは、ある顧客に属すると特定され、また、この顧客は善意取得者になりうるという。⁹⁸⁾

清算機関という特殊な金融機関は、セキュリティを代替可能なものの集合として管理する。⁹⁹⁾ にもかかわらず、清算機関が保管するセキュリティには善意取得が生じうるという例外が認められる。この理由は、清算機関は顧客の勘定のためにのみセキュリティを保有するので、先のような両立しない権利の主張の可能性は小さいことにであると説明される。¹⁰⁰⁾ この説明は次のように理解することができる。通常、金融機関がセキュリティの代替可能なものの集合を管理する場合に、この集合の大きさが金融機関の行なう取引につれて変化する。セキュリティは記帳によってのみ特定されうるから、この集合の大きさが期待されるより小さい可能性がある。この可

能性は、清算機関の場合に比べると、清算機関以外の金融機関の場合に大きいと考えられる。後者の場合は、金融機関は、その顧客のため管理するセキュリティ保有勘定に譲渡を示す記帳を行なうだけではなく顧客に信用を供与し顧客がそのセキュリティ保有勘定に有するセキュリティに担保権を設定する。これと対照的に、清算機関は譲渡の記帳を行なうだけで、顧客に信用を供与することはないとしても稀にしか見られない。この点で、清算機関は顧客との関係で中立的な位置を占めると見られるというのである。¹⁰¹⁾ また、清算機関が公的な監督に服することも理由として考えられる。

また、清算機関でも帳簿上譲渡されるセキュリティは代替可能なものの集合の一部であり、その譲渡が善意取得に通常想定されるような特定の証券の交付になじまないことに变りない。これを理由にして善意取得の可能性が否定されても不思議ではない。清算機関は、一般にはそれ以外の金融機関がもたらすのと同種の誤りや手違いの危険を顧客にもたらす可能性が非常に小さいと見られる。この見方は、清算機関が規制を受けること、清算機関が通常その参加者によって所有されること、そして、清算機関が自己のために取引しないことに裏付けられる。¹⁰²⁾

8. 金融機関が買主のために保管するセ

97) See Mooney, *Beyond Negotiability* at 333-34 n.92.

98) §8-313 Comment 4 (1977).

99) つまり、清算機関はセキュリティを混蔵保管する集中保管機関の役割を果たす。

100) §8-313 Comment 4 (1977).

101) Katzman, *Security Interest in Federal Agency Book-Entry Securities: Doing It with Mirrors*, 42 *Bus. Law.* 157, 180-81 (1986).

102) Mooney, *Beyond Negotiability* at 400.

セキュリティがある代替可能なものの集合の一部である場合、それに属するセキュリティの買主は、善意取得者とならないとしても、その代替可能なものの集合に対する比例的な所有権を有することになる。¹⁰³⁾ これは1977年改定前の規定でも同じである。¹⁰⁴⁾ 金融機関がある種類のセキュリティについて複数の代替可能なものの集合を有することが考えられる。第8編の規定は、この場合、金融機関が買主のセキュリティがある代替可能なものの集合に属すると扱っていると、その買主はその代替可能なものの集合に対する比例的な所有権を有すると解することができる。このような場合、実際には、金融機関は代金を支払った顧客のセキュリティがどの集合に属するか個別に特定しないであろう。そうして、顧客には自己のセキュリティが属する集合を確かめようがない。すると、第8編の規定にいう代替可能なものの集合は、ある金融機関が管理する複数の集合全部を意味すると解することが望ましい。つまり、顧客は金融機関の管理する同一種類のセキュリティの集合全体に比例的な所有権を有するというのである。¹⁰⁵⁾

また、比例的所有権という構成には疑問があるといわれる。金融機関がある顧客にセキュリティを譲渡するために必要なすべての手順を終え、代金の支払を受けるとする。この場合に金融機関がセキュリティの代替可能なものの集合を全く管理しなければ、これによって何ら効力のある譲渡は生じず、顧客は

権利を取得しない。次に、何らかの事情で、譲渡の対象であるセキュリティについて金融機関の所有し管理する同種のセキュリティの数量がたまたま譲渡されたという数量に足らないとする。この場合に第8編を適用すると、この顧客に有効な譲渡が生じ比例的所有権の構成が適用されるということは理論上可能であり、有効な譲渡はなんら生じないということもまた可能である。このような金融機関の顧客は、皆同じように行動し、共通の金融機関を選択し、セキュリティの不足という偶然の災難に見舞われると見ることができる。顧客は誰も、譲渡の時点で金融機関の管理する代替可能なものの集合が顧客の請求を満たすに足る数量を現実を含むか確認しようがない。顧客は、金融機関の財務健全性及び誠実さと数量不足防止の各種の措置に依存するほかない。そうすると、顧客が代金を支払ったのに有効な譲渡がないとされると、金融機関の一般債権者と扱われることに疑問があるというのである。¹⁰⁶⁾

4. 統一商法典第8編におけるセキュリティに対する質権設定

1. 権利を担保に信用の供与が行なわれる。証券のあるセキュリティは担保として広く用いられてきた。証券のあるセキュリティの担保は一般に質 (pledge) と呼ばれ、証券のあるセキュリティに対する質権設定には質権設定者 (pledgor) から質権者 (pledgee) へ証券を交付するのが古くからのやり方であ

103) §8-313(2) (1977).

104) §8-313(2) (pre-1977).

105) See Mooney, *Beyond Negotiability* at 336-38.

106) See *id* at 336-38.

る。¹⁰⁷⁾ 統一商法典では質権は担保権という概念の一種として規定される¹⁰⁸⁾ が、実際にはセキュリティの場合に証券の占有の移転を伴うか否かにかかわらず質という言葉が広範に用いられている。1977年の第8編の改定は、セキュリティに対する担保権設定に関して大きな変更をもたらした。それは、担保権の設定に関する規定の整備と、この改定で導入された証券のないセキュリティに対する担保権の設定に関する規定の新設である。ここでは、第8編におけるセキュリティに対する担保権の設定に関する規定と新設された証券のないセキュリティに対する担保権の規定を検討することにする。

統一商法典の第9編¹⁰⁹⁾ は、特段の規定のない限りセキュリティを含む流通証券に対する担保権の設定に適用があるとされ、¹¹⁰⁾ また、セキュリティは明文で第9編の適用除外とされないから、1977年改定前では、第9編がセキュリティに対する担保権の設定に関し

て規定すると考えることができる。¹¹¹⁾ 他方、第8編の規定を見ると、買主の定義が質権者を含み、¹¹²⁾ 制限的権利の買主が購入した権利の範囲で権利を取得し、¹¹³⁾ また、質権は制限的権利の一種と考えられるから、第8編では、セキュリティに対する担保権である質権が制限的権利の譲渡として設定されると見ることができる。¹¹⁴⁾ しかしながら、1977年改定前の規定には第8編と第9編の関係を明確にする規定がない。1977年の改定では、セキュリティに対する担保権が第8編の規定によってのみ設定されることが明確に規定される。この変更は、担保権に関する規定を第9編によって一元的に規定するという方針に反することから強く批判されることがある。¹¹⁵⁾ しかし、これはセキュリティに対する担保権の設定について第8編か第9編いずれが適用されるかという混乱を取り除いた点で顕著な改善であると見られる。¹¹⁶⁾

2. そこで、1977年改定の前と後の規定を

107) 証券の交付には二つの重要な働きがあるといわれる。第一に、質権設定者がセキュリティを譲渡する特に善意取得者に譲渡する可能性をなくす。第二に、質権者は、質権設定者のそれ以上の協力または質権設定者もしくは発行者に対する法的手続をとる必要なしにセキュリティを自己または第三者に譲渡する権限を有する。See Committee on Stock Certificates, Section of Corporation, Banking & Business Law, American Bar Association, Report of the Committee on Stock Certificates 6 (1975).

108) §9-102(2) (1972).

109) ここでいう統一商法典第9編は、別段のことわりのない限り1972年改定後の規定を指す。第9編には1977年の第8編の改定と同時に改定が加えられた。この改定後の第9編の規定を指す場合には、例えば§9-103(1977)と表示し、この改定前または改定の加えられなかった第9編の規定する指す場合には、例えば、§9-102(1972)と表示することにする。

110) §9-102(1)(a), 9-105(1)(i) (1972); §§9-102(1)(a), 9-105(1)(i) (1977).

111) See Martin Aronstein, Security Interests in Securities: How Code Revision Reflects Modern Security-Holding Practice, 10 U.C.C.L.J. 289, 291 (1977).

112) §1-201(33). See §1-201(32) (購入は質による財産に対する権利の取得を含むとする).

113) §8-301(3) (pre-1977).

114) See Aronstein, *supra* note 111, at 295-296.

115) See Peter Coogan, Security Interests in Investment Securities Under Revised Article 8 of the Uniform Commercial Code, 92 Harv. L. Rev. 1013, 1052-69 (1979).

116) Mooney, Beyond Negotiability at 339.

対比し、また、1977年改定後のセキュリティに対する担保権の設定に関する規定を検討することにする。

(1) 1977年改定前の第9編では、セキュリティつまり証券のあるセキュリティは証券(instrument)の定義に含まれる。¹¹⁷⁾ 第9編によれば、次の条件がそろえば担保権が成立し、債務者に対して強制可能になるとされる。¹¹⁸⁾ (イ) 当事者の間に合意があること、(ロ) 担保権者が対価を与えること、(ハ) 債務者が担保物に対する権利を有すること、(ニ) 担保物が担保権者の占有下にあることまたは債務者が担保を記述した担保契約に署名することである。証券のあるセキュリティに対する担保権は、古くから行なわれている質に見られる証券の交付という方法だけでなく、債務者による担保契約の署名という方法によっても発生することになる。¹¹⁹⁾ このような方法で担保権が発生してもそれが完成させられるまで、担保権者は、たいていの担保物の買主とその他の債権者、そしてとりわけ債務者の破産管財人に劣後する。¹²⁰⁾ 証券のあるセキュリティに対する担保権は、担保権者による占有取得によってのみ完成させることができるのが原則である。¹²¹⁾ この方法によらない担保権の完成は一時的なものである。¹²²⁾

セキュリティに対する権利を有する者(セ

キュリティの所有者)が証券を自ら保有すれば、証券を担保権者に引き渡すことによってセキュリティに担保権を設定することができる。セキュリティは、金融機関のセキュリティ保有勘定にあることも、銀行等によって保管されていることも、すでに質権者ないし担保権者に占有下にあることがある。そうすると、所有者は担保権設定の際して交付する証券を有しないことになる。このような場合、第9編には担保権の設定に関して次のような規定がある。

9-305条では、セキュリティに対する担保権は担保権者による証券の占有を取得することによって完成されるほかに、証券が受寄者によって保管される場合に、担保権者は受寄者が担保権者の権利の通知を受け取る時点から占有を有すると看做すとされる。¹²³⁾ このとき、通知を受けた受寄者が通知した担保権者のために保有することを確認することは不用とされる。¹²⁴⁾ これによって、債務者の所有するセキュリティの証券が受寄者によって保有されていると見られる場合、担保権者が証券を現に占有することなく担保権を設定することができる。例えば、質は債権担保のための寄託であると理解されるから、証券を占有する先順位の質権者が通知を受けることになる受寄者であるということになる。¹²⁵⁾

117) §9-105(1)(i) (1972).

118) §9-203(1) (1972).

119) See Aronstein, *supra* note 111, at 291.

120) See *id.*

121) §9-304(1) (1972).

122) §§9-304(4), (5), 9-306(2), (3) (1972).

123) §9-305 (first and second sentences) (1972).

124) §9-305 Comment 2 (1972).

125) Martin Aronstein, Robert Haydock, & Donald Scott, Article 8 Is Ready, 93 Harv. L. Rev. 889, 902-03 (1980).

これで事態は一見単純に見えても疑問が生じる。第9編には、通知の方式、通知を発する者、通知を受けた受寄者のなすべきことについて何も規定がないのである。¹²⁶⁾ また、受寄者の保管する証券がその所有者のものであると特定されるとは限らない。債務者の証券がその他の者の証券とともに代替可能なものの集合の一部であることはめずらしいことではない。セキュリティが階層的に保管される場合には、清算機関など所有者のセキュリティ保有勘定のない金融機関にはセキュリティに担保権を設定する所有者に関する記録は存在しない。このような状態で、この規定という受寄者を決定する議論は説得力を欠くと考えられる。¹²⁷⁾ そして、担保権者は、自ら証券を占有しない場合にはセキュリティが善意取得される危険に直面する。セキュリティの善意取得者はそれに先行する完成した担保権にも優先するとされるからである。¹²⁸⁾

(2) 第8編では、担保権は制限的権利の一種として取得される権利ととらえることができる。¹²⁹⁾ 1977年改定前の第8編の規定によれば、買主は証券の買主への交付時点でセキュリティに対する権利を取得し、制限的権利の買主は購入された範囲でのみ権利を取得するとされる。¹³⁰⁾ 1977年改定前の8-313条を見れば、交付は、買主による現実の占有の取

得のほか、セキュリティの取引と保管の実態を考慮に入れて規定される用語である。¹³¹⁾ 各種の担保物について一般的に規定する9-305条と比べて、8-313条は、セキュリティの保有慣行に焦点をあわせると見られるが、現実のセキュリティの保有の階層構造に照らして見ると決して十分ではなかったとされる。¹³²⁾ また、8-313条の規定がセキュリティに対する担保権の設定に関する限り第9編によって排除されるのかという両者の関係は明確に規定されなかった。¹³³⁾ 1977年改定前には、セキュリティに証券のないか機能上ないと同然の場合、証券のあるセキュリティとは扱いようがなく、そのため、これまで見てきた証券のあるセキュリティと同じ方法で担保権を設定することはできないことになる。

3. 1977年改定は、それが導入した証券のないセキュリティに対する担保権の設定を定め、また、セキュリティに対する担保権の設定つまりその発生、完成および終了は第9編ではなく第8編の定めによるとした。

最初に、1977年改定で証券のないセキュリティに対する担保権として導入された登録質 (registered pledge) を見ることにする。ここでは証券が交付されるということがありえないにもかかわらず、質という用語が使用されるのは、質という用語がセキュリティに

126) See Aronstein, *supra* note 111, at 294.

127) See *id.* at 295.

128) §9-309 (1972).

129) See Aronstein, *supra* note 111, at 296.

130) §8-301(1), (3) (pre-1977).

131) See §8-313(1) (pre-1977).

132) See Aronstein, *supra* note 111, at 297-98.

133) See *id.* at 298.

対する担保権を示す用語として一般的に使用されているからである。¹³⁴⁾ 証券のないセキュリティの登録質の内容は、証券のあるセキュリティの交付による質に可能な限りなぞらえて定められる。¹³⁵⁾ 証券のあるセキュリティで証券の占有を移転して質権が設定され、譲渡の登録は行なわれなとする。セキュリティの発行者は、その登録簿上所有者と登録される者つまり担保(質)権設定者をセキュリティについて権利を有する者つまり所有者として扱うことができる。¹³⁶⁾ 他方、証券のあるセキュリティは証券を交付なしには譲渡され得ず担保(質)権者が証券を有するので、担保(質)権者がこのようなセキュリティを譲渡する排他的な権限を有すると見られることになる。¹³⁷⁾ この状態が証券のないセキュリティの登録質に移植されて規定される。

証券のないセキュリティに対する担保権は担保権者またはその指定する者への質の登録によって行なうことができる。¹³⁸⁾ これは証券の質権者への交付に相当すると考えられ、質権の登録方法は証券のないセキュリティの登録による完全な譲渡の登録方法に等しく、

登録所有者が発行者に指示を発し、発行者がその登録を行ない、登録質権者に取引報告書によって確認を行なう。¹³⁹⁾ 登録質は質の解放の登録によって終了する。¹⁴⁰⁾ これは質権設定者に対する証券の返還に相当すると考えられ、この解放の登録は質権の登録と同様の方法により、登録質権者による指示で行なわれ、発行者によって登録所有者に確認される。¹⁴¹⁾

証券のないセキュリティの登録上の所有者は、セキュリティに登録質が設定されていても、セキュリティの登録の行なわれた名義の名義人である。¹⁴²⁾ 発行者は、証券のないセキュリティの登録上の所有者をセキュリティの権利者として扱うことができる。¹⁴³⁾ 登録質の設定されている証券のないセキュリティの登録上の所有者は、質の解放の指示が発行者に適切に呈示されるまでセキュリティの譲渡の登録を行なうことができない。¹⁴⁴⁾ 登録質権者は、発行者に対して譲渡の指示を行なって、(a) 質権のついていないセキュリティの新所有者への譲渡、(b) 質権のついたままのセキュリティの新所有者への譲渡、

134) See §8-108 Comment (1977). §8-320条で質という用語が用いられた。See id; §8-320 (1) (pre-1977); §8-320 (1) (1977).

135) §8-108 Comment (1977). この証券のあるセキュリティと証券のないセキュリティの平行して扱うことは1977年の第8編改定の前提となった方針である。See Aronstein, Haydock, & Scott, *supra* note 125, at 893-894.

136) §8-207 (1) (1977).

137) See Aronstein, *supra* note 111, at 299.

138) §8-108 (first sentence) (1977).

139) §8-308 (4), (5), (7) (a) (1977).

140) §8-108 (fourth sentence) (1977).

141) §8-308 (4), (5), (7) (a) (1977).

142) §8-108 (third sentence).

143) §8-207 (2) (1977).

144) §8-207 (3) (1977).

(c) 質権の新質権者への譲渡の登録を行なうことができる。¹⁴⁵⁾これらは排他的な方法を規定するとは扱われない。¹⁴⁶⁾

以上の扱いは、証券のあるセキュリティの場合の扱いを証券のないセキュリティの場合の扱いに意識的に移植すると見られる。このような移植が行なわれなかったところがある。証券のあるセキュリティに質権が設定され、譲渡が登録されないときは通常、発行者は質権のあることを知らないから登録上セキュリティの所有者である質権設定者を権利者として扱うことになる。すると、株式配当等が質権設定者に行なわれると、株券の交付を受けた質権設定者が、質権がそれに及ぶとされる場合にも配当を受けた株式を譲渡することが見受けられる。このような事態を招く扱いは、証券のないセキュリティの登録質に引きうつされなかった。¹⁴⁷⁾証券のないセキュリティに登録質が設定されている場合、株式配当等が登録質権者の支配下に置かれるように規定される。¹⁴⁸⁾

証券のないセキュリティの登録質はあるセキュリティにつき一つだけ設定することが認められる。¹⁴⁹⁾この理由は登録質の制度に伴う発行者の負担が過重になることを防止することにある。¹⁵⁰⁾登録による後順位の質権の

設定を認めないことに批判が加えられる¹⁵¹⁾が、これは証券のないセキュリティに第二順位以降の質権ないし担保権の設定が認められないことを意味しない。証券のあるセキュリティの場合に、証券の占有によって完成させられる質権は一つに限られ、担保権者の証券の占有によらない後順位の担保権の設定の方法が存在する。このような方法を証券のないセキュリティに適合させるのに必要なことは、証券のあるセキュリティを占有する者を証券のないセキュリティを譲渡する権限を有する者に置き換えることである。¹⁵²⁾第8編では証券のないセキュリティに対する担保権はこのほかの方法で設定することができ、この方法を用いれば証券のないセキュリティに後順位の質権ないし担保権を設定することができる。¹⁵³⁾また、証券のないセキュリティが階層構造の中で保管されている場合には、通常、ここで見た登録質による担保権が設定されるとは考えられない。担保権はこれ以外の方法で設定されることになる。

4. 1977年改定後の第8編におけるセキュリティに対する担保権の設定を見ることにする。8-321条が、担保権の設定（発生、完成及び終了）に関する基本的な規定である。セキュリティに対する担保権は、設定方法が

145) §8-207(4) (1977).

146) §8-207 Comment 1 (1977).

147) See Aronstein, *supra* note 111, at 300-01.

148) §8-207(6) (1977). 証券のあるセキュリティでは質権者が証券の譲渡を登録しない限り、発行者は通常質権者の権利を知らないから、1977年改定はこの扱いを証券のあるセキュリティにまで及ぼさなかった。
§8-207 Comment 1 (1977).

149) §8-108 (second sentence) (1977).

150) See Aronstein, Haydock, & Scott, *supra* note 125, at 900-01; §8-108 Comment (1977).

151) See Coogan, *supra* note 115, at 1028-36.

152) See Aronstein, Haydock, & Scott, *supra* note 125, at 902.

153) See §8-108 Comment (1977).

8-321条を中心として第8編に規定されるのは、その効力などを含めて第9編の規定が適用されるのが原則である。¹⁵⁴⁾

第1に、セキュリティに対する担保権は、それが8-313条(1)項の規定する方法にしたがって担保権者またはその指定する者に譲渡される場合にのみ効力がありまた発生するとされる。¹⁵⁵⁾ 8-313条(1)項が担保権の設定に適用され、その定める方法が排他的な方法である。セキュリティに対する権利を有する譲渡人がこの方法にしたがってセキュリティを譲渡し、譲受人が対価を与えると、担保権が完成するのが原則である。¹⁵⁶⁾ この際に、登記 (filing) は担保権を完成させるために必要ではなく、¹⁵⁷⁾ 8-313条(1)項 (h)、(i)、(j) に規定される場合を除いて担保権設定者の署名した担保契約書は要求されない。¹⁵⁸⁾ ここでは、完成させられていない担保権はありえないのが原則である。ただ、8-313条(1)項 (i) による譲渡でのみ設定された担保権は、その後21日のうちに8-313条(1)項の他の規定に基づく譲渡の要件を満たさない限り、21日後に完成させられたものでなくなる。¹⁵⁹⁾ 担保権

者は、セキュリティに証券があるか否か、証券のある場合にそれがその占有下にあるか否かにかかわらず、第9編の担保権者の権利と義務に関する9-207条にしたがって権利義務を有することになる。¹⁶⁰⁾

第2に、担保権は、別段の合意のない限り、セキュリティが8-313条(1)項にしたがって担保権設定者またはその指定する者に譲渡されると終了するのが原則である。¹⁶¹⁾ セキュリティがこうして譲渡されても、当事者が担保権の存続を合意すれば、担保権は終了しない。この場合にはセキュリティが証券のあるもので、それが売却、交換もしくは呈示、取立、更新または譲渡の登録のために担保権設定者に交付されるのでない限り、担保権は完成させられていないものになる。¹⁶²⁾ こうならない場合は、そのセキュリティ (または交換後のセキュリティ) がその後21日のうちに、8-313条(1)項の規定にしたがって担保権者またはその指定する者に譲渡されない限り、21日後にこの担保権は完成させられていないものになる。¹⁶³⁾

5. ここで、担保権設定に必要な譲渡に関

154) §8-321(3) (1977).

155) §8-321(1) (1977). See §9-207(1) (1977).

156) §8-321(2) (1977). See §9-203(1) (1977).

157) §8-321(3) (a) (1977).

158) §8-321(3) (b) (1977). 第9編におけるセキュリティ以外の担保物に対する担保権設定では、設定の形式的証拠の要求は、担保権設定者による担保契約書への署名か担保権者による担保物の占有で満たされる。セキュリティの場合に、担保権の設定に必要とされる譲渡は担保権の形式的な証拠となるといわれる。8-313条(1)項 (a) から (g) の規定による譲渡には担保権者への証券の交付か交付に機能上等しい事象が含まれると考えられる。同項 (h) から (j) の規定による譲渡には交付の機能を果たす事象が含まれないものの、担保権設定者の署名した担保契約が要求される。§8-321 Comment 1 (1977).

159) §8-321(2) (1977).

160) §8-321(3) (b) (1977).

161) §8-321(4) (first sentence) (1977).

162) §8-321(4) (second sentence) (1977).

163) §8-321(4) (third sentence) (1977).

する8-313条(1)項を見ることにする。同項(a)から(g)は譲渡一般を対象とし、その(h)から(j)は担保権設定の譲渡のみを対象とする。同項の(a)が証券の交付によるセキュリティの担保権設定を扱い、同項の(b)が証券のない場合における対応する規定である。セキュリティが代替可能なものの集合を構成する場合には同項の(d)による譲渡が行なわれる。階層構造の中に見られるセキュリティの担保権の設定には同項(d)と(g)による方法が用いられることになる。¹⁶⁴⁾

8-313条(1)項(h)から(j)は担保権設定の譲渡のみを対象とする。同項(h)は、第9編で担保契約と9-305条に基づく受寄者に対する通知で担保権を完成しうるとする扱いに対応する規定であり、セキュリティに適用する場合に生じる不明確さと不都合を除去する。セキュリティを記述する担保権設定者の署名した担保契約書が要求される。通知は文書で行なわれ、担保権設定の際には担保権設定者が担保権終了と譲渡の際には担保権者が署名することが要求される。通知を受ける受寄者または受寄者と看做される者が明確に規定される。(i) セキュリティに対する譲渡人の権利が現れる帳簿を管理する金融機関、(ii) 証券のある場合に金融機関でないセキュリティを占有する第三者、(iii) 証券がなく登録質の設定されていない場合にセキュリティの登

録上の所有者である金融機関でない第三者、または、(iv) 証券がなく登録質の設定されている場合にセキュリティの登録質権者である金融機関でないの第三者である。担保権設定者の署名した担保契約書があり、通知が行なわれ受領されると、その時点で譲渡が生じる。¹⁶⁵⁾ セキュリティが金融機関によって管理される場合には、通知を受ける者は担保権設定者のセキュリティに関する権利が現れる帳簿を管理する金融機関である。その金融機関が現に証券を占有するか、証券のないセキュリティを管理するか、他の金融機関にある勘定を介してセキュリティを管理するかは関連がない。したがって、セキュリティが金融機関にある保有勘定で保有される場合、その保有者は、その勘定中にあるセキュリティに担保権を設定するのにその勘定のある金融機関にこの規定による通知を行なうことになる。¹⁶⁶⁾

8-313条(1)項(i)は、文書による担保契約による場合、新たに対価が供与されると契約書だけで一時的に担保権が完成する¹⁶⁷⁾ ことに対応する規定である。¹⁶⁸⁾ これによれば、担保権設定者がセキュリティの記述を含む担保契約に署名した場合は、担保権者が新たに対価を供与するとその時点で担保権設定に関して譲渡が生じる。¹⁶⁹⁾ これによるだけの担保権の完成は一時的で、その後21日のうちに

164) §8-313 条(1)項の (a) から (g) による譲渡の方法については 3.2, 3.4, 5 参照。

165) §8-313(h) (1977)。

166) See Aronstein, *supra* note 111, at 306.

167) §9-304(4) (1977)。

168) 証券会社に対する貸付を行なうものの多くが、セキュリティの交付を受けることなしに、ここでいう質入合意書 (A-P: agreement to pledge) による担保貸付を行なうといわれる。See Mooney, *Beyond Negotiability*, at 341 n.121.

169) §8-313(i) (1977)。

8-313条(1)項の他の規定に基づく譲渡の要件を満たさない限り、21日後に完成させられたものでなくなる。¹⁷⁰⁾

8-313条(1)項(j)は、金融機関が担保権者で、その金融機関が既にセキュリティを管理する場合を扱う規定である。担保権者が金融機関であり、セキュリティが既に同項(a)、(b)、(c)、(d)または(g)の規定に基づいてその金融機関に譲渡されている場合は、担保権設定者がそのセキュリティの記述を含む担保契約に署名して、対価が担保権者によって供与されると、その時点で担保権設定に関して譲渡が生じる。¹⁷¹⁾ 文書による合意がなくても、(a)、(b)、(c)、(d)または(g)によるセキュリティの譲渡は売買でも担保権設定でも文書による合意に代わるものとして適当と考えることができるが、金融機関によるセキュリティの管理の意義があいまいであると思われることがありうる。例えば、銀行が、顧客のカストディアンとして保管してきたセキュリティを担保として顧客に貸出を行なうことがある。証券会社が顧客の自己勘定で保管してきたセキュリティを証拠金勘定を移すことがある。このような場合に、二重関係を文書で示すことが望ましいということでこの規定が設けられた。¹⁷²⁾

6. セキュリティが金融機関に管理される場合、金融機関自体が担保権設定者であるときにセキュリティを管理したままで、8-313

条(1)項(d)の規定にしたがった勘定への記帳と確認の送付で担保権が設定できるかという問題がある。8-321条によれば、他の条件が満たされると、8-313条(1)項のいずれの規定に基づく譲渡であっても担保権の発生と完成に十分である。8-313条(1)項(d)はセキュリティに対する権利全体(所有権)と担保権のような制限的権利の譲渡の間を区別しない。そこで、このような方法による担保権設定は可能であると論じうる。¹⁷³⁾ これはレポ(現先)取引でセキュリティの譲渡を受けた者にとっては少し気安めになる。取引の性質が売買とされても担保貸付とされても、譲渡が有効か担保権が完成させられたものになるからである。¹⁷⁴⁾ この場合、このような金融機関は、担保権に関してその設定者であり、また、担保権者のセキュリティ保有勘定を管理する金融機関であるという二重の資格で行動することになる。しかし、この結論に疑問がないわけではない。まず、金融機関はその顧客のためにセキュリティ保有勘定を管理しかつその資格で行動している者と定義される¹⁷⁵⁾ のに、この場合に担保権者がこの定義でいう顧客とどういうか明確ではない。また、債務者は質権の設定に関して担保物の交付と占有のため質権者の代理人ないし受寄者となりえないのが伝統的にコモンローの立場であり、この立場は統一商法典第9編で変更されていない¹⁷⁶⁾ からである。¹⁷⁷⁾ ニューヨーク州は、

170) §8-321(2) (1977).

171) §8-313(j) (1977).

172) See Aronstein, *supra* note 111, at 306.

173) See Mooney, *Beyond Negotiability*, at 340.

174) See *id* at 341.

175) §8-313(4) (1977).

176) See §9-305 Comment 2 (1977).

177) See Mooney, *Beyond Negotiability*, at 340 n.119.

8-313条に修正を加えて、金融機関が債務者である場合にも、担保権者が8-313条(1)項(d)の規定のもとで譲受人とされうことを明確にする。¹⁷⁸⁾

5. ブックエントリー財務省規則における譲渡と質権設定

1. ブックエントリー式財務省債 (book-entry Treasury security) はセキュリティであり、その譲渡と質権ないし担保権設定に関する規定を有する財務省規則がある。¹⁷⁹⁾ ブックエントリー式財務省債に関する規則はブックエントリー財務省規則と呼ばれることがある。ブックエントリー式財務省債の譲渡と質権設定には、統一商法典の第8編と第9編のセキュリティの譲渡と質権設定の規定が大体において適用される。ブックエントリー財務省規則には譲渡と質権の設定に関する規定が見られ、そこに規定がある場合には、それが適用されることになる。¹⁸⁰⁾ ブックエントリー式財務省債は連邦準備銀行の帳簿上で発行される。連邦準備銀行の帳簿上に勘定を有することができるのは預金機関 (depository institution) に限られ、預金機関とは、

簡単にいえば合衆国政府による預金保険加入資格のある金融機関である。¹⁸¹⁾ その代表例が銀行である。

ブックエントリー式財務省債という仕組みは、譲渡や質権設定に際して必要な債券自体の交付なしで済す各種の方策の中から出現した。¹⁸²⁾ 1968年に導入された当初から1971年まで、連邦準備銀行がブックエントリー式財務省債の形で管理する財務省債には連邦準備制度加盟銀行がその顧客のために管理する財務省債が含まれなかった。1971年に制度が改められ、連邦準備銀行に直接にこのような勘定を開設する資格のない財務省債保有者が、その財務省債を開設資格のある者の名義でブックエントリー式の形で保管されるようにすることでこの仕組みを利用することが可能になった。¹⁸³⁾ このため、ブックエントリー式財務省債の保管は階層構造をとることになる。¹⁸⁴⁾ ブックエントリー式財務省債の譲渡は代金と引き換えに即時に行なわれ、それは連邦準備銀行や主要な参加者である銀行をつなぐ連邦準備通信システム (フェッドワイヤー) を介して行なわれる。¹⁸⁵⁾

ブックエントリー式財務省債の譲渡と質権

178) See N.Y. U.C.C. §8-313(1) (d), (4) (McKinney's 1990).

179) 31 C.F.R. §§306.115 - 122 (1990). See Crespi, Security Interests in Book-Entry Government Securities: The Unsettled Status of Clearing Agent Liens Under Article 8, 20 U.C.C. L.J. 159 (1987); Katzman, *supra* note 101.

180) これは合衆国憲法 6 条 2 項の最高法規条項 (supremacy clause) に基礎とする連邦法による州法の排除 (preemption) に基づく。

181) 1980年まで連邦準備銀行に勘定を開設できるのは連邦準備制度加盟銀行に限られた。1980年の法改正 (Monetary Control Act of 1980) により預金機関はみな勘定を開設できるとされた。預金機関の定義については 12 U.S.C. 461§ (b) (1) (A) 参照。

182) See M. Stigum, *supra* note 27, at 77-92; Hoey & Rassnick, *supra* note 27, at 177-79 (1976).

183) See Hoey & Rassnick, *supra* note 27, at 180-81.

184) See Department of Treasury, Regulations Governing Book-Entry Treasury Bonds, Notes, and Bills, 51 Fed. Reg. 8846, 8846 (March 14, 1986).

185) See M. Stigum, *supra* note 27, at 105-20.

設定は二つの段階に分けて考えることができる。第一段階は、その譲渡や質権設定が連邦準備銀行に勘定を有する預金機関またはこのような預金機関から連邦準備銀行もしくは合衆国政府に行なわれる場合である。第二段階は、その譲渡や質権設定がこのようなものではない場合である。これを念頭において、ブックエントリー式財務省債の譲渡と質権設定に関する規定を見ることにする。

2. 第一段階において、譲渡や質権設定が連邦準備銀行にブックエントリー式財務省債の勘定を有する者の間またはこのような者から連邦準備銀行もしくは合衆国に行なわれる場合を扱う規定が、規則の306.118条(a)項である。¹⁸⁶⁾ この規定によると、連邦準備銀行が、譲渡された財務省債についてその記録帳簿に適切な記帳を行なうことによって、これに反するいかなる法の定めにかかわらず、譲渡または質権設定が発生しかつ完成する。そして、連邦準備銀行の記録帳簿にこのような記帳を行なうことは、(1) 現物財務省債の持参人払式 (bearer form) による交付 (delivery) の効力を有し、(2) 譲受人または質権者による交付の取得の効果が有し、(3) 譲受人または質権者を所持人 (holder) とし、(4) 質権設定の場合には、質権者のために完成した担保権を生じさせるとされる。¹⁸⁷⁾ この規定に

基づいて行なわれるブックエントリー式財務省債の譲渡や質権設定は、同条(b)項に基づくその他の方法によって行なわれるこれより先または後に生じまたは完成させられる譲渡や質権や他の権利のいずれにも優先するとされる。¹⁸⁸⁾ この規定の限りで、適用のありうる州法が排除されることになる。

ブックエントリー式財務省規則では、ブックエントリー式の財務省債が持参人払式現物債券の形で連邦準備銀行に保管されていると看做して、その譲渡や質権設定の規定が行なわれると見ることができる。これは、持参人払式現物債券の擬制 (bearer definitive fiction) と呼ばれる。¹⁸⁹⁾ この財務省規則の制定は1977年の第8編改定前のことである。この擬制は現物債券の交付と交付の効果を引きうつそうとするものである。このブックエントリー式財務省債の譲渡と質権設定の規定は、1977年改定前の8-320条を手本にしたものであり、連邦準備銀行の記録帳簿上における記帳によって譲渡と担保権設定が生じるとすることが内容であると説明される。¹⁹⁰⁾ つまり、連邦準備銀行を清算機関と見立てて、連邦準備銀行の帳簿上の記帳によって財務省債の譲渡と質権設定が行なわれると見られる。記帳が譲受人または質権者への持参人払式債券の交付の効果があるとされ、これらの

186) 31 C.F.R. §306.118(a) (1990).

187) 31 C.F.R. §306.118(a) (1990).

188) 31 C.F.R. §306.118(a) (1990).

189) See Mooney, *Beyond Negotiability* at 343. See also Katzman, *supra* note 101, at 162. この擬制がなければ、ブックエントリー式財務省債は第9編との関連では、9-106条にいう一般無形財産 (general intangibles) と分類され、9-302条(1)項によって担保権設定には登記 (filing) が必要になるという可能性があった。これは明らかに望ましいことではなく、そのために306.118条(a)項が置かれたといわれる。See Hoey & Rassnick, *supra* note 27, at 181. また、この擬制がなければ、その譲渡はコモンローの債権譲渡の法理にしたがって行なわれることになる。

190) See Hoey & Rassnick, *supra* note 27, at 181.

者をこの債券の所持人とするので、これらの者は善意取得者となりうることになると思われる。¹⁹¹⁾

規則の306.118条(a)項は、このように、ブックエントリー財務省規則制定の時点の1977年改定前の統一商法典第8編と第9編の規定を手がかりにして規定すると考えられる。この規則の規定が第一段階での譲渡と質権設定を規定するように見えるものの、多くのことがらが適用のある州法に委ねられている。例えば、交付の効果、所持人になることの効果そして質権の完成の効果は適用のある州法によることになる。¹⁹²⁾

3. 現在、連邦準備銀行に直接に勘定を開設する資格のない者が、財務省債を開設資格のある者の名義でブックエントリー式の形で保管することが可能である。この場合、連邦準備銀行にブックエントリー勘定を有する預金機関が顧客のためブックエントリー式財務省債をその預金機関の勘定を利用して管理することになる。こうして財務省債を保有する者による譲渡または質権設定が上に述べた第二段階である。これを扱うのが、規則の306.118条(b)項である。¹⁹³⁾ この規定によると、連邦準備銀行によってブックエントリー勘定で管理される譲渡可能な財務省債の譲渡

と質権設定は、その財務省債が連邦準備銀行によって持参人払式現物債券の形 (bearer definitive form) で管理されているとした場合に、その財務省債の譲渡を生じさせるか質権または他の権利を発生させ完成させるのに適用のある法 (applicable law) のもとで効力のあるような方法によって生じた発生し完成させられる。¹⁹⁴⁾ この規定に基づく譲渡と質権設定に関しては、連邦準備銀行によって管理されるブックエントリー式財務省債は、これと反対の法の規定にかかわらず持参人払式現物債券の形で管理されると看做されるところ。¹⁹⁵⁾

この規定が適用される財務省債は、ブックエントリー債で、預金機関が連邦準備銀行に有する勘定の中にある財務省債である。この規定によってこのような財務省債は連邦準備銀行によって持参人払式現物債券として保管されるとされ、その譲渡と質権設定には適用のある法の定めるところによって行なわれる。この「適用のある法」は適用のある州法を意味すると解される。¹⁹⁶⁾ そして、この譲渡や質権設定に適用のある州法は、州法として制定された統一商法典第8編と第9編であると考えられる。¹⁹⁷⁾ 財務省規則は適用される州法を規定しないので、この適用される州

191) See Katzman, *supra* note 101, at 161.

192) See Mooney, *Beyond Negotiability* at 344.

193) 31 C.F.R. §306.118(b) (1990).

194) 31 C.F.R. §306.118(b) (1990).

195) 31 C.F.R. §306.118(b) (1990).

196) See, e.g., *Cohen v. Army Moral Support Fund* (In re Beville, Bresler & Schulman Asset Management Corp.), 67 Bankr. 557, 616-17 (D.N.J. 1986); Katzman, *supra* note 101, at 167; Crepsi, *supra* note 179, at 107-71.

197) さもなければ、このような財務省債は一般無形財産と分類されることになる。この帰結については、前掲注 189 参照。

法を決定する必要が生じるが、これは明確な基準を欠くと見られる。¹⁹⁸⁾ いずれにせよ、このうち第8編(と第9編)は、ある州の制定した1977年改定前の第8編または1977年改定の第8編である。

一見、ブックエントリー財務省債は1977年改定後の第8編にいう証券のないセキュリティに該当するかのようである。しかし、連邦準備銀行はそれが予定する発行者の役割を果たさず、また、証券のないセキュリティとして扱うことは持参人払式現物債の擬制に明確に反するから、ブックエントリー式財務省債は証券のあるセキュリティであると解される。¹⁹⁹⁾ 第8編の規定によると、このようなブックエントリー式財務省債はその性質上代替可能なものの集合であるから、比例的所有権の構成が適用され、このような財務省債の買主は善意取得者とはなりえないことになる。

第8編の用語を用いると次のように述べることができる。ブックエントリー式財務省債は代替可能なものの集合を構成し、すべて清算機関に相当する連邦準備銀行に保管される。それは持参人払式の証券のあるセキュリティと看做される。連邦準備銀行にブックエントリー式財務省債の勘定を有する者が清算機関にセキュリティ保有勘定を有する金融機関にあたり、それは預金機関に限られる。証

券会社は、制度上預金機関となりえないから、預金機関の顧客となりそれにセキュリティ保有勘定を開設する。このようにしてできる階層構造において、連邦準備銀行も預金機関も証券会社も、財務省債を代替可能なものの集合として保管する。ブックエントリー式財務省債の所有者はこのように管理される代替可能なものの集合に権利を有することになるのである。

4. ブックエントリー財務省規則は、ブックエントリー式財務省債の譲渡と質権設定に関して上に見たほかにも規定を有する。

上に見たような第二段階では、規則の306.118条(b)項に定めるように、ブックエントリー式財務省債に持参人払式現物債があると看做されて、それに質権が設定されるとする。このとき、1977年改定前の第8編と第9編の規定によるとその受寄者とされる者に通知して質権を設定する方法があり、²⁰⁰⁾ また、特定されたセキュリティを占有する者が買主のために保持すると確認して交付が生じる²⁰¹⁾ ことになる。²⁰²⁾

306.118条(b)項は、ブックエントリー財務省債を管理する連邦準備銀行は、質の通知に関して受寄者ではなく、また、財務省債の譲渡を確認するために占有を有する第三者ではないとする。²⁰³⁾ ブックエントリー財務省債に現物債券があるはずはなく、それは連邦

198) Katzman, *supra* note 101, at 167.

199) See Mooney, *Beyond Negotiability* at 346. 1977年改定後の第8編の適用される場合には、8-102条(1)項(c)によって証券のあるセキュリティと解されるブックエントリー財務省債が証券のないセキュリティと看做されるかについて疑問がある。しかし、持参人払式現物債の擬制が優位すると解される。See *id*; Katzman, *supra* note 101, at 182-83.

200) §9-305 (1972).

201) §8-313(d) (pre-1977).

202) See Hoey & Rassnick, *supra* note 27, at 182 n.14.

203) 31 C.F.R. §306.118(b) (1990).

準備銀行などの帳簿上で管理される代替可能なものの集合である。すると、この方法による質権設定や譲渡において、通知を受ける受寄者や確認を行なう占有する第三者に該当する者を決める必要がある。306.118条(b)項は、業務の過程で常に顧客のために財務省債を保管するサービスを提供しかつ顧客の名義でそのような財務省債に対する所有権または権利を示す帳簿を管理する銀行、金融機関その他の者の帳簿上に譲渡可能な財務省債が記録される場合には、このような保管者が、適用のある法の規定のもとでの質権の完成または買主への有効な交付に関して、質権設定の通知を受ける受寄者でありまたは質権者のための保有の確認を行なう占有を有する第三者であるとする。²⁰⁴⁾そして、連邦準備銀行はこの規定のもとで生じる譲渡や完成させられる質権の通知を受領せず、このような通知は効力を有しないとされる。²⁰⁵⁾

また、財務省規則によるブックエントリー式財務省債の譲渡と質入に関しては、公的記録所または記録官における登録または記録は必要ではなく効力もないとされる。²⁰⁶⁾

5. ブックエントリー式財務省規則における譲渡と質権設定は、上に見たように、1977年改定前の統一商法典第8編と第9編を前提

にして規定されると考えられる。そして、多くの点でブックエントリー式財務省債の譲渡と質権設定は適用のある州法によって決せられる。第8編と第9編は1977年に改定され、改定後の第8編と第9編は現在のところ37州で法律として制定されている。²⁰⁷⁾財務省規則のいう適用のある州法の決定方法自体が明確ではなく、1977年改定後の第8編が適用のある州法であるときには、改定前の規定を前提とする財務省規則の用語と第8編が整合しないことにある。このため、ブックエントリー財務省債の譲渡と質権設定に関する法は不明確であり、²⁰⁸⁾とりわけ第二段階でこれが顕著であると考えられる。

これらが要因の一部となって、1986年に、ブックエントリー財務省債の譲渡と質権設定に関する財務省規則を改正する提案が行なわれた²⁰⁹⁾が、いまだに成立していない。²¹⁰⁾

6. 譲渡・質権設定間の競合

1. セキュリティが譲渡されまた担保に供されることは通常見られることである。あるセキュリティについて何らかの理由で、それを譲り受けたという者が複数現れ、互いに相容れない権利を主張することが考えられる。また、質権を有するという者が複数現れ、互

204) 31 C.F.R. §306.118(b) (1990).

205) 31 C.F.R. §306.118(b) (1990).

206) 31 C.F.R. §306.118(c) (1990).

207) 1990年9月の数字である。

208) See Katzman, *supra* note 101, at 165-85; Mooney, *Beyond Negotiability* at 343-49.

209) See Department of Treasury, Regulations Governing Book-Entry Treasury Bonds, Notes, and Bills, 51 Fed. Reg. 8846, 8846 (March 14, 1986); Department of Treasury, Regulations Governing Book-Entry Treasury Bonds, Notes, and Bills, 51 Fed. Reg. 8846, 8846 (November 28, 1986).

210) この提案に対する批評が既に行なわれている。See Katzman, *supra* note 101, at 185-212; Mooney, *Beyond Negotiability* at 371-77.

いに相容れない権利を主張することが考えられる。また、それを譲り受けたという者とそれに質権を有するという者が現れ、互いに相容れない権利を主張することが考えられる。これらの場合はいずれも、セキュリティに対して互いに相容れない権利が主張され、その優先に関する争いが生じる。

ここでは、複数の譲渡または質権設定の間と、譲渡と質権設定の間の競合に関する第8編による解決を検討する。譲受人または質権設定者は、先行する質権が設定されていることを予め承知してセキュリティを取得し、また、それに質権を設定することがある。ここで取り上げる場合は、これとは異なり、譲受人または質権者の主張する権利が互いに相容れない場合である。²¹¹⁾ なお、セキュリティに設定される担保権は伝統的に質権と呼ばれるため、担保権は質権と、担保権者は質権者と呼ぶことにする。

2. 証券のあるセキュリティが証券を譲受人またはその指定する者に現実に交付することによって譲渡されるとする。いったんセキュリティを譲渡すると、譲渡人はセキュリティに対する権利を有しない。また、譲渡人はその後は証券を占有しない。すると、証券の交付によるセキュリティの譲渡または質権設定が不可能になるから、その後証券の交付によって再び譲渡または質権設定が行なわれることは考えられない。²¹²⁾ 証券のないセキュリティが登録によって譲渡される場合で

も同様である。また、証券のあるセキュリティが証券を現実に質権者またはその指定する者に交付することによって質権が設定されるとすると、質権設定者がその後再び証券を交付して譲渡したり質権を設定することは不可能である。そのため、セキュリティに対する権利または質権の善意取得は考えられない。²¹³⁾

証券のないセキュリティが登録によって登録質が設定されるときも同様に考えられる。²¹⁴⁾

このように、証券のあるセキュリティの譲渡または質権設定において証券が現実に交付される場合には、証券の交付が相容れない権利の主張を防止することになる。証券のないセキュリティが登録によって譲渡されまたは登録質の設定が行なわれるときも同様である。つまり、特定の証券のあるセキュリティが現実に交付されて、特定の証券のないセキュリティが登録または登録質によって譲渡またはそれに質権設定される場合は、相容れない権利の主張のおそれはない。これらの方法によらない場合には相容れない権利の主張のおそれがある。そして、セキュリティが代替可能のものの集合として保管される場合にはこのような方法によって譲渡されまたは質権を設定されることはない。

第8編は、1977年改定前にも証券のあるセキュリティを譲渡しまたは質権を設定するために要求される証券の「交付(delivery)」を現実の交付に限定しない。この点は、1977年改定後でも「譲渡(transfer)」という概念を

211) 以下では、発生した担保権ないし質権は完成させられていることを前提とする。なお、質権設定者は、証券を占有している質権者に対して通知することによってセキュリティを譲渡または質権設定する場合には、この先行する質権のついた権利を取得し、第二順位の質権の設定を受けることになる。

212) See §8-313(1)(a) (1977). また、3.2参照。

213) See §8-313(1)(a) (1977). また、4.4,5参照。

214) See §8-313(1)(b), 8-108 (1977). また、4.3参照。

使用するものの変りはない。²¹⁵⁾ 証券のあるセキュリティが譲渡または質権を設定される場合、譲受人または質権者以外の第三者が証券を特定されないままに占有して、「交付」または譲渡されることを認める。²¹⁶⁾ この方法が用いられるには証券を顧客に特定して保管する場合と、証券の代替可能なものの集合として保管する場合があり、特に証券が金融機関に代替可能なものの集合として保管される状況を考えることにする。証券のないセキュリティにおいては、証券がないから交付は想定することはできず、特定は証券によるのではなく譲渡または登録質の登録後に発行者の発する報告によることになると考えられる。²¹⁷⁾ このような特定が行なわれなければ、証券のないセキュリティは代替可能なものの集合として扱われることになる。

3. 金融機関が顧客の注文にしたがってセキュリティを買付けまたは売付け、証券を顧客に現実に交付することなく保管するとき、保管のやり方は二つに分けることができる。それは、(1) 金融機関が証券を顧客に特定して保管する場合と、(2) 金融機関が証券を顧客に特定せずに代替可能なものの集合として保管する場合である。

(1) 金融機関が顧客のために証券のあるセキュリティを特定して保管するとする。顧客が金融機関に買付け注文すると、(イ) 金融機

関が、譲受人の氏名で裏書または発行された証券の占有を取得する²¹⁸⁾ か、(ロ) 金融機関が、購入の確認を送付し、かつ、金融機関の占有する特定の証券を譲受人に属すると記帳またはその他の方法で特定する²¹⁹⁾ と、その時点で金融機関から顧客への譲渡が生じる。この顧客（第一譲受人）への譲渡の後、原因はともかく、金融機関がこの証券のあるセキュリティを再びある者に譲渡するのに必要なすべての手順をふむとする。この場合、金融機関は証券を占有するものの、セキュリティに対する権利を有するわけではない。こうして金融機関から譲り受けたという者（第二譲受人）もこの金融機関の顧客であるので、8-313条(1)項(c)または8-313条(1)項(d)(i)の定める方法によって譲渡を受けることになる。これらの方法によって譲渡を受けると、第二譲受人は善意取得者となりうる。²²⁰⁾

そこで、第一譲受人と第二譲受人の間の争いでは、善意取得のその他の要件の成否が決め手になる。善意取得の要件を満たせば、第二譲受人が取得する権利と対立する請求を受けず完全に権利を取得するからである。善意取得が成立しない限り、第一譲受人がセキュリティに対する権利者である。この譲渡で善意取得が成立すると、善意取得者になる第二譲受人がセキュリティに対する権利を有することになる。²²¹⁾

215) 効果から見ればこのように考えられる。また、3.1参照。

216) §8-313(1)(d)(ii), (iii) (1977)。

217) See Mooney, *Beyond Negotiability*, at 427 n.42.

218) §8-302(1)(c) (1977)。

219) §8-313(1)(d)(i) (1977)。

220) §§8-302(1)(c), 8-313(2) (1977)。また、3.6参照。

221) 金融機関がこうして管理するセキュリティには、8-313条(h)項によって質権を設定することが可能である。この場合には善意取得は適用がない。§8-302(1)(c), 8-313(2) (1977)。

この例で、譲渡の一方または両方を質権設定に置き換えて考える。質権設定者が引続きセキュリティを保管すると質権設定は認められないという伝統的な立場によれば、金融機関による質権設定は効力がない。このような質権設定が認められるところでは、第二譲受人にあたる質権者が質権を善意取得しうると考えられる。²²²⁾

(2) 金融機関が、顧客に証券を特定することなく代替可能なものの集合として保管するとする。顧客のセキュリティが代替可能なものの集合の一部を構成すると、その性質上、証券を顧客ごとに特定して保管するとは想定できない。金融機関は、証券のあるセキュリティの代替可能なものの集合を自ら保管するか、別の金融機関の管理するセキュリティ保有勘定を通じてこの代替可能なものの集合を保管することになる。後者のようにして保管されるとすると、セキュリティが、順次、別の金融機関で代替可能なものの集合として保管されるという階層構造が見られる。そして、最終的には清算機関の勘定でセキュリティが保管されることになる。ここで見られる証券のあるセキュリティと証券のないセキュリティの差は、清算機関が現物の証券を何らかの形で保管するか、その名義またはそのノミニーの名義で発行者に登録するかということにある。

このようにセキュリティが保管され、顧客が金融機関に買付け注文とする。金融機関が、購入の確認を送付し、かつ、(別の金融機関の帳簿上にあるこの金融機関のセキュ

リティ保有勘定上に示される) セキュリティの代替可能なものの集合のうち一定数量のセキュリティが顧客に属すると記帳またはその他の方法で特定すると、その時点で金融機関から顧客への譲渡が生じる。つまり、買付け注文を受けた金融機関が、購入の確認を通知しかつ顧客の勘定に買い付けたセキュリティの数量を記帳すると、その時点でセキュリティの顧客への譲渡が生じる。²²³⁾ この金融機関が、ある種類のセキュリティの代替可能なものの集合を支配し、そのうちの一部のセキュリティについて、原因はともかく、第一譲受人と第二譲受人に譲渡し、この金融機関の管理するセキュリティの数量がいずれか一方の譲渡を満たすものの両方ともを満たすには不足するとする。

第二譲受人のセキュリティに対する権利の取得を、顧客に特定してセキュリティが保管される場合と同じく、第二譲受人についての善意取得の成否の判定によって決定する扱い方が考えられる。しかしながら、第8編はこの扱い方を採用しない。セキュリティが代替可能なものの集合の部分構成する場合は、善意取得が成立しないとして、譲受人がこのような代替可能なものの集合に対する比例的な所有権を有すると扱う。つまり、顧客は、金融機関の支配するセキュリティの代替可能なものの集合に対してその金融機関の他の顧客とともに比例的な所有権を有するとされる。²²⁴⁾ そして、顧客の共有持分はその勘定に示される数量の金融機関の支配するセキュリティの代替可能なものの集合の総数量に対

222) 例えば、ニューヨーク州の場合である。4.6参照。

223) §§8-313(1)(d)(iii), 8-301(1977)。

224) §§8-313(2)(1977)。また、3.7参照。

する割合である。ここでは、複数の譲渡の時間的な先後関係で譲受人のいずれがセキュリティに権利を有するか決定されることにはならない。

この例で譲渡の一方または両方を質権設定に置き換えて考える。質権設定者が引続きセキュリティを保管すると質権設定は認められないという伝統的な立場によれば、金融機関による質権設定は効力がない。このような質権設定が認められるところでは、質権者が譲受人と同一の立場に置かれると考えることができる。

4. 上に見たセキュリティが代替可能なものの集合の一部を構成する場合の扱いは、譲受人または質権者となる者が同一の金融機関にセキュリティ保有勘定を有する顧客であることを前提とした。しかし、この金融機関は一階層上の金融機関にセキュリティ保有勘定を有し、そこで自己分と顧客分のセキュリティを保管する。この金融機関は、このセキュリティ保有勘定にあるセキュリティに質権を設定しまたはそれを譲渡することがある。例えば、一階層上の金融機関が、このセキュリティ保有勘定にデリバリーされるセキュリティの代金を立替払いするので、その担保としてこの勘定にあるセキュリティ全部に質権設定をうけることがある。²²⁵⁾ また、この金融機関は、銀行から運転資金の融資を受けその担保のためにこの勘定にあるセキュリティ全部に質権を設定することがある。

ここで、ある金融機関Bが、それが勘定を有する一階層上の金融機関Cを介して、代替可能なものの集合に属するセキュリティを質権設定しまたは譲渡する場合の扱いを見ることにする。一階層上の金融機関が清算機関である場合とそれ以外の金融機関の場合の差に注意を要する。清算機関の帳簿上で譲受人またはその指定する者の勘定に適当な記帳を行なうと、その時点で譲受人への譲渡が生じ、²²⁶⁾ 譲渡されるセキュリティは代替可能なものの集合に属することになり変わらないのに、譲受人は善意取得者となりうる。²²⁷⁾ したがって、この譲受人は、善意取得の他の要件を満たせば、譲渡人がセキュリティに対する権利を有しないとしても、譲り受けたセキュリティに対する権利を取得する。質権設定はセキュリティに対する限定的権利の譲渡と扱われるから、譲渡に代えて質権設定と見ると、質権の設定を受けた者は質権を善意取得しうることになる。他方、金融機関が清算機関でない場合には、譲受人は善意取得者になりえない。²²⁸⁾

5. 金融機関Bが、それより一階層上にあるそのセキュリティ保有勘定のある（清算機関ではない）金融機関Cにセキュリティを質権設定しまたは譲渡する場合を考える。第一に、Bが、Cに有するセキュリティ保有勘定にあるセキュリティにCによる信用供与を担保するため質権設定する。この担保権設定に伴い、Cはこの質権設定のため特別のセキ

225) このような質権は、ブックエントリー式財務省債のデリバリーに介在する決済銀行と呼ばれる銀行が、ブックエントリー式財務省債のセキュリティを購入する顧客の有するデリバリーを受けるために設けられたセキュリティ保有勘定に設定する。See Crespi, *supra* note 179, at 162-65 (1987).

226) §§8-320(3), 8-313(1)(g), 8-301 (1977). また、3.5参照。

227) §§8-302(1)(c), 8-313(2) (1977). また、3.6参照。

228) §§8-302(1)(c), 8-313(2) (1977). また、3.6参照。

リティ保有勘定を自己の帳簿上に開設し譲渡の記帳をするとする。第二に、Bが、Cに有するセキュリティ保有勘定にあるセキュリティに銀行Dからの借入の担保のため質権設定する。この担保権設定に伴い、DはCにあるセキュリティ保有勘定にセキュリティの譲渡の記帳を受けるとする。第三に、BがCやその他のCの帳簿に勘定を有する者にセキュリティを譲渡する際に、Cに有するセキュリティ保有勘定にあるセキュリティをBが自己の有する数量を越えて譲渡する。この譲渡に伴い、C(やその他の者)はCの帳簿にある自己のセキュリティ保有勘定にセキュリティの譲渡の記帳を受けるとする。

これら三つの場合、Cは、自己の有するセキュリティの数量を超えて譲渡したという部分についてはセキュリティに対する権利を有さず、この部分にはCにセキュリティ保有勘定を有する顧客が権利を有する。第一と第二の場合で、セキュリティに対する質権の成否は質権者にとって重大な問題である。その成否は質権者が善意取得者となりうるかで決まることになる。第一の場合、Cの質権は8-313条(1)項(j)に基づく譲渡によって設定される。²²⁹⁾ この場合は善意取得が認められないことになる。²³⁰⁾ 第二の場合、Cの質権は8-313条(1)項(d)(iii)に基づく譲渡によって設

定される。²³¹⁾ この場合、善意取得が認められないことになる。²³²⁾ 第三の場合は、第二の場合と同じ扱いをうけると考えられ、善意取得が認められないことになる。²³³⁾

これらの場合は善意取得が成立する場合ではないから、質権の設定または譲渡を受けたという者は、不足分については金融機関Bの顧客に対して権利を主張することができないことになる。²³⁴⁾ 他方、一階層上の金融機関が清算機関であれば、譲渡または質権設定について善意取得が成立する。また、金融機関B自体がセキュリティそのものを占有しそれを顧客に特定しながら、質権設定や譲渡が行なわれるならば、善意取得が成立することがあると考えられる。²³⁵⁾

6. 金融機関Bが、一階層上の金融機関Cに有するセキュリティ保有勘定にあるセキュリティにCを質権者として質権を設定し、そのうえに何らかの理由で、この勘定にある質権の設定されているのと同種のセキュリティを顧客Pに譲渡するのに必要な手順をすべてふむとする。この時点で金融機関Bがその顧客のために保有するセキュリティの数量が、Cのセキュリティ保有勘定で顧客全部の保有とされる数量を下回っていると、顧客Pが譲渡を受けたというセキュリティに権利を取得するか否かが争点になる。Cの質権は完成さ

229) §8-313(1)(j) (1977).

230) §§8-302(1)(c), 8-313(2) (1977). また、3.6参照。

231) §8-313(1)(d)(iii) (1977).

232) §§8-302(1)(c), 8-313(2) (1977). また、3.6参照。

233) §§8-302(1)(c), 8-313(2) (1977). また、3.6参照。

234) しかし、このような譲渡または担保設定の場合に善意取得が成立するという考えをとれば、譲受人または質権者が顧客に帰属する不足分相当のセキュリティに権利を取得することになる。

235) §§8-302(1)(c), 8-313(2) (1977). また、3.6参照。これは、この場合に金融機関Bが持参人払式か買主にまたは白地式で発行または裏書された記名式の証券のあるセキュリティを占有することを前提する。

See §8-302(1)(a).

せられているから、顧客Pがセキュリティに対する権利の善意取得者にならない限り、Pは権利を取得しないことになる。この場合には、Pへの譲渡は8-313条(1)項(d)(iii)にしたがって行なわれるので、善意取得はありえないことになる。²³⁶⁾ これは1977年改定前の第8編の規定でも同じ結果となる。²³⁷⁾

この上の例で、Bが譲渡されたという特定の(specific)セキュリティそのものを占有し、8-313条(1)項(d)(i)にしたがって譲渡されるというのならば、Pが善意取得者となりうる可能性がある。²³⁸⁾ これと同一の結論は1977年改定前の第8編の規定のもとでも導かれる。²³⁹⁾ しかしながら、この例では、セキュリティは代替可能なものの集合に属し、8-313条(1)項(d)(i)による譲渡の行なわれる前提であるBによる特定のセキュリティそのものの占有を想定することは不可能である。この例のような事例において、裁判所が顧客Pによる善意取得を認める事件がある。²⁴⁰⁾ しかし、第8編の規定の解釈として、8-313条(1)項(d)(i)による譲渡において善意取得の生じうるのは、CではなくBに相当する金融機関が特定の証券のあるセキュリティを占有

する場合である。²⁴¹⁾ つまり、ある譲渡されるという証券のあるセキュリティに対応する個別の証券が占有される場合である。善意取得が生じたとした事例ではこのような状態は認められず、これらは第8編の規定を誤解して善意取得を認めたと見られる。²⁴²⁾ 金融機関の帳簿上にあらわされるセキュリティの代替可能なものの集合に対する権利の譲渡は、特定された証券のあるセキュリティの現物の交付による譲渡とは似ても似つかない。そこで、この例でPのような譲受人が善意取得者となりえないとされても驚くほどのことではないと考えられる。²⁴³⁾

時を隔ててセキュリティに譲渡または質権設定によって権利を取得したという者が複数現れたとき、後に権利を取得したという者(第二譲受人)が先に権利を取得した者(第一譲受人)に対して相容れない権利を主張するとする。後に生じたという譲渡について善意取得が成立しない限り、第一譲受人は、そのセキュリティに対する権利が譲渡されまたは質権設定されたように見えても権利を失うことはない。しかし、第二譲受人がセキュリティに対する権利を善意取得すると、第一譲受人

236) §§8-302(1)(c), 8-313(2) (1977). また、3.6参照。

237) §8-302 (pre-1977).

238) §§8-302(1)(c), 8-313(2) (1977). また、3.6参照。これは、この場合に金融機関Bが持参人払式か買主にまたは白地式で発行または裏書された記名式の証券のあるセキュリティを占有することを前提する。
§8-302(1)(a).

239) §8-313(c) (pre-1977).

240) See Louisiana State School Lunch Employees Retirement Sys. v. Legel, Braswell Gov't Municipals, Inc., 699 F. 2d 512, 515 (11th Cir. 1983); Matthyse v. Securities Processing Services, Inc., 444 F. Supp. 1009, 1017-18 (S.D.N.Y. 1977); Cohen v. Army Moral Support Fund (In re Beville, Bresler & Schulman Asset Management Corp.), 67 Bankr. 557, 612-15 (D.N.J. 1986).

241) See Mooney, Beyond Negotiability, at 369-70.

242) See id at 367-68.

243) See id at 370-71.

はセキュリティに対する権利を失う。しかし、セキュリティが階層構造の中で、金融機関に帳簿上で代替可能なものの集合として管理される場合には、第8編の規定のものとはそれに対する権利の譲受人または質権者がセキュリティに対する権利を善意取得することはないのである。

7. おわりに

これまで、統一商法典とブックエントリー財務省規則におけるセキュリティの譲渡と質権設定の扱いを検討してきた。この扱いでは、セキュリティの譲渡と質権設定を物権法構成によって規定するところに特色が見られる。それは、証券のあるセキュリティが現実には交付される場合にもセキュリティが代替可能なものの集合として金融機関によって階層的に管理される場合にも妥当するように構成される。また、セキュリティが階層構造の中で管理される場合には、証券の有無がその譲渡と担保権設定に関連がないことも特色として挙げることができる。そしてまた、第8編とブックエントリー財務省規則の規定の適用作業に見られる複雑さも特色として挙げることができる。

金融機関が健全で倒産の懸念がないところでは、セキュリティの所在やその管理の構造は重大な関心事とはならない。また、これまで見てきた物権法構成の内容も、セキュリティに対する権利を有する者にとって重大な関心事ではないといっても過言ではないだろう。しかし、いったん、金融機関が倒産する

と、そこにセキュリティ保有勘定を有する顧客には、その金融機関が管理する自己のセキュリティに対して現実に権利を主張してその権利を確保しうることが最大の関心事である。また、金融機関に信用供与し担保権の設定をうけた者には、担保権を行使し貸金を回収しうることが最大の関心事である。こう見ると、第8編の規定が現実に作用する場合は金融機関の倒産時である。

第一に、顧客は、倒産した金融機関にあるセキュリティ保有勘定を介して保有するセキュリティに第8編の定める物権法構成によって所有権が認められる範囲でその権利を行使することができることによって、保護を受ける。しかし、これとは別に、合衆国破産法第7編第Ⅲ章²⁴⁴⁾と小規模投資家保護法(Small Investor Protection Act)²⁴⁵⁾は、金融機関が証券会社である場合にその倒産に際して、それにセキュリティを預けていた顧客の間のセキュリティの分配原則を定める。それによれば、一つ一つのセキュリティの代替可能なものの集合ではなく、証券会社の顧客みなに属するセキュリティ全体の価値に対して、ある顧客が有する権利の価値からその顧客の証券会社に負う債務を差し引いた金額の割合に応じて分配を受けるのが原則である。²⁴⁶⁾この場合には、第8編の定める物権法構成にしたがって処理されない。このような扱いは、倒産した証券会社の顧客の間の分配に限定される。それ以外の場合には、第8編の規定する物権法構成が基本である。ここに見られるように、金融機関の違いによって

244) 11 U.S.C. §§741-52.

245) 15 U.S.C. §§78aaa-78lll.

246) Mooney, *Beyond Negotiability*, at 352-61.

大きな差異が顧客の扱いに生じることが注目に値する。

第二に、金融機関からセキュリティに対する担保権の設定をうけた場合、担保権者にとって権利の成否と内容は第8編の規定にしたがって決まることになる。階層構造において、金融機関がそれにセキュリティ保有勘定を有する者に行なう信用供与はセキュリティのデリバリーの円滑な実行に欠かすことができない。この二者間で必ずしもセキュリティに対する権利の譲渡と代金支払が同時に履行されることにならないからである。それゆえ、この信用供与を担保するセキュリティに対する質権設定の効力が確保されることが必要になる。セキュリティが代替可能なものの集合として保有される場合、金融機関がそこにセ

キュリティ保有勘定を有する階層構造において下に位置する者からその勘定にあるセキュリティに質権の設定を受けるとき、質権の効力は認められないという難点が存在する。

既に述べたように、アメリカ合衆国では、ブックエントリー財務省債の譲渡と質権設定について財務省規則を改正する作業が進められている。また、最近、統一商法典第8編の規定を検討する作業が開始されたばかりである。²⁴⁷⁾ これらの作業は注目されるが、その検討は別のストーリーとする。

以 上

[京都大学法学部助教授]

247) Advisory Committee on Settlement of Market Transaction, Section of Business Law, American Bar Association, Investment Securities Under U.C.C. Article 8: Selected Issues Concerning Scope, Transfer, Security Interests and Priorities (1991).