

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

金融取引における預かり資産を巡る法律問題研究会

要 旨

本稿は、日本銀行金融研究所が設置した「金融取引における預かり資産を巡る法律問題研究会」（メンバー〈50音順、敬称略〉：井上 聡、沖野眞己、加毛明、神作裕之、神田秀樹〈座長〉、佐藤正謙、道垣内弘人、前田 庸、松下淳一、森田宏樹、事務局：日本銀行金融研究所）の報告書である。

一般の金融危機時には、金融機関が倒産した場合に、金融取引における預かり資産を保全しそれを迅速に顧客に返還する必要性が認識された。また、金融機関による預かり資産の再利用に伴うリスクが顧客に十分に認識されていないことが問題となった。こうした問題を受けて、規制の見直し等を含めた対応のあり方が国際的に議論されている。

わが国においても、金融取引の内容や対象資産の性質から、預かり資産が金融機関の自己資産と十分に区分されない場合があるほか、金融機関の義務違反により預かり資産として保有する資産が不足する場合がある。こうした場合には、金融機関倒産時に顧客が預けた資産の返還を受けられない事態が生じ得る。また、一部の担保型取引では、当事者の合意に基づき金融機関に預かり資産の利用・処分を認めることがあるが、こうした利用・処分を認めることに伴うリスクが顧客に十分に認識されていなければ混乱が生じ得る。さらに、こうした担保型取引については、金融取引の効率性確保の観点から、当事者のニーズに応じた多様な取引形態の選択を可能とするための法制の整備等も重要となる。

以上のような問題意識を踏まえ、本報告書では、預かり資産を巡る金融取引として、振込、証券売買の取次、サービスの債権回収といった権利移転仲介型取引や担保型取引を取り上げ、わが国現行法上、預かる者と預けた者がいかなる権利義務を有するかにつき、金融機関倒産時における預かり資産の処遇を中心に整理を行っている。そのうえで、諸外国の法制とも比較しつつ、わが国の望ましい法的対応のあり方につき検討を行っている。

.....
本報告書の内容や意見は、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

1. 問題意識

金融取引において、金融資産を預かるアレンジメントは、その目的（保護預かり、売買仲介、担保等）、対象資産（金銭、証券、ペーパーレス証券等）、法的構成（寄託、混蔵寄託、消費寄託、消費貸借、委任、信託、担保等）等の点でさまざまなかたちをとりつつ、重要な位置を占めている。

こうした金融資産を預かるアレンジメントを巡り、先般の金融危機時におけるリーマン・ブラザーズ・グループ各社の破綻を機に、金融機関が保有する顧客からの預かり資産に関し、取引内容に応じた保全や迅速な返還の必要性が強く認識された。すなわち、リーマン英国法人がプライム・ブローカレッジ業務¹等において顧客から預かっていた金融資産については、同社の倒産手続開始後、顧客の権利内容や資産の所在の確認等に著しい時間を要し、その間、顧客が自己の資産を処分できない状況や、さらには顧客が当該資産の返還を受けられない状況が生じた。また、デリバティブ取引やレポ取引・証券貸借取引では、担保として差し入れられていた資産が幅広く再利用（re-hypothecation）されていた状況下で、市況悪化に伴う担保価値の下落等により、市場全体の流動性不足が生じる等、金融システムに混乱が生じた。

これらの混乱等を受けて、金融安定理事会（Financial Stability Board: FSB）等の国際会議の場では、金融取引において金融機関が保有する顧客からの預かり資産について、金融機関倒産時における顧客資産の保護の観点や金融システムの安定性確保の観点から、いかなる対応が必要かについて、規制の見直しを含め幅広く議論が行われている²。

わが国においては、1990年代後半以降、金融機関に対する分別管理規制が整備されてきたほか、国内の金融機関がプライム・ブローカレッジ業務等を含む投資銀行業務を活発に行っていなかったこと等から、先般の金融危機時に顧客からの預かり

1 プライム・ブローカレッジ業務とは、主にヘッジファンドに対し、資金貸付け、証券貸借、取引の決済、有価証券管理等のさまざまな周辺業務を提供するものである。ヘッジファンド等は、借り入れた資金や証券を利用してレバレッジ取引や空売りを行う。

2 2013年2月に証券監督者国際機構（International Organisation of Securities Commissions: IOSCO）が公表した市中協議書「顧客資産保護に関する勧告」では、顧客資産を保有する金融機関の監督強化のための、規制当局に対する8つの勧告が提案されている（IOSCO [2013]）。また、金融機関の破綻処理との関係では、2011年10月にFSBが公表した「金融機関の実効的な破綻処理の枠組みの主要な特性」において、各国の金融機関の破綻処理制度が備えるべき主要な特性として、金融機関の危機時や破綻時における顧客資産の分別管理に関する法的枠組みの明確化や実効性確保等が必要であるとされている（FSB [2011] pp. 10–11）。

このほか、顧客資産の再利用に関しては、2010年3月にバーゼル銀行監督委員会（Basel Committee on Banking Supervision: BCBS）が公表した「クロスボーダー銀行破綻処理グループの報告書と勧告」において、金融機関破綻時のシステムミック・リスクの削減を目的として、再利用（re-hypothecation）を制限することが考えられる旨が指摘されている（BCBS [2010] pp. 36–40, Recommendation 8）。また、2012年11月にFSBが公表した市中協議書「シャドーバンキングの規制と監視の強化：証券貸借取引・レポ取引のシャドーバンキングリスクに対処するための政策提言」では、顧客に顧客資産の再利用（re-hypothecation）に関する情報を開示すること、顧客資産を顧客のための取引にのみ再利用できること、流動性リスクに関する適切な規制に服する主体のみが顧客資産を再利用できること等を内容とする規制の導入が提案されている（FSB [2012] pp. 22–23, para. 3.3）。

資産を巡り大きな問題は生じなかったとの評価もある。

しかし、上記分別管理規制の整備にもかかわらず、同規制が及ばないことから、預かり資産が実質的に顧客に帰属するとの価値判断がなされ得る取引であっても、金融取引の内容や金融資産の性質——特に対象資産が金銭やペーパーレス証券である場合等——により、預かり資産が金融機関の自己資産と十分に区分されず、金融機関倒産時に預かり資産の取扱いが不明確になる場合がある。また、同規制が及ぶ場合でも、金融機関の義務違反により、預かり資産として保有する資産に不足が生じる場合がある。こうした場合には金融機関倒産時に、顧客が預けた資産の返還を受けられない事態が生じ得る。また、金融取引のなかには、担保の効率的利用や取引コスト抑制等の観点から、金融機関に資産の利用・処分権を認め、分別管理規制がかからないかたちで取引が行われる場合もあるが、こうした場合において、顧客が金融機関倒産時に資産の返還を受けられない可能性があることを十分に認識していなければ、混乱が生じ得る。

このほか、近年、証券のペーパーレス化のための証券決済法制の整備や信託法の改正等、預かるアレンジメントに関係の深い法制に進展がみられ、それらの法制が整備される前に発展した法解釈が現行法のもとでもなお維持され得るかについては、これまで十分な議論がなされておらず、必ずしも明らかでない面がある。

今後も、金融技術の発展に伴い、金融資産を預かるアレンジメントやその担い手の多様化が見込まれる。こうしたなか、そもそもわが国の私法上、預かるアレンジメントにおいて預ける者と預かる者がどのような権利や義務を有するのかを明らかにしたうえで、顧客資産の保護の観点から、望ましい法的対応のあり方を検討することは有益と考えられる³。

そこで、金融取引において金融資産を預かるアレンジメントのうち、権利移転の仲介を目的として金融機関が顧客資産を預かる「権利移転仲介型取引」と、担保を目的として金融機関が顧客資産を預かる「担保型取引」を取り上げ、それぞれの取引において、顧客が現行法上、平時および金融機関倒産時にいかなる権利を有するかを整理したうえで、望ましい法的対応のあり方を検討することとする⁴。その際は、金融危機後に国際的に議論されている内容や金融取引の実態を踏まえるとともに、今後の取引の発展の方向性を展望した分析を行うこととする⁵。

本報告書は、こうした問題意識のもと、日本銀行金融研究所に2011年8月に設けられた「金融取引における預かり資産を巡る法律問題研究会」における議論を事務局の責任において取り纏めたものである。なお、本報告書において意見にわたる部

3 2011年3月にIOSCOが公表した「顧客資産の保護、分配、移転に関する調査報告書」では、各国の顧客資産保護法制に関する情報共有が重要であるとして、16ヵ国における同法制の概要が紹介されている。IOSCO [2011]。

4 本報告書で取り上げる「預かり資産」には、金融機関が顧客に資産の所有権を残したまま保管目的で預かる資産に限らず、権利移転仲介や担保等の目的で顧客から資産の所有権の移転を受けて預かる資産をも含むものとして用いる。

5 このほか、金融取引における預かり資産を巡る国際私法上の問題について検討したものとしては、早川 [2013] 参照。

分は、日本銀行または金融研究所の公式見解を示すものではない。

「金融取引における預かり資産を巡る法律問題研究会」メンバー

(五十音順、敬称略、2013年5月時点)

	井上 聡	弁護士（長島・大野・常松法律事務所パートナー）
	沖野 眞己	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	加毛 明	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
	神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
(座長)	神田 秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	佐藤 正謙	弁護士（森・濱田松本法律事務所パートナー）
	道垣内弘人	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	前田 庸	学習院大学名誉教授
	松下 淳一	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	森田 宏樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授

(事務局)

	吉田 知生	日本銀行金融研究所長
	甲斐 文朗	預金保険機構預金保険部長 (前日本銀行金融研究所参事役)
	宮田 慶一	日本銀行北九州支店長 (前日本銀行金融研究所制度基盤研究課長)
	鹿島みかり	日本銀行金融研究所法制度研究グループ長
	進藤 直子	日本銀行金融研究所主査
	丸山 靖代	日本銀行金融市場局（前日本銀行金融研究所）
	塚本 愛世	日本銀行金融研究所
	末廣 裕亮	弁護士（森・濱田松本法律事務所アソシエイト）
	粟生 香里	弁護士（森・濱田松本法律事務所アソシエイト）

本報告書の構成は次のとおりである。2節では、具体的な取引を検討する前にまず、預かる者の倒産時に預けた者が一般債権者に優先して資産の返還を受けることを可能とする取戻権とその要件について整理し、分析の視座として預かり資産の特定性を指摘する。次に、3節では、「権利移転仲介型取引」として、(1)振込、(2)証券売買の取次、(3)サービサーによる債権回収を取り上げ、これらの取引において顧客間の権利の移転を仲介する金融機関が倒産した場合に顧客がいかなる権利を有するか、またいかなる要件が充足されれば顧客は預けた資産の返還を一般債権者に優先して受けることができるかを中心に検討する。4節では、「担保型取引」として、(2)において、現状の金融実務で利用されている質権構成、消費貸借構成および譲渡担保構成の担保について、その法的性格を明確化したうえで、(3)において、新たな

法的構成の可能性を検討する。こうした具体的な取引にかかる法的検討を踏まえ、5節では、金融機関が顧客に返還すべき預かり資産として保有する資産が不足する場合におけるわが国の法的対応のあり方について、比較法的な観点も踏まえつつ検討する。最後に、6節では、以上の検討の結果を総括する。

2. 資産を預けた者の取戻権とその要件

顧客が金融機関に資産を預けた場合に、当該顧客が当該金融機関の倒産手続において、その手続の開始の影響を受けることなく、当該資産を取り戻すためには、顧客に取戻権が認められる必要がある。3～5節では、具体的な金融取引について、金融機関に資産を預けた顧客が、実体法上いかなる権利を有するかを確認したうえで、当該金融機関が倒産した場合に一般債権者に優先して資産の返還を受けられるかを検討するが、後者の検討にあたっては、顧客が倒産手続において取戻権を有するかが論点となるため、以下では、取戻権について整理する。

(1) 取戻権

取戻権とは、倒産手続開始の影響を受けることなく、倒産者に属さない財産を倒産財団から取り戻す権利をいう⁶。取戻権には、倒産法以外の実体法に基づく一般の取戻権と、倒産法に基づく特別の取戻権がある。

イ. 一般の取戻権

第三者が倒産手続開始前から倒産者に対して、ある財産を自己に引き渡すことを求める権利を実体法上有している場合には、当該第三者は、その権利を管財人等に対して主張することができ、これを一般の取戻権という⁷。一般の取戻権の基礎となる権利として所有権がある⁸。また、対象財産が信託財産であるときはその財産は取戻権の対象となる⁹。

6 破産法 62 条、民事再生法 52 条、会社更生法 64 条。取戻権は、破産法、民事再生法、会社更生法のいずれにおいてもほぼ同様の内容である。本報告書において「倒産法」とは破産法、民事再生法または会社更生法を、「倒産手続」とは破産手続、再生手続または更生手続を、「倒産者」とは破産者、再生債務者または更生会社を、「倒産財団」とは破産財団、再生債務者財産または更生会社財産、「管財人等」とは管財人または再生債務者をいうものとして使用する。

7 伊藤 [2009] 320 頁。

8 このほか、地上権のような用益物権や、転貸人による転借人に対する転貸物の返還請求の場合のように契約上の請求権（債権）が基礎となることもある。山本ほか [2010] 181 頁（沖野）。本報告書では、これらを纏めて「取戻権の基礎となる権利」という。

9 この場合の「取戻権」とは、信託に基づく請求権が受託者の倒産による影響を受けることなく行使可能であることを指す。その請求権の主体が受益者の場合、「取戻権」といっても、受益者に従前の地位や受益権の給付内容を超えて目的財産の受益者への移転等の請求が認められるわけではなく、信託財産であることの確認や信託財産の処分の差止めを求め得るにとどまる（沖野 [2007] 374～375 頁）。以下、本報告書におい

一般の取戻権は対抗力のある実体法上の権利をそのまま倒産手続において認めるものであるため、取戻権が認められるか否かは、取戻権の基礎となる実体法上の権利が認められるか、および、その権利について対抗要件が具備されているかを基準に決定される¹⁰。このうち前者の実体法上の権利（所有権等）が認められるためには、当該権利（所有権等）の客体の要件としての特定性が必要とされる¹¹。

上記取戻権の要件との関係で注目すべき判例として、問屋に関する昭和43年の判決¹²および公共工事前払金に関する平成14年の判決¹³がある。

問屋に関する昭和43年の判決は、株式の売買の取次の場面で、問屋（証券会社）が株式の買委託の実行により取得した株式について、問屋が委託者（買委託をした顧客）へ当該株式を引き渡す前に倒産した場合に、当該株式につき実質的利益を有する者は委託者であって、問屋の性質上、問屋の一般債権者はそれを責任財産として期待すべきではないとして、委託者に取戻権の行使が認められるとする。本判決については、問屋の一般債権者の利益にも配慮する必要があることから、委託者が問屋の一般債権者に対して取戻権を主張し得るためには、問屋が委託者のために保有する権利の範囲が、帳簿上あるいは計算上、問屋において特定されている必要があると解すべきとされる¹⁴。

公共工事前払金に関する平成14年の判決は、金銭¹⁵の取戻権に関連する。判例・通説では、金銭の所有は占有と一致すると考えられており¹⁶、占有を失った金銭について取戻権を主張することは困難とされている。しかし、本判決では、公共工事の請負者（建設会社）が保証事業会社の保証のもとに地方公共団体から支払を受けた前払金に関し、地方公共団体と請負者との間の信託契約の成立を認め、当該前払金を原資とする預金債権は、請負者の破産財団に組み入れられることはないとして

て、「取戻権」とは、倒産手続開始の影響を受けることなく実体法上の権利行使が認められることを基礎付ける一般的な概念として使用する。

10 伊藤 [2009] 321 頁。

11 山本ほか [2010] 185 頁 [沖野]。

12 最判昭和43年7月11日民集22巻7号1462頁。

13 最判平成14年1月17日民集56巻1号20頁。

14 江頭 [2013] 255～256 頁。

15 本報告書では、「金銭」とは現金をいう。

16 判例では、金銭の所有権は常に金銭の占有者に帰属するとされる（最判昭和29年11月5日刑集8巻11号1675頁、最判昭和39年1月24日裁判集民事71号331頁参照）。また、学説においても、金銭については、所有と占有の所在が一致するとの考え方が通説的見解となっている（末川 [1959] 28～30 頁、川島 [1987] 197～200 頁、鈴木 [2007] 448～449 頁、能見 [1990] 109～113 頁）。

ただし、「金銭については、原則として取戻権は否定されるが、専用の金庫に保管されるなどして特定性が維持された金銭については、占有改定による引渡しが可能であり、取戻権が認められると考えられる」とする見解もある（伊藤ほか [2010] 451 頁）。また、金銭価値の特定性の維持等を前提に、金銭（ないしはその価値）に対する物権的請求権を認める見解もある（四宮 [1975]）ほか、近時では、金銭の所有は占有と一致するという法理を再検討する見解もみられる（佐伯・道垣内 [2001] 3 頁以下）。なお、業務上横領罪の成否が問題となった事案で、問屋が委託者または第三者から受領した金銭について、委託者の所有に帰するとした判例もある（大判大正12年12月1日刑集2巻895頁、大判大正15年12月13日刑集5巻567頁、最判昭和33年6月5日刑集12巻9号1976頁）。

地方公共団体に帰属するとされた^{17,18}。その際、本判決では、当該前払金を原資とする預金債権は、用途が限定されているほか、それを確保する具体的な仕組みが当事者間で合意されていたこと等を踏まえ、請負者の一般財産から分別管理され、特定性をもって保管されているとされた¹⁹。

ロ. 特別の取戻権

特別の取戻権は、倒産という特別な状況にかんがみて関係者間の公平を図る観点から倒産法上認められるものである。特別の取戻権は、実体法上の権利にかかわらず、倒産法上定められるものであり、現行法では、売主の取戻権ないし問屋の取戻権および代償的取戻権が規定されている²⁰。

(2) 分析の視座としての特定性

現行法上の解釈として、倒産手続において取戻権の行使が認められるためには、客体の要件としての特定性が必要とされるが、3節以下で分析するように、具体的な金融取引において、顧客が金融機関に預けた金融資産が特定性の要件を充足するかは必ずしも明確でない場合がある。特に、金融機関に対し、法令上の分別管理義務が課されている場合に、当該分別管理義務が遵守されていれば、当該分別された顧客資産に取戻権行使の要件としての特定性が認められるかが問題となり得る。

この点、金融機関に公法上の分別管理義務が課される場合には、かかる公法上の義務の遵守や違反は直接に私法上の効果を導くものではないため、分別管理義務の遵守が常に取戻権という私法上の効果を生ぜしめるとは限らない。しかし、そもそも分別管理義務は業者倒産時に顧客に資産が確実に返還されることを目的として規定された面もある²¹。かかる観点から、顧客に取戻権の基礎となる実体法上の権利

17 本判決は明示していないが、倒産法上の基礎付けは取戻権であるとされる。山本ほか [2010] 184 頁 [沖野]。

18 信託契約の成立が問題となった最近の裁判例として、東京地判平成 24 年 6 月 15 日金融・商事判例 1406 号 47 頁がある。本判決では、A～D の旅行費用を A が X 名義で普通預金口座に積み立てていた場合において、預金債権は A に帰属するとしうえて、A と B～D との間で、専ら当該 4 名で旅行するための資金として管理し、使用することを目的として A に金員を支払い、A に当該口座を開設させ、上記目的のために当該金員を当該口座において管理し、または使用させるための旨の合意をしていたと認められるときは、B～D を委託者兼受益者、A を受託者とする信託契約が成立していたというべきであるから、当該預金債権のうち B～D の積立金に相当する部分は、信託財産を構成すると判示した。

19 さらに、本判決では、預金は登記・登録制度のない財産であるため、請負者の一般財産から分別管理され、特定性をもって保管されていることにより、本件預金が信託財産であることを第三者に対抗できるとされた。沖野 [2007] 378 頁、佐久間 [2003] 74 頁。

20 破産法 63、64 条。民事再生法 52 条 2 項および会社更生法 64 条 2 項による破産法 63、64 条の準用。

21 例えば、金融商品取引法（以下、「金商法」という。）における分別管理義務規定は、1998 年旧証券取引法改正時に新設されたが、これは証券会社が倒産した場合に顧客資産が確実に返還されることを目的として規定されたものであるとされている（茶谷 [1998] 25 頁）。金融庁の平成 20 年 1 月 31 日付パブリックコメント回答も、金商法における分別管理義務規定は、「金融商品取引業者に対して、顧客が金融商品取引業者に預けている資産のうち、金融商品取引業者が他者に占有させているものについて、自己の有価証券と顧客の有

(所有権等)があり、かつ、分別管理義務の遵守の結果として、取戻権行使の要件として必要な資産の特定性が認められる場合には、顧客による資産の取戻しが認められると考えられる。

こうした問題意識のもと、3節以下では、具体的な金融取引において取戻権の行使を認めるための要件を検討する際には、預かり資産の特定性、およびそれに関連するかたちで分別管理を1つの分析の視座とする。

3. 権利移転仲介型取引

ある者が有する金融資産に対する権利を別の者に移転する場合に、金融機関が当該権利の移転を仲介する取引がある。例えば、AがBに対して送金する場合にAは振込取引を利用するが、そこでは銀行がAの資金のBへの移転を仲介する。また、Aが株式等の証券の売買を行う場合には、証券会社がその売買取引および証券や資金の移転を仲介する。こうした取引を本報告書では「権利移転仲介型取引」という。

権利移転仲介型取引では、移転の対象となる金融資産が金融機関に一時的に保有されたとしても、顧客は金融機関の倒産リスクを負う意思はないため、当該金融資産は実質的には移転元または移転先の顧客のものであり、金融機関のものではないと考えられる。このため、権利移転仲介型取引では、金融機関は移転対象となる顧客資産を自己資産とは区別して管理し、金融機関が倒産しても、顧客は当該資産を取り戻すことができることが望ましいと考えられる。かかる観点から、金融機関には、法令上の分別管理義務が課されていることが多い。

もっとも、実務上は、取引の過程で顧客資産が金融機関の自己資産に混入することがあり、顧客も、それを許容することがある²²。こうした場合に、顧客がいかなる権利を有するかについて、現行法上の取扱いを明らかにしたうえで、望ましい法的対応のあり方を検討することは、今後発展し得る類似の金融取引における取扱いを検討する基礎となり得る。

このような問題意識をもとに、以下では、具体的な権利移転仲介型取引として、振込、証券売買の取次、およびサービサーの債権回収に関する取引を取り上げ、わが

価証券が直ちに判別できる状態におくことによって、所有権に基づく取戻権を主張することができる状況で保管することを義務付けているもの」であるとする (<http://www.fsa.go.jp/news/19/syouken/20080131-1.html> 参照)。

22 英国では、FSA 規則 (Client Assets Sourcebook: CASS) 上、投資会社が投資サービスおよび活動または付随サービスにおいて顧客から資金を受領した場合には、当該資金を分別管理する義務が定められており (CASS7.4.1R)、同義務の履行方法として、①直接、顧客口座で受領して分別管理する方法 (normal approach) および②いったん自己口座で受領してから翌営業日に顧客口座に移して分別管理する方法 (alternative approach) が認められている (7.4.14G)。2008年9月にリーマン英国法人が倒産した際には、同社が②の方法に基づき一時的に自己口座で保有していた資金について顧客がいかなる権利を有するかを巡って争いとなった。本件については、2012年2月末、英国最高裁が、投資会社の自己口座にある資金についても、当該資金が顧客の資金として識別できる限りは顧客に優先的に返還される旨を判示した。In the matter of Lehman Brothers International (Europe) (In Administration) and In the matter of the Insolvency Act 1986 [2012] UKSC 6。

国の現行法上の取扱いを整理したうえで、望ましい法的対応のあり方を検討する²³。

(1) 振込

イ. 問題の所在

振込を行う場合、振込依頼人は銀行に対して金銭（振込資金）を預けて当該金銭を受取人の預金口座へ振り込むことを委託するが、銀行が当該金銭を預かっている間に倒産した場合、顧客はいかなる権利を有するであろうか。

具体的に問題となり得る局面として、銀行 X の顧客 A が、銀行 Y の顧客 B の口座へ振込を委託する場合の事務処理を例に説明する。

振込依頼人 A が振込依頼を行うと（図 1 ①）、仕向銀行 X は当該依頼の内容を確認し A の預金口座から振込資金の引落しを行い、別段預金や仮受金等に計上する（同②）。X は全国銀行データ通信システム（以下、「全銀システム」という。）を利用して被仕向銀行 Y へ振込通知を送信し²⁴（同③）、Y は X からの振込通知の受信を確認し、受取人 B の預金口座への入金を行う（同⑤）。この間、セントラル・カウンターパーティーである全国銀行資金決済ネットワーク（以下、「全銀ネット」という。）は、X が振込通知の送信により Y に対する為替債務を負う都度、当該債務を免責的に引き受け、同時に、当該債務を免れた X に対する債権を取得する²⁵（同④）。一日の取引が終了すると、全銀ネットの各銀行に対する債権と債務の合計額の差額（為替決済尻）を算出し、日銀ネット（日本銀行当座預金口座）を利用して決済日の夕方（原則として 16 時 15 分）に為替決済を行う²⁶（同⑥）。

振込資金は、振込資金の引落し（図 1 ②）後、受取人の預金口座への入金（同⑤）までの間、仕向銀行の別段預金や仮受金等に記帳されるが、これらの勘定に記帳されている間に仕向銀行が倒産した場合に顧客がいかなる権利を有するかが問題となる。

特に、仕向銀行が窓口営業時間終了後（多くの先では 15 時以降）または銀行休業日に振込依頼を受け付けた場合には、振込資金の引落し（図 1 ②）は振込依頼の受付と同時にされるものの、振込通知の送信（同③）および受取人の預金口座への入金（同⑤）は翌営業日に行われるため²⁷、別段預金や仮受金等に記帳される期間が長くなり、問題となりやすい²⁸。

23 金融取引における信託の今日的意義に関する法律問題研究会〔1998〕は権利移転仲介型取引として、ブローカレッジ、振込送金、コンビニエンスストアの受領代行サービス、債権流動化におけるサービサー業務等を取り上げて検討を行っている。本報告書は、その後の法制度の発展（社債、株式等の振替に関する法律の制定、金融商品取引法上の分別管理義務の導入等）を踏まえた検討を行っている。

24 全国銀行協会「振込規定ひな型」（以下、「振込規定ひな型」という。）4 条。取扱方式には、テレ為替、MT データ伝送、文書為替の 3 つの方式があるが、ここでは、テレ為替について整理する。

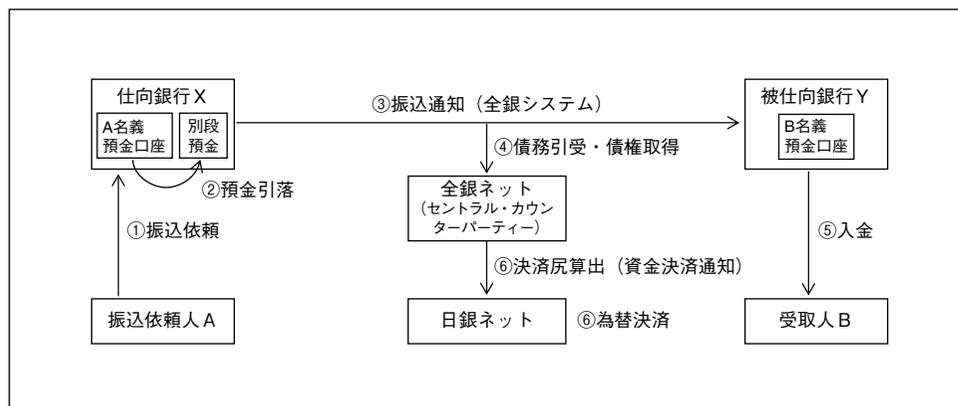
25 全銀ネット「業務方法書」49 条 2 項。

26 全銀ネット「業務方法書」48 条 1 項。

27 振込規定ひな型 4 条 2 項。

28 これに対し、仕向銀行が銀行営業日の窓口営業時間内（多くの先では 15 時まで）に振込依頼を受け付けた場合には、振込資金の引落し（図 1 ②）と、振込通知の送信（同③）および受取人口座への入金（同⑤）

図 1



この点、振込依頼人には仕向銀行を介して受取人に資金を送金する意思しかなく仕向銀行に与信する意思はないため、振込依頼人に仕向銀行の倒産リスクを負担させることは適当でない。すなわち、この間の振込資金の実質的な帰属者は振込依頼人または受取人であって仕向銀行ではないと解すべきであると考えられる。

なお、振込資金は預金保険による全額保護の対象となる²⁹ため、振込の私法上の法的構成がいかなるものであっても振込依頼人が仕向銀行の倒産リスクを負うことはない。しかし、振込依頼人が仕向銀行に対して私法上いかなる権利を有するかを検討することは、振込資金にかかるセーフティネットによる保護の範囲を明確化することに資するほか、セーフティネットが整備されていない金銭を預かる類似の取引について検討する際の参考となり得ると考えられる。

ロ. 法的検討

上述のとおり、仕向銀行は、振込依頼人の預金口座から振込資金を引き落としした後、受取人の預金口座に入金するまでの間、振込資金を別段預金や仮受金等に計上するため、以下では、まず、別段預金の法的性格について検討する（下記(イ)）。結論を先取りすれば、別段預金の法的性格は一律に定まらず、個々の取引の法的性格に応じて定まると理解される。このため、次に、振込の法的性格について整理したうえで、仕向銀行倒産時における振込依頼人の権利について検討する（下記(ロ)）。

は同日中に行われるため、問題となりにくい。また、先日付振込の場合にも、振込依頼人の預金口座からの振込資金の引落とし（同②）は、振込依頼日ではなく、受取人の預金口座への入金（同⑤）と同じ振込指定期に行われる。

²⁹ 振込資金のうち、別段預金に計上されるものは、別段預金も預金保険法上の「預金等」（預金保険法 2 条 2 項）に含まれることから、決済用預金（同法 51 条の 2 第 1 項）またはみなし決済用預金（同法 69 条の 2 第 2 項）として全額保護される。また、仮受金等の別段預金以外に計上されるものは、金融機関が行う資金決済にかかる取引に関し金融機関が負担する債務に該当するため、特定決済債務（同法 69 条の 2 第 1 項）として全額保護される。

(イ) 別段預金の法的性格

別段預金は、振込資金のほか、株式配当金や公社債元利金の支払資金、当座勘定解約残金、担保手形取立金、自己宛小切手の支払資金等、さまざまな預かり金を整理するための仮の勘定科目である³⁰。

そもそも、別段預金は「預金」という名称が付されているものの、必ずしも普通預金や定期預金のような消費寄託契約に基づく預金債権ではない。実務上も、預金者単位の口座ではなく、資金の種類や内容別に括られた口座³¹として設けられるにすぎない。このため、元帳だけで内容の詳細を十分に把握しにくいものについては、別途補助簿を用いて管理される。

別段預金に計上される資金を生じさせた取引の相手方³²が銀行に対して当該資金の返還請求権を有するか否かは、別段預金に計上される資金を生じさせた個々の取引の法律関係に応じて判断する必要がある³³。

したがって、振込資金として別段預金に計上された資金についても、振込取引の法的性格を踏まえ、振込依頼人がそれに対していかなる権利を有するかを判断する必要がある。

(ロ) 振込の法的性格と仕向銀行倒産時における振込依頼人の権利

振込の法的性格について、多数説は、振込依頼人と仕向銀行の間の契約（以下、「振込依頼契約」という。）を、振込依頼人がその指定する受取人の預金口座への一定金額の入金を委託することを内容とする委任契約と捉え、振込依頼人による振込資金の提供を委任事務処理費用の前払い（民法 649 条）とする³⁴。

上記多数説に対し、振込依頼契約に①委任契約と②決済資金の預託契約（消費寄託契約）の2つの法的側面を見出す見解³⁵がある。この見解によると、振込依頼契約には、①仕向銀行が振込依頼人のために行為する受任者として、受取人に対して一定金額を支払うとともに、被仕向銀行に対して受取人の預金を成立させるべく為替通知の送信を行うといった委任契約の側面のほかに、②仕向銀行が振込依頼人から予め提供を受けた決済資金を預託しているという消費寄託契約の側面を見出すことができるとする³⁶。

30 特定の資金を別段預金に計上する旨の法令上の定めや約款は存在しない。

31 払込受入金口、配当支払資金口、自己宛小切手口、為替関係一時預り口等。

32 具体的には、別段預金に計上される資金が、当座勘定解約残金または睡眠預金整理金の場合は預金名義人、口座振込または振替処理のための資金、株式配当金または公社債元利金の支払資金の場合は事務処理の委託者（株式や公社債の発行体等）、担保手形取立金の場合は担保差入人、自己宛小切手の支払資金の場合は発行依頼者をいう。

33 堀内ほか [1980] 336 頁、米津 [1988] 68～69 頁、田中 [1990] 177 頁。

34 松本 [2007] 14 頁。詳細は、森田 [2000] 154 頁脚注 40 参照。

35 森田 [2000] 153～156 頁。

36 2011 年 5 月に法務省より公表された「民法（債権関係）の改正に関する中間的な論点整理」では、受任者が委任事務を処理するために委任者の財産を保管する場合については民法上規定がないが、この場合における法律関係を明確にする観点から、有償寄託の規定を準用するとの考え方の当否について、さらに検討してはどうかとの提案がなされている。この提案の趣旨は、受任者が委任事務を処理するために一時的に預かっているものが受任者の責任財産を構成すると考えるのは妥当ではなく、あくまでも預かっていると

以上のような振込の法的性格を前提にすると、受取人の預金口座への入金前に仕向銀行が倒産した場合に、振込依頼人は振込資金の返還を受けられるであろうか³⁷。

上記多数説によれば、予め振込依頼人から仕向銀行が提供を受ける振込資金は委任事務処理費用の前払いと解されるため、振込依頼人の預金口座からの振込資金の引落し後、受取人の預金口座への入金前に仕向銀行が倒産した場合には、委任契約の解除または終了により、振込依頼人は前払いした振込資金の返還請求権を有する。もっとも、当該返還請求権は一般債権であることから、振込依頼人は仕向銀行の倒産手続において一般債権者として扱われ、他の一般債権者に優先して振込資金の返還を受けることはできないこととなる^{38,39}。

他方、振込依頼契約に委任契約の側面に加え消費寄託契約の側面を見出す見解は、仕向銀行に預託された資金が特定性を有する資金である場合には、解釈論または立法論により何らかのかたちで他の一般債権者に優先して振込資金の返還を受けることのできる優先権を付与する扱いを展開することも十分に可能であるとする^{40,41}。

振込の法的性格に消費寄託契約の側面を見出す見解による場合、どのような金銭が「特定性を有する資金」といえるであろうか。振込資金は、現金としての物理的な分別管理はなされておらず、勘定科目たる別段預金に計上したうえで、補助簿において振込依頼人および振込金額が記録されているにすぎない。すなわち、このような計算上の管理をもって「特定性を有する資金」として仕向銀行が倒産した場合に振込依頼人の優先権を認めることができるか、あるいは優先権を認めるためには計算上の管理に加えて何らかの物理的な分別管理も必要となるかが問題となる。

この点、近時の判例で、金銭の分別管理に基づく特定性に関して、商事留置権の目

いう寄託関係として捉えるのが統一的な取扱いであるというものである（法制審議会民法（債権関係）部会〔2011〕378頁）。もっとも、その後、法制審議会における審議を経て2013年3月に同省より公表された「民法（債権関係）の改正に関する中間試案」では、上記論点は取り上げられていない。

37 なお、受取人の預金口座への入金後、為替決済が未了の間に仕向銀行が倒産した場合には、受取人の預金口座への入金記帳により委任事務は完了しているため、振込依頼人は委任事務処理費用の返還請求権を有しない。他方、仕向銀行の債務を引き受けた全銀ネットは、全銀ネットが受超となる場合に仕向銀行に対して為替債権を有するが、当該債権は仕向銀行の倒産手続において一般債権として取り扱われる。この点、全国銀行内国為替制度のもとでは、①仕向超過額管理制度、②担保差入と保証行責任制度、③流動性供給制度等の制度を手当てし、参加金融機関が為替決済できなくなるリスク（決済リスク）に対応することとしている。松本〔2007〕27～28頁。

38 森田〔2000〕154頁脚注40参照。

39 この点、三宅〔1988〕964～967頁は、受任者が委任事務処理のために委任者から受け取った金額については、受任者は自己の財産に取り込み、自己のために消費してはならない義務を負い、このことが受任者の金銭引渡義務に、一般の金銭債務と異なる一種の特定性ないし特殊な物的性質を与えると説明する。そして、委任者が、受任者の占有する金銭は受任者の財産と区別して委任者のために保管される特定の価値（を表章する金銭）であることを証明すれば、受任者の倒産に際し取戻権を行使することができるとする。このほか、四宮〔1975〕も、「価値の同一性」を認識し得る限り、レイ・ヴィンディカチオ（物権的返還請求権）に類似する効力を持った価値返還請求権を認める。

40 森田〔2000〕154頁脚注40。

41 このほか、岩原〔1988〕10～11頁は、仕向銀行は振込依頼人から託された振込資金を被仕向銀行に送り届けるだけであって、いわば信託的に資金を預かっていると考えれば、振込資金は仕向銀行の他の債権者に対する責任財産の対象外になるとする考え方もあり得るとする。同見解も振込資金について振込依頼人に優先権を付与するには、振込資金の特定性を要件としていると思われる。

的である約束手形の取立金の特定性について、「取立金が銀行の計算上明らかになっている」として、手形取立金に対する商事留置権⁴²が認められると判示したものがある⁴³。

本判決は、保管を委託した金銭が封金等の物理的形狀によって特定性を維持している限り、通常の動産と同様にその所有権は委託者に帰属するとする有力説⁴⁴があるところ、預金という形態で存在する金銭については、計算上の管理によって特定性を認めたところに意義があるとされる⁴⁵。

本判決は、手形取立金について判示したものであり⁴⁶、手形の代わり金であるという特殊性が勘案されている可能性もあることから、この判決が直ちに当初から金銭で受領した振込資金等手形取立金以外の金銭一般についても当然に及び、計算上の管理によって特定性を認めるものと解することは難しいように思われる。しかし、預金という形態で存在する金銭に関し、いかなる場合に特定性を認めることができるか——計算上の管理のみで足りるか——について検討を深めることは、取引の安定性を確保する観点に加え、セーフティネットにより保護を図るべき範囲の明確化等の観点からも有意義なものと考えられる。

(2) 証券売買の取次

イ. 問題の所在

個人投資家が証券売買を行う場合、多くの場合は証券会社に売買を委託する。委託を受けた証券会社は、相対取引または取引所取引等により売買を行うが、株式の

42 商事留置権には各種のものがあるが、ここでは、商法 521 条に基づく商人間の留置権（商人間における双方向的商行為によって生じた債権が弁済期にある場合に、債権者がその弁済を受けるまでの間における商行為によって自己の占有に帰属した債務者の所有する物または証券を留置する権利）をいう。

43 最判平成 23 年 12 月 15 日民集 65 卷 9 号 3511 頁。手形取立金について留置権が及ぶか否かについては、従来、金銭の所有は占有と一致するとの判例・通説の考え方との関係から、留置権の基本的要件である他人物性を満たさないと、これを肯定する見解は必ずしも一般的ではなかった。これに対し、本判決は、再生債務者から取立委任を受けていた約束手形につき商事留置権を有する銀行は、同債務者の再生手続開始後の取立てにかかる取立金を留置することができるものと解することが相当であるとしたうえで、取立金を、法定の手続によらず同債務者の銀行に対する債務の弁済に充当し得る旨を定める銀行取引約定に基づき、同債務者の債務の弁済に充当することができる旨を判示した。

44 石田 [2008] 290～291 頁。

45 伊藤 [2012] 29 頁脚注 14。本判決の金築誠志裁判官の補足意見は、「…手形金を取り立てた場合、取立金としてある限り、取立委任契約に基づいて委任者のために適正に管理すべき金銭であって、銀行において個別的に計算が明らかにされているものと考えられるから、留置権の目的としての特定性は備えているといつてよい（信託法 34 条 1 項 2 号口を参照）」と説明する。

46 本判決は、留置権者は、留置権による競売が行われた場合には、その換価金を留置することができるものと解されると説示したうえで、この理が約束手形の取立金に妥当するとする。また、取立金に対する商事留置権の成立を肯定する学説も、当初の目的物の価値変形物上に物上代位的に留置権が存続すると解することができるとする（山本 [2009] 59 頁）。これは、民事執行法 195 条により留置権による競売がされた場合には、留置権は換価金上に存続すると説く見解（高木 [2005] 33 頁、高橋 [2010] 28 頁）を踏まえたものと解される。

場合は取引所取引で行う場合が多い⁴⁷。以下では、株式の取引所取引の場合について検討を行う⁴⁸。

証券会社に売買を委託した顧客は、売却する証券や証券を購入するための代金を売買契約の決済日までに証券会社に交付する。例えば、株式を売却する場合は、通常、売買契約の約定日の3営業日後（T+3日）が決済日となるが、顧客は、当該決済日の午前9時までに証券（売委託の場合）または代金（買委託の場合）を証券会社に交付しなければならない⁴⁹。そして、証券会社は決済日の午後金融商品取引清算機関（以下、単に「清算機関」という。）である日本証券クリアリング機構（Japan Securities Clearing Corporation: JSCC）を通じて決済を行う。同決済は、資金と証券のDVP決済で行われる。

上記の取引では、証券会社は決済を行うタイミングより前（最大で3営業日前）に顧客から証券または金銭の交付を受けることになるが、顧客は当該証券または金銭についていかなる権利を有するであろうか。その間に証券会社が倒産した場合、顧客は、証券会社の倒産手続の影響を受けずに証券または金銭を証券会社の管財人等から取り戻すことができるであろうか。

証券売買の取次の過程では、金商法上の証券会社に対する顧客資産の分別管理義務を前提としても、顧客から預かった証券や金銭が証券会社の自己の財産に一時的に混入することがあるため、問題となる。

そこで、以下では、まず、証券について、売付けのために顧客が証券会社に預託した証券（以下、「売付証券」という。）、証券会社が顧客のために買い付けた証券（以下、「買付証券」という。）を取り上げ（下記ロ.（イ））、次に、金銭について、買付けのために顧客が証券会社に預託した金銭（以下、「買付代金」という。）、証券会社が顧客のために売り付けた証券の代金（以下、「売付代金」という。）を取り上げて検討する（下記ロ.（ロ））。なお、証券については、社債、株式等の振替に関する法律（以下、「振替法」という。）により大部分の証券がペーパーレス化され⁵⁰、同法の適用を受ける振替証券となっているため、以下では、振替証券について検討する⁵¹。

なお、証券会社の倒産時に証券や金銭の返還が受けられない顧客に対しては、日本投資者保護基金によるセーフティネットが整備されており、一定の顧客はそれにより金銭による補償が受けられることとなっている⁵²。もっとも、同基金で補償さ

47 このほか、私設取引システムによる取引も増加している。日本証券経済研究所 [2012] 46、64～65 頁。

48 国債の市場取引には店頭取引と取引所取引があるが、ほとんどが店頭取引であるため（日本証券経済研究所 [2012] 84～85 頁）、委託を受けて証券会社の名で行う委託売買はほとんどないと考えられる。

49 東京証券取引所「受託契約準則」11 条 1 項。なお、受託者たる証券会社は、取引所における証券売買の受託について、その所属する取引所の定める受託契約準則に従わなければならない（金商法 133 条）。受託契約準則は、一種の普通契約約款であり、委託者の意思のいかんにかかわらず、またその知不知を問わず委託者を拘束する（最判昭和 44 年 2 月 13 日民集 23 卷 2 号 336 頁）。

50 外国株式、株券発行を選択した非上場会社の株式、完全電子化が実施されるまでの間の受益証券発行信託の受益証券等についてはペーパーレス化されておらず、券面のある無記名証券である。

51 本報告書では、特に断りがない限り、「証券」は「振替証券」のことを指す。

52 金商法 79 条の 20 から 79 条の 80。

れる額は顧客1人につき1千万円までに限定されるほか⁵³、適格機関投資家および国や地方公共団体は補償の対象外となっている⁵⁴。また、同基金による補償が本来は顧客が取戻権により優先的に返還を受けられるものにまで及ぶことになれば、同基金の負担ひいては経営内容に問題のない証券会社の負担を不必要に増やすことになり、最終的には投資家にもその負担が転嫁されることになる⁵⁵。したがって、同基金による補償制度が整備されていることを前提としても、現行私法上の顧客の権利を整理する意義は大きい。

ロ. 法的検討

(イ) 証券

証券会社は、売付証券や買付証券について、金商法上の分別管理義務を負い、帳簿上、顧客有価証券として明確に区分して管理することが求められる⁵⁶が、他方で、証券会社は、有価証券の寄託や保護預かり取引にかかる約款の中で、売付証券や買付証券が振替手続の過程で証券会社の自己口座⁵⁷を経由することにつき、顧客の同意を求めている⁵⁸。こうした顧客との契約内容に基づき、以下のとおり、証券会社は、実務上、売買の取次のために一時的に預かる証券をいったん証券会社の自己口座に記録している⁵⁹。

a. 売付証券が問題となる場合

顧客Aから売委託を受けた証券会社Xが証券会社Yとの間で売買契約を締結し、AがXに対して売付けのために証券を引渡し（振替口座簿の記録をXの顧客口座からXの自己口座に振替）後、売買の決済の実行前にXが倒産した場合、どのような処理がなされるであろうか。

売買契約の約定後、決済前に証券会社Xが倒産した場合、決済の履行、すなわち、

53 金商法79条の56第1項、金商法施行令18条の12。

54 金商法79条の20第1項。

55 藤田〔1998〕38頁参照。

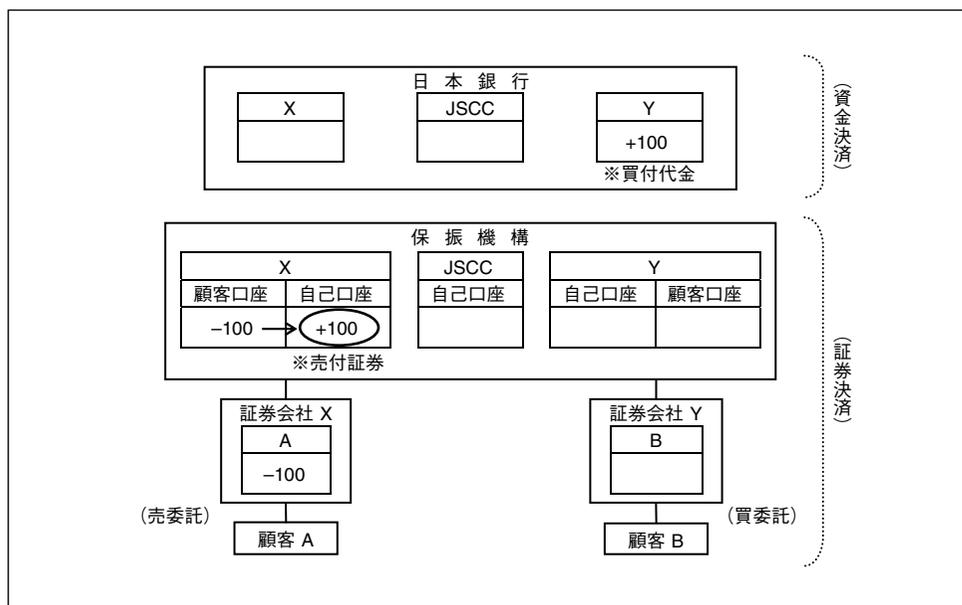
56 金商法43条の2第1項、金融商品取引業等に関する内閣府令（以下、「金商業府令」という。）136条1項5号ロ。

57 口座管理機関である証券会社の口座は、自己口座と顧客口座に区分される。自己口座とは、口座管理機関が権利を有する証券について記録する口座であり、顧客口座とは、口座管理機関の顧客（口座の開設を受けた者または下位の口座管理機関）が権利を有する証券について記録する口座である。振替法68条2項（社債）、91条2項（国債）、129条2項（株式）。

58 日本証券業協会の定める「有価証券の寄託の受入れ等に関する規則」の第3条に基づく「保護預かり約款」参考様式の23条3号および「株式等振替決済口座管理約款」参考書式の42条1号は、「振替口座簿への記載又は記録に際し、振替手続上、当社の口座（自己口）を経由して行うことがあること。」を同意事項に含めている。

59 こうした対応は金商法上の分別管理義務との関係でも問題にならないと考えられる。すなわち、金商法上、契約により証券会社が消費できる証券は分別管理義務の対象とならないことから（金商法43条の2第1項2号）、当事者間の契約により分別管理をしない旨の合意があれば、当該合意に基づき預かる証券についても分別管理義務の対象とならないと考えられる。

図 2



Xから証券会社Yへの証券の引渡しおよびYからXへの代金の支払いは停止され、XY間の売買契約は約定済未決済の状態となる⁶⁰。XY間の決済は基本的にDVPで同時に履行されるため、資金または証券のいずれか片方の履行のみが行われている状態は想定し難く、双方未履行の状態となる。

一般的に、双方未履行双務契約については、管財人等が契約の解除または履行を選択する⁶¹のに対し、上記証券会社Xおよび証券会社Yの間の売買契約は、「市場の相場がある商品の取引に係る契約」に該当するため、取引所または市場における別段の定めがある場合には当該定めに従うこととなる⁶²。ここでは、具体的には、清算機関の業務方法書における定めに従うこととなる⁶³。

例えば、株式の取引所取引の決済は、清算機関であるJSCCを介して行われるが、JSCCが定める業務方法書では、清算参加者が倒産した場合には、決済の履行を他の

60 より正確には、証券会社Xおよび証券会社Yの間の債権債務は、X、Yそれぞれと清算機関との債権債務に置き換えられる。ここでは、特に必要のない限りは、清算機関への置換えを捨象している。

61 破産法53条、会社更生法61条。これに対し、再生手続では、再生債務者が契約の解除または履行を選択する（民事再生法49条）。

62 破産法58条4項。再生手続および更生手続においても同様の取扱いがなされる（民事再生法51条および会社更生法63条による破産法58条の準用）。破産法58条1項および2項では、当然解除という契約の処遇および差額決済と破産債権としての損害賠償請求権の発生という効果が定められているが、これらの定めと異なる定めが取引所または市場においてある場合には、これらの定めと抵触する限りで適用されず、取引所または市場の定めに従うことになる。竹下 [2007] [松下] 248～249頁参照。

63 清算機関の業務方法書は、破産法58条4項に定める「別段の定め」に該当し（伊藤ほか [2010] 434頁）、金商法上、当該業務方法書において定める決済方法は、清算参加者に破産手続等が開始された場合においてもその効力が認められる（金商法156条の11の2、156条の3第2項4号、156条の4第1項1号）。

証券会社に引き継がせるか、その他必要な整理を行うことができる⁶⁴と規定されており、基本的には、他の証券会社への移管または整理売買が行われる⁶⁵。

移管や整理売買は、証券決済の巻戻しの防止、すなわち証券取引の継続性を維持するために設けられた取扱いと考えられる。例えば、移管の場合には、倒産当事者たる証券会社 X のポジション（委託売買分を含む債権債務）が他の証券会社に引き継がれ、他の証券会社と証券会社 Y の間で JSCC を介して決済の履行が行われる。これに対し、整理売買の場合には、JSCC が他の第三者から証券を調達したうえで Y に証券を引き渡すことにより決済が履行される^{66,67}。

整理売買の場合には、JSCC は証券会社 X と証券会社 Y の間に成立していた売買契約と反対ポジションの取引を新たに発生させ、JSCC がこれを引き受けたうえで、両者を相殺することによりポジションの解消が行われる。このため、倒産当事者たる X の手許には顧客 A が預託した売付証券が残ることとなるが、この場合において、A が当該証券に対していかなる権利を有するかが問題となる。

(a) 従来の間屋の考え方に基づく整理

証券会社が顧客から証券の買委託や売委託を受ける行為は取次に当たり、証券会社は問屋であるとされる。問屋が売委託を受けた場合において、問屋による物品の売付けが行われる前については、委託者は問屋に処分権を与えた（処分授権）⁶⁸にすぎないから、倒産手続において委託者が取戻権を有することについては異論がないとされる⁶⁹。

64 清算参加者が「支払不能となり又はそのおそれがあると認めるときその他特に必要があると認めるときは」その事由の消滅するまで、当該清算参加者を当事者とする清算対象取引に基づくすべての債務の引受けの停止並びに JSCC から受けるべき有価証券および金銭の引取りの停止の措置を行うことができるとされており（JSCC「業務方法書」76条5項）、かかる措置が行われた場合、当該清算参加者の「清算約定で未決済のもの他の清算参加者への引継ぎその他当社が必要と認める整理を行わせることができる」と規定されている（同業務方法書76条7項）。

65 2008年9月にリーマン・ブラザーズ証券株式会社が倒産した際には整理売買が行われた。同社倒産時には、未決済の現物取引のほか、未決済の先物・オプション取引も問題となったが、本報告書では、現物取引のみを取り上げる。なお、整理売買の詳細については、日本銀行決済機構局[2009]11頁参照。

66 リーマン・ブラザーズ証券株式会社倒産時の JSCC による整理売買のための買付けまたは売付けについては、JSCC のプレスリリース「リーマン・ブラザーズ証券株式会社に係る現物取引の未決済約定の処理方法について」を参照。

67 JSCC が証券を調達するまでの間は、フェイルを発生させて取引が履行されるのを待つ。フェイルとは、証券取引の決済に関し、取引当事者の信用力とは異なる理由により、当初予定していた決済日が経過したにもかかわらず、証券の受渡しが行われていない状態をいう。証券の渡方参加者が、決済日の決済時限までに有価証券の引渡しを行うことができなかつた場合でも、ただちにデフォルト（債務不履行）とはせず、翌日に決済を繰り延べることを認めるフェイル制度が、証券決済の巻戻しの防止を目的として設けられている。

68 処分授権とは、被授権者が自己の名で授権者に帰属する権利を処分する旨の法律行為をすることによって、その権利を処分したという効果が授権者に帰属するものである。現行民法には処分授権にかかる規定は存在しないものの、これを認める見解が有力である（伊藤 [1989]、四宮 [1974]）。また、処分授権を認めたと理解されている判例として、大判昭和10年9月10日民集14巻1717頁、最判昭和29年8月24日裁判集民事15号439頁、最判昭和37年8月10日民集16巻8号1700頁等。処分授権に関するわが国現行法の状況については、民法（債権法）改正検討委員会[2009]326～329頁を参照。

69 江頭 [2013] 256～257 頁。

では、処分の対象となる物品が、振替法の適用を受ける証券であり、顧客から証券会社への証券の引渡し、証券会社の顧客口座から自己口座への振替により行われた場合も同様に考えられるであろうか⁷⁰。

この点、振替法は、証券の譲渡は、振替の申請により、譲受人の口座に増額の記録がなされなければ、その効力は生じないと規定しており⁷¹、さらに、当該申請は、当事者の譲渡の合意を前提とするため、譲渡の合意がなければ譲渡の効力は生じないと解される⁷²。売委託を行った顧客から証券会社への証券の交付（振替）は、処分授權に伴うものであり、顧客には証券を証券会社に譲渡する意思はないことから、譲渡の効力は生じないと考えられる。したがって、たとえ、証券会社の自己口座に記録がなされていても、証券会社に証券の権利は移転しておらず、顧客は倒産手続における取戻権の基礎となる権利を有すると考えられる⁷³。

前述のとおり、取戻権を行使するためには、対象となる財産の特定性が要件となるとされる⁷⁴。上記の事例では、処分授權に伴い、証券会社 X の自己口座に記録がなされた証券に特定性があるといえるかが問題となる。この点、振替法のもとでは、「各銘柄（種類）の証券は券面の記番号等ではなく残高によって管理されることとなるため、取次者の自己口座に記録されている証券については、証券の種類・数量を特定できても、それ以上に取次者の責任財産たる証券から区別することはできない」として、顧客 A は証券会社 X に対し取戻権を行使できないとする見解もある⁷⁵。しかし、振替証券は、そもそも、数額で示される代替性のある観念的な権利であり、有体物ではないため、顧客分として管理する証券の総額は個々の顧客が有する数額に応じて当然に分割されて帰属すると解することが可能であり、他から識別可能な客たちで客体を特定する必要はなく、証券会社における帳簿上の記録により特定できると考えられる⁷⁶、⁷⁷。売付証券の場合は、振替口座簿上は証券会社の自己口座に記録されるが、さらに当該自己口座の内訳を管理するために証券会社自身が管理する帳簿により特定することとなる。

以上のとおり、顧客が売委託のために証券会社に預託した売付証券については、従来の問屋の考え方を踏まえると、現行商法および振替法の解釈により、顧客は証券の権利を有し、当該権利を基礎とする取戻権が認められると考えられる⁷⁸。

70 神田 [2008] 118～119 頁。

71 振替法 73 条(社債)、98 条(国債)、140 条(株式)。

72 金子 [2002] 26 頁。

73 また、売委託を行った顧客から証券会社への証券の物権変動（所有権移転）は生じていないため、顧客と証券会社の管財人等は対抗関係になく、取戻権の基礎となる権利の対抗要件は問題とならないと考えられる。

74 前掲注 11 およびそれに対応する本文参照。また、問屋が倒産した場合に委託者に取戻権が認められるためには少なくとも取戻権の対象となる財産が特定している必要があるとして、買入委託および販売委託において、いかなる場合に委託者の財産が特定しているといえるかを検討したものとして、藤田 [1998] 参照。

75 坂本・渡邊 [2003] 32～35 頁。

76 森田 [2006] 52～54 頁。

77 なお、顧客分として管理する証券の総額が、個々の顧客が有する数額の合計より少ない場合の取扱いについては、後述 5 節参照。

78 売委託における顧客と証券会社の関係を、上記のように、顧客の証券会社に対する処分授權により説明するのではなく、顧客を委託者兼受益者、証券会社を受託者、売付証券を信託財産とし、これを売り付けて売

(b) 決済プロセスの実態に沿った整理

以上の従来の問屋の考え方に基づく整理に対して、決済プロセスの実態を踏まえると、当事者間には顧客が証券の権利を証券会社にいったん移転する意思があると解釈することが適当であり、その結果としてもはや証券会社を問屋と捉えない考え方もあり得る⁷⁹。

すなわち、前述のとおり、現行の証券売買の取次の決済プロセスでは、金融商品取引所の受託契約準則および日本証券業協会の定める約款において、有価証券の売買の委託を行う場合には、顧客は売買契約の約定日の3日後（T+3日）の午前9時までに、売付証券または買付代金を証券会社に交付することが求められ、また、振替口座簿への記載または記録に際し、振替手続上、証券会社の自己口座を経由して行うことが同意事項に含まれている⁸⁰。

こうした受託契約準則や約款の定めをもって、取引所における証券売買を委託する顧客には、証券の権利を証券会社にいったん移転する意思があると解釈することも可能であると考えられる。これは、取引所取引において大量に取引を成立させ、集中決済により、自己売買分と委託売買分を合わせて、清算、相殺したうえで、取引所による渡し方指定により証券の受渡しが行なわれるという証券決済の実態を踏まえると、決済プロセスの過程で、証券の権利が顧客Aから証券会社X、証券会社Y、顧客Bへと順々に移転していると整理する方が整合的であるとする考え方である。

この考え方によれば、証券会社の自己口座に記録された売付証券の権利は証券会社に帰属しており、顧客に取戻権は認められないことになる。

b. 買付証券が問題となる場合

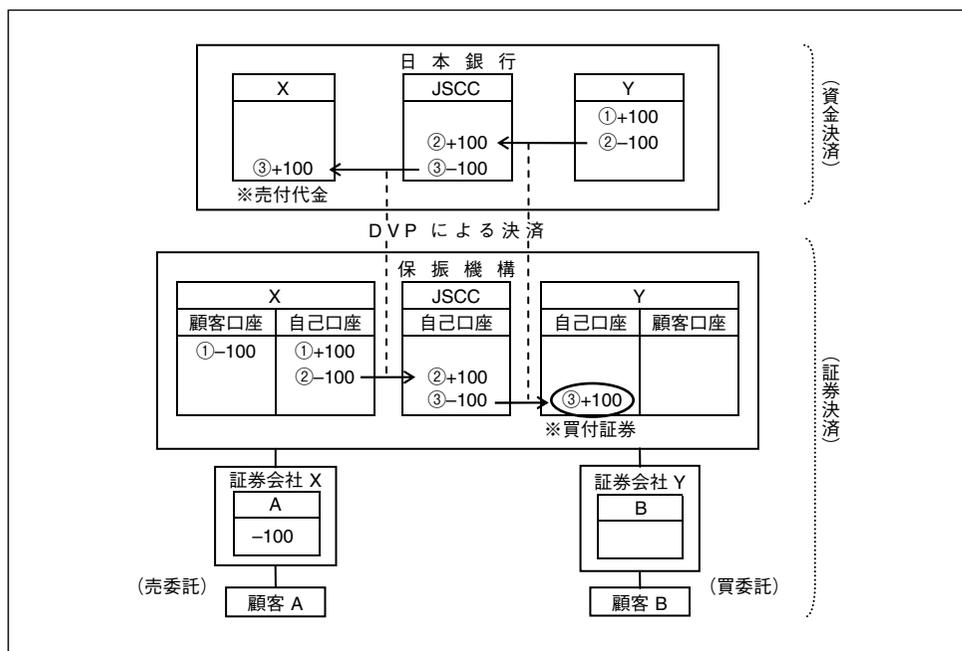
顧客Bから買委託を受けた証券会社Yが証券会社Xとの間で売買契約を締結し、XY間で決済後（振替口座簿の記録を、Xの自己口座→JSCCの自己口座→Yの自己口座と変更する）、YからBに証券が引き渡される（振替口座簿の記録を、Yの自己口座からYの顧客口座に振替）前にYが倒産した場合、BはYの保有する証券についていかなる権利を有するであろうか。

付代金を受益者に引き渡すことを目的とする信託契約が成立するとの考え方もあり得る。しかし、この場合、売付証券について信託の公示がなされない限りは、証券会社倒産時に当該証券が信託財産であることを第三者に対抗できない点が問題となる（証券会社が売付証券を売り付けて、信託財産が売付代金になった場合の詳細については後述3節(2)ロ.(ロ) b. 参照）。

79 なお、証券のペーパーレス化前の保管振替制度を前提とする見解ではあるが、決済プロセスの実態を踏まえ、顧客には証券の権利を証券会社に移転する意思はないと解釈する見解もある。この見解は、証券会社は、旧証券取引法上の免許会社という以上のものではなく、証券会社が顧客の注文を受けて自己の名で取引を行う点については、商法の間屋法理で説明しなくても、大量の取引を集中的に成立させ、決済する取引所取引の技術的要請によるものであり、証券会社が買い付けた証券に一瞬証券会社の「符牒」がついたからといって、その権利が証券会社に属するとする理由は存在しないと説明する（上村 [1993] 4~5頁）。なお、この見解は、証券会社と顧客の法的関係について明らかにしていないが、自己の名で取引を行う点が技術的要請にすぎないとすれば、証券会社が自己の名で法律行為を行っていると考え難く、証券会社と顧客の法的関係は単なる委任契約または無名契約であり、証券会社は受任者または使者として顧客の名で売買契約を行っているものと考えられるか。

80 前掲注 49、58 およびそれに対応する本文参照。

図 3



(a) 従来の問屋の考え方に基づく整理

証券会社が顧客から証券の買委託を受ける行為は取次に当たり、証券会社は問屋であるとされる。問屋が実行した売買の効果は、相手方との関係ではすべて問屋に帰属するが⁸¹、問屋と委託者の関係では問屋が買委託の実行により取得した権利が当然に委託者に帰属するとされる⁸²。そうした場合において、委託者が問屋の債権者に対して自己の権利を対抗できるか否かについては、従来から議論がなされてきた⁸³。

81 商法 552 条 1 項。

82 商法 552 条 2 項は「問屋ト委託者トノ間ニ於テハ本章ノ規定ノ外委任及ヒ代理ニ関スル規定ヲ準用ス」と定めており、この規定の趣旨は、問屋と委託者の関係に関する限り、物品の販売がもたら委託者の計算でなされるという経済的実質にかんがみ、問屋から譲渡その他の特別の権利移転手続を要さずに、当該権利が当然に委託者に帰属することを示すものと解されている（大判大正 12 年 12 月 1 日刑集 2 巻 895 頁）。江頭 [2013] 255 頁。

83 伝統的な通説では、委託者は、問屋が買委託の実行により取得した権利を問屋から譲り受ける手続をとらない限り、問屋の債権者に対して自己の権利を対抗できないと解されていた（江頭 [2013] 255 頁）ため、その手続をとる前に問屋が倒産した場合には、委託者の取戻権が認められず、とりわけ代金支払済みの場合の委託者保護に欠けるとの批判があった。そこで、問屋が買委託の実行により取得した権利について、委託者が問屋の債権者に対し自己の権利を対抗できるとして、委託者に取戻権を認める見解が有力に主張された。具体的には、①実質的に考えて、委託者の利益を優先させるべきであるとする見解（竹田 [1931] 138～139 頁）、②商法 552 条 2 項にいう「問屋」には、問屋自身のみならず、問屋の債権者群も含むと解すべきであるとする見解（鈴木 [1981] 274 頁）、③取次と信託の類似性から、問屋が委託者の計算で取得した権利は問屋に帰属するが、委託者への譲渡前においては、買委託に基づく売買に起因しない問屋に対する一般債権の責任財産を構成しないとする見解（神崎 [1964a] 522～525 頁）等がある（各見解の紹介として、江頭 [2013] 255～256 頁、伊藤ほか [2010] 451 頁参照）。なお、上記①の見解に対しては、利

問屋に関する昭和43年の判決⁸⁴は、問屋の取得した権利について実質的利益を有するのは委託者であり、問屋の債権者はそのすべての財産を自己の債権の一般的担保として期待すべきではないとして、委託者に取戻権を認め⁸⁵。しかし、同判決に対しては、結論自体についてはこれを支持する者も多いが、利益衡量が前面にあらわれており、法的な理論構成が欠如しているとして批判が強い。

近時は、委託者は、問屋が買委託の実行により取得した権利を問屋から譲り受ける手続を取らない限り、問屋の債権者に対して自己の権利を対抗できないとする伝統的な通説に立ったうえで、可能な限り委託者への権利移転の時期を早く解することで委託者保護を図る見解が有力である。具体的には、この見解は、①買付代金が支払われているときは、買入物品につき問屋が委託者との間で自己契約により権利を移転することが許され、②動産・有価証券については、他の物品と区別して保管していれば、占有改定により対抗要件を具備することができるとし、これらの条件を充たしているときには委託者の取戻権が認められるとする⁸⁶。もっとも、この見解によっても、対象となる物品が振替法の適用を受ける振替証券である場合は、②にいう占有改定の方法により対抗要件を具備することはできず、委託者たる顧客に取戻権の行使が認められないこととなり、証券のペーパーレス化後は委託者たる顧客に取戻権を認めることの理論的な説明がより一層困難となっていると考えられる^{87,88}。

(b) 決済プロセスの実態に沿った整理

買付証券についても、上記 a. (b) で示した決済プロセスの実態に沿った整理と同様に、証券の権利は証券会社にいったん移転すると解釈する考え方に立つと、証券会社が買委託を実行して取得した買付証券の権利も、いったん買委託を受けた証券会社に帰属することとなり、買委託を受けた証券会社が倒産した場合には、顧客に買付証券についての取戻権が認められないこととなる。

c. 決済の巻戻しリスクに関する考察

証券会社と顧客の法的関係を検討するにあたっては、既に述べてきた顧客に取戻

益衡量のみが剥き出しで理論構成が欠如している、上記②の見解に対しては、商法 552 条 2 項の文理解釈として無理がある、上記③の見解に対しては、信託の公示との関係で問題が残るとの批判がある。岡庭 [2006] 95 頁。

84 前掲注 12 参照。

85 本判決では、委託者の取戻権の要件としての対抗要件について言及していないが、証券会社の破綻に関する事案であり、証券会社にはその営業の態様からして顧客の証券が少なからず存在していることは公知の事実であるという点も重視されていると指摘されている。法制審議会民法（債権関係）部会 [2011] 391 頁。

86 竹下 [2007] 262～263 頁、伊藤ほか [2010] 451 頁。

87 この点、上記の問屋に関する昭和43年の判決を肯定的に捉えることができれば、対抗要件を具備できなくとも実質的利益衡量により顧客の取戻権が認められる余地はある。

88 買委託における顧客と証券会社の関係を、顧客を委託者兼受益者、証券会社を受託者、売付代金を信託財産とし、これで証券を買入れて受益者に引き渡すことを目的とする信託契約が成立するとの考え方もあり得る（伊藤ほか [2010] 451～452 頁）。しかし、この場合、買付証券について信託の公示がなされない限りは、証券会社倒産時に当該証券が信託財産であることを第三者に対抗できない点が問題となる（証券会社が売付代金を信託財産として保有する場合の詳細については後述 3 節(2)ロ.(ロ) a. 参照）。

権が認められることに加えて、証券売買の取次の決済過程で決済の巻戻しリスクがないことも重要となる。すなわち、金融市場では、短期間に多数の取引が多数の当事者の間で行われるため、いったん起動された決済プロセスが巻き戻されることになる、その影響が他の取引にも波及し得ることとなり、金融取引の安定性が損なわれる⁸⁹。そこで、ここでは、3節権利移転仲介型取引において中心的に検討している「金融機関倒産時の顧客の取戻権」とは視点を交えて、先般の金融危機時にも重要視された「決済の巻戻しリスク」について確認しておくこととする。

上記 a. の事例のように、売買契約の約定後、決済前に証券会社 X が倒産した場合、X のポジション（委託売買分を含む債権債務）の他の証券会社への移管または整理売買により、証券会社 Y は売買契約を解除することなく決済を履行でき、巻戻しが防止できる。これに対し、売買契約の約定後、決済前または決済後に顧客 A と X との間の売委託が詐欺や強迫等の意思表示の瑕疵により取消し・無効となった場合、X と Y の売買契約がその影響を受け、巻き戻されることはないかが問題となる⁹⁰。以下では、上記 a. (a)、(b) のそれぞれの考え方をとった場合の巻戻しリスクを検討する。

まず、上記 a. (a) の従来の間屋の考え方に基づく整理では、授権者（顧客 A）の被授権者（証券会社 X）に対する授権行為が取消し・無効となった場合には⁹¹、授権行為が当初からなかったことになり⁹²、被授権者による処分行為によって A の顧客 B に対する証券の移転の効力は生じないと考えられる⁹³。

この点、詐欺や虚偽表示のように第三者保護規定が定められている場合がある⁹⁴。

89 振替決済の巻戻しリスクについて検討したものと、坂本・渡邊 [2003] がある。同論文は、譲渡人 A から譲受人 B への振替手続において、① A が振替申請を撤回した場合、②振替手続に参与する口座管理機関が倒産した場合、③売買当事者（A または B）が倒産した場合の巻戻しリスクについて検討しており、基本的には巻戻しリスクはないと評価している（③の A が倒産した場合のみ、それが B の口座への増額記録前であれば A の倒産財団を構成するため巻戻しリスクが生じるとしている）。もっとも、本報告書で取り上げた上記事例は、単純な A から B への譲渡ではなく、取次による証券売買であるため、振替手続が、A から X、X から Y、Y から B となる点が、同論文における検討の前提と異なる。

90 顧客 A と証券会社 X との間の売委託が事後的に取消し・無効となった場合に対し、（実際には稀なケースであると思われるが）証券会社が全くの無権限で顧客の証券を自己のものとして売却したような場合についてはどうか。この場合、証券の売買の相手方は上記 a. (a) または (b) のいずれの見解による場合においても、善意取得の規定（振替法 77 条〈社債〉、102 条〈国債〉、144 条 2 項〈株式〉）により保護され、決済の巻戻しリスクを防止し得ると考えられる。なお、証券の善意取得における信頼の対象は、証券のペーパー化前においては証券の占有であるのに対し、振替制度下においては振替口座簿の記録となる。かかる相違等を踏まえ、振替制度の導入が善意取得の成否の判断にいかなる影響を与えるかが問題となり得るが、ここでは立ち入らない。

91 処分権の授権行為の法的性質は、代理権授与行為の法的性質と同様に考えてよいとされる（石田 [1986] 51 頁）。代理権授与行為の法的性質については、代理権授与行為の原因関係と有因の無名契約と解する通説のほか、委任契約の内容を構成すると解する説、単独行為と解する説等がある（学説の状況については、伊藤 [2008] 163～168 頁参照）。通説によれば、授権者（委託者）の被授権者（売主側の間屋）に対する授権行為の法的性質は、授権行為の原因関係と有因の無名契約と解されるため、委任契約の取消し・無効により、授権行為も取消し・無効となる。

92 取消しの効果については、民法 121 条。

93 清水 [1988] 64 頁は、自己の名において物を売却する権限（処分権）を他人に与えた動産の所有者が、被授権者が処分行為を行った後で、授権行為の取消し・無効を主張した場合には、被授権者の処分行為も無効であるとする。

94 詐欺による意思表示は取り消すことができるが（民法 96 条 1 項）、善意の第三者に対抗することができな

取引所取引における証券売買の相手方は、通常は、売委託の意思表示の瑕疵を知り得ないため、このような規定における善意の第三者に該当すると考えられる。他方、強迫等のように第三者保護規定が定められていない場合は、別途表見授権の要件を充足し得るかが問題となるが⁹⁵、本人（顧客 A）側の帰責性が認められない限り表見授権は成立しないと考えられる⁹⁶。

しかし、上記検討において、被授権者による処分行為を授権者との関係で有効と取り扱うことはできなかったとしても、証券売買の相手方は、被授権者として自己の名で売買契約を行った証券会社に対して当然にして履行請求できると考えられ⁹⁷、証券会社 X の履行により証券会社 Y および顧客 B は証券の移転を受けることができるため⁹⁸、巻戻しリスクは生じないと考えられる。

次に、上記 a. (b) の決済プロセスの実態に沿った整理では、顧客 A から証券会社 X への売委託に基づく権利移転と、証券会社 XY 間の売買に基づく権利移転は別個の独立した取引と考えられるため、前者が取消し・無効となっても、後者にその影響は当然には及ばず、決済の巻戻しリスクは生じないと考えられる。

したがって、上記 a. (a) 従来の問屋の考え方に基づく整理と、上記 a. (b) 決済プロセスの実態に沿った整理のいずれをとったとしても、決済の巻戻しリスクは限定的であると考えられる。

（ロ）金銭

次に、証券会社が保有する買付代金と売付代金について検討する。金商法上、証券会社は、顧客の買付代金や売付代金を、顧客分別金信託として分別管理する義務を負う⁹⁹。顧客分別金信託が成立すれば、その信託財産について、受益者である顧客に取戻権が認められる。

もっとも、顧客分別金信託の信託金額の差替計算基準日は、法令上 1 週間に 1 回

い（同法同条 3 項）。また、相手方と通じてした虚偽の意思表示は無効となるが（同法 94 条 1 項）、善意の第三者に対抗することができない（同法同条 2 項）。

95 処分権にかかる表見授権は、明文規定はないものの表見代理の規定を類推適用するものであり、前主に処分権があると信じたことを保護する規定である（民法 109 条、110 条または 112 条の類推適用）。清水 [1988] 64 頁は、被授権者の処分行為が無効となった場合に、相手方は、表見授権もしくは即時取得の要件を充足すれば、所有権を取得すると説明する。

96 例えば、民法 110 条の「正当な理由」の判断について、最近の学説では、相手方の善意無過失のみならず本人側の事情を含めて考える見解が有力であり、かかる見解は、表見代理を表見法理に基づく制度として位置付けるという考え方を基礎とするとされている。民法（債権法）改正検討委員会 [2009] 274 頁。

97 道垣内 [2005a] 96 頁は、A の所有物につき B が処分権を受けずに自己の名で C に売ったとしても、B が問屋である場合には、C は自らに対する売主である B に履行請求すればよいだけであり、これは他人物売買（民法 560 条）の原則どおりの結果であるとする。このほか、無権代理人の責任規定（民法 117 条 1 項）の類推適用により証券会社に履行請求することも考えられる。

98 対象が特定物である場合は、証券会社 X は履行できないため金銭賠償するほかないが、対象が種類物の場合は、証券会社 X が自己口座において保有する同種の証券または証券市場で調達した同種の証券を証券会社 Y に移転することにより履行することとなる。

99 証券会社は、顧客から預託を受けた金銭や顧客の計算に属する金銭については、顧客分別金として、顧客に返還すべき額に相当する金銭を管理することを目的として、国内において、信託会社等に信託しなければならない（金商法 43 条の 2 第 2 項）。このほか、後掲注 270 参照。

以上と定められており、また、差替計算基準日の3営業日後までに不足額を追加することとなっていることから、実際に信託されている金額と分別管理すべき額には差が生じ得る。この限りにおいて、金銭については、金商法上の分別管理義務が遵守されていても、実際に信託されている金額が分別管理すべき額より少ない場合が生じ得るが、不足する部分について顧客の取戻権が認められるか否かが問題となる。

a. 買付代金が問題となる場合

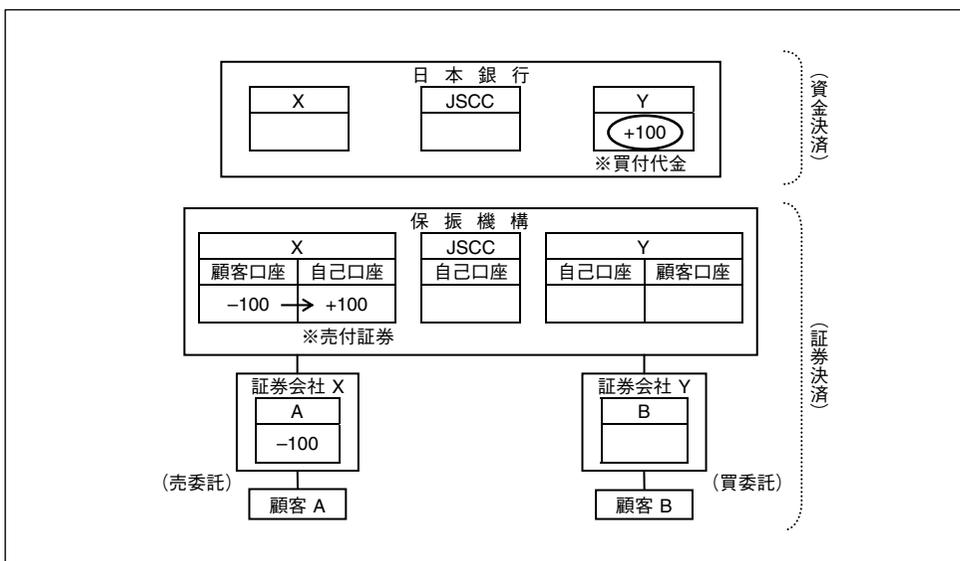
顧客 B から買委託を受けた証券会社 Y が証券会社 X との間で売買契約を締結し、B が Y に対して買付けのために金銭を引渡後、売買の決済の実行前に Y が倒産した場合、どのような処理がなされるであろうか。

売買契約の約定後、決済前に証券会社 Y が倒産した場合に行われる処理は、上記(イ)の証券の場合と同様である。すなわち、証券会社 X および Y の間の売買契約は約定済未決済の状態となるため、清算機関が定める業務方法書に基づき、移管または整理売買が行われる。

整理売買が行われる場合には、JSCC が他の第三者から資金を調達したうえで、JSCC が証券会社 X に資金を引渡すことにより取引が履行されることとなる。この場合、倒産当事者たる証券会社 Y と JSCC の関係では、上記(イ)と同様に Y のポジションが解消されるため、Y の手許には顧客 B から預託を受けた買付代金が残ることとなるが、B は Y の手許に残っている買付代金について取戻権を行使することができるであろうか。

以下では、証券会社 Y が買付代金を保有する形態（金銭か、預金債権か）に分けて検討する。

図 4



まず、顧客から買付代金として金銭を受領しそのまま保有する場合はどうか。この場合には、上記(イ)の売付証券とは異なり、金銭については、所有と占有が一致するとの判例・通説の考え方から、専用の金庫に保管される等して物理的な分別管理により特定性が維持されない限りは¹⁰⁰、証券会社 Y の手許にある金銭の所有権は Y に帰属し、顧客 B に取戻権は認められない¹⁰¹。

次に、預かった金銭が証券会社名義で開設された預金口座に入金される場合はどうか。この点、普通預金口座が専用口座であり、預かった金銭の実質的な帰属者が第三者である場合に、当該口座の帰属者は、当該口座の口座名義人ではなく、当該口座の実質的な帰属者であるとする解釈も可能とされている¹⁰²が、判例は、金銭である場合と同様に、所有と占有の一致により否定的に解するものが多い¹⁰³。

さらに、証券会社が買付代金として受領した金銭または当該金銭の入金される預金口座にかかる預金債権について、信託が成立すると考えることはできるであろうか¹⁰⁴。具体的には、顧客 B を委託者兼受益者、証券会社 Y を受託者、B が Y に買付代金として預ける金銭または預金債権を信託財産とし、当該金銭または預金債権で証券を買い付けて受益者に引き渡すことを目的とする信託契約が成立すると考えることはできるか¹⁰⁵。この点、委託者と問屋との間にこのような信託契約が成立すると解することが相当な場合があると指摘する見解¹⁰⁶もあるが、地方公共団体と建設会社との間の信託契約の成立を認めた公共工事前払金に関する平成 14 年の判決¹⁰⁷の射程がどこまで及ぶかが問題となる。

仮に信託が成立したとしても、証券会社倒産時に顧客に取戻権が認められるためには、信託法上の分別管理義務である計算上の管理¹⁰⁸に加えて、金銭の場合は特定の場所、預金債権の場合は特定の口座の利用等により特定することが必要と考えられるが、証券会社による証券売買の取次の実務上、このようなかたちで特定することは困難と考えられる（具体的な検討については下記 3 節(3)のサービサーの議論を

100 金銭の特定性について、専用の金庫で物理的な分別管理により保管される必要があるか、顧客の金銭が保管されている金庫とその額が特定されていればよいかについては議論の余地があり得ると考えられる。すなわち、集合動産譲渡担保の目的物の範囲の特定性に関して、判例は、「倉庫内での種類物 X トンのうち Y トン」では特定性は認められないとするもの（最判昭和 54 年 2 月 15 日民集 33 卷 1 号 51 頁）、顧客の金銭が保管されている金庫とその額が特定されていれば、当該金庫に顧客の金銭と金融機関の金銭が混蔵保管されていると考え、顧客に共有持分に基づく物権的な権利を認める余地もあり得ると考えられる。

101 前掲注 16 およびそれに対応する本文参照。

102 森田 [2000] 139～140 頁。

103 最判平成 15 年 2 月 21 日民集 57 卷 2 号 95 頁、最判平成 15 年 6 月 12 日民集 57 卷 6 号 563 頁。

104 信託が成立すると考えることができれば、信託の受託者が倒産した場合に、信託財産として顧客が預けた金銭は、倒産財団に属さないこととなり、顧客に取戻権を認めることが可能となる（信託法 25 条 1 項、4 項、7 項）。

105 このほかの信託の方法として、証券会社が顧客から預かった買付代金を預金口座で管理し、当該預金口座にかかる預金債権を信託財産として（顧客分別金信託がなされるまでの間）、自己信託（信託法 2 条 2 項 3 号）を設定する方法もあるが、信託法上、自己信託については公正証書が要求されていることや（信託法 3 条 3 項）、証券会社に信託業法が適用されることから、実務上現実的ではないと考えられる。

106 伊藤ほか [2010] 451 頁。

107 前掲注 13 参照。

108 信託法 34 条 1 項 2 号。

参照)¹⁰⁹。

したがって、信託の成立により顧客の保護を図ることは難しいと考えられ、顧客 B は一般債権として買付代金の返還請求権を有するのみである。

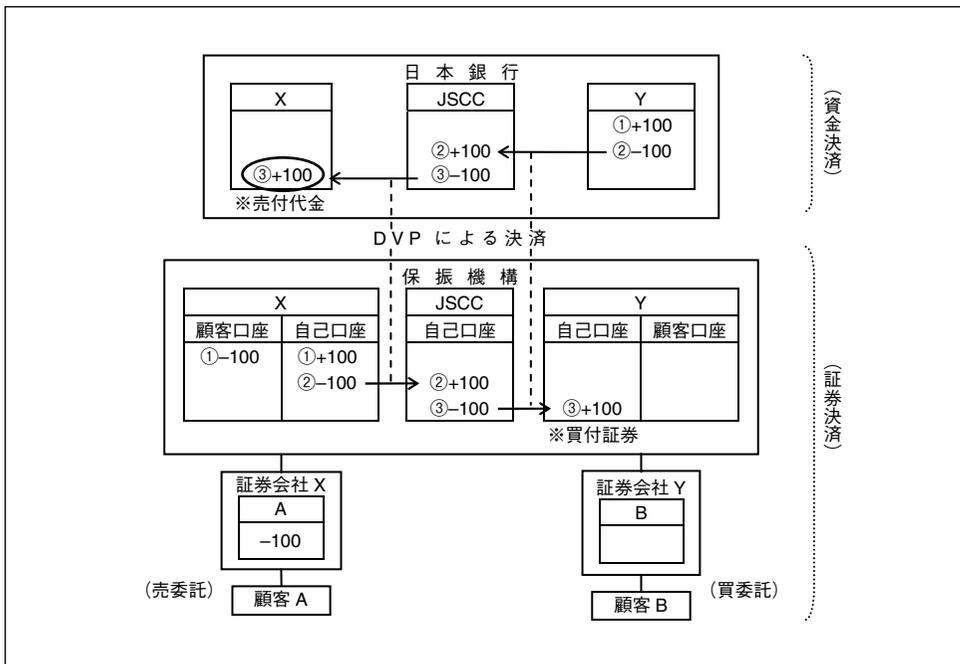
b. 売付代金が問題となる場合

顧客 A から売委託を受けた証券会社 X が証券会社 Y との間で売買契約を締結し、XY 間で証券および資金の決済を行った後、X から A に証券の代金が支払われる前に X が倒産した場合、A は X の保有する金銭についていかなる権利を有するであろうか。

上記 a. と同様に、証券会社 X の手許にある金銭の所有権は X に帰属し、顧客 A には取戻権は認められない¹¹⁰。また、売付代金が証券会社名義で開設された預金口座に入金される場合も、上記 a. と同様に、A には取戻権を認めることは難しいと考えられる。

次に証券会社が売委託に基づく売買の履行により受領した金銭、または当該金銭

図 5



109 買委託の実行により証券会社が証券を取得して、信託財産が証券に転化した後の買付証券が問題となる場合については、前掲注 88 参照。

110 問屋が売委託を実行後、代金債権取立前に倒産すれば、委託者は、代償的取戻権（破産法 64 条、民事再生法 52 条 2 項、会社更生法 64 条 2 項）により代金債権を取り戻すことができるが（江頭 [2013] 256～257 頁）、上記事例では、証券と資金は DVP で決済されるため、代金債権の取立のみが未履行となっている状態は想定し難い。

の入金される預金口座にかかる預金債権について、信託が成立すると考えることはできないか。例えば、売買代金を支払う証券会社 Y を委託者、証券会社 X を受託者、顧客 A を受益者、証券の売買代金（金銭）を信託財産とし、当該代金を売委託をした A に引き渡すことを目的とする信託契約が成立していると解することはできないか。この点、Y は、自己が引き渡した売買代金（金銭）が売委託をした A に引き渡されることを了知していないことから、Y に信託設定の意思があるとはいえないと考えられる。このほか、A を委託者兼受益者、X を受託者、売付証券を信託財産とし、これを売り付けて売付代金を受益者である A に引き渡すことを目的とする信託契約が成立するとの考え方もあり得る¹¹¹。この点についても、前述 a. と同様、地方公共団体と建設会社との間の信託契約の成立を認めた公共工事前払金に関する平成 14 年の判決¹¹²の射程がどこまで及ぶかが問題となる。

したがって、信託が成立すると解することも難しく、顧客 A は一般債権として売付代金の引渡請求権を有するのみである。

ハ. 法的対応のあり方

以上を小括したうえで、法的対応のあり方を検討する。まず、上記ロ.(口)で検討した証券会社が顧客のために保有する金銭については、証券会社に対する顧客分別金信託の義務付けにより相応の顧客保護が図られていると評価できる。顧客分別金信託では、分別管理すべき額を信託するまでに一定のラグが生ずるが、証券会社が金銭を受領した時点で別のかたちで信託の成立を認めることは、現行の実務を前提とすれば困難と考えられる。

次に、上記ロ.(イ)で検討した証券会社が保有する証券については、従来の問屋の考え方に基づく整理では、買委託を受けた証券会社が顧客のために取得した買付証券について顧客に取戻権を認める問屋に関する昭和 43 年の判決の理論構成や射程が明らかでない。また、決済プロセスの実態に沿った整理では、証券の権利は証券会社に移転すると解釈されるため、売付証券、買付証券のいずれについても顧客に取戻権は認められないこととなる。

上記いずれの整理によっても、証券売買の委託を行った顧客が証券会社倒産時に保護されるか否かについて、法的不確実性が残ることとなるが、とりわけ後者の見解（決済プロセスの実態に沿った整理）に立つ場合には、顧客保護の面で問題が大きいと考えられる。そこで、当事者の意思解釈として、後者の考え方で整理される可能性もあり得る以上、立法対応により、売付証券、買付証券のいずれについても顧客の取戻権を認めることを確保することが望ましいと考えられる¹¹³。

そこで、以下では、まず、諸外国における取扱いを整理したうえで（下記(イ)）、わが国における法的対応のあり方として、取次における権利移転の仕組みの変更（下

111 売委託の実行前において信託財産である売付証券が問題となる場合については、前掲注 78 参照。

112 前掲注 13、107 およびそれに対応する本文参照。

113 立法論を唱えるものとして、平出 [1989] 382～383 頁等。

記(ロ) a.)、および、私法上の実体関係の変更を伴わない、倒産時における特別な権利の付与(下記(ロ) b.)の2案を提示する。

(イ) 諸外国における取扱い

諸外国における取扱いをみると、証券会社による証券売買の取次については、わが国と同様に、証券会社が顧客の資産を一時的に保有する状態が生じる仕組みとなっている国も多い。しかし、そうした場合にも、実体法上も顧客が直接権利を取得することを前提に倒産法上の取扱いを明確化するルールを設けたり、倒産時に顧客に特別な優先権を認める等により、売付証券および買付証券の双方について顧客保護が図られていることが多いように見受けられる。

米国や英国では、証券売買の取次を行う者は顧客の代理人(agent)と位置付けられる¹¹⁴。代理においては、委託者本人が相手方に対して直接権利を取得するとされるため¹¹⁵、受託者たる証券会社が売委託や買委託のために預かる証券は、証券会社倒産時に倒産財団に含まれないと解される¹¹⁶。

こうした実体法上の考え方を踏まえ、米国では、証券会社のための特別な倒産手続を定めた1970年証券投資者保護法(以下、「SIPA」という。)¹¹⁷により、証券会社倒産時における顧客資産の返還にかかる特別な手続が整備されている¹¹⁸。すなわち、売委託や買委託、担保のために証券会社に証券を預託する顧客¹¹⁹は、たとえ証券会社名義で登録された証券であっても、証券会社が顧客のために受領し、取得し、または保管するすべての証券および金銭により構成される「顧客資産(customer property)」から、各顧客について金銭に換算して算出される「純持分(net equity)」の額に応じ

114 松岡 [1999] 107 頁、大塚 [1975] 1222~1224 頁。なお、英米法においては、直接代理、間接代理、民法上の代理および商法上の代理という区分が設けられていない。

115 代理人が本人の委託に基づいて第三者たる相手方と実行行為を行った場合に、相手方において、代理人本人のために行為していることを知らずまたは知るべき事情が存在しない場合でも、本人は実行行為に基づいて直接相手方に請求でき、また相手方も本人の存在を知った後は、直接本人に請求できる。大塚 [1975] 1224 頁。

116 平野 [2005] 70 頁、松岡 [1999] 107~108 頁、神崎 [1964a] 501 頁参照。

英国においては、買付証券が証券会社の財産に混入していたとしても、委託者の買付証券であることを追及(trace)することができれば、エクイティ上の権利の存続が認められる。その際に、「すべてを受託者の不利になる方向に推定する」という推定の法理が働くため、委託者は、証券会社が自己の財産であることを証明できなかった部分について権利を有すると考えられる。後掲注 306 およびそれに対応する本文参照。

117 Securities Investment Protection Act of 1970, 15 U.S.C. § 78aaa-III.

118 SIPA 制定前は、証券業者の顧客は、旧連邦破産法の株式ブローカー破産条項(同法 60 条(e)項)に基づき、証券業者が顧客のために保管し、取得するすべての財産から構成される一定のプール(single and separate fund)に対して権利を有する債権者(single and separate class of creditors)として扱われた。さらに、これにより債権の満足を受けられない顧客は、債権の満足を受けられない部分につき、証券業者の倒産財団に対して権利を有する一般債権者と同等に扱われた。SIPA はこうした内容を引き継ぐものとなっている。Don and Wang [1990] pp. 525-527.

119 「顧客」とは、証券業者がブローカー・ディーラーとしての通常の業務の過程において受領し、取得し、または保管する証券の勘定について請求権を有する者、または証券を購入した後売却するためまたは将来売却する場合の担保に利用するため、あるいは譲渡するために保護預りをしている証券勘定について請求権を有する者と定義されている。SIPA § 16 (2), 15 U.S.C. § 78III (2).

て、一般債権者に先立って返還を受けることができる¹²⁰。証券については金銭に換算して各顧客の純持分額が算出されるが、顧客資産の返還にあたっては、当該証券にかかる純持分額に対応する部分について、管財人は、最大限、同種の証券で引き渡す義務を負い、このために証券を市場から購入する義務を負う¹²¹。

また、フランスでは、株式仲買人は、判例上、取次商（*commissionaire*）とされる¹²²。取次商は自己の名をもって委託者の計算において行為する者とされ¹²³、取次商の権利義務関係は委任の規定によって決まるとされる¹²⁴。フランス民法上、原則として、委任は代理権の授与を伴うが、問屋のように受任者の名で委任事務がなされる場合は、代理権の授与を伴わないとされる¹²⁵。もっとも、問屋のように受任者の名で委任事務がなされる場合でも、委任者と受任者である問屋の債権者との関係等の一定の限度で、物権の移転については委任者に直接の効果が生じる。例えば、買委託の場合には、受任者と相手方間で締結された契約の効果は委任者の財産において生ずるとされ、その結果、受任者が取得した物は委任者に帰属し、委任者は自身の所有権を証明することにより、受任者が倒産した場合に、受任者の債権者に対し、自己の権利を主張することができる¹²⁶。

こうした実体法上の考え方を受けて、フランス倒産法は、債務者に暫定的な名義で引き渡された動産について、「現物が存在する限り、取り戻すことができる」と規定しており¹²⁷、これによると、買委託において問屋が倒産した場合には、委託者は商品引渡債権および問屋の占有する特定物として存在する商品を取り戻すことができる。さらに、フランス倒産法は、引渡時までに書面で合意した所有権留保の売主について、「現物の取戻しは、債務者または債務者の計算においてそれを所持するあらゆる者の手中に同じ性質かつ同じ品質の財産が存在するときは代替物についても行うことができる」と規定し¹²⁸、種類物に対しても取戻権を認めている¹²⁹。同項の考え方を所有権留保以外の局面についても一般化できるかについては学説上議論があるが、これを肯定的に解するときには、種類物の買委託の場合にも取戻権が認められることになろう。

他方、ドイツでは、証券売買の取次を行う者は、ドイツ商法上の問屋（*Kommissionär*）とされる¹³⁰。売主側の問屋は、自己の名において他人の物を処分することについて

120 SIPA § 6 (a) (1) (B), 15 U.S.C. § 78fff (a) (1) (B).

121 SIPA § 8 (d), 15 U.S.C. § 78fff-2 (d).

122 松井 [2010] 77 頁、神崎 [1964a] 500 頁参照。

123 松井 [2010] 77 頁、神戸大外國法研究会 [1957] 305～306 頁。

124 フランス商法典（Code de Commerce）L.132-1 条。

125 柳 [2012] 46～64 頁。

126 柳 [2012] 57～64、175 頁。

127 フランス商法典 L.624-16。フランス倒産法はフランス商法典第 6 部（L.610-1 et seq）に規定されている。

128 フランス商法典 L.624-16、小梁 [2005] 199 頁。

129 旧 1985 年フランス倒産法は、種類物を対象とする取戻権の行使について特段の規定を置いておらず、判例も取戻権の対象は特定物であるとしていた。しかし、1994 年改正により、所定の要件を充たした所有権留保の売主に対して種類物を対象とする取戻権の行使を認める規定が設けられ、2006 年 3 月 23 日オルドナンス 346 号による一部改正を経て、現行のフランス商法典 L.624-16 条 3 項となっている。

130 ドイツ商法（Handelsgesetzbuch）383、406 条。

委託者の授権を得て処分を行うため、問屋は証券の所有権を取得しない。これに対し、買主側の問屋は、原則として、顧客のために購入した証券の所有権をいったん取得し、当該証券を速やかに顧客に引き渡す義務を負う¹³¹。ただし、例外的に、買主側の問屋に代理意思がある場合には、証券の所有権を直接買主に移転することも可能と解する説もあるが、振替証券の場合は、当該意思があると解されるか否かについて解釈が分かれている^{132, 133}。こうした権利の移転が行われれば、買委託をした顧客は証券会社の倒産時に取戻権を行使できることとなる。

さらに、証券会社に買委託をした顧客が証券会社の倒産時に証券の所有権を未だ取得していなかったとしても、上記の取戻権を補うものとして、有価証券の寄託および買入れに関する法律（以下、「ドイツ有価証券寄託法」という。）は、顧客が当該証券に関して証券会社に負担する義務を既に履行済みである場合には、当該顧客の有する債権については、他のすべての倒産債権者に先立って特別財団から分配を受けることを認めている¹³⁴。特別財団は、倒産財団に現存する同種の証券および当該種類の証券の引渡請求権等の財産から構成される。

（ロ）わが国における法的対応のあり方

a. 取次の権利移転の仕組みの変更

立法対応の1つのあり方としては、例えば、英国、米国およびフランスのように、権利が証券会社を介さずに顧客から顧客へ直接移転することを規定することが考えられる。

民法（債権法）改正の議論においては、取次に関する規定の新設の要否等について検討されているが、その場合の権利移転の1つの仕組みとして、買委託の場合に直接委託者に移転するモデルも一案として示されていた¹³⁵。具体的には、取次者が買い入れた目的物の権利（所有権等）は、相手方から委託者に直接移転するという構成であり、委託者の計算で買い入れた物品が問屋の責任財産を構成しないこととなる。これは、取次者が相手方との売買によって取得した権利の帰属関係においては、問屋の一般債権者は問屋と一体をなすものとみて、問屋の一般債権者も商法522条2項の「問屋」に含むとする見解¹³⁶を前提としたものである。

もっとも、上記のように債権的効力と物権的効力とが乖離する法律関係は、処分

131 森下 [2007] 65 頁。

132 神田ほか [2000] 16 頁。

133 森下 [2007] 66 頁。具体的には、買主側の問屋は、ドイツ民法 185 条の授権に基づき、自己の名で買主である委託者のために権利の移転行為をしたものであり、買委託にはそのような授権が黙示に含まれていると説明される。山下 [1993] 188 頁参照。

134 ドイツ有価証券寄託法 32 条 1 項 1 号。翻訳（和訳）として日本証券経済研究所 [2009] 417 頁〔赤松訳〕参照。なお、顧客が債務を履行済みでない場合でも、債務の 90% を履行済みで、倒産手続開始後に管財人からの請求を受けて 1 週間以内に残債務を履行した場合にも同様の権利を有するとされる（同法同条同項 3 号）。

135 民法（債権法）改正検討委員会 [2010] 148～150 頁。

136 商法 522 条 2 項については、前掲注 82 およびそれに対応する本文参照。

授権の場合を別にすれば、その他の局面ではこれまであまり見受けられないものであり、実定法の中に矛盾なく組み込むことが可能であるかについては、なお慎重な検討を要するところであるとされた^{137,138}。

b. 倒産時の特別な取扱い

上記 a. のように実体法上の権利関係を変更しないまでも、例えば、米国やドイツのように、倒産法上の特別な取扱いを定める対応も考えられる。わが国においては、証券会社に倒産手続が開始された場合に、顧客は買付証券または売付証券を取り戻すことができる旨を規定することが考えられる¹³⁹。

具体的には、証券会社が顧客から委託を受けて証券の買付けを行いその相手方（売主）から証券の引渡しを受けた後、これを顧客に移転しない間に倒産した場合において、顧客が買付代金等の証券会社に対する債務を支払済みであれば、顧客は、特段の引渡し行為および対抗要件の具備なく当該証券を取り戻すことができること¹⁴⁰、および、顧客から委託を受けた証券の売付けを行うために顧客から証券の引渡しを受けた後、売買を実行しない間に倒産した場合には、顧客は当該証券を取り戻すことができることを規定することが考えられる。なお、前述口.(イ)における(a)の従来の問屋の考え方に基づく整理を前提とする場合にはこのような規定を設けなくても取戻権が認められる余地はあるが、(b)の決済プロセスの実態に沿った整理を前提とする場合には取戻権は認められない。したがって、前提となる整理の違いによって取戻権が認められるかにつき疑義が生じないように、このような規定を設ける意義はあると考えられる¹⁴¹。

この場合、前提となる整理によっては、実体法上の権利関係とは異なる、倒産時の特別な取扱いを定めることとなるため、公示の観点から、真に必要な範囲に限定して定めることが望ましいと考えられる。取次において委託者に取戻権を認める必

137 民法（債権法）改正検討委員会 [2010] 151 頁。

138 なお、2011 年 5 月に法務省より公表された「民法（債権関係）の改正に関する中間的な論点整理」では、財産権の取得を目的とする取次において取次者が当該財産権を取得したときは、取次者から委託者に対する財産権の移転の効力が生ずること等を規定することの当否について、更に検討してはどうかと提案されたが（法制審議会民法（債権関係）部会 [2011] 390～391 頁）、その後、法制審議会における審議を経て 2013 年 3 月に同省より公表された「民法（債権関係）の改正に関する中間試案」では、上記論点は取り上げられていない。

139 神崎 [1964b] 70 頁も、ドイツ有価証券寄託法により認められる特別財団からの分配や米国の旧連邦破産法により認められる一定のプール（single and separate fund）からの分配（現在は SIPA に引き継がれている）は、わが国における証券売買の委託者の地位をより明らかにするためにも、また将来の立法の参考のためにも有益なことであろうと指摘する。

140 権利移転の前提として、目的物である売付証券や買付証券の特定性が問題となるが、証券会社の自己口座に記録された証券については、証券会社における帳簿上の記録により特定できると考えられる。前掲注 76 およびそれに対応する本文参照。

141 わが国において前述口.(イ)(b)の決済プロセスの実態に沿った整理を前提とする場合には、運送中の物品の売主等の取戻権（破産法 63 条）や、取戻権の目的である財産が譲り渡された場合の代償的取戻権（同法 64 条）のように、破産法上、創設的に定められる「特別な取戻権」として規定することが考えられる。

ただし、倒産時の特別な取扱いを規定するだけでは、差押え等の個別執行を排除できないという問題は残る。

要性が説かれてきたのは主として証券会社の場合であり、問屋に関する昭和43年の判決も証券会社はその営業の態様からして顧客の証券を保有していることが公知の事実であることも重視された¹⁴²こと等も踏まえ、取次一般ではなく、証券会社による証券売買の取次に限定した対応が望ましいと考えられる¹⁴³。

(3) サービサーによる債権回収——自己信託活用の可能性

イ. 問題の所在

(1) 振込や(2)証券売買の取次では、顧客の金銭を保有する仕向銀行や証券会社が倒産した場合には、金銭の所有は占有と一致するとの判例・通説の考え方から¹⁴⁴、顧客は、私法上は、預けた金銭に対して取戻権（所有権）を有さず、一般債権と同等に取り扱われることが確認された。このため、振込では預金保険による保護が、また、証券売買の取次では金商法による分別管理義務といった規制による保護が図られている。

このような規制による対応に対し、私法上のアレンジメントにより金銭を預けた者を保護する方法も模索されている。すなわち、平成18年の信託法改正により認められた自己信託を利用して、預けた者を受益者として保護するというものである。ここでは、具体的に、サービサーの債権回収を取り上げ、預けた者を保護するための私法上のアレンジメントとして、自己信託を活用する可能性について検討する。

金銭債権の流動化・証券化取引においては、対象債権を譲り受け、保有する信託受託者または特別目的会社（以下、「SPV」と総称する。）が、対象債権の原保有者（オリジネーター）または第三者たる債権管理回収会社等（以下、「サービサー」と総称する。）に、対象債権の管理・回収を委託するのが一般的である。この場合、サービサーは、対象債権の債務者から受領した回収金を、SPVとサービサーとの間の委託契約（サービシング契約）に従い、一定期間ごとにSPVに引き渡すものとされている。SPVに引き渡すまでの間にサービサーが倒産した場合に、SPVは、サービサーが回収金（現金）または回収金にかかる預金債権の形態で保有する金銭について、通常は一般債権を有するにすぎないが^{145,146}、サービサーの保有する金銭に何らかの

142 前掲注 85 参照。

143 例えば、法制審議会民法（債権関係）部会第17回会議（平成22年10月26日開催）議事録34～35頁〔神作発言〕等。

144 前掲注 16 参照。

145 サービサーが債務者から受領した回収金（現金）は、サービサーの所有に帰する。回収金が預金債権として存在する場合にも、普通預金等の決済性預金における預金者は、通常は預金名義人と考えられていることから（前掲注 103 参照）、サービサー名義の預金口座に振り込まれた回収金にかかる預金債権は、サービサーに帰属すると考えられる（角 [2011] 53～54 頁）。したがって、サービサーが回収金を現金または預金債権のいずれの形態で保有する場合についても、サービサーが SPV に回収金を引き渡す前に倒産した場合、SPV は当該回収金に対して取戻権を有さず、サービサーに対する回収金引渡請求権という一般債権を有するにすぎない。

146 SPV のサービサーに対する回収金引渡請求権が一般債権となり、結果的に回収金全額の支払いを受ける

かたちで自己信託を設定することが可能であれば、信託財産の独立性・倒産隔離効を認めることが可能となると考えられる。

ロ. 法的対応（私法上のアレンジメント）のあり方

サービサーによる自己信託の設定の対象としては、回収金（現金）または回収金にかかる預金債権が考えられる。そこで、以下では、自己信託の設定および倒産隔離効が認められるための要件について、回収金にかかる預金債権（下記ロ.（イ））、現金である回収金（下記ロ.（ロ））について検討を行う。

なお、自己信託の設定の対象が現金である回収金である場合は、サービサーが回収金（現金）を収受する都度、信託設定を行うようなスキームではサービサー・リスクを完全には排除できないため¹⁴⁷、当初の自己信託の設定により、その後に収受される回収金（現金）すべてに、自己信託設定の効果が当然に及ぶようなスキームとすることが必要となる。

（イ）回収金にかかる預金債権

a. 預金債権に対する自己信託設定の可否

預金債権に対する自己信託設定の方法として、まず回収金の収受・管理とともに、サービサーの一般財産に属すべき金銭も入金・管理されるサービサー名義の預金口座（以下、「一般口座」という。）にかかる預金債権の一部（流動化・証券化対象債権の回収金に相当する部分）のみを自己信託設定の対象とすることが考えられる。もっとも、一般口座にかかる預金債権の一部に対する自己信託設定の可否については、信託財産の特定性の要件等との関係で、意見の分かれ得るところである¹⁴⁸。

他方、預金債権の全部を自己信託設定の対象とすることは可能と解される。その場合、具体的には、次の2つの方法が考えられる¹⁴⁹。第1の方法は、回収金の収受・管理のためだけに開設・維持されるサービサー名義の預金口座（以下、「専用口座」という。）にかかる預金債権に対して、自己信託を設定するものである。

第2の方法は、一般口座にかかる預金債権全体に一括して自己信託を設定したう

ことができないリスクは「サービサーのコミングリング・リスク」や「サービサー・リスク」といわれる。この点について論じているものとして、青山・小川〔1996〕、金融法委員会〔2008〕参照。

147 具体的には、①事務手続やコストの観点から現実的でない、②回収金収受時から自己信託設定時までの間に、なおサービサー・リスクが残存する、③サービサーの経済的危機時期における自己信託の設定について否認リスクが存するといった難点が指摘されている。金融法委員会〔2008〕3～4頁。

148 金融法委員会〔2008〕5～6頁。普通預金債権の担保化の議論においては、普通預金債権に対する担保設定の要件として、目的物の「独立性」（道垣内〔2000〕47～51頁）や「特定性」（森田〔2003〕305～308頁）が必要であることを前提に、預金口座番号等により特定されるとされる。一般口座にかかる普通預金債権を自己信託の対象とすることを論じる場合、信託財産の特定性という文脈において普通預金債権の特定性が問題となるものと思われるが、上記の議論を参考とすれば、一般口座にかかる預金債権の一部については、信託財産の特定性を欠き、これに信託を設定することは困難と考えられる。

149 金融法委員会〔2008〕5～7頁。

えで、SPV を流動化・証券化対象債権の回収金に対応する受益者、サービス者をその一般財産に帰属すべき金銭に対応する受益者として、受益権の複層化により調整を図る方法である。

b. 詐害行為取消または否認のおそれ

回収金が上記の自己信託が設定されたサービス名義の専用口座または（特定の）一般口座に直接入金され、これらの口座から SPV に対して直接送金される場合には、当該回収金はサービスの一般財産に混入することはない。しかし、実際のサービス事務における流動化・証券化対象債権の回収形態をみると、サービスの店頭や自社 ATM 等で現金によって支払われる場合（消費者ローン債権等）や自己信託が設定された預金口座以外の預金口座に入金される場合もあり、回収金がサービスの一般財産にいったん混入する可能性がある。

そこで、①サービスの一般財産に混入する場合であっても、最終的に自己信託が設定された口座に入金されれば、それ以降は信託財産として倒産隔離効を享受できると考えてよいか、さらに①について肯定的に解することができたとした場合に、②サービスの経済的危機時期において、サービスの一般財産に混入した回収金（相当額）を自己信託の設定された預金口座に入金することが詐害行為取消または否認の対象とならないかが問題となる。

上記①については、自己信託が設定された口座に入金された金銭と回収金との対応関係がトレース可能でないと、最終的に自己信託が設定された口座に入金されれば、当該預金債権に対する自己信託の設定は有効であり、倒産隔離効が享受できると考えられる。

そこで、以下では、上記②について、一般財産による弁済について否認を否定する議論として、同時交換的取引（下記(a)）および第三者から新たに借り入れた資金による弁済（下記(b)）を取り上げ、そこで示された考え方を参考に、詐害行為取消または否認にかかるリスクを否定することができないかについて、若干の検討を試みる¹⁵⁰。

(a) 同時交換的取引に関する議論

新規債務にかかる担保供与や債務消滅行為（いわゆる同時交換的取引）は、否認の対象とならない¹⁵¹。これは、偏頗行為の否認の根拠は債権者間の平等の確保であるところ、新規に出捐して債権を取得する者については、従来の責任財産の平等分配を期待する既存債権者との間の平等を確保する必要がないためとされる¹⁵²。ここ

150 なお、サービスの一般財産に混入した回収金（相当額）を自己信託の設定された預金口座に入金する場合について直接論じるものではないが、質権の設定された普通預金口座の残高が増加する場合について、詐害行為取消権または否認権の対象とならない可能性を指摘するものとして道垣内 [2000] 59 頁、森田 [2003] 315～322 頁がある。

151 破産法 162 条 1 項柱書かつこ書、会社更生法 86 条の 3 第 1 項柱書かつこ書、民事再生法 127 条の 3 第 1 項柱書かつこ書。

152 伊藤ほか [2010] 1039 頁。詳細については、中西 [1998] 1、32 頁参照。

という同時交換的取引における「同時」「交換」は、ある程度幅のある概念とされている¹⁵³。そこで、サービスが収受した回収金を SPV に引き渡す債務の負担と SPV に対する回収金引渡行為を、同時交換的取引と評価する余地があるかが問題となる。この点、サービスから SPV に対する回収金の引渡しは、サービスおよび SPV 間において既に締結されたサービシング契約に基づいて行われる回収行為であるため、当該回収は「既存の債務」についてなされた弁済であり、同時交換的取引には該当しないと評価せざるを得ず、この議論をもとに否認リスクを否定することは困難と考えられる。

(b) 第三者から新たに借り入れた資金による弁済に関する議論

第三者から新たに借り入れた資金による弁済が否認の対象となるか否かについては、学説上は見解が分かれている¹⁵⁴が、判例では、一定の事実関係のもとで否認の対象とならないと判示したものがある。具体的には、平成 5 年の判決は、新規借入金による旧債務の弁済について、借入当時から特定の債権者の弁済に充てることが確実に予定され、それ以外の用途に用いるのであれば借入ができなかったことから、破産債権者を害するものではない等と指摘し、否認権（改正前破産法 72 条 1 号）の対象とならないと判示した¹⁵⁵。また、昭和 44 年の判決は、破産会社が買い戻した手形についてその手形金の支払いを受けた場合において、その買戻代金の支払いと手形金の受領を総合的に考察することにより、破産財団に属する財産に価値の減少をきたさないときは、買戻代金の支払いは、否認権（改正前破産法 72 条 1 号）の対象とならないと判示した¹⁵⁶。

これら判決は、否認を否定するための一般的要件を示すものではないと解されているため¹⁵⁷、これら判決のロジックを直接適用することにより、サービスの一般財産に混入した回収金（相当額）を自己信託が設定された預金口座に入金する場合の否認リスクを否定することは困難と考えられる。しかし、これら判決からは、「弁済に供された資金は弁済に充てるのでなければ入ってこなかったため、破産債権者を害するものではない」、あるいは「資金の入りと出が紐づいているため、破産財団に属する財産に価値の減少を来さない」との考慮を根拠に否認を否定する考え方を

153 「新規債務か既存債務かの判断基準は、取引としての一体性に求められる。論理的には、借入れが先行していれば、その後の担保設定はすべて既存債務に対するものとされうるが、一体の取引とみなされるかぎり、債務発生と担保設定の間に相当程度の時間差が生じても、新規債務に対するものとみなされる。」（伊藤ほか [2010] 1039 頁）等と説明される。

154 学説上は、第三者からの借入れによる弁済は例外なく否認の対象となるという見解（否認肯定説）と一定の場合に限り否認を否定する限定的否認否定説が存在し、近時は後者が有力であると指摘されている（岡 [2007] 447～478 頁）。なお、後者において、否認が否定される要件については見解の一致をみていない（伊藤ほか [2010] 1036～1037 頁）。

155 最判平成 5 年 1 月 25 日民集 47 卷 1 号 344 頁。

156 最判昭和 44 年 1 月 16 日民集 23 卷 1 号 1 頁。

157 平成 5 年判決は、第三者からの借入れによる弁済も原則として否認の対象になることを前提としつつ、一定の事実関係のもとで例外的に否認対象とならないという事例的判断をしたものであり、否認を否定するための一般的要件を示すものではないと解されている（大竹 [1996] 133～134 頁）。また、昭和 44 年判決については、手形の特異性が強調されているという見方もある（奈良 [1972] 84～85 頁）。

抽出できるように思われる。かかる考え方にに基づき、サービスの一般財産に混入した回収金（相当額）を自己信託が設定された預金口座に入金する場合について、否認リスクを否定することを検討する余地はあると考えられる。

(ロ) 回収金（現金）

上述のとおり、実際のサービシング事務においては、回収金はサービスの店頭等で現金によって支払われる場合もある。したがって、(イ)で検討した預金債権に対する自己信託の設定により倒産隔離効を享受できるということを前提としたとしても、自己信託が設定された預金口座に入金されるまでの間にサービスが倒産した場合にはサービス・リスクに晒される。

サービスが店頭等で受領した現金については、現金そのものを特定できるため、その時点で、問題なく自己信託の設定自体は行うことができると考えられる。もっとも、自己信託が設定された現金がその後一般財産に混入した場合の法的取扱いや、将来にわたって収受する現金について包括的に自己信託を設定することの可否等については明らかでない点が多い。

そこで、以下では、まず、自己信託が設定された回収金（現金）について信託財産の独立性・倒産隔離効を享受するためにはどのような要件が必要かを検討する（下記 a.）。次に、上述のとおり、現金による回収の都度、信託設定が行われるスキームではサービス・リスクを完全には排除できないため、将来にわたって収受する回収金（現金）すべてに対して、自己信託を設定することができないかを検討する（下記 b.）¹⁵⁸。

a. 信託財産が金銭の場合に信託の独立性・倒産隔離効が認められるための要件

金銭については、その所有は占有と一致するとの判例・通説の考え方があるが、金銭が信託財産である場合には、信託財産の独立性・倒産隔離効が認められる¹⁵⁹。しかし、金銭について信託を設定したとしても、その後、受託者倒産時に信託財産の独立性・倒産隔離効が認められるためにどのような要件が必要かは、必ずしも明らかでない¹⁶⁰。

(a) 分別管理義務と信託の独立性・倒産隔離効の要件

金銭について信託財産の独立性・倒産隔離効を主張するためには、受託者が信託法に基づく信託財産の分別管理義務の方法——すなわちその計算を明らかにする方法（帳簿等の記録）¹⁶¹——により管理していることで足りるか¹⁶²、あるいは計算を

158 金融法委員会 [2008] 3 頁は、「将来にわたる回収金（金銭）を包括的に信託するという仕組み」について、「将来債権や集合動産のように将来有することとなるものの処分の可否、要件等について十分な議論がなされておらず、なお慎重な検討が必要」であるとしている。

159 四宮 [1989] 181 頁、能見 [1999] 13～14 頁。

160 能見ほか [2011] 107～108 頁 [沖野発言] 参照。

161 信託法 34 条 1 項 2 号イ、ロ。

162 商事留置権の目的である取立金の特定性に関し、計算を明らかにする方法で管理していれば、信託財産

明らかにすることに加えて外形的・物理的な区別が必要かが問題となる。

この点、受託者の財産に対する個別執行の場面等を想定すると、前者の考え方、すなわち帳簿上の管理のみをもって信託財産の独立性を主張できるとすることは妥当でないと考えられる。例えば、信託財産として100万円の現金を保管する受託者が、200万円の現金が入っている5つの金庫を（信託財産と固有財産の外形的・物理的な区別なく）保有している場合を想定する。このようなケースで、受託者の財産に対する個別執行がなされた場合に、帳簿上の管理だけで信託財産の独立性を認めるとすると、いずれの金庫についても、100万円について信託財産の独立性を主張することにより個別執行を排除できると解される余地もあるが、かかる帰結は、受託者の債権者の犠牲のもとに、信託財産の独立性を過度に認めることとなり、妥当性を欠く¹⁶³。これを踏まえると、信託法上の分別管理義務を果たし、帳簿上の管理が行われることのみでは、（信託財産の独立性の前提としての）特定性を当然に充足するとはいえないと考えられる^{164, 165}。

(b) 信託財産に帰属すべき金銭と固有財産に帰属する金銭が混合している場合の信託法上の取扱いと倒産隔離効

仮に、一定の外形的・物理的な区分がなされ、帳簿による管理が行われていたとしても、当該区分された金銭につき、信託財産に帰属すべき金銭と固有財産に帰属する金銭が混合している場合に、信託法上いかに取り扱うこととなるかについては、必ずしも十分な議論がなされているとはいえない。このような場合には、①信託法18条が適用され、共有状態になると解する考え方¹⁶⁶、②信託法17条が適用され、同

の帰属を決定することができるとする判例として、前掲注43参照。ただし、この判例は、別除権者自らが権利の対象である金銭を保有・管理している事例についての判断であり、権利者が第三者をして金銭を保管させているサービサーに関する議論についてその射程が及ぶかは慎重な検討を要する。また、山本ほか[2010]185頁は「分別管理の手法について、信託財産の場合、金銭も計算を明らかにする方法で足り物理的な分別を要しない」「したがって、信託財産である金銭については、帳簿上明らかにされていれば、帰属を決定することができ、取戻権の行使（信託財産たることの確認、分割や分別請求、新受託者への引渡請求等）ができることになる」と指摘するが、同見解が、帳簿の記載により信託財産（金銭）の金額に加えてその所在が明らかになることを前提とする見解であるとするれば、信託財産（金銭）について外形的・物理的な独立性を全く不要とする趣旨ではないとも解し得る。

163 能見ほか[2011]110～111頁参照。この事例における帳簿上の管理とは、信託財産の内容は帳簿上で明らかにされているものの、それがどの金庫にあるか特定されていない状況を想定している。

164 井上[2011]84頁脚注7は、信託財産に属する金銭については、受託者の義務としては帳簿上の分別で足りるが（信託法34条1項2号ロ）、いわゆる銀行勘定貸しのように、かかる金銭を固有財産による利用に供しているような場合には、受託者が倒産したときに信託財産の独立性（信託法25条1項）を主張して、倒産財団から全額の取戻しを受けることは困難であろうと説明する。

165 この点、帳簿上の管理のみがなされていた手形取立金に対して商事留置権の成立を認めた最高裁判決（前掲注43およびそれに対応する本文参照）との整合性が問題となるが、本判決の射程は、手形の代わり金である金銭に対する商事留置権の成立を特別に認めたものと考えざるを得ないと考えられる。

166 信託財産たる金銭について、分別管理がなされず、受託者の固有財産との間で「識別不能状態」となったとしても、当該識別不能状態となった財産が当該信託財産と固有財産とから成っていることの証明が可能な限り、「占有＝所有」理論にかかわらず、信託法18条に基づき、当該金銭について、信託財産と固有財産との間で共有を認めることができる。寺本[2008]80頁（注3）。

条に基づき共有状態になると解する考え方¹⁶⁷、③信託財産・固有財産の金額が帳簿上明らかにされている場合には、(とりわけ総額において不足が生じていないような場合には、) 信託法 17 条、18 条のいずれも適用されず、共有状態を問題にするまでもなく、帳簿に記載された金額の金銭が信託財産に当然に帰属すると解する考え方があり得るが、いずれの考え方に立っても、一定の範囲で信託財産として保護されるという帰結に差異は生じないと考えられる¹⁶⁸。

上記により、信託財産と受託者の固有財産とが混合しても、帳簿により信託財産に帰属すべき金銭の額が明らかであれば、信託財産の独立性・倒産隔離効を主張し得ると考えられる。ただし、この場合において、混合した財産、すなわち信託財産と固有財産とを合わせた総体(当該信託財産が含まれる財産の全体の枠(外延))が特定されている必要があると考えられる^{169,170}。

b. 将来にわたって収受される回収金(現金)に対する自己信託の設定

次に、予め将来収受される回収金(現金)も含めて信託を設定することはそもそも可能か、また、可能とした場合に自己信託を設定するためにはいかなる要件を具備する必要があるかが問題となる¹⁷¹。

167 識別不能状態は、信託法 17 条の規定する「混和」の場合にも生じ得る。「混和」による識別不能とは、複数の物が混交して物理的に識別・分離することが不可能となった状態(例えば、穀物や液体が混合または融合した場合など、社会経済上 1 個の物とみられるようになった状態)をいうのに対し、同法 18 条にいう識別不能とは、複数の物が物理的には識別・分離することが可能であるものの、その帰属関係が不明となった状態(例えば、固有財産に属する動産と信託財産に属する動産とを分別保管していた仕切りが破損し、あるいは、管理帳簿が滅失してしまい、どの動産がどちらに属するかが不明となってしまった場合)をいうと説明される(寺本 [2008] 79 頁(注 1))。信託財産が金銭の場合は、むしろ「混和」のケースとして、信託法 17 条が適用されるとの見解として、井上 [2007] 16 頁、能見ほか [2010] 95 頁〔田中発言〕、田中 [2010] 168 頁。

168 例えば、金庫に 200 の金銭が保管され、帳簿上、当該金庫内に信託財産 100・固有財産 100 が保管されていることが記帳されている場合、上記①の考え方によれば、200 の金銭は信託財産・固有財産の共有物となり、信託法 19 条により共有物の分割をなすことが可能と考えられる。他方、上記②の考え方は、金銭はその多寡にかかわらず主従の区別をすることができずと解しており、結局民法 244 条により信託財産と固有財産の共有状態になるため、上記①の考え方と同様に扱われることとなる。さらに、上記③の考え方を前提にすると、上記設例においては、200 のうち 100 の金銭が当然に信託財産に帰属し、残りの 100 が固有財産に帰属することとなる。

もっとも、帳簿上の金銭に比して実際金銭が不足する場合の処理が上記③の考え方では不明確である。すなわち、金庫に 150 の金銭が保管され、帳簿上、当該金庫内に信託財産 100・固有財産 100 が保管されていることが記帳されている場合、上記①、②の考え方によれば、150 の金銭は信託財産と固有財産の共有状態となり、共有物の分割(信託財産 75・固有財産 75)をなすことが可能であるが、上記③の考え方をとった場合の処理は明らかではない。

169 道垣内 [1996] 204~205 頁は、「金銭が混和した場合にも、委任者は共有持分権を有するに至り、共有物分割請求権の行使として、物権的請求権を主張することができる。また、信託財産たる金銭の混和の場合も、…当該共有持分が信託財産となり、受益者は物権的救済を受ける」とするが、「ただし、共有物たる混和物は、それ自体としては特定していなければならない。完全に一般財産に混入してしまえば、やはり物権的請求権の対象とはならない。」と指摘する。このほか、能見ほか [2011] 110 頁〔沖野発言、道垣内発言〕参照。

170 「信託と倒産」実務研究会 [2008] 152 頁。

171 既述のとおり金融法委員会の公表資料は、将来にわたって収受される回収金(現金)そのものへの信託設定について、なお慎重な検討が必要としているが、他方、道垣内ほか [2006] 31~32 頁〔沖野発言〕は、

信託を設定するためには、一般的に信託対象たる信託財産が特定していることが必要とされるため¹⁷²、将来にわたって収受される回収金（現金）に対して信託を設定しようとする場合、信託設定時に存在する回収金（現金）のみならず、その後に収受される回収金（現金）についても信託財産に取り込むかたちで特定する必要がある。この点、集合動産譲渡担保については、将来取得することとなる財産（動産）にも当初の処分行為の効果やその対抗要件具備の効果等を及ぼすことが議論されており、将来にわたる回収金（現金）を対象とする信託設定について検討する場面においても参考となる余地があると考えられる。このため、以下では、現金も動産の一種と考え、いわゆる集合動産譲渡担保における「集合物」¹⁷³の考え方を参考にすることができないかについて検討する¹⁷⁴。

集合動産譲渡担保とは、動産の集合体（在庫商品や原材料等）を一個の譲渡担保の対象とするものをいい、特に、搬出や搬入が繰り返されている在庫商品のように常に構成要素が流動する（入れ替わる）動産群等を対象とするものを流動動産譲渡担保という¹⁷⁵。判例・通説は、目的物となる集合物の範囲の特定性が欠ける場合には設定契約は無効であるとし¹⁷⁶、特定の方法について、判例は、一般論として、「その種類・所在場所及び量的範囲を指定するなど」の方法によるとしている¹⁷⁷。また、

「回収金が当初信託財産であるとして、例えば将来にわたる回収金について、自己信託という形で公正証書を作り、預金に入った段階で物上代位により預金債権が信託財産になるという構成があり得」とし、将来の回収金（現金）について、包括的に自己信託を設定することができることを前提にしているように思われる。

172 四宮 [1989] 220 頁。

173 「集合物」とは、「一定の下に集められた数個の物の集団であって、その各個の物が各独自の存在と取引価値を失うことなく、しかも、集団自体も一個の統一的財産として特有単一の経済的価値を有し、取引上一体として取り扱われているもの」であり、「個々の物が集合物から脱した場合には譲渡担保の拘束を免れ、個々の物が集合物に加入した場合には譲渡担保に服することになるとし、また、対抗要件については、集合物につき譲渡担保が設定され、占有改定がなされると、後に加入する個々の物は集合物の部分として当然に集合物の譲渡担保に服し、対抗力を取得する」と説明される（時岡 [1983] 48、51 頁）。なお、集合動産譲渡担保の法律構成としては、さまざまな見解が提唱されているところであるがここでは立ち入らない（詳細は、柚木・高木 [1998] 887～898 頁、道垣内 [2008] 327～341 頁参照）。

174 角 [2011] 67 頁は、「回収金口座に係る預金債権ではなく、将来にわたる回収金を包括的に自己信託する仕組み（当初の自己信託の設定により、その後現金によって回収される金銭についても、信託設定の効果等が当然に及ぶ仕組み）についても検討が求められるところ、議論は緒についたばかり」であり「この点は、将来取得することとなる財産にも当初の段階における処分行為の効果等が及ぶこととされている集合動産譲渡担保の議論を参考にすることが有益かもしれない」と指摘するが、具体的な検討には及んでいない。

175 流動動産譲渡担保について、判例・通説は、内容の変動する集合物概念を肯定し、その集合物に譲渡担保が設定されれば、個々の動産に当該譲渡担保の効力は当然に及ぶとする。最判昭和 54 年 2 月 15 日民集 33 卷 1 号 51 頁、最判昭和 62 年 11 月 10 日民集 41 卷 8 号 1559 頁。道垣内 [2008] 328 頁、高木 [2005] 368～369 頁参照。

176 最判昭和 54 年 2 月 15 日民集 33 卷 1 号 51 頁も、「目的物の範囲が特定される」ことを条件に設定契約の有効性を認めている。道垣内 [2008] 330 頁、高木 [2005] 370 頁参照。

177 最判昭和 54 年 2 月 15 日民集 33 卷 1 号 51 頁、最判昭和 62 年 11 月 10 日民集 41 卷 8 号 1559 頁。なお、道垣内 [2008] 332～333 頁は、集合物の特定の方法として、判例の一般論を前提としても、所在場所については、「種類・量的範囲で十分な指定がなされれば、包括的指定が許されると解すべき」とし、「債務者が有線放送会社であり、チューナーを各家庭に貸し付けている場合に、当該チューナー全部を 1 つの集合物を構成するものとして譲渡担保の目的とすることは認められよう」とする。

集合物について対抗要件の具備も必要とされる。

回収金（現金）の特定性については、「営業店の専用金庫（あるいは一般金庫）内の資金」、「某所所在の自社 ATM 内の資金」といったかたちで、回収金（現金）の保管場所を特定することが考えられる。さらに、保管場所についてより抽象的に、「営業店の窓口で受領し、当該営業店内で管理される資金」といったかたちで特定することが可能か、求められる具体的な特定の程度について、さらに検討を深めることが求められる。

なお、集合動産譲渡担保の目的となる「集合物」については、特定性とは別途、「経済的一体性」や「取引上の一体性」も必要であるとする見解が有力であり¹⁷⁸、この見解によれば、回収金（現金）にかかる自己信託の設定につき、「集合物」の考え方に依拠することは困難となろう¹⁷⁹。他方、かかる見解に対しては、「特定性」さえあれば物権の対象として認識するに十分であり、集合物につき、「特定性」とは別に、「経済的一体性」等の要件が必要とされる理由はないとの指摘もある¹⁸⁰。

以上の現金を動産の一種と捉えて集合動産譲渡担保の議論を参考にするものに対し、そもそも価値自体を表象する高度に抽象的な存在である金銭については、現実の支配（占有）を離れて権利移転を観念することができないため、将来にわたって収受される回収金に対して信託を設定することは難しいという見解もある。

こうした見解も含め、将来にわたって収受される回収金（現金）に対して信託を設定することの可否について議論を深めていく意義はあると思われる。

（ハ）預金債権または金銭に対する自己信託の設定の可能性

上記（イ）および（ロ）で検討したとおり、預金債権および金銭に自己信託を設定するにあたっては、信託対象たる信託財産が特定していることが必要となる。

この点、預金債権については、専用口座に対する自己信託の設定は可能であるが、一般口座の一部の預金債権についてのみ自己信託を設定することは特定性の要件を充足しないこととなるため、一般口座全体に自己信託を設定したうえで受益権の複

178 かかる見解は、「集合物」概念を認めるにあたって、伝統的には、取引通念上または経済的に一体性があるものについては、それを個別の動産に分けてのみ所有権等の目的となると考えるのは常識的でなく、また、集合体の有している経済的価値を破壊するものであるという点が根拠とされてきたことを重視し、集合動産譲渡担保の目的となる「集合物」も、取引通念上または経済的に一体性があるものに限定されるべきとする（道垣内 [2008] 330 頁における説明参照）。我妻 [1965] 205～206 頁は、「集合物」として認められるのは、「物が集合して経済的に単一の価値を有し、取引上の一体として取り扱われる場合」であるとする。また、近時の学説において場所の一体性・経済的一体性を重視するものとして、千葉 [1991] 42～43 頁等。

179 集合物論が適用される典型例と思われる在庫商品等と異なり、回収金（現金）は「価値」そのものであることから、現実の支配（占有）を離れて「取引」の対象となるとは考え難いためである。

180 道垣内 [2005b] 31 頁以下。また、将来取得動産の担保化の場面において、当初の時点における対抗要件具備については動産及び債権の譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律に基づく動産譲渡登記によって対応することが可能なはずであり、あえて「集合物」概念を用いる必要はないのではないかの指摘もある（森田 [2005] 91～92 頁）。自己信託の場合、動産譲渡登記制度の利用は想定されないが、こうした議論に基づき、将来取得動産の処分に関して、対象物を何らかの方法で特定できさえすれば、必ずしも集合物概念に依拠する必要はないという考え方を打ち出していく余地はあると考えられる。

層化による対応が必要とされた。

他方、金銭について、信託財産の独立性・倒産隔離効（取戻権）が認められる要件については、少なくとも分別管理義務を満たすだけでは独立性・倒産隔離効が認められず、また、固有財産と混同した場合には財産全体の枠（外延）の特定性が必要となる。さらに、将来收受する金銭も含めて信託を設定することの可否については必ずしも明確でなく、さらに検討を深める意義は大きいと思われる。

(4) 小括

振込、証券売買の取次、サービスによる債権回収のいずれの取引も、ある者が有する金融資産に対する権利を別の者に移転する場合に金融機関が当該権利の移転を仲介する取引であるが、現行法上、これらの取引において、対象となる金融商品が、金銭、預金債権、証券のいずれかによって預かる取引の法的構成や金融機関倒産時に顧客に取戻権が認められるための要件が異なることがわかった。具体的には、金融機関倒産時に顧客に取戻権が認められるためには、顧客が取戻権の基礎となる実体法上の権利（所有権等）およびその権利について対抗要件を具備している必要があるが、前者との関係で必要とされる預かり資産の特定性がどのような場合に充足されるかについては金融商品ごとに異なり得る。

とりわけ顧客が預けた金銭については、金銭は所有と占有が一致するとの判例・通説の考え方との関係で、実務上、十分な特定性を維持できない場合があり、現状においても、それぞれの取引ごとに、規制による保護や私法上のアレンジメントの工夫等さまざまな対応が図られている。例えば、振込については、私法上は決済途上の振込資金が顧客である振込依頼人や受取人のものとならないことを前提に、振込資金全額をセーフティネットである預金保険の保護対象とする立法対応がなされている。また、証券売買の取次における金銭についても、取引の過程でいったん自己財産に混入して顧客が取り戻せなくなってしまうことを前提に、金商法上の分別管理規制、すなわち、顧客分別金信託により顧客保護が図られている。また、サービスの債権回収については、サービス・リスクを回避するために信託を利用する、すなわち、私法上のアレンジメントを工夫することによって対応する方向が示されている。今後新たに発展し得る金銭を預ける金融取引において、預けた者に取り戻権を認めるための私法上のアレンジメントの工夫の余地、またこうした工夫が困難な場合における規制やセーフティネットによる保護の余地を検討するうえで、以上で検討した内容が参考になる面があると思われる。

他方、証券については、ペーパーレス化の進展により、券面を前提とした従来の学説・判例のみでは、実質的には証券が顧客に帰属すると考えるべき局面においても顧客の当該証券についての取戻権を肯定することが難しい場合が生じている。具体的には、証券売買の取次における証券については、取引の過程でいったん金融機関の自己財産に混入することを前提とした法的対応が十分ではなく、諸外国と比較

しても、さらなる立法対応の必要性があると考えられる。

4. 担保型取引

(1) 問題の所在

金融機関による担保取引は、1990年代に、デリバティブ取引やレポ取引等における信用リスク管理手法として急速に発展した¹⁸¹。わが国においても、デリバティブ取引については、1995年に International Swaps and Derivatives Association（以下、「ISDA」という。）により日本法準拠の標準的な担保契約（Credit Support Annex: CSA）が作成されたほか¹⁸²、レポ取引については、日本証券業協会により、1996年に現担レポの標準契約書¹⁸³、また2001年に新現先の標準契約書¹⁸⁴が作成され、それらを利用した担保取引が急速に拡大した。

担保取引の増加に伴い、担保として差し入れる金融資産——特に政府発行証券や金銭等の安全資産——の流動性が逼迫し、市場ではこれらの金融資産を効率的に利用・処分するニーズが高まった¹⁸⁵。このため、担保目的物の利用・処分を認めるかたちの担保取引が世界の金融市場において幅広く利用されるようになった。

わが国でも、デリバティブ取引の担保契約では、質権構成のほか、債権者が担保目的物を利用・処分することが可能となるよう消費寄託・消費貸借構成が担保を受け入れる方法として採択され¹⁸⁶、さらに金融機関等が行う特定金融取引の一括清算に関する法律（以下、「一括清算法」という。）により消費寄託・消費貸借構成の担保取引とその原因となるデリバティブ契約を含めて一括清算する法的有効性が確保された¹⁸⁷。

こうしたなか、先般の金融危機時には、担保目的物の利用・処分に関し、主に英米において、担保を受け入れた債権者が契約上、担保目的物の利用・処分が認められていないにもかかわらず利用・処分していたことや、担保を差し入れた債務者が

181 Committee on the Global Financial System [2001] p. 2, Johansson [2009] p. 55. 例えば、ISDA マスター契約に基づくデリバティブ取引は、1990年代前半までは無担保で行うことが一般的であったが、1980年代後半から1990年代初頭の米国における銀行の経営危機を受けて、1990年代後半から有担保化の動きが始まった。植木 [2010] 10 頁。

182 わが国におけるデリバティブ取引の有担保化の背景として、当時の日本の金融機関の信用力低下が指摘されている。道垣内ほか [1995] 20～21 頁 [田中発言]。

183 日本証券業協会「債券貸借取引に関する基本契約書」。

184 日本証券業協会「債券等の現先取引に関する基本契約書」。

185 Johansson [2009] p. 65. ここでは、担保として保有する金融資産の「使用、収益」に加えて、当該資産の「処分」の意味も含まれるため、以下では、「利用・処分」や「利用・処分権」という用語を用いる。なお、海外では“reuse of financial collateral”等とよばれる。

186 道垣内ほか [1995] 22 頁 [坂本発言]、坂本 [1995] 140～143 頁。

187 1998年の一括清算法制定後、2000年頃からCSAに基づく担保取引が本格化すると、機動性に欠ける質権構成の利用は徐々に減少し、現在では、日本のほとんどの会社が、一括清算法が適用される消費寄託・消費貸借構成を利用しているとされる。植木 [2010] 105 頁。

担保目的物の利用・処分には同意していたものの債権者倒産時の取扱いについて十分に認識していなかったことが問題となった。わが国においても、デリバティブ取引においてリーマン・ブラザーズ証券株式会社が担保として受け入れていた国債の取扱いを巡って争いが生じた¹⁸⁸。

これらの問題を受けて、市場参加者の間では、取引の相手方に対し担保目的物の利用・処分権を付与するリスクが広く認識されるようになり、一部のヘッジファンド等は、取引の相手方による担保目的物の利用・処分を禁止し、また認める場合にも一定の上限を設ける等の対応を講じるようになってきている¹⁸⁹。また、国際会議等では、担保目的物の利用・処分に対する規制について、顧客財産の保護に加え、金融システムの安定性確保の観点から幅広い議論が行われている¹⁹⁰。

担保取引については、取引当事者がニーズに応じてその法的構成や契約内容を選択し得ることが金融取引の効率性を確保するうえでは重要である。上述のとおり、先般の金融危機において取引の相手方に対し担保目的物の利用・処分権を付与するリスクが認識されるようになったからといって、あらゆる担保取引において担保目的物の利用・処分を制限したり、規制により担保取引について一律の法的構成をとることを要求することは、金融取引の効率性を著しく損ねることになりかねない。むしろ、なるべく多様な法的構成の担保取引が用意されていること、また、取引当事者が、選択した法的構成や契約内容において、いかなる権利・義務を有するかを正確に理解していることが極めて重要である。そこで、以下では、わが国の現状の金融実務において利用されている担保取引の私法上の法的構成を整理したうえで、担保取引のさらなる効率化の観点から、当事者のニーズに応じて選択し得る、新たな類型の担保取引の法的規律の可能性について検討する。なお、担保目的物としては、金融取引において多く利用される証券および金銭を対象を限定して検討する。

(2) 法的検討

担保とは、債務者の債務不履行時に債権者に対し債権を優先的に回収するための権利を与える手段である¹⁹¹。広義の担保には、民法上の担保物権である典型担保（質権、抵当権、留置権、先取特権）、慣行上の非典型担保（譲渡担保、所有権留保、仮登記担保）のほか、担保的機能を有する相殺または一括清算（以下、相殺または一括清算を合わせて「相殺等」という。）等がある。

以下では、上記のうち、証券や金銭を担保目的物とする金融取引において現行実

188 東京高判平成 22 年 10 月 27 日金判 1360 号 53 頁。

189 Singh and Aitken [2010] p. 6. なお、米国では、証拠金取引において証券業者が顧客への貸付けの担保として保有する顧客の証券 (margin securities) について、証券業者は、証券業者の顧客に対する債権 (被担保債権) の 140% を超える部分を保管することが要求されているため、実際に証券業者が利用・処分できる証券は、証券業者の顧客に対する債権額の 140% に制限されている。SEC Rule 15c3-3, 17 C.F.R. 240 15c3-3.

190 前掲注 2 参照。

191 内田 [2005] 6 頁。

務上、広く利用される担保として、質権（下記イ.）、相殺等（下記ロ.）、譲渡担保（下記ハ.）を取り上げ、債権者による担保目的物の利用・処分権、債権者倒産時の取扱い等に焦点をあてて整理する。そのうえで、証券や金銭を担保目的物とする金融取引における新たな担保取引の類型として、一定の範囲で担保設定者または担保権者に担保目的物の利用・処分権を認めながら、担保権者倒産時には担保設定者に取戻権を認める法的構成の可能性を検討する¹⁹²。

イ. 質権

ここでは、金融取引において質権が利用される具体的な取引例として、デリバティブ取引の担保契約における質権構成を取り上げ、その法的性格を整理する。デリバティブ取引の担保契約については、ISDA作成のCSAが利用されることが一般的であるため、ここでは、日本法準拠のCSAに沿って整理する。

デリバティブ取引では、通常、当事者に倒産等の事由が生じた場合に、当事者間のデリバティブ取引をすべて時価評価して清算し、1本の残額債権に置き換える¹⁹³。これにより、当事者は、相手方の債務不履行から生じるエクスポージャー（残額債権）をグロスベースではなくネットベースで管理することが可能となる。この場合にも、ネットベースのエクスポージャーは残ることから、これを担保するため、CSAが締結される¹⁹⁴。CSAでは、質権構成と消費寄託・消費貸借構成の2つの担保の差入方法が定められており、いずれかの構成を選択するかたちとなっている（消費寄託・消費貸借構成については下記ロ.参照）。

CSAにおける質権構成は、担保目的物に根質権を設定する方法により行われる¹⁹⁵。質権は、債権の担保として債務者または第三者より受け取った物を占有し、その物について他の債権者に優先して弁済を受けることができる担保物権である¹⁹⁶。債権者に担保目的物を引き渡すことが質権の効力発生要件とされており¹⁹⁷、ここでいう引渡しには占有改定は含まれない¹⁹⁸。この点は、後述する譲渡担保との重要な差異である。

具体的な質権設定の方法をみると、担保目的物が証券である場合には、債務者が保

192 現在、BCBS および IOSCO では、清算集中されないデリバティブ取引にかかる証拠金規制の見直しの議論が行われており、2013年2月に公表された第2次市中協議書では、証拠金を受け入れた担保権者倒産時に担保設定者の法的な保護が確保されることが要請されている（BCBS and IOSCO [2013] p. 18, key principle 5）。そうした国際的な議論との関係でも、担保設定者に取戻権を認めるかたちの新たな担保類型を検討する意義があると考えられる。後掲注 218 およびそれに対応する本文参照。

193 ISDA マスター契約では、このような内容の一括清算条項が規定されている（1992年 ISDA マスター契約 6 条、2002年 ISDA マスター契約 6 条）。

194 西村総合法律事務所 [2003] 612 頁 [伊藤]。

195 デリバティブ取引の担保契約により担保される債権は、将来発生し得る一括清算による残額債権であり、当該債権の金額は日々変動する。質権の場合、当該債権がゼロになると質権の付従性により消滅したものと解されるおそれがあるため、個別の債権の成立、存続、消滅について付従性を有さない根質権を設定する。西村総合法律事務所 [2003] 615 頁 [伊藤]。

196 民法 342 条。

197 民法 344 条。

198 民法 345 条が質権設定者を占有代理人とすることを禁じているためとされる。道垣内 [2008] 82 頁。

有する証券について振替申請を行い、債権者の口座の質権欄¹⁹⁹に増額記録することによって根質権を設定する²⁰⁰(同時に、債務者の口座の保有欄²⁰¹に減額記録する)。また、担保目的物が金銭である場合には、一般に金銭の占有と所有は一致するとの判例・通説の考え方から、占有の移転により所有権も移転することとなることから、金銭そのものに質権を設定することはできないとされている。このため、金銭を第三者に預金したうえで預金債権に根質権を設定する方法がとられる²⁰²。

質権者による担保目的物の利用・処分権についてみると、質権者は、質権を実行するまでの間、担保目的物に転質を設定することはできるが²⁰³、担保目的物を処分することはできない。

また、質権者が倒産した場合には、質権設定者は残額債務(被担保債務)の支払いを履行することにより、所有権(権利)に基づき担保目的物を取り戻すことができる²⁰⁴。この点が、特に、担保目的物の時価評価が被担保債権額に対して過大である場合や、質権者の倒産時に証券そのものの返還を受けたい場合等には、下記ロ.の相殺等(消費寄託・消費貸借構成)に比して優れているとされている²⁰⁵。他方、一括清算法との関係では、同法が認めるデリバティブ取引と担保取引の一括清算は、担保取引の法律構成が消費寄託または消費貸借の場合に限られることから²⁰⁶、質権構成による担保取引は同法の適用対象とならない。

ロ. 相殺等

上記イ.のほか、相殺等により担保的機能を確保する金融取引も多い。ここでは、金融取引において相殺等が利用される具体的な取引例として、デリバティブ取引の担保契約における消費寄託・消費貸借構成および現金担保付債券貸借取引(現担レポ取引)を取り上げて、その法的性格を整理する。デリバティブ取引の担保契約については、上記イ.と同様に、日本法準拠のCSAに沿って、また、現担レポ取引については、標準契約書である「債券貸借取引に関する基本契約書」に沿って整理する。

(デリバティブ取引の担保契約)

上記イ.のとおり、デリバティブ取引では、エクスポージャー(残額債権)を担保するためのCSAが締結され、そこでは、消費寄託・消費貸借構成を選択することもできる。消費寄託・消費貸借構成とは、担保目的物である証券または現金について、債務者から債権者に対して消費寄託契約または消費貸借契約に基づき寄託または貸

199 口座には、口座名義人が保有する証券を記録する保有欄と、口座名義人が質権者であるときに、質権の目的である証券を記録する質権欄がある。振替法 69 条 2 項(社債)、92 条 2 項(国債)、129 条 3 項(株式)。

200 振替申請による質権者の口座の質権欄への増額記録が質権の効力発生要件である。振替法 74 条(社債)、99 条(国債)、141 条(株式)。

201 前掲注 199 参照。

202 西村総合法律事務所 [2003] 615 頁 [伊藤]。

203 民法 348 条。

204 破産法 62 条、民事再生法 52 条、会社更生法 64 条。

205 西村総合法律事務所 [2003] 615 頁 [伊藤]。

206 金融機関等が行う特定金融取引の一括清算に関する法律施行規則 1 条 1 号。

付けを行い²⁰⁷、当事者に倒産等の一括清算事由が生じた場合には、残額債権と消費寄託または消費貸借契約に基づく返還債務とを相殺することにより残額債権を回収する方法である^{208, 209}。

債権者の利用・処分権についてみると、担保目的物の所有権（権利）が債務者から債権者に移転するため²¹⁰、債権者は担保目的物の返還時に同種・同等・同量の物または権利を確保できれば、それまでの間は自由に担保目的物を利用・処分できる。

また、債権者の倒産時には、残額債権と、同種・同等・同量の物または権利の返還債務を転化した金銭債務の相殺等により残額債権の回収を行う。この場合、担保目的物が証券であれ金銭であれ、担保目的物の所有権（権利）は債権者に移転しているため、債務者に取戻権は認められず、相殺等により被担保債権が消滅した後に債務者が債権者に対して残額債権を有する場合、当該債権は一般債権として扱われる²¹¹。

（現金担保付債券貸借取引〈現担レポ取引〉）

現担レポ取引の法律構成は、現金を担保とする債券の消費貸借である²¹²。債券の借り手は、取引期間の終了日に同種、同量の債券を返済すればよく²¹³、担保金差入れの法的性格は、消費寄託または消費貸借とされる²¹⁴。

当事者が倒産した場合には、当事者の意思にかかわらず自動的に貸借債券の返還債務と現金担保の返還債務の一括清算を行う。すなわち、解除された個別契約にか

207 現金の場合は消費寄託、振替証券の場合は消費貸借が多いとされる。西村総合法律事務所 [2003] 616 頁〔伊藤〕。

208 2008 年作成の日本法準拠の CSA では、一括清算法の適用を踏まえ、デリバティブ取引の解約清算金支払債務と担保目的物引渡債務を転化した金銭債務の自動相殺にかかる規定が追加されている。2008 ISDA CSA 8 条(a)(iii)。植木 [2010] 152~154 頁参照。

209 相殺適状が生じている場合、相殺禁止に該当しない限り、債権者は倒産手続外で相殺権を行使することができる（破産法 67 条、民事再生法 92 条 1 項、会社更生法 48 条 1 項）。証券を消費寄託契約、消費貸借契約、再売買契約等により差し入れる場合は、予め当該証券の返還について同種・同等・同量の証券またはこれと等価の金銭のどちらかを選択して返還することができる選択債権（民法 407 条）とする旨を規定しておき、当事者の倒産事由等が生じた場合には、金銭の返還債権（返還債務）を選択したうえで、金銭の残額債権と相殺する。判例上はこのような契約条項の有効性は直接確認されていないが、解釈上は倒産手続との関係でも有効性が認められると考えられている。坂本 [1995] 143~148 頁、西村総合法律事務所 [2003] 616~618 頁〔伊藤〕。

また、一括清算法の適用要件が充たされる場合には、一括清算事由が生じると、基本契約書に基づいて行われているすべての特定金融取引についてその時における当該取引のそれぞれにつき算出した評価額を合算して得られる純合計額が、当該当事者間における 1 つの債権または債務となる（一括清算法 3 条）。

210 消費寄託では、原則として消費貸借に関する規定がすべて準用される（民法 666 条 1 項による同法 587 条準用）。この点、消費貸借では、借主は目的物を消費（処分）する権能を有するものとされることから、消費貸借の成立には、目的物の占有移転のみならず、所有権が移転することを要する（我妻ほか [2010] 1090 頁）。

211 西村総合法律事務所 [2003] 618 頁〔伊藤〕。

212 債券を担保とする金銭貸借ではなく、現金を担保とする債券貸借とされたのは、債券の融通を受けた者は受領した債券を処分する必要性を有するためとされる。大槻ほか [1996] 17 頁〔玄発言〕。

213 債券貸借取引に関する基本契約書 1 条 1 項。

214 大槻ほか [1996] 18 頁〔玄発言〕、本多 [2006] 349 頁。なお、担保金は貸出者の同意を得て、有価証券等をもって代用することができる（債券貸借取引に関する基本契約書 5 条 2 項）。この場合の代用有価証券の法的性格は、担保権の設定とされ（同 5 条 3、5 項）、消費貸借構成はとられていない。

かる債権・債務を時価に基づいて金銭債権・債務とし、差引計算により1の債権または債務とする²¹⁵。一括清算により被担保債権が消滅した後に債務者が債権者に対して残額債権を有する場合、当該債権は一般債権として扱われる。

(まとめ)

以上のとおり、消費寄託または消費貸借と相殺等の組合せにより担保的機能を確保する場合は、債券や金銭を債権者は利用・処分できることとなるが、債権者倒産時には、債務者が相殺等の後に有する残額債権は一般債権になる²¹⁶。

したがって、実務上、被担保債権額に対して担保が過剰とならないように、取引当事者は、担保の受払の頻度を高める等の適切な担保管理を行うことが重要となる²¹⁷。この点、デリバティブ取引については、金融危機後の国際会議等の場では、清算機関への取引集中を進めることにより、残額債権そのものの額を抑え、それに見合った証拠金を差し入れる等の手当てを講じることにより効率的なカウンターパーティ・リスク管理を行うことも提案されている²¹⁸。

八. 譲渡担保——現行実務上の譲渡担保

上記イ. 質権およびロ. 相殺等のほか、銀行等の担保融資、事業会社間の取引における信用補完、各種取引所取引等における制度信用等において、株式等の証券を担保目的物とする譲渡担保が利用されている²¹⁹。

譲渡担保とは、担保の目的たる権利を担保設定者が担保権者に移転し、債務が弁済されると当該権利が担保設定者に復帰するが、債務不履行が生ずると当該権利が確定的に担保権者に帰属する形式をとる担保である²²⁰。その特徴は、①特に動産については担保目的物の占有を担保権者に移転する必要がなく譲渡の合意だけで設定が可能であること²²¹、②多種多様な物や権利を担保の目的とできること、③担保権の私的実行が可能であること等とされる²²²。

証券に譲渡担保権を設定する場合は、上記①にかかわらず、譲渡担保設定者の口座の保有欄から譲渡担保権者の口座の保有欄への振替により設定される²²³。したがっ

215 債券貸借取引に関する基本契約書 11 条、大概ほか [1996] 20 頁 [女発言]。

216 前掲注 188 参照。

217 仲田ほか [2011] 2 頁。

218 2009 年 9 月のビッツバーグサミット首脳声明では、遅くとも 2012 年末までに、標準化されたすべての店頭デリバティブ契約について、適当な場合には、取引所または電子取引基盤を通じて取引され、中央清算機関を通じて決済されるべきであるとされ、わが国でも平成 22 年金商法改正において、店頭デリバティブ取引等に関する清算機関の利用が義務付けられた。また、清算集中されない店頭デリバティブ取引についても証拠金規制の導入が検討されている (BCBS and IOSCO [2013]、前掲注 192 参照)。

219 神田 [2008] 193 頁。

220 高木 [2005] 329 頁。

221 もっとも、担保目的物の占有を債務者にとどめておくことは、必ずしも譲渡担保設定の要件ではない (我妻ほか [2010] 671 頁)。また、動産の譲渡担保権にかかる対抗要件具備の方法として占有改定 (民法 183 条) 等の方法により担保目的物の占有を譲渡担保権者に移転させる必要があることは別論である。

222 道垣内 [2008] 303~304 頁。

223 振替法 73 条(社債)、98 条(国債)、140 条(株式)。

て、一般の譲渡担保と異なり、譲渡担保設定者は担保目的物の占有を継続して担保目的物を利用・処分することはできない。また、実務上、譲渡担保権者も、担保目的物の利用・処分を行わない²²⁴。したがって、現行実務上の証券の譲渡担保は、質権と大きな差異がないものと考えられている^{225, 226}。

現行実務上の証券の譲渡担保において、譲渡担保権者が倒産した場合に、譲渡担保設定者に取戻権は認められるか。

現行実務上の証券の譲渡担保では、譲渡担保の設定された証券は譲渡担保権者の口座の保有欄に記録されるため、譲渡担保の設定された証券の特定性が認められるかが問題となる。まず、譲渡担保権者が専用口座（譲渡担保として受け入れた証券のみを保管する口座）を開設し、その中で譲渡担保権の設定された証券を保有する場合には、特定性は認められると考えられる²²⁷。これに対し、譲渡担保権者の一般口座（一般財産に属すべき証券も保有される口座）の中で譲渡担保権の設定された証券を保有する場合には、当該口座のうち何億円分が譲渡担保の担保目的物であるというかたちで特定性が認められるかが問題となる。この点、集合動産譲渡担保に関して、倉庫内のうち何トン分というかたちでは特定性を欠くとされた判例があるほか²²⁸、証券の譲渡担保に関して、譲渡担保権者の口座の保有欄に記録された証券について、当該口座の名義人である譲渡担保権者以外の者への帰属を否定的に捉える見解もある²²⁹。

しかし、株式の譲渡担保に関しては、譲渡担保権者が、口座管理機関に対して、譲渡担保の目的物である株式について、担保設定者を株主として総株主通知をすることを求める旨の申出（振替法 151 条 2 項）を行っていれば²³⁰、担保設定者は譲渡担保であることを証明でき、被担保債務を弁済して取戻権を行使できるとされる²³¹。株式以外の証券についても、現行実務上、譲渡担保設定者は担保目的物を利用・処分できず、質権と大きな差異がないものと考えられていることにかんがみれば、株式の譲渡担保にかかる「担保設定者を株主として総株主通知をすることを求める旨の申出」に代えて、他の何らかの手段——例えば、譲渡担保であることを証明できる

224 株式電子化の際の議論においても、譲渡担保に関して、譲渡担保権者の口座における保有欄に記録された証券を譲渡担保権者が処分することを防ぐシステムとはなっていないが、当事者間では債務不履行があれば譲渡担保権者が処分または取得することができる旨を約しており、それまでの間に処分を行えば譲渡担保契約の義務違反となることが前提とされている。天野ほか [2004] 40～41 頁 [始関発言、神田発言]。

225 神田 [2008] 194 頁。

226 証券について質権ではなく譲渡担保権を設定する理由は、私的実行（任意売却や所有権取得）が認められることのほか、国税徴収法上の取扱いが有利であること（質権の場合、法定納期限後の質権設定債権は租税債権に劣後するが（国税徴収法 15 条）、譲渡担保の場合、譲渡担保権設定債権は、租税債権が他の財産からの徴収によっても徴収すべき額に不足する場合に限り当該租税債権に劣後する（同法 24 条））が挙げられる。天野ほか [2004] 34, 38 頁 [天野発言]、神田 [2008] 195 頁。

227 天野ほか [2004] 39～40 頁においても、2つの口座を保有することや、口座の下にサブ口座を保有することにより真正譲渡分と譲渡担保分を区分する例が議論されている。

228 最判昭和 54 年 2 月 15 日民集 33 卷 1 号 51 頁。

229 坂本 [1995] 155 頁、加藤ほか [1998] 20～21 頁 [道垣内（弘人）発言]。

230 高橋・尾崎 [2006] 342 頁は、株式を譲渡担保に供した場合等において、譲渡担保権者ではなく譲渡担保設定者を株主として権利行使させることができるようにこの制度がとられると説明する。

231 天野ほか [2004] 40～41 頁 [始関発言]。

内部の帳簿等——により譲渡担保として保有する証券の特定性が認められれば²³²、担保設定者に取戻権を認めるべきであると考えられる。

(3) 新たな類型の担保取引の可能性

以上で整理した現行実務上利用されている担保では、質権については、担保設定者に取戻権が認められるが、担保権者による担保目的物の利用・処分権が認められない。他方、相殺等については、担保権者による担保目的物の利用・処分権は認められるが、担保権者倒産時に被担保債務を弁済しても担保設定者に取戻権が認められない。また、証券の譲渡担保については、質権と大きな差異がないものと考えられている。

こうしたなか、諸外国では、担保設定者に一定の範囲で証券の利用・処分権を認める法制や、担保権者の担保目的物の利用・処分権を認めながら、当該権利が行使されていない間、または当該権利が行使された後、担保目的物が事後的に返還された場合には、被担保債務を弁済すれば担保設定者に返還が認められる法制がある²³³。また、プライム・ブローカーと顧客の間の質権設定型の担保契約（米国では *pledge*、英国では *security interest*）には、プライム・ブローカーが顧客のために保有する証券をいつでも顧客の口座から自己の口座に移転する権限を有することを約する旨を規定するものがある²³⁴。この場合、英米いずれの法制のもとでも、実際に利用されていない場合は顧客に所有権（権利）が残ることになるとされる²³⁵。

わが国では、リーマン・ブラザーズ証券株式会社の破綻に際し、同社のデリバティブ取引の相手方が担保として差し入れていた証券の取戻権の有無が問題となった²³⁶。当事者間の担保契約は消費貸借構成であり、担保権者に利用・処分権が認められていたため、担保設定者に証券の取戻権は認められなかったが、担保権者の証券口座には差し入れた担保と同一銘柄の証券につき、担保相当額の証券残高が常に維持されていたことにかんがみれば、上記の海外法制やプライム・ブローカレッジ契約のもとでは担保設定者に優先的な返還が認められた可能性がある。

こうした問題意識のもと、以下では、証券や金銭を担保目的物とする新たな担保

232 前掲注 76 およびそれに対応する本文参照。

233 英国では、投資会社が顧客の債務を担保する目的で保有する顧客財産について、投資会社が利用・処分権（*right of use*）を有する場合、利用・処分権が行使された時点で顧客の保護が失われる一方、利用・処分権が行使されていない場合、または事後的に顧客の口座に財産が返還された場合には保護が及ぶ。CASS 3.1.7G, IOSCO [2011] Appendix B, United Kingdom, p. 9. こうした法的構成が採用されているのは、信託の考え方に基づくものではないかと考えられる（担保取引における信託の利用については後述）。

また、米国では、担保権者に担保目的物の利用・処分権を認めた場合にも、実際に担保目的物が利用・処分されていない場合や、担保権者が担保目的物の利用・処分によりその代替物（*proceeds*）を取得した場合には、それらの返還が認められる場合がある。

234 プライム・ブローカレッジ契約の内容については、Yates and Montagu [2009] p. 44, para. 4.20 参照。もっとも、プライム・ブローカレッジ契約の内容は複雑であり、取引ごとに異なるとされる。

235 Keijser [2003] pp. 49–50.

236 前掲注 188 およびそれに対応する本文参照。

取引の類型を検討する。そこでは、担保権者による担保目的物の利用・処分権を認めるという上記の問題意識に限らず、ペーパーレス証券を担保目的物とする場合の担保取引の法的構成について、担保設定者による担保目的物の利用・処分権を認める譲渡担保（下記イ.）、担保権者による担保目的物の利用・処分権を認める譲渡担保（下記ロ.）、信託を利用して担保設定者または担保権者に利用・処分権を認める担保（下記ハ.）を検討する。その際には、担保権者倒産時に被担保債務を弁済すれば担保設定者に取戻権が認められるかという点を中心に検討する。

イ. 担保設定者に利用・処分権を認める譲渡担保²³⁷——証券口座担保の立法

担保設定者に一定の範囲で利用・処分権を認める担保としては、集合動産譲渡担保が挙げられる。そこで、まず、集合動産譲渡担保における担保目的物の利用・処分権、および担保設定者の被担保債務弁済後の取戻権について整理し、次に、担保目的物が証券である場合について検討する。

集合動産譲渡担保における担保目的物となる集合物の範囲については特定性が必要とされるものの²³⁸、その占有を担保権者に移転する必要がないため、担保設定者に一定の範囲で担保目的物の利用・処分権を認めることができる。判例も、「譲渡担保設定者には、その通常の営業の範囲内で、譲渡担保の目的を構成する動産を処分する権限が付与されており、この権限内で処分の相手方は、当該動産について、譲渡担保の拘束を受けることなく確定的に所有権を取得することができる」とする²³⁹。

また、集合動産譲渡担保における担保設定者の被担保債務弁済後の取戻権に関連して、判例は、譲渡担保権者の債権者による担保目的物の差押えの事例ではあるが、傍論において、譲渡担保権者の債権者による担保目的物の差押え後に、譲渡担保設定者が被担保債務を弁済し、譲渡担保権者から担保目的物を受け戻す場合には、対抗要件を具備しなくても譲渡担保権者の債権者に権利を主張できると判示している²⁴⁰。これを踏まえると、譲渡担保設定者が譲渡担保権者の倒産後に被担保債務を弁済した場合には、譲渡担保設定者は対抗要件を具備しなくても取戻権を行使

237 担保設定者に利用・処分権を認める担保として、判例上、譲渡担保が認められていることは上記(2)ハ.で述べたとおりであるが、証券の譲渡担保については、振替法上の制約から、譲渡担保であっても担保設定者に利用・処分権は認められないため、証券については、担保設定者に利用・処分権を認める譲渡担保は新たな類型の担保取引である。

238 前掲注 176、177 参照。

239 最判平成 18 年 7 月 20 日民集 60 卷 6 号 2499 頁。

240 最判平成 18 年 10 月 20 日民集 60 卷 8 号 3098 頁。本判決では、不動産を目的とする譲渡担保に関し、傍論において、被担保債権の弁済期前に譲渡担保権者の債権者が目的不動産を差し押えた場合に、少なくとも、譲渡担保設定者が弁済期までに債務の全額を弁済して目的不動産を受け戻せば、譲渡担保設定者は第三者異議の訴えにより強制執行の不許を求めることができると解するのが相当であると判示された。

できると考えられる^{241、242、243}。

上記集合動産譲渡担保における担保目的物は集合動産であるが、担保目的物を集合証券（証券の種類が入れ替わる証券群）として構成することはできるであろうか。この点、わが国の現行法上、証券に譲渡担保権を設定し、対抗要件を具備するためには、前述のとおり、譲渡担保設定者の口座の保有欄から譲渡担保権者の保有欄への振替を行う必要があり、上記集合動産譲渡担保の場合と異なり、譲渡担保設定者は担保目的物の占有を続けたうえで、一定の範囲で利用・処分することはできない。そこで、米国における制度を参考に、証券口座を担保目的物として担保権の設定および対抗要件の具備方法等を整備することにより、このような新たな担保類型を実現できないかを考える。

米国では、証券口座（securities account）に担保権を設定することにより、証券口座に記録されている個々の証券（securities entitlement）に担保権を設定することができる²⁴⁴。証券口座に担保権を設定するためには、担保契約（security agreement）の締結に加え、担保権者がコントロール（control）を取得することが必要であり²⁴⁵、当該コントロールの取得により、担保権者は担保権の対抗要件（perfection）を具備することができる²⁴⁶。

証券口座に対するコントロールは、口座管理機関、担保権者および担保設定者の三者間の合意により、口座管理機関が担保設定者の更なる同意なしに担保権者の指示に従うことができる旨を約することにより取得できる^{247、248}。三者間の合意により

241 高田 [2011] 380～381 頁。なお、譲渡担保設定者が担保目的物を取り戻すには、弁済期の前後を問わず、設定者が動産の占有や不動産の移転請求権保全の仮登記等の対抗要件を具備する必要があるとする見解も有力である。伊藤 [2009] 351 頁脚注 57。

242 旧破産法 88 条は、譲渡担保権者が破産した場合に、譲渡担保設定者は譲渡担保の目的であることを理由に担保目的物を取り戻すことができないと規定していたが、破産後でも弁済すれば取り戻せるのは当然であると解釈されており、旧破産法 88 条の適用範囲は、実質的には弁済しなかった場合に限定されていたことから、同規定は不要であるとして削除された。

243 譲渡担保設定者が被担保債務を弁済せず弁済期が到来して譲渡担保権が実行された場合、判例は、譲渡担保の担保目的性を重視して、担保目的物の評価額が被担保債権額を上回る額について譲渡担保権者の清算義務を認めている（大判昭和 8 年 4 月 26 日民集 12 卷 767 号を嚆矢として、最判昭和 46 年 3 月 25 日民集 25 卷 2 号 208 頁等）。この点、譲渡担保権者の倒産後に、管財人が譲渡担保権の実行により担保目的物の売却金等を受領した場合には、倒産後の受取金の不当利得返還請求権を財団債権（破産法 148 条 1 項 4 号または 5 号）として全額取り戻せると考えられる。伊藤 [2009] 351 頁。これに対し、譲渡担保権者の倒産前に、譲渡担保権の実行により担保目的物の売却金等を受領した場合には、清算金請求権が破産債権になるのみと考えられる。

244 U.C.C. §9-203 (h).

245 U.C.C. §9-203 (a, b).

246 U.C.C. §9-314 (a). コントロールの概念は、現在の証券保有実務を前提とした場合に、コモンロー上の「占有（possession）」概念を用いることにより生じ得る不確実性や混乱を排除することを目的として、1994 年の UCC 改正により導入された。証券口座を含む投資財産に対する担保権の対抗要件は、登録（filing）またはコントロールによって具備することができる（U.C.C. §9-312 (a)）が、登録により対抗要件を具備した担保権はコントロールにより対抗要件を具備した担保権に劣後する（U.C.C. §9-328 (1)）。

247 U.C.C. §9-106 (a, c), 8-106 (d) (2). なお、コントロールは、担保権者が担保設定者の証券上の権利を譲り受けることによっても取得できる。なお、証券口座を開設する口座管理機関が担保権者である場合には、当該口座管理機関は（特段の行為なく）当該口座に対してコントロールを取得するが（U.C.C. §8-106 (c)）、ここでは、口座管理機関が担保権者ではない場合を前提に整理する。

248 「担保設定者の更なる同意なしに担保権者の指示に従うこと」の合意をもって、担保権者が担保権実行前

コントロールを取得できるため、種類の異なる証券にかかる複数の証券口座であっても、同一の口座管理機関が開設する証券口座である限りは、複数の証券口座について三者間で包括的に合意することにより、担保権の設定および対抗要件の具備を行うことができると考えられる^{249,250}。

担保目的物の利用・処分権をみると、三者間の合意により、担保設定者が担保目的物の入替え (substitutions) や処分 (disposition) の指示を行う権利を与えることも可能である²⁵¹。担保設定者にこのような権利を認める場合には、担保目的物の価値を維持するために、契約上、担保設定者が証券口座の証券を第三者に無償譲渡すること²⁵²を禁止すること、担保設定者が倒産した場合には口座管理機関が担保権者の指示にのみ従うこと等の制限を設けることが多い。

証券口座に担保権が設定された場合についても、証券口座以外の担保目的物に担保権が設定された場合と同様に、担保設定者は被担保債務を弁済すれば、担保目的物である証券口座について取戻権 (right to redeem collateral) を有することとなる²⁵³。

わが国においても、米国の立法例を参考に証券口座にかかる担保設定を可能とする立法対応を行えば、担保目的物が証券群または証券口座である場合にも、担保設定者に一定の範囲で利用・処分権を認める譲渡担保を実現し得ると考えられる。このような証券口座にかかる柔軟な担保設定を認めながら、担保設定者が被担保債務弁済後は取戻権を有することは、取引当事者が選択し得る担保取引の類型を広げることに資すると考えられる²⁵⁴。

ロ. 担保権者に利用・処分権を認める譲渡担保——「種類物の譲渡担保」

(イ) 担保権者に完全な利用・処分権を認める「種類物の譲渡担保」

上記(2)ハ.の現行実務上の譲渡担保に対して、種類物の完全な所有権 (権利) が債務者から債権者に移転するという特徴に着目して、種類物を担保目的物とした新

に担保目的物を利用・処分するための指示ができるか否かは明らかではないが、法令上、担保権者が担保権実行前に行使できる権利として、当該担保目的物にさらに担保権を設定する権利 (repledges) のみが定められていること (U.C.C. §9-207 (c) (3), Official Comment 5) 等に照らし、担保権実行前は担保権者に利用・処分権は認められないものと考えられる。

249 Darmstadter, Rocks, and Weise [2003] で示された三者間の合意のモデル (model account control agreement) では、1条で当該合意の対象となる証券口座が列挙されている。この点、わが国の振替法のもとでは、担保権の設定および対抗要件の具備を三者間の合意により行うことは認められておらず、担保目的物となる証券を担保設定者の口座から担保権者の口座に振り替える必要があるため、包括的に担保権の設定および対抗要件の具備を行うことは難しい。

250 実務上は、証券口座と同様に、コントロールにより担保権の設定および対抗要件を具備することができる預金口座についてもあわせて三者間の合意によってコントロールを取得することが多い。

251 U.C.C. §8-106 (f), Official Comment 7.

252 対価がある場合は対価物 (proceeds) に対して担保権が設定される (U.C.C. §9-207 (c) (1)) ため問題ないと考えられる。

253 U.C.C. §9-623.

254 証券取引法研究会 [2007] 27頁 [神田報告] は、わが国においても、証券口座を対象とする担保権設定を認めてしかるべきではないかと問題提起する。

たな類型の譲渡担保を提唱する見解がある²⁵⁵。この見解は、種類物を担保の目的とした譲渡担保は、「債務者が弁済期に債務の弁済をすれば、担保設定時に債務者から債権者に引き渡す物と同種・同等・同量の物を債務者に返還するが、債務の弁済をしないときは、債権者から債務者に、担保設定時に債務者から債権者に引き渡された物、または、それと同種・同等・同量の物を返還せず、そのことにより債務の弁済とする」旨の合意によって成立すると解すべきとする²⁵⁶。

この場合、債務者による被担保債務弁済後は担保目的物と同種・同等・同量の物を債務者に返還する旨を当事者間で合意しているため、担保目的物そのものについては、たとえ弁済期前であっても、債権者がそれを処分する権能を有していると解することができ、この点が、種類物を譲渡担保の目的とすることにより導かれる最大の特徴であるとされる。

債権者倒産時の債務者の処遇については、同見解では明らかにされていない。しかし、同見解では、平時に債務者が被担保債務の弁済後に有するのは、担保目的物と同種・同等・同量の物の返還請求権であり、当該請求権は種類債権であることから²⁵⁷、平時の実体法上の権利を踏まえると、債権者倒産時に債務者が有する権利は一般債権になると考えられる。

したがって、「種類物の譲渡担保」では、担保権者による担保目的物の利用・処分権は認められるものの、担保権者倒産時には被担保債務を弁済しても担保設定者に取戻権を認めることはできないと考えられる。

この場合、上記(2)ロ.で検討した相殺等との差異が問題となる。いずれの場合も取戻権は認められないという点では差異はないと考えられるが、以下では、それ以外の点において、相殺等との差異がないかを検討する。

この点、上記見解は、敷金契約を、種類物を目的とした譲渡担保と捉えている²⁵⁸ことから、敷金ないし敷金契約の法的性質に関する議論が参考になると思われる。

敷金とは、賃貸借契約に基づき賃貸人が取得することとなるべき一切の債権を担保することを目的に賃借人が賃貸人に交付する金銭である。敷金契約の法的性質について、判例・通説は、賃貸人に対する賃借人の債務を担保する目的で敷金という金銭の所有権を賃貸人に移転するが、賃貸借の目的物の返還時に賃借人に債務がないことを条件として、または敷金を債務に充当した残額について賃借人に対する敷金返還請求権が生ずるものとする²⁵⁹。

かかる判例・通説の考え方を踏まえ、この敷金契約を、「金銭の譲渡担保」として

255 山田 [2002]。

256 山田 [2002] 222 頁。

257 山田 [2002] 223～225 頁。

258 山田 [2002] 214 頁は、担保目的物が特定の物ではなく、担保目的物の権利が債務者から債権者に移転し、債権者が担保目的物を処分できるという特徴を有する点においては、敷金もこの類型の種類物の譲渡担保に類似するものとする。

259 大判大正 15 年 7 月 12 日民集 5 卷 616 頁、最判昭和 48 年 2 月 2 日民集 27 卷 1 号 80 頁、最判平成 11 年 1 月 21 日民集 53 卷 1 号 1 頁、最判平成 14 年 3 月 28 日民集 56 卷 3 号 689 頁等。これは、停止条件付き返還債務を伴う金銭の所有権移転説と称される法律構成である。詳細については、森田 [2011] 103～104 頁参照。

法的に構成する見解がある²⁶⁰。同見解は、「金銭の譲渡担保」は譲渡担保の一般法理を金銭に適用したにすぎないが、担保目的物が金銭であることに伴い、敷金交付後の金銭の特定性の喪失²⁶¹、譲渡担保権の実行方法（差引計算による当然充当²⁶²）という点において特殊性があるとする。

敷金交付後の金銭の特定性の喪失により、譲渡担保権者は被担保債務の弁済により譲渡担保権が消滅した場合には交付を受けた敷金と同額の金銭を返還することになるため、譲渡担保権者は、交付を受けた金銭を処分することも可能と考えられる²⁶³。

また、賃料債権等への敷金の当然充当の法理により、賃貸人は、敷金返還請求権の発生に先行する賃料債権に対する差押え、譲渡、担保権の設定や物上代位権の行使による差押えに対しても、当然充当の効果を対抗することが認められる。この点、相殺等では、民法 511 条により、敷金返還請求権の発生に先行する賃料債権に対する差押え等について、敷金返還請求権を受働債権とする相殺等をもって対抗できない²⁶⁴。

上記の敷金契約を参考にすると、種類物の譲渡担保については、種類物交付後の特定性の喪失に伴い譲渡担保権者が担保目的物の利用・処分権を有するもの、そして、担保として差し入れた種類物を金銭換価したうえで被担保債務に当然充当することを第三者に対抗可能とするものと構成することができると考えられる。これは、当然充当がなされる点で相殺等と異なる。

以上、敷金契約との比較を踏まえつつまとめると、担保権者に完全な利用・処分権を認める種類物の譲渡担保については、相殺等と同様に、担保設定者に取戻権は認められない。もっとも、上記のような相殺等とは異なる面を有する敷金の判例法

260 森田 [2011] 104 頁、平野 [2007] 503 頁等。この見解は、敷金契約における担保目的での所有権移転の意義を金銭の信託的所有権譲渡ないし信託行為と説明する通説（我妻 [1969] 127 頁等）から導くことができる（森田 [2011] 104 頁）。

261 もっとも、担保権設定の有効要件である債務者の他の財産との識別可能性が失われるわけではないため、譲渡担保権の有効性には影響しないとされる。森田 [2011] 105～106 頁。

262 敷金の実行方法に関して、賃貸借契約の継続中においても敷金が担保であることから賃貸人の意思表示によって賃借人の延滞債務に敷金を充当することができること、賃貸借契約の終了後、目的物の返還時には敷金は差引計算の方法により賃借人の一切の債務に当然に充当され、この場合に賃貸人の意思表示を要しないことをいう。

263 この点、賃借人の保護を図る観点から、信託的所有権移転構成による解釈論として、敷金はいわば譲渡担保として信託的に預託されたものであり、他の物件の場合と異なる保管が許されるわけではなく、それが金銭であるからといって、賃貸人が全く自由に消費でき、明渡し時にその金額を返還しさえすればよいという権利義務関係であると考えすることは適当ではなく、分別管理義務があると考えべきであるとする見解もある。安永 [2003] 40 頁。また、立法論として、ドイツ法を参考にして、敷金を賃貸人の一般財産から分離する特別措置を講ずるべきであるとする提案もなされている。鳥谷部 [1996] 55～56 頁参照。

264 また、賃貸人の倒産手続においても、賃借人の敷金返還請求権について清算型手続と再建型手続においてのおの保護が図られている。すなわち、清算型手続である破産手続においては、敷金返還請求権の発生という解除条件付きの弁済を認めただうえで、解除条件の成就時にはこれを失効させて取り戻すことを可能とする破産財団に対する暫定的な弁済手続を用意している。また、再建型手続においては、賃借人の敷金返還請求権は再生債権・更生債権とされるが、賃借人が賃料債務を弁済期に弁済したときは、手続開始時における賃料の 6 ヶ月分に相当する額の範囲内におけるその弁済額を限度として、発生した敷金返還請求権を共益債権として行使することを認めている（民事再生法 92 条 3 項、会社更生法 48 条 3 項）。

理（当然充当の法理）を「金銭の譲渡担保」として一般化し²⁶⁵、さらにそれを「種類物の譲渡担保」として拡張することができれば、担保の目的で金銭や種類物が交付される金融取引——例えば、これまで相殺等が利用されていたデリバティブ取引の担保やレポ取引等——にも一定程度参考になると考えられる。

（ロ）担保権者に一定範囲での利用・処分権を認める「種類物の譲渡担保」

上記（イ）の「種類物の譲渡担保」では、弁済期に担保目的物と同種・同等・同量の物が確保できれば、担保権者は、弁済期前に自由に担保目的物を利用・処分でき、担保目的物がゼロになることも許容されると解される。

しかし、譲渡担保と構成した場合に、担保権者が被担保債権の範囲を超えて担保目的物を利用・処分することができると思えることは妥当であろうか。

そもそも、譲渡担保権とは、担保権者が一定の財産についてそこから優先的に自己の債権を回収できる権利であり、担保設定者は被担保債務を弁済すれば担保目的物について所有権に基づく返還請求権を有するものである。こうした譲渡担保の枠組みの中で、「種類物の譲渡担保」を法的に構成するとすれば、種類物の性質上、担保として差し入れた担保目的物そのものを返還する必要はないことから、その限度で担保権者に担保目的物の利用・処分権を認めることができ、さらに、当該権利が行使されていない場合や、当該権利が行使され担保目的物が利用・処分されても、被担保債務が弁済された時点で同種・同等・同量の物を保有している場合には、それにより特定性が維持されていると捉え、規律のあり方としては担保設定者に取戻権を認める余地があるか²⁶⁶。

この場合、担保権者に認める利用・処分権の範囲が問題となるが、最も制限的に利用・処分権を認める方法としては、担保権者に弁済期前においても常に担保目的物と同種・同等・同量の物を維持する義務を課すことが考えられる。このほか、担保設定者が被担保債務を弁済した時点で同種・同等・同量の物がゼロとなっている結果、担保設定者が一切取り戻せなくなるリスクを回避するために、担保権者に対して一定の範囲で担保価値を維持する義務を課す方法も考えられる。

このような譲渡担保の法的規律が明らかとなれば、わが国においても、(3)の冒頭で述べた海外の法制やプライム・ブローカレッジ契約のような取引を実現する可能性もあるのではないかと考えられる²⁶⁷。

265 道垣内〔2003b〕66頁は、担保の目的で現金が交付される取引（例えば、有価証券の貸借取引）等における現金担保の取扱いにも、敷金についての判例法理が参考になると指摘する。

266 山田〔1998〕22頁参照。

267 現行法下でも、当事者間の契約上のアレンジメントによりこうした取引を実現する余地はあると考えられる。具体的には、担保権者の担保目的物の利用・処分権が行使されていない間の取戻権については、停止条件付きの質権設定契約および予約型の消費貸借契約を締結し、そこで、質権者が利用・処分権を行使した時点で停止条件の成就および予約完結権の行使があることにより、または、担保権者の担保目的物の利用・処分権がいったん行使されたが、同種・同等・同量の目的物が收受・保管されている間の取戻権については、停止条件付きの消費貸借契約および予約型の質権設定契約を締結し、そこで担保権者が担保目的物と同種・同等・同量の物を收受した時点で停止条件の成就および予約完結権の行使があ

ハ. 担保設定者または担保権者に利用・処分権を認める担保としての信託

担保設定者または担保権者が一定の範囲で担保目的物を利用・処分でき、担保設定者が被担保債務弁済後は取戻権を有する担保は、信託を利用することによっても実現できると考えられる。この場合、同種・同等・同量の証券から構成される証券群のみならず、異なる種類の証券から構成される証券群を担保目的物とする担保も実現できる。例えば、証券会社が取引相手方に債権を有する場合に、当該債権を担保する目的で信託を設定することが考えられる。具体的には、信託契約において、①債務者を委託者、第三者である信託銀行等または債権者である証券会社を受託者として、債務者の保有する証券群に信託を設定する、②受益権は第1受益権と第2受益権から構成され、債務者が第1受益権を、債権者が第2受益権を取得する、③通常、第1受益権者（＝債務者）に信託財産にかかる配当が行われるが、債務者の倒産等の一定の事由の発生により、第2受益権者（＝債権者）に配当および元本交付が行われる、④信託財産が第2受益権者に配当、交付された限度で債務は消滅するという内容を約することが考えられる²⁶⁸。

このような信託契約において、担保価値を維持する限り（例えば、信託財産の評価額を一定の範囲に維持している限り）、委託者（＝債務者）または第2受益権者（＝債権者）の指示に基づき信託財産の内容の入替え（例えば、株式の銘柄の入替え等）を認めることができると考えられる^{269, 270}。

もっとも、信託を設定する場合には、振替法のもとでは、担保権者名義の口座における保有欄に信託である旨を記録する必要があることに加え、受託者を第三者である信託銀行等とする場合は信託業務を行い得る受託者の関与を必要とし、また受託者を担保権者たる証券会社とする場合には信託業法の免許取得等を必要とするため²⁷¹、実務上のハードルがあると考えられる。

るとすることにより、実現できると考えられる。しかし、これを第三者に対抗できるものとして法的に構成できるかという問題は残る。

268 担保目的の信託については、道垣内 [2007] 26 頁以下、金融法委員会 [2001] 22 頁参照。

269 信託法上、指図者の負う義務内容に関する規定はないため、信託契約に定めがない場合は、信託目的に照らして解釈される。指図権が受益者の利益を目的に付与される場合は、信託の受託者に準じた善管注意義務・忠実義務を負うと解される（信託法 29 条 2 項本文、30 条の準用または類推適用）。なお、信託財産の運用等の指図を業として営む指図権者については、信託業法上、忠実義務および行為準則が規定されている（信託業法 65、66 条）。須田 [2009] 22～23 頁参照。

270 類似の担保目的の信託として、金商法上の顧客分別金信託がある（前掲注 99 および対応する本文参照）。これは、証券会社が証券業を廃止した場合等に顧客に返還すべき金銭を信託財産として管理・運用することにより、証券会社が倒産した場合でも、証券会社の顧客に対する信託財産からの払戻しを可能とすることを目的とする信託である。具体的には、証券会社（＝債務者）を委託者、信託銀行等信託業務を営む金融機関を受託者、証券会社の証券業に係る顧客（＝債権者）を元本受益者とする信託である（金商業府令 141 条 1 項 1 号）。

顧客分別金信託では、信託設定時に信託財産として金銭または特定の証券を差し入れた後、信託財産に属する金銭については運用することが認められており（金商業府令 141 条 1、5 号、平成 19 年金融庁告示 58 号）、その運用方法として、国債、地方債、政府保証債、金融債、担保付社債、金融機関への預金、コール資金の貸付け、受託者に対する銀行勘定貸等が規定されている（金商業府令 141 条 1 項 4 号、平成 19 年金融庁告示 57 号）。信託財産の運用については、委託者である証券会社が運用裁量権を有しており、受託者に対して特定運用指図を行う（証券取引法研究会 [1999] 105 頁）。

271 信託業（信託の引受けを行う営業（信託業法 2 条 1 項））を行うためには、適用除外に該当しない限り、

(4) 小括

金融取引における担保取引には多様なものがあり、当事者のニーズに応じてその法的構成や契約内容を選択し得ることが効率的な金融取引の観点から重要となる²⁷²。

まず、現在実務で利用されている担保については、債権者による担保目的物の利用・処分と債権者の倒産時の債務者の処遇について焦点をあてて整理した結果、債権者に与える担保目的物の処分権の程度に応じて、債務者の処遇も異なることが明らかとなった。すなわち、質権では、担保権者が担保目的物を処分できず、担保権者倒産時には設定者に取戻権が認められるが、他方、相殺等では担保権者が担保目的物を処分できるものの、担保権者倒産時には設定者は債権的な権利しか有しないこととなる。

こうした取引の法的性格、倒産時の処遇について、取引当事者とりわけ顧客が、きちんと把握していることが重要である。前述のとおり、今次金融危機では、顧客が、担保として預けた資産について金融機関に対して認めた利用・処分権の範囲や倒産時の処遇を認識していなかった。担保取引における法的構成の選択肢拡充を効率的な金融取引の発展につなげるためにも、こうした理解を促すための制度的手当てを行っていくことも検討していく必要がある²⁷³。

さらに、本報告書では、諸外国の担保の法的構成や金融危機時に顕在化した実務上のニーズを踏まえ、金融取引のさらなる効率化の観点から、選択し得る担保取引の類型を広げるべく、新たな類型の担保取引の法的規律の可能性について検討した。

内閣総理大臣の免許が必要となる（同法3条）。信託業の適用除外となる行為としては、「弁護士又は弁護士法人がその行う弁護士業務に必要な費用に充てる目的で依頼者から金銭の預託を受ける行為その他の委任契約における受任者がその行う委任事務に必要な費用に充てる目的で委任者から金銭の預託を受ける行為」および「請負契約における請負人がその行う仕事に必要な費用に充てる目的で注文者から金銭の預託を受ける行為」（信託業法施行令1条の2第1、2号）が規定されているが、証券会社が取引相手方に有する債権を担保する目的で、当該取引相手方の証券群を信託財産とする信託の引受けを行うことを、これらの適用除外に該当すると結論付けることは困難である。

なお、自己信託であれば、一定の場合を除き、信託業法上の規制がかからないことから、消費貸借等により顧客から証券会社へ証券の権利をいったん移転し、証券会社が当該証券について自己信託を設定することも考えられる。ただし、その場合でも、証券会社が同様の自己信託を繰り返し、その合計受益者数が50名以上となる場合等（信託業法50条の2、信託業法施行令15条の2第2項3号等）に該当する場合には、信託業法上の登録が必要になる。

272 EUでは、2002年にEU金融担保指令が制定され、金融機関等がより効率的に担保目的物を利用・処分することが可能となった。同指令では、金融機関等が行う金融取引において現金や金融商品を担保として利用する場合に、①担保の成立に要式性（formality）を要求しないこと、②担保権者に担保目的物の利用・処分権（right of use）を認めること、③権利移転型の担保を認めること、④担保の自由な実行を認めること、⑤倒産手続における担保の有効性を承認すること等を規定している。

273 英国では、金融危機時に、プライム・ブローカーが顧客から預かった資産について利用・処分権を有することを顧客が認識していなかったことが問題となり、2011年3月、プライム・ブローカーに対する開示規制が導入された（CASS 9）。同規制では、顧客資産に関する分別保管義務（CASS 6に規定されるCustody Rules）が課されるプライム・ブローカーに対して、保有する顧客資金や顧客資産の状況を日次で顧客に報告すること（CASS 9.2.1R）、プライム・ブローカレッジによる顧客資産の利用・処分権（right to use safe custody assets）に関する内容を含めた開示資料（disclosure annex）をプライム・ブローカレッジ契約において提供すること（CASS 9.3.1R）等を求めている。

こうした検討を通じ、例えば、種類物の譲渡担保等、わが国の現行法に関しこれまで蓄積されてきた判例や学説を参考にしても、その法的規律については明らかでない部分も多く、法的不確実性が残ることがわかった。わが国の現行法制度のもとでは、法的には、信託を用いることにより、担保権者に一定の範囲での利用・処分権を与えながら担保設定者に取戻権を認めることを実現できると考えられるが、受託者を第三者である信託銀行等とする場合および担保権者たる証券会社とする場合のいずれにおいても、実務上のハードルは高いと考えられる。

金融取引のほとんどが物の種類と数量に着目して行われ、種類物が問題となる局面が増加するなかで、こうした検討は、特定物を中心に構築された担保の法的構成ひいては民法理論において種類物がいかに取り扱われるかを検討することにもつながるものと考えられる²⁷⁴。

5. 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

(1) 問題の所在

上記3節(2)の証券売買の取次や4節の担保型取引では、証券売買の取次や担保を目的として証券会社が保有する顧客資産について、特に、一時的に自己資産と混同する場合に、顧客が実体法上および証券会社倒産時にいかなる権利を有するかを検討した。

以下では、証券売買の取次や担保を目的として証券会社が保有する顧客資産について、証券会社倒産時に、証券会社が実際に保有する顧客資産が本来保有すべき顧客資産より少ない場合に、顧客が証券会社との関係でいかなる権利を有するか、顧客資産が証券の場合について検討する。

証券会社倒産時には、市場機能の維持および金融システムの混乱防止の観点から迅速な破綻処理が重要となるが²⁷⁵、証券会社が顧客資産として保有する資産に不足が生じる場合には、その処理に多大な時間を要することとなり得る。かかる観点から、顧客資産として保有する資産に不足が生じた場合の対応を明らかにしておくことは、顧客資産の迅速な返還²⁷⁶、ひいては証券会社の迅速な破綻処理に資するものと思われる²⁷⁷。この点、例えば、米国では、一定規模以上の証券会社の破綻に際し

274 特定物債権を中心に構築された民法理論が種類債権を中心に再構築される必要があろうと指摘するものとして、河上 [2012] 68~69 頁。

275 2011 年 10 月に FSB が公表した「金融機関の実効的な破綻処理の枠組みの主要な特性」では、対象となる金融会社（証券会社も含まれる）の迅速な破綻処理を確保することが重要であるとされている。FSB [2011] p. 3.

276 IOSCO [2011] p. 9 も、金融システムの安定性確保の観点から、迅速な顧客財産の移転や分配が重要であるが、顧客財産の残高が不足する場合には、迅速な顧客財産の移転や分配は困難になると指摘している。

277 このほか、特に、国境を越えて活動する金融機関グループの破綻処理手続においては、保有資産の把握、債務額の確定、契約関係の処理等に時間を要するが、こうした場面に適切に対処するためには、各国にお

ては、顧客勘定の移管が行われることが一般的であるが²⁷⁸、顧客勘定の移管や迅速な分配手続を実施する前提として、顧客資産が不足した場合の按分ルールが存在していたことが重要であったとされている。

前述のとおり、証券会社は、金商法上、顧客からの保護預かり証券、証券売買における顧客の売付証券や買付証券、デリバティブ取引や信用取引において顧客が担保として差し入れる証券について、振替口座簿上、顧客有価証券として明確に区分して管理する義務を負う²⁷⁹。証券会社が、当該義務を遵守して、上記証券を顧客口座で管理している場合には、取戻権行使の要件として必要な特定性が認められ、証券会社倒産時に顧客は上記証券についての取戻権を有すると考えられるが²⁸⁰、証券会社が当該義務を遵守せず、振替口座簿の誤記録や不当処分等により顧客有価証券に不足が生じた際には、顧客はいかなる権利を有するかが問題となる²⁸¹。

そこで、以下では、証券会社の不当処分により第三者が善意取得した結果、顧客資産が不足するケースを取り上げ、証券を善意取得された顧客の権利について、証券会社の自己資産からの補てんの有無（下記(2)イ.）、善意取得された証券と同種の証券を保有する顧客が複数いる場合の損失負担ルール（下記(2)ロ.）について、わが国と諸外国の現行法上の取扱いを整理したうえで、望ましい法的対応のあり方を検討する（下記(3)）。

(2) 法的検討

イ. 顧客資産不足時の証券会社の自己資産からの補てん——顧客の権利の対象となる資産の範囲

ここでは、証券会社の保有する顧客の証券が不足するケースとして、不適切な振替の申請や証券会社等の誤記録に基づき口座振替がなされたために、特定の者の口座が減額記録され、別の者の口座が増額記録される場合を取り上げる。この場合、別の者による善意取得が認められると、その分だけ特定の者について本来あるべき証券よりも実際に記録された証券が少ないという意味で不足が生じる。

ける倒産手続の間の調整を図り、迅速に手続を遂行するために、各国の管財人の中でプロトコルを締結することを検討すべきとの指摘もある。井上 [2012] 17~19 頁。

278 近年では米国の証券会社であった Lehman Brothers Inc. および MF Global Inc. の倒産時に顧客勘定の移管が行われた。

顧客勘定の移管は、1978 年 SIPA 改正により導入されたが、その目的は、継続的に証券取引を行う顧客に、勘定への迅速なアクセスを可能ならしめ、これにより、顧客の投資判断が妨げられることなく証券市場に反映される点にあるとされる。松岡 [2001] 64~65 頁。

279 前掲注 56 および対応する本文参照。同様に、投資運用業を行う金融商品取引業者等も、運用財産と自己の固有財産および他の運用財産との分別管理義務を負う（金商法 42 条の 4、金商業府令 132 条）。

280 前掲注 21 およびそれに対応する本文参照。

281 なお、3 節(2)の証券売買の取次や 4 節(2)ロ.の担保型取引における消費寄託・消費貸借構成では、顧客の同意を得て顧客の証券を一時的に証券会社の自己口座に記録する局面を想定しているため、証券会社が顧客の証券を不当処分する局面とは異なる。

(事例 1)

例えば、証券会社 X の管理する顧客 A の口座に、A が株式 100 を保有していた場合において、X の誤記録により、A の口座から顧客 P の口座に株式 100 を振り替え (図 6 ①、②)、さらに、P がこれを奇貨として顧客 D に振り替えた場合 (図 6 ③、④)、本来 A の口座にあるべき残高が不足するため、減額記録された A がいかなる権利を有するかが問題となる。特に、X が自己口座に同種の株式 100 以上を保有している場合に、A が X の自己資産である株式に対する請求権を有するかが問題となる。(事例 2)

同様の問題は、誤記録により顧客 A の口座から振り替えられた先が顧客 P の口座ではなく証券会社 X の自己口座であっても生じる。すなわち、X の誤記録により、A の口座から X の自己口座に株式 100 を振り替え (図 7 ①~③)、さらに、X がこれを不当処分して顧客 D に振り替えた場合 (図 7 ④~⑥) である。この場合も上記と同様に、減額記録された A がいかなる権利を有するか、A が X の自己資産である株式に対する請求権を有するかが問題となる。

図 6

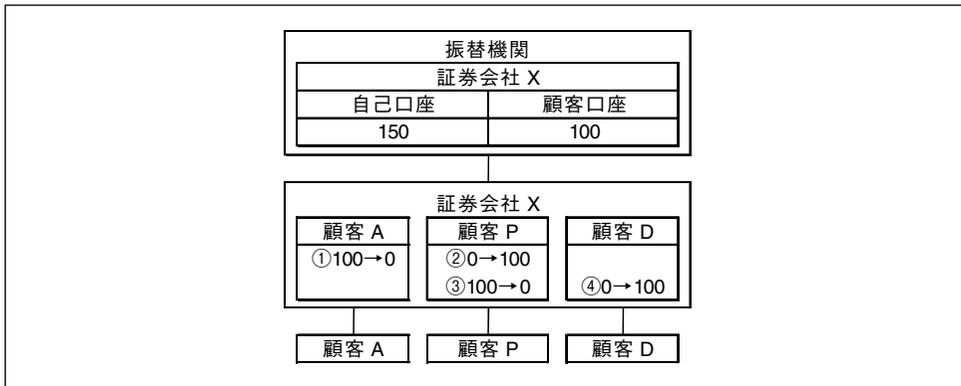
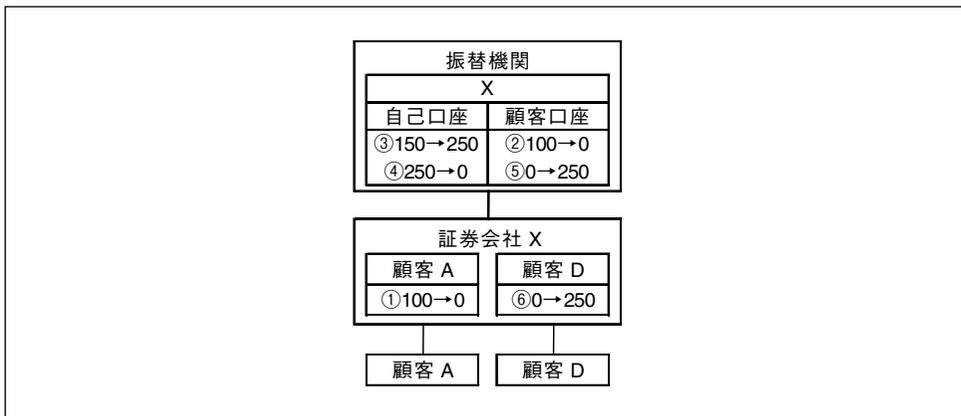


図 7



上記のいずれのケースにおいても、顧客 D が証券会社 X 以外の口座管理機関に口座を開設している場合も考えられる。ここでこの検討において帰結は変わらないと考えられるため、そうした場合も含むものとして、以下では検討する。

なお、証券会社の保有する顧客の証券が不足するケースとしては、上記以外のケースも想定される。すなわち、証券会社等の誤記録により特定の者の口座に実際よりも多額の口座記録がなされ、この超過記録分について口座振替がなされて別の者による善意取得が認められる場合である。この場合、超過記録分だけ証券の発行総額が増加し、それより実際の発行総額が少ないという意味において不足が生じる。もっとも、超過記録の場合は、振替法上、善意取得によって証券の発行総額を超える分については、誤記録を行った証券会社が取得すべき義務およびその債務を免除する義務（償却義務）を負うことが規定されているため²⁸²、ここでは取り上げない。

(イ) わが国における取扱い

上記のケースにおいて、わが国の振替法上、顧客 A の口座から顧客 P または証券会社 X の口座に株式 100 が振り替えられた時点（事例 1 では図 6 ①、②、事例 2 では図 7 ①～③）では P または X は権利を取得しない。振替法上、証券の譲渡は、振替の申請により譲受人の口座に増額記録がなされなければその効力は生じないとされるためである²⁸³。また、P または X が顧客 D に振り替えた場合であっても、D が、P または X が無権利者であることについて悪意の場合は、D は善意取得による保護を受けないため、株式 100 の権利を取得しない。したがって、A は株式 100 について証券の権利に基づく返還請求権を行使することができ、当該請求権は、口座管理機関たる X に対する口座記録の訂正請求を通じて行使されることとなる。

上記に対して、顧客 D が善意取得した場合は帰結が異なる。上記事例 1 において、顧客 P が無権利者であることについて D が善意無重過失であったときは、D が株式 100 を善意取得し、A は権利を失う^{284, 285}。これは、上記事例 2 のように、X が A の口座にある株式 100 を自己口座に振り替えたうえで、X が D に不当処分したことにより D による善意取得が生じる場合についても同様であると考えられる。

上記振替法の実体関係に基づき顧客 A は証券の権利を失うため、証券会社 X が倒産した場合には A に取戻権は認められない。この場合、A は X に対して口座管理契約の債務不履行または不法行為に基づく損害賠償請求権を行使するほかなく、当該請求権は一般債権と同等に取り扱われる²⁸⁶。X の自己口座に X の自己資産として同

282 振替法 78～81 条(社債)、103～110 条(国債)、145～148 条(株式)。

283 前掲注 71 およびそれに対応する本文参照。

284 振替法 77 条(社債)、102 条(国債)、144 条(株式)。

285 このような善意取得制度は、権利者の公示性を高めることができれば不要であるとの考え方も従来から示されているが（神田 [1994] 164 頁）、わが国の証券振替制度は、譲渡の効力が譲渡の意思表示によって左右されるという有因の考え方をとり、また、振替機関等による誤記録の可能性を否定できない以上、善意取得制度を認めざるを得なかったとされる。

286 なお、口座管理機関等が振替口座簿への誤記録にかかる義務を果たさずに破綻したことにより損害を受けた顧客については、振替法に基づくセーフティネットである加入者保護信託により、顧客当たり 1 千

種の株式 100 を保有していたとしても、顧客が一般債権者に先立って当該資産から返還を受けることはない。

(ロ) 諸外国における取扱い

上記(イ)のわが国における現行法上の取扱いに対し、諸外国では、米国やドイツのように、証券会社倒産時に顧客を一定の範囲で一般債権者よりも優先的に取り扱うものも見受けられる。

a. 米国

米国では、証券振替決済制度において、証券会社等の仲介金融機関を通じて証券を保有する投資家の権利はセキュリティ・エンタイトルメントと呼ばれる。セキュリティ・エンタイトルメントとは、UCC 第 8 編で規定された権利で、仲介金融機関に対する権利と当該金融機関が保有する金融資産に対する権利から成る権利の束をいう²⁸⁷。セキュリティ・エンタイトルメントを有するエンタイトルメント・ホルダーは、仲介金融機関が保有する金融資産に対する権利につき比例的な物権的権利 (pro rata property interest) を有し、当該仲介金融機関が保有する金融資産に対する権利は、当該金融機関に対するセキュリティ・エンタイトルメントのすべてを満たすまでは、当該金融機関の固有資産を構成しない²⁸⁸。

仲介金融機関はエンタイトルメント・ホルダーに与えたすべてのセキュリティ・エンタイトルメントを満足するに十分な金融資産を保有する義務を負うが²⁸⁹、当該義務に違反し、金融資産またはそれに対する権利を不当処分した場合には、その取得者が対価を与え、支配 (control) を得て、かつ当該金融機関と共謀していないときは、当該取得者が保護され、エンタイトルメント・ホルダーは当該取得者に対して金融資産またはそれに対する物権的権利を主張できない²⁹⁰。

もっとも、仲介金融機関は、不適切な振替の申請に基づき金融商品を譲渡した場合は、当該金融商品に対する権利を有していた者に対して再びセキュリティ・エンタイトルメントを与えなければならないとされるため²⁹¹、この場合もエンタイトルメント・ホルダーは権利を失うわけではない。このため、かかる不適切な振替が行われた場合には、仲介金融機関が実際にエンタイトルメント・ホルダーのものとして保有する金融商品の総額がセキュリティ・エンタイトルメントの総額より少なくなる。

このような状況で仲介金融機関が倒産した場合、実際にエンタイトルメント・ホル

万円までの補償を受けることができる。振替法 51～65 条。

287 U.C.C. § 8-102 (a) (17)、木南 [1998] 130 頁。

288 U.C.C. § 8-503 (a), (b)、森下 [2000] 31 頁。

289 U.C.C. § 8-504 (a)。

290 U.C.C. § 8-503 (e)、森下 [2000] 44 頁。当該規定はわが国の善意取得と類似しているが、米国の UCC 第 8 編は、わが国の振替法のように善意取得 (negotiability) 等の一般的な概念で問題を処理するのではなく、個別の状況に応じて具体的なルールを書き分けるという方法をとっている。森下 [2004] 192 頁。

291 U.C.C. § 8-507 (b)。

ダーのものとして保有する金融資産の不足についてどのように取り扱われるかが問題となる。この点、仲介金融機関が証券会社である場合には、上記3節(2)ハ.(イ)の証券売買の取次に関する諸外国における取扱いで述べたとおり、証券会社の特別な倒産手続を定める SIPA に基づき取り扱われる。すなわち、売委託や買委託、担保のために証券会社に証券を預託する顧客は、顧客資産 (customer property) から純持分 (net equity) の額に応じて分配される²⁹²。ここでいう「顧客」には、証券の売却 (sales) や不正流用 (conversions) を理由に証券会社に対して請求権を有する者も含まれる²⁹³。

証券会社の手許に残った財産が、顧客に返還される顧客資産と、一般債権の引当てとなる責任財産に切り分けられることとなるが、顧客資産には、「顧客からまたは顧客の証券勘定のために受領、取得または保有された証券ならびに譲渡された資産 (不正流用された資産を含む。) の代金」²⁹⁴に加えて、「本来顧客のものとして分別または保有されるべき証券会社のその他何らかの資産」²⁹⁵といった証券会社の自己の資産に当たるものも含まれるため、現実には、証券会社の手許に残った財産のほとんどが顧客資産として顧客に返還されることとなる²⁹⁶。

b. ドイツ

ドイツでは、証券振替決済制度において、顧客の証券は銀行に寄託され、分別保管または混蔵保管の形態で保管される²⁹⁷。顧客は、分別保管の場合には当該証券に対する所有権を有し、混蔵保管の場合には共有持分権を有する²⁹⁸。銀行が証券を不当処分した場合、証券の取得者が善意取得するかについては、ドイツ有価証券寄託法には直接の規定はないが、証券取引の安全を確保するために、これを認める見解が通説である²⁹⁹。善意取得の結果、銀行が保有する証券 (混蔵保管残高) が顧客の権利を満たすのに不足する場合には、当該銀行に当該証券を預けている顧客の権利

292 前掲注 120 および対応する本文参照。

293 SIPA § 16 (2) (B) (iii), 15 U.S.C. § 78III (2) (B) (iii). ここでいう「売却や不正流用を理由に証券会社に対して請求権を有する者」が、証券会社が行った売却や不正流用を理由に証券会社に対して請求権を有する者に限られるのか、証券会社以外の者が行った売却や不正流用を理由に証券会社に対して請求権を有する者も含むのかは定かではない。前者を保護する背景には、英米法における擬制信託の追及の法理があると考えられる。すなわち、他人の財産を違法に保持する者は、信託財産の受託者とみなされる結果、返還請求権を有する者は擬制信託の受益者として、その財産そのものの返還を請求できるほか、元の財産の代わりに生じた財産についても請求できるとされる。松岡 [1998] 363~364 頁。

294 SIPA § 16 (4) (A), 15 U.S.C. § 78III (4) (A).

295 SIPA § 16 (4) (E), 15 U.S.C. § 78III (4) (E).

296 1998~2008 年の間に SIPA に定める手続により処理された証券会社の倒産事例の多く (31 事例のうち 29 事例) において、倒産した証券会社のほぼすべての財産が顧客資産として顧客に分配された。Lehman Brothers Inc. の倒産手続における同社の責任財産の分配にかかる管財人の申立書 (“Motion for Order Approving Trustee’s Allocation of Property of the Estate,” p. 26, note 27) 参照。

297 国債と公債については完全ペーパーレス化が達成されている。

298 森下 [2007] 51 頁。共有権については、ドイツ有価証券寄託法 6 条 1 項。実際には大部分が混蔵保管であるため、以下では、混蔵保管を前提に記載する。

299 森下 [2007] 69 頁。

が割合的に縮減される³⁰⁰。

もっとも、このような状況で銀行が倒産した場合、上記3節(2)ハ。(イ)の証券売買の取次に関する諸外国における取扱いで述べたとおり、ドイツ有価証券寄託法により、取戻権を行使できない委託者に対し、他の一般債権者に先立って特別財団から分配を受ける権利が付与されている。すなわち、ドイツ有価証券寄託法は、①証券の所有権または共有権を未だ取得していない者に加えて、②銀行ないしその使用人の違法な処分により所有権または共有権を侵害された者についても、これらの者が、当該証券に関して銀行に負担する義務を既に履行済みである場合には、特別財団からの分配を認めている³⁰¹。特別財団は、倒産財団に現存する同種の証券および当該種類の証券の引渡請求権等の財産から構成される。したがって、銀行等が委託者の証券を不当処分し、その証券を第三者が善意取得した場合には、上記のとおり委託者の取戻権の基礎となる共有権は割合的に縮減するものの、縮減により委託者が有する債権については、他の一般債権者に先立って、倒産財団に現存する同種の証券および当該種類の証券の引渡請求権からの分配が認められる。

c. 英国

英国では、振替決済制度における顧客と口座管理機関の関係を信託として理解する見解が一般的であり、顧客の権利 (interest in securities) の法的性質は、口座管理機関を通じて同じ証券を保有する顧客が有するエクイティ上の共有権 (equitable co-ownership) であるとされる³⁰²。

口座管理機関が顧客の証券 (信託財産) を不当処分し、当該証券の取得者が善意取得した場合において、口座管理機関が保有する顧客の証券 (信託財産) が顧客の権利を満たすのに不足するときは、当該口座管理機関に当該証券を預けている顧客の権利 (エクイティ上の共有権) が割合的に縮減される³⁰³。

エクイティ上の共有権は物権的権利であり、このような物権的権利を認めるための解釈上の根拠を顧客のために保有される信託財産全体についての特定性とする限りにおいて、本来口座管理機関固有の財産として取得された証券までもが顧客のための資産として取り扱われるとの結論を導くことは難しいとされる³⁰⁴。

もっとも、英国法上、顧客口座から自己口座への誤記帳等を追及 (trace) するこ

300 森下 [2007] 70~71 頁。

301 前掲注 134 およびそれに対応する本文参照。

302 ペーパーレス証券については、寄託の本質である「特定の物の占有」を観念することができないため寄託とはなり得ず、現行の英国法上、顧客に物権的な権利を認めるためには信託を利用するしかないとされる。信託を構成する際に問題となったのが、ペーパーレス証券のように代替可能な証券が保管される混蔵口座 (fungible account) が用いられる場合において、信託が有効に成立するための要件である目的物の特定性が維持されるかという点であった。この点、顧客のために保有される証券全体についての特定性があり、顧客の権利を共有権と考えることにより信託の成立が認められると考えられている。Yates and Montagu [2009] p. 35, para. 3.46.

303 森下 [2007] 70~71 頁。

304 森下 [2001] 51 頁。

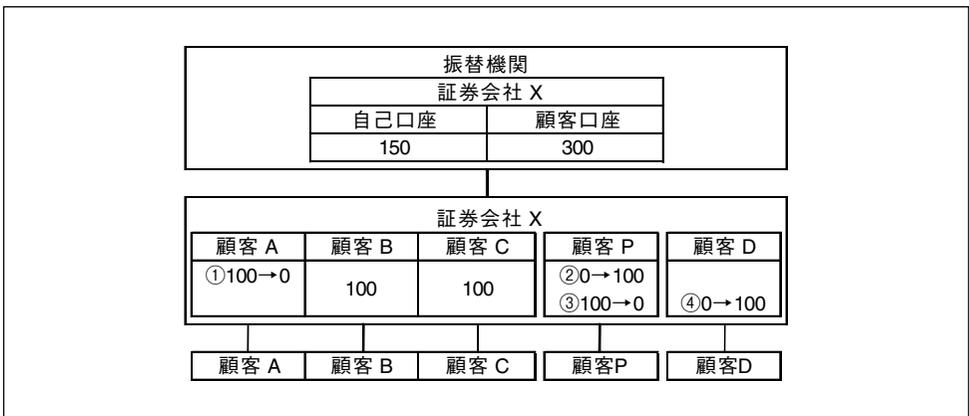
とができれば、エクイティ上の権利の存続が認められ³⁰⁵、その際には、「すべてを受託者の不利になる方向に推定する」という推定の法理が働くため³⁰⁶、顧客は、口座管理機関が自己の財産であることを証明できなかった部分について物権的権利を有すると考えられる。もっとも、この追及は善意有償の第三者には主張できないため、自己口座からさらに不当処分されて善意有償の第三者に取得された場合、顧客は、物権的権利を失い損害賠償請求権等の金銭債権を行使するか、または、不当処分を追認しそれにより得られた財産を信託財産とするかを選択できると考えられる³⁰⁷。

ロ. 損失負担ルール

上記イ. では善意取得された証券と同種の証券を保有する顧客は1人（上記イ. の事例の顧客 A）であることを前提としていたが、善意取得された証券と同種の証券を保有する顧客が複数いる場合には、善意取得の結果、どの顧客が権利を失うかという問題が生じる。

例えば、顧客 A、B、C が、証券会社 X の管理する A、B、C の口座に、特定の銘柄の株式をそれぞれ 100 ずつ保有していた場合に、X の誤記録により A の口座から顧客 P の口座に株式 100 が振り替えられた後（図 8 ①、②）、当該株式 100 について P から顧客 D への譲渡がなされ（図 8 ③、④）、D が当該株式 100 を善意取得した場合に、どの顧客が権利を失うのかが問題となる。

図 8



305 顧客口座に不足が生じたまま当該口座管理機関が倒産に至った場合、顧客は、当該口座管理機関が自己口座で保有する証券に優先する権利を有するわけではなく、他の債権者と同順位の関係に立つが、英国法上、顧客口座から当該口座管理機関の自己口座への誤記帳を trace することによる治癒は認められ得ると説明される（Law Commission [2008] para. 4.169, para. 4.171）。顧客は、trace することが可能な限り、他の一般債権者に優先して、当該証券またはその代替物を引当てとして自己の権利の回復を請求することができる（Law Commission [2006] para. 1.149）。

306 道垣内 [1996] 61～62 頁。

307 道垣内 [1996] 62～63 頁。

(イ) わが国における取扱い

わが国の振替法には、善意取得する者についてのみ規定があり³⁰⁸、善意取得により権利を失う者についての規定はない^{309、310}。権利を失う者について、考え方としては、(i)顧客Aのみが権利を失う、(ii)顧客A～Cの3名が按分して権利を失う、(iii)顧客A～Dの4名が按分して権利を失うという3つの考え方があり得るとされる³¹¹。

民法上の善意取得は、有価証券その他の動産の占有という外観を信頼して取引をした者を保護するための制度であるが、振替法上の善意取得において保護に値する信頼の対象となるのは、振替口座簿の記録であるとされる³¹²。また、前述のとおり、振替証券は帳簿上の記録によって特定されると考えられ³¹³、顧客Aの口座に減額記録されたのであれば、現行法の解釈としてはAのみが権利を失うとする上記(i)が妥当であるとする考え方もあり得る。これは、逆にいえば、減額記録されていない顧客B、Cについては、振替口座簿上の記録に基づき、100ずつの権利が推定され、それを覆すのは難しいとの考え方による。

他方、振替法上の善意取得の信頼の対象が、占有という外観ではない以上、民法上の善意取得とは異なり、顧客Aの口座に減額記録されたからといってAが権利を失うと考えるのは妥当ではなく、振替法上の解釈としては、上記(ii)または(iii)と解することが妥当であるとする考え方もあり得る³¹⁴。

(ロ) 諸外国における取扱い

上記(イ)のわが国における現行法上の取扱いに対し、諸外国では、証券にかかる権利が第三者に善意取得された場合に、一定の顧客間で損失を按分する取扱いも見受けられる。

a. 米国

米国では、前述イ。(ロ) a. のとおり、SIPAに基づく倒産手続において、売委託や買委託、担保のために証券会社に証券を預託する顧客は、顧客資産 (customer property)

308 振替法 77 条 (社債)、同法 102 条 (国債)、同法 144 条 (株式)。

309 高橋・尾崎 [2006] 180 頁は、この点について「善意取得される権利と両立しない権利があれば、その両立しない権利が消滅する。」としているが、「両立しない権利」がどれかについては明らかにしていない。

310 なお、振替法では、誤って超過記録され、それを第三者が善意取得した場合において口座管理機関が償却義務を果たせないときは、顧客間で不足分を按分して負担する旨の規定がある (振替法 81 条 (社債)、106 条 (国債)、148 条 (株式))。すなわち、口座管理機関が顧客 A の口座に 100 と記録すべきところ誤って 200 と記録し、この超過分の 100 が A から顧客 D に移転した場合にも D に善意取得が認められる。この場合、誤った記録をした口座管理機関は償却義務を負うが、当該口座管理機関が償却義務を果たせない場合には、不足分を顧客 A～C で按分して負担することとなる。

311 神田 [2007] 588～590 頁。なお、顧客 D が証券会社 X 以外の口座管理機関に口座を開設している場合は、(i) または (ii) の考え方のみがあり得ることとなる。

312 高橋・尾崎 [2006] 179 頁。

313 前掲注 76 およびそれに対応する本文参照。

314 振替法上の善意取得の概念について検討したものとして、証券取引法研究会 [2004] 92～93、115～117 頁、梅田 [2004] 参照。

から純持分（net equity）の額に応じて分配される³¹⁵。

顧客資産を分配する際には、銘柄にかかわらずすべての顧客資産を金銭換算したうえで、各純持分の割合に応じて分配される。したがって、仮に、特定の銘柄に不足が生じている場合でも、当該銘柄を保有する顧客のみが按分して負担するのではなく、銘柄にかかわらずすべての顧客で按分して負担することとなる³¹⁶。このような分配方法は、同じ証券会社について同様のリスクを負担する顧客を等しく取り扱う点で、債権者平等の理念に沿うものと評価する見解もある³¹⁷。

b. ドイツ

ドイツでは、前述イ.(ロ) b. のとおり、善意取得が生じた結果、仲介金融機関が保有する証券が投資家の権利を満たすのに不足する場合には、当該仲介金融機関に同種の証券を預けている投資家が共同で割合的に負担する（取戻権の基礎となる共有権が割合的に縮減される）という見解が有力である³¹⁸。また、取戻権を有さない委託者の債権について特別財団から分配を受ける場合には、当該債権を金銭換算し、証券の種類ごとに顧客で按分して負担することとなると考えられる。

c. 英国

英国では、前述イ.(ロ) c. のとおり、複数の顧客資産を集めて混蔵口座（omnibus account）で保有することが認められているが、その一部が第三者により善意取得された結果、口座管理機関倒産時に混蔵口座に不足が生じている場合に、どのように不足分にかかる損失を分担するかを定める法原則（principle of law）は存在せず、リーマン破綻時には混乱が生じた³¹⁹。こうした状況を受けて、2011年に制定された投資銀行特別管理規則³²⁰では、混蔵口座で保有される顧客資産の特定の銘柄に不足が生じている場合、管財人は、当該口座において当該銘柄を保有する顧客間で按分して不足分にかかる損失を負担することとしなければならない旨が規定された³²¹。

315 前掲注 120 およびそれに対応する本文参照。

316 仲介金融機関が SIPA に基づく倒産手続が適用されない銀行である場合は、州法（U.C.C. § 8-503）が適用され、仲介金融機関が保有する証券に不足があるときは、銘柄ごとに顧客間で按分して損失を負担することとなる。

317 Mooney [1998] p. 93.

318 森下 [2004] 201 頁。もともと、この点、ドイツでも議論が分かれており、特定の顧客が損失を負担すべきとする見解や、不足が生じた仲介金融機関に預けていたすべての顧客が持分割合に応じて負担すべきとする見解があるとされる。森下 [2007] 70～72 頁。

319 市場実務では、口座管理機関と顧客の間の契約において、持分の割合に応じて損失を分担する旨を予め定めておくことが一般的であるが、契約にこのような定めがない場合には、手続が複雑なエクイティ上の追及効のルール（tracing rule）に基づき権利を確定することになり、膨大な時間を要する。FMLC [2010] p. 12, para. 5.1.2.

320 The Investment Bank Special Administration Regulation 2011.

321 2011 年投資銀行特別管理規則 12 条。

(3) 法的対応のあり方

上記(2)では、証券会社による振替口座簿の誤記録や不当処分により善意取得が生じる場合におけるわが国現行法上の取扱いおよび諸外国における取扱いについて整理したが、こうした諸外国における取扱い等を踏まえ、以下では、わが国における望ましい法的対応を検討する。

まず、上記(2)イ.の証券会社の自己資産からの補てんについては、わが国の現行法上は、第三者の善意取得により証券に対する権利を失った者は損害賠償請求権等の金銭債権を取得するが、当該金銭債権について、米国やドイツのような立法対応を行えば、顧客に優先権を認めることは可能である。もっとも、そもそもこのような立法対応を行うことの是非については、日本の他の制度との関係——例えば、証券会社の分別管理義務との関係や、一般債権者に対する公示との関係等——を踏まえつつ、わが国において、顧客に対し一般債権者との関係でどこまでの優先権を与えるべきかといった視点で検討する必要がある。この点、わが国における倒産時の一般債権者と顧客の処遇にかかる公平性の考え方は、諸外国とは異なる可能性があることに留意する必要がある。

次に、上記(2)ロ.の損失負担ルールについては、口座管理機関の誤記録や不当処分について、顧客には何ら帰責性がないにもかかわらず、当該顧客にのみ負担を強いることは不公平と考えられるため、同一銘柄を保有する顧客（善意取得した者を除く）の間で按分して損失を負担する取扱いとすることが適当と考えられる（上記(2)ロ.(イ)における(ii)の顧客A～Cで按分して負担する考え方）。上記で整理したように、わが国現行法のもとで、解釈によりかかる損失分担を行うことは困難と考えられるため、立法対応により新たに按分規定を設けることが望ましい。このような按分規定を設けることは、証券会社が実際に保有する顧客資産が、本来保有すべき顧客資産より少ない状態で倒産した場合に、顧客に返還すべき財産の範囲を迅速に確定し、顧客に返還することに資するものと思われる。

さらには、証券会社倒産時に、特定の銘柄を保有する顧客のみが按分して損失を負担するのではなく、米国のように、銘柄にかかわらずすべての顧客が按分して負担する取扱いとすることも検討に値するが³²²、わが国においては、証券上の権利がセキュリティ・エンタイトルメントという別の権利に転換する米国と異なり、顧客は本来の証券上の権利を同一性を維持したまま保有していると構成されるため、こうした法制との整合性にも留意したうえで立法対応を検討する必要がある。

322 日本においても、「個々の投資家が個別の証券について有する物権的な権利の保護を貫徹するのがよいかどうかは難問である」とし、「物権的な保護を貫くとすると、破綻した証券会社がどの銘柄の証券について不足を生じさせたかによって、個々の投資家の地位は大きく異なるという結果は適当ではなく、むしろ、同じ証券会社について同じような取引を行っている投資家は等しく取扱うという観点から、分別保管を行っていた場合を除き、すべての銘柄を金銭換算して割合的な分配を行うべきである」との見解が主張されている。森下 [2004] 184～185 頁。

6. おわりに

本研究では、①振込、証券売買の取次、サービスの債権回収といった権利移転仲介型取引における預けた者の処遇、②デリバティブ取引やレポ取引・証券貸借取引といった担保型取引における預けた者の処遇、③預かり資産に不足が生じた場合の損失負担のあり方に関し、預かる者の倒産時における預けた者の権利および預かる者による預かり資産の利用・処分権に着目し、預かり資産の処遇の明確化および顧客の選択肢確保の観点から考察を行った。

以下では、検討の結果を総括することで、本報告書の結びとしたい。

金融取引における金融資産を預かるアレンジメントには、顧客に預かり資産を返還することにより顧客保護を図ることが重要なものがある。例えば、権利移転仲介型取引では、預かり資産は金融機関ではなく移転元または移転先の顧客に帰属すべきと考えられる。また、担保型取引において、顧客が、質権構成のように顧客に所有権が残るかたちで担保を差し入れた場合、顧客が被担保債務を弁済した後は、担保目的物は顧客に帰属すべきと考えられる。こうした取引においては、金融機関が倒産した場合においても、預かり資産が確実に顧客に返還されることが重要である。

しかしながら、上記のような性質の取引であっても、金融取引によってはその決済の過程において預かり資産の分別管理が十分に確保されないものがある。例えば、振込を行うために預金取扱金融機関が振込依頼人の預金口座から引き落とした振込資金については、預金取扱金融機関の別段預金や仮受金等の勘定で帳簿上の管理がなされるのみであり、金銭の物理的な分別管理はなされない。また、証券売買の取次において証券会社が委託を受けた売買を実行するために顧客から預かった証券や金銭については、それを証券会社の自己売買分と合わせて取引するため、一時的に証券会社の自己資産と混同することがある。このように決済の過程で顧客資産が金融機関の自己資産と混同する場合においても、金融機関が倒産した場合に、顧客が預けた資産を取り戻せることが望ましいと考えられる。

他方、金融取引における金融資産を「預かる」アレンジメントにおいては、顧客が取引コスト等の取引条件をより有利にする観点から、顧客が金融機関に預けた資産の利用・処分権を認める場合があり、こうした取引実務が金融機関および顧客の双方の取引の効率性に資する面がある。

金融取引における金融資産を「預かる」アレンジメントには、上述のとおり、性質の異なる2つの取引が存在し、それぞれについて求められる規整の機能は異なり得ると考えられる。すなわち、権利移転仲介型取引や質権構成の担保型取引のように、預かり資産が預けた者に実質的に帰属すべきとの価値判断がなされる取引については、預かり資産の処遇を明確化する観点からの規整が重要となる。他方、担保権者に利用・処分権を認めるような担保型取引については、当事者のニーズに応じた法律構成や契約内容の選択肢を確保する観点からの規整が重要となる。

(金融機関倒産時の預かり資産の処遇を明確化する観点からの規整の機能)

預かり資産が預けた者に実質的に帰属すべきとの価値判断がなされる権利移転仲介型取引や質権構成の担保型取引では、顧客の預かり資産に対する権利関係を明確にすることが重要であるが、証券のペーパーレス化や集中決済化等に伴う法制度や取引内容の発展により、証券売買の取次において預かった資産が金融機関の自己資産と十分に区分されない場合や、顧客資産として保有する資産に不足が生じる場合等、現行法上の解釈では必ずしも顧客が十分に保護されない場合がある。このような場合には、金融機関に対する規制の賦課、顧客に対する特別な保護規定の整備、セーフティネット等による立法対応のほか、私法上のアレンジメントの工夫による法的対応が考えられる。

金融機関に対する規制としては、分別管理規制がある。分別管理規制は、取戻権の行使にあたって一定の効果を果たし得るものの、常に倒産隔離という私法上の効果を生ぜしめるとは限らない。金商法や信託法の当該義務規定の目的は証券会社や受託者倒産時における倒産隔離にあるとされる³²³が、金商法上または信託法上の分別管理義務を果たすことによりどのような効果が発生するかについては、法令上明定されておらず、必ずしも明らかではない³²⁴。この点、特に信託法上の金銭の分別管理義務が帳簿上の管理であり、同義務の遵守のみでは倒産隔離の効果が当然に生じないことを踏まえると、分別管理義務を果たすことにより常に倒産隔離の効果が生じるものではないと考えられる。このため、同義務の賦課のみでは顧客保護の観点から十分でない場合には、規制以外の方法により保護を図ることを検討すべきと考えられる。

分別管理規制およびそれを前提とした私法上の解釈のみでは顧客保護を十分に図れない場合には、顧客に対する特別な保護規定やセーフティネットを立法対応により手当てすることが重要となる。証券売買の取次における証券の返還や、顧客資産として保有する資産が不足する場合については、諸外国の制度と比べると、顧客保護の観点からも、手続の迅速性の観点からも、わが国の預かり資産の返還にかかる保護規定は十分なものではないと評価できるため、立法対応を行うことも検討すべきと考えられる。ただし、このような特別な保護規定を認める場合には、それが実体法上の権利関係とは離れた特別な権利となることにかんがみて、その適用範囲については慎重な検討が必要である。セーフティネットについても同様であり、その保護範囲の拡大を検討する場合には、本来当事者間で解決すべきものを他の第三者(他の金融機関等)に負担させることの是非も踏まえつつ検討する必要がある。

このほか、立法対応の有無にかかわらず、契約当事者間において、必要に応じて、金融機関倒産時に顧客に取戻権を認め得るような私法上のアレンジメントを活用していくことが考えられる。具体的には、信託の仕組みをより活用していくことが考えられる。このため、本報告書では、金銭を預かる取引における自己信託の活用や、

323 信託法については新井 [2008] 142 頁、金商法については茶谷 [1998] 25 頁参照。

324 道垣内 [2003a] 25~27 頁。

より柔軟な内容の担保を設定するための信託の活用等を例として取り上げた。

(顧客の選択肢を確保する観点からの規整の機能)

担保権者に利用・処分権を認めるような担保型取引では、当事者間で合意がなされているのであれば、当事者のニーズに応じ、そうした法的構成や契約内容を当事者が自由に選択し得ることを確保することが金融取引の効率性の観点から重要である。このような場合にまで金融機関に預かり資産の分別管理を求め、それにより顧客保護を図ろうとすると、金融機関および顧客の双方にとってコストが増加し、取引の効率性を損なうことになると考えられる。

このような取引では、取引の法的性格や倒産時の処遇について、取引当事者、特に顧客が正確に認識していることが重要である。かかる観点から、取引の法的性格や倒産時の処遇にかかる法的不確実性が排除されていることに加え、金融機関に対する説明義務、開示義務、報告義務等の規制を賦課することにより、顧客が十分に理解できる環境を整えることが必要と考えられる。

こうしたなか、当事者のニーズに応じて当事者が選択し得る取引の法的構成を増やすことは、効率的な金融取引の発展に資すると考えられる。諸外国の法制度等も参考にしつつ、さらなる検討が望まれる。

参考文献

- 青山善充・小川万里絵、「債権流動化におけるサービサー・リスクについて」、『金融研究』第15巻第2号、日本銀行金融研究所、1996年、45～77頁
- 天野佳洋・大野正文・神田秀樹・始関正光・村井博美・吉田 聡、「〈座談会〉株券不発行制度と金融実務（上）」、『金融法務事情』1724号、2004年、26～41頁
- 新井 誠監修・鈴木正具・大串淳子編、『コンメンタール 信託法』、ぎょうせい、2008年
- 石田 穰、「授権について」、加藤一郎・水本 浩編『四宮和夫先生古稀記念論文集 民法・信託法理論の展開』、弘文堂、1986年、45～63頁
- 、『物権法』、信山社、2008年
- 伊藤 進、「授権(Ermächtigung)概念の有用性——ドイツの学説を中心として——」、『授権・追完・表見代理論』、成文堂、1989年、1～65頁
- 、「〔代理なる法律行為〕における本人の意思作用」、『法律論叢』81巻1号、2008年、147～206頁
- 伊藤 眞、『破産法・民事再生法（第2版）』、有斐閣、2009年
- 、「手形の商事留置権者による取立金の弁済充当——〔別除権の行使に付随する合意〕の意義」、『金融法務事情』1942号、2012年、22～32頁
- ・岡 正晶・田原睦夫・林 道晴・松下淳一・森 宏司、『条解 破産法』、弘文堂、2010年
- 井上 聡編、『新しい信託30講』、弘文堂、2007年
- 、「信託と金融」、新井 誠・神田秀樹・木南 敦編『信託法制の展望』、日本評論社、2011年、78～91頁
- 、「国際金融倒産の課題と制度整備への期待——〔主要な特性〕整備とともに倒産制度一般の諸課題への取組みを——」、『金融財政事情』11/12号、2012年、16～20頁
- 岩原純作、「電子資金取引に関する法制整備の必要性と課題——金融制度調査会エレクトロバンキング専門委員会中間報告をめぐって——〔第3回〕」、『金融法務事情』1206号、1988年、6～12頁
- 植木雅広、『必携デリバティブ・ドキュメンテーション（担保・個別契約書編）』、近代セールス社、2010年
- 上村達男、「証券会社の法的地位（上）」、『商事法務』1313号、1993年、2～7頁
- 内田 貴、『民法Ⅲ 債権総論・担保物権〔第3版〕』、東京大学出版会、2005年
- 梅田剛史、「証券振替決済制度における善意取得」、『法学政治学論究』63号、2004年、31～61頁
- 江頭憲治郎、『商取引法〔第7版〕』、弘文堂、2013年
- 大竹たかし、「特定の債務の弁済に充てる約定で借り入れた金員による当該債務の弁済が破産法七二条一号による否認の対象とならないとされた事例」、『平成5年度最高裁判所判例解説民事篇（上）』、法曹会、1996年、125～140頁

- 大塚龍児、「問屋の委託実行行為により生ずる法律関係の観点から見た agency の法理」、竹内昭夫編『現代商法学の課題（下）』、有斐閣、1975年、1219～1249頁
- 大槻雅彦・吉川 純・玄 君先・中村和徳・藤井幹雄・本多正樹・和仁亮裕、「〈座談会〉基本契約書をめぐる諸問題」、『金融法務事情』1453号、1996年、15～23頁
- 岡庭幹司、「問屋の破産と委託者の取戻権」、『別冊ジュリスト 184号 倒産判例百選 第4版』、有斐閣、2006年、94～95頁
- 岡 正晶、「否認（Ⅲ）」、園尾隆司・西 謙二・中島 肇・中山孝雄・多比羅 誠編『新・裁判実務大系 第28巻 新版 破産法』、青林書院、2007年、477～487頁
- 沖野眞己、「公共工事請負前払金と信託——最高裁平成一四年一月一七日判決の再検討——」、能見善久・瀬川信久・佐藤岩昭・森田 修編『平井宜雄先生古稀記念 民法学における法と政策』、有斐閣、2007年、365～414頁
- 加藤和成・菅原雅晴・田中輝夫・道垣内弘人・道垣内正人・和仁亮裕、「〈座談会〉担保付デリバティブ取引をめぐる法的視座——一括清算法を踏まえて——」、『金融法務事情』1531号、1998年、11～30頁
- 角 紀代恵編著、『自己信託の諸相』、トラスト 60 研究叢書、2011年
- 金子直史、「社債等の振替に関する法律の概要」、『民事月報』57巻10号、2002年、9～40頁
- 河上正二、「債権の発生原因と目的（対象・内容）（2）——種類債権とその特定』、『法学セミナー』692号、2012年、68～77頁
- 川島武宜、『新版 所有権法の理論』、岩波書店、1987年
- 神崎克郎、「証券売買委託者の法的地位（一）」、『神戸法学雑誌』13巻4号、1964年 a、473～531頁
- 、「証券売買委託者の法的地位（二）」、『神戸法学雑誌』14巻1号、1964年 b、51～111頁
- 神田秀樹、「ペーパーレス化と有価証券法理の将来」、岸田雅雄・森田 章・森本滋編『現代企業と有価証券の法理』、有斐閣、1994年、155～169頁
- 、「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」、黒沼悦郎・藤田友敬編『江頭憲治郎先生還暦記念 企業法の理論（下巻）』、商事法務、2007年、569～593頁
- ・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
- 監修著・大野正文・齊藤宗孝・始関正光・高橋康文・茅野茂昭・山本 茂編著、『株券電子化——その実務と移行のすべて』、金融財政事情研究会、2008年
- 木南 敦、「証券決済制度における物権法的構成と債権法的構成——統一商法典第八編による扱いについて——」、林 良平先生献呈論文集刊行委員会『現代における物権法と債権法の交錯』、有斐閣、1998年、119～148頁
- 金融取引における信託の今日的意義に関する法律問題研究会、「金融取引における受託者の義務と投資家の権利」、『金融研究』第17巻第1号、日本銀行金融研究所、1998年、1～110頁

- 金融法委員会、「信託法に関する中間論点整理」、2001年
- 、「サービサー・リスク回避策としての自己信託活用の可能性」、2008年
神戸大外国法研究会、『現代外国法典叢書(19) 佛蘭西商法〔I〕』、有斐閣、1957年
- 小梁吉章、『フランス倒産法』、信山社、2005年
- 佐伯仁志・道垣内弘人、『刑法と民法の対話』、有斐閣、2001年
- 坂本哲也、「デリバティブ取引の有担保化における法律問題——日本国債を用いる
場合の法律構成を中心に——」、『金融研究』第14巻第2号、日本銀行金融研究
所、1995年、135～167頁
- ・渡邊 誠、「社債等振替法の下での決済のファイナリティとDVPに関する
一考察」、日本銀行信用機構室ワーキングペーパー、03-No.1、日本銀行、2003年
- 佐久間 毅、「公共工事の前払金保証制度の下での前払金支払と信託契約の成立」、
『ジュリスト』1246号、2003年、73～74頁
- 四宮和夫、「財産管理制度としての信託について」、磯村 哲編集代表『於保不二雄
先生還暦記念 民法学の基礎的課題 中』、有斐閣、1974年、1～35頁
- 、「物権的価値返還請求権について——金銭の物権法的一側面——」、星野
英一編集代表『私法学の新たな展開——我妻栄先生追悼論文集』、有斐閣、1975
年、183～205頁
- 、『信託法〔新版〕』、有斐閣、1989年
- 清水千尋、「授權(Ermächtigung)に関する基礎的考察(五)——とくに処分授權
を中心として——」、『立正法学論集』21巻1・2号、1988年、59～77頁
- 証券取引法研究会、「分別管理について——投資対象に係る問題点——」、『インベ
ストメント』52巻4号、1999年、93～127頁
- 、『別冊商事法務272号 証券のペーパーレス化の理論と実務』、商事法務、
2004年
- 、「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」、『証券取引法
研究会研究記録』17号、2007年
- 「信託と倒産」実務研究会、『信託と倒産』、商事法務、2008年
- 末川 博、「貨幣とその所有権」、『民法論集』、評論社、1959年、25～42頁
- 鈴木竹雄、『商法研究Ⅰ 総論・手形法』、有斐閣、1981年
- 鈴木祿弥、『物権法講義 五訂版』、創文社、2007年
- 須田力哉、「指図を伴う信託事務処理に関する法的考察——不動産信託を例とし
て——」、『信託法研究』34号、信託法学会、2009年、3～30頁
- 高木多喜男、『担保物権法〔第4版〕』、有斐閣、2005年
- 高田賢治、「譲渡担保権者の破産と受託者の破産」、『大阪市立大学法学雑誌』57巻
4号、2011年、373～388頁
- 高橋 眞、『担保物権法〔第2版〕』、成文堂、2010年
- 高橋康文編著・尾崎輝宏著、『逐条解説 新社債、株式等振替法』、金融財政事情研
究会、2006年
- 竹下守夫編集代表、『大コンメンタール破産法』、青林書院、2007年

- 竹田 省、『商行為法』、弘文堂書房、1931年
- 田中和明、『詳解 信託法務』、清文社、2010年
- 田中誠二、『新版 銀行取引法（四全訂版）』、経済法令研究会、1990年
- 千葉恵美子、「集合動産譲渡担保の効力（1）——設定者側の第三者との関係を中心にして——」、『判例タイムズ』756号、1991年、33～48頁
- 茶谷栄治、「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律の解説」、『商事法務』1503号、1998年、18～26頁
- 寺本昌広、『逐条解説 新しい信託法〔補訂版〕』、商事法務、2008年
- 道垣内弘人、『信託法理と私法体系』、有斐閣、1996年
- 、「普通預金の担保化」、中田裕康・道垣内弘人編『金融取引と民法法理』、有斐閣、2000年、43～62頁
- 、「《講演録》担保法改革元年」、『金融法務事情』1682号、2003年a、17～30頁
- 、「賃料債権に対する抵当権者の物上代位による差押えと当該債権への敷金の充当」、『ジュリスト』1246号、2003年b、65～66頁
- 、「無権限者からの即時取得」、『法学教室』300号、2005年a、93～98頁
- 、「集合物と集合債権」、『法学教室』303号、2005年b、31～36頁
- 、「担保としての信託」、『金融法務事情』1811号、2007年、26～31頁
- 、『担保物権法 第3版』、有斐閣、2008年
- ・和仁亮裕・洞雞敏夫・玄 君先・坂本哲也・田中輝夫、「〔座談会〕デリバティブ取引の有担保化に関する考察」、『金融法務事情』1426号、1995年、20～34頁
- ・井上 聡・沖野眞巳・吉元利行、「パネルディスカッション 新しい信託法と実務」、『ジュリスト』1322号、2006年、14～36頁
- 時岡 泰、「一 構成部分の変動する集合動産と譲渡担保の目的 二 構成部分の変動する集合動産の譲渡担保につき目的物の範囲が特定されていないとされた事例」、『昭和54年度最高裁判例解説民事篇』、法曹会、1983年、43～64頁
- 鳥谷部 茂、「賃料債権の物上代位と敷金返還請求権の保護、住宅金融専門会社問題の処理をめぐる一事例から」、『NBL』602号、1996年、51～56頁
- 中西 正、「同時交換的取引と偏頗行為の危機否認」、『法学』62巻5号、1998年、643～689頁
- 仲田信平・内田信也・山本俊之、「ISDA CSAに関する高裁判決と実務へのインプリケーション」、西村あさひ法律事務所 金融ニューズレター、2011年
- 奈良次郎、「買戻にかかる手形について手形金の支払を受けた場合と否認権の行使の許否」、『昭和44年度最高裁判所判例解説民事篇（上）』、法曹会、1972年、78～85頁
- 西村総合法律事務所、『ファイナンス法大全（上）』、商事法務、2003年

- 日本銀行決済機構局、「リーマン・ブラザーズ証券の破綻がわが国決済システムにもたらした教訓——証券取引、上場デリバティブ取引の決済に関して——」、2009年
- 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
- 、『図説 日本の証券市場 2012年版』、日本証券経済研究所、2012年
能見善久、「金銭の法律上の地位」、星野英一編集代表『民法講座 別巻1』、有斐閣、1990年、101～142頁
- 、「信託の現代的機能と信託法理」、『ジュリスト』1164号、1999年、12～18頁
- ・道垣内弘人・沖野眞已・藤田友敬・井上 聡・田中和明、「信託法セミナー 信託財産(3)」、『ジュリスト』1413号、2010年、87～98頁
- ・——・——・——・——・——、「信託法セミナー 信託財産(5)」、『ジュリスト』1418号、2011年、102～115頁
- 早川吉尚、「金融取引における預かり資産を巡る国際私法上の問題」、『金融研究』第32巻第1号、日本銀行金融研究所、2013年、1～20頁
- 平出慶道、『現代法律学全集 17 商行為法〔第2版〕』、青林書院、1989年
- 平野裕之、「間接代理(問屋)をめぐる責任財産及び直接訴権(2・完)」、『慶應法学』2号、2005年、67～139頁
- 、『民法総合5 契約法』、信山社、2007年
- 藤田友敬、「問屋の破産と委託者の保護」、『法学教室』216号、1998年、35～38頁
法制審議会民法(債権関係)部会、「民法(債権関係)の改正に関する中間的な論点整理の補足説明」、2011年
- 堀内 仁・大島鋼一・岩沢真三・村山邦夫・富永修身、『銀行実務総合講座 第1巻 預金』、金融財政事情研究会、1980年
- 本多正樹、「レポ取引の発展と法律構成について(二・完)——債券と資金との交換または相互の貸借の取引——」、『民商法雑誌』134巻3号、2006年、329～356頁
- 松井智予、「フランス商法典の概観——日本商法典と比較して」、『NBL』935号、2010年、70～79頁
- 松岡啓祐、「アメリカにおける証券会社破産と顧客の地位(四)——連邦証券投資者保護法制を中心に——」、『専修法学論集』75号、1999年、105～131頁
- 、「アメリカにおける証券会社破産と顧客の地位(七)——連邦証券投資者保護法制を中心に——」、『専修法学論集』82号、2001年、39～71頁
- 松岡久和、「アメリカ法における追及の法理と特定性——違法な金銭混和事例を中心に——」、林 良平先生献呈論文集刊行委員会『現代における物権法と債権法の交錯』、有斐閣、1998年、357～394頁
- 松本貞夫、「振込取引に関する法律問題の体系的整理(1)」、『明治大学法科大学院論集』3号、2007年、1～51頁
- 三宅正男、『契約法(各論)下巻』、青林書院、1988年

- 民法（債権法）改正検討委員会、『詳解・債権法改正の基本方針Ⅰ——序論・総則』、商事法務、2009年
- 、『詳解・債権法改正の基本方針Ⅴ—各種の契約（2）』、商事法務、2010年
- 森下哲朗、「国際的証券振替決済の法的課題（一）」、『上智法学論集』44巻1号、2000年、1～79頁
- 、『国際的証券振替決済の法的課題（二）』、『上智法学論集』44巻3号、2001年、35～81頁
- 、『国際証券決済法制の展開と課題』、『上智法学論集』47巻3号、2004年、214～172頁
- 、『国際的証券振替決済の法的課題（四）』、『上智法学論集』50巻4号、2007年、45～104頁
- 森田宏樹、「振込取引の法的構造——『誤振込』事例の再検討——」、中田裕康・道垣内弘人編『金融取引と民法法理』、有斐閣、2000年、123～198頁
- 、『普通預金の担保化・再論』、道垣内弘人・大村敦志・滝沢昌彦編『信託取引と民法法理』、有斐閣、2003年、299～334頁
- 、『事業の収益性に着目した資金調達モデルと動産・債権譲渡公示制度』、『金融法研究』21号、金融法学会、2005年、81～107頁
- 、『有価証券のペーパーレス化の基礎理論』、『金融研究』第25巻法律特集号、日本銀行金融研究所、2006年、1～67頁
- 、『貸貸人の地位の移転と敷金の承継（1）』、『法学教室』368号、2011年、98～107頁
- 安永正昭、「賃料債権に対する抵当権者の物上代位による差押えと当該債権への敷金の充当』、『金融法務事情』1684号、2003年、37～40頁
- 柳 勝司、『委任による代理』、成文堂、2012年
- 山下友信、「ドイツにおける債券振替決済」、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
- 山田誠一、「デリバティブ取引（その2）——スワップ契約の不履行により解除がなされた場合の損害賠償とデリバティブ取引における担保——』、『資本市場』158号、1998年、17～23頁
- 、『種類物を用いた担保——担保の多様化についての一視点——』、『金融研究』第21巻第4号、日本銀行金融研究所、2002年、203～228頁
- 山本和彦・中西 正・笠井正俊・沖野眞已・水元宏典、『倒産法概説〔第2版〕』、弘文堂、2010年
- 山本克己、「取立委任手形につき商事留置権を有する銀行が、民事再生手続開始決定後に同手形を取り立て、銀行が有する債権に充当することの可否』、『金融法務事情』1876号、2009年、56～59頁
- 柚木 馨・高木多喜男編、『新版注釈民法（9）物権（4）』、有斐閣、1998年
- 米津稜威雄、「別段預金とその差押え」、藤林益三・石井眞司編『判例・先例 金融取引法（新訂版）』、金融財政事情研究会、1988年、68～69頁

- 我妻 栄、『新訂 民法総則（民法講義Ⅰ）』、岩波書店、1965年
——、「判例に現われた敷金問題」、『民法研究Ⅳ 債権各論』、有斐閣、1969年、
25～141頁
——・有泉 亨・清水 誠・田山輝明、『我妻・有泉コンメンタール民法——総
則・物権・債権——〔第2版追補版〕』、日本評論社、2010年
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), “Report and Recommendations of
the Cross-border Bank Resolution Group,” 2010.
- , and International Organization of Securities Commissions (IOSCO), “Second
Consultative Document, Margin Requirements for Non-centrally Cleared Derivatives,”
2013.
- Committee on the Global Financial System, Bank for International Settlements, “Collateral
in Wholesale Financial Markets: Recent Trends, Risk Management and Market
Dynamics,” 2001. Available at [http://apps.americanbar.org/buslaw/newsletter/0013/
materials/accountcontrol.pdf](http://apps.americanbar.org/buslaw/newsletter/0013/materials/accountcontrol.pdf)
- Darmstadter, Howard, Sandra M. Rocks, and Steven O. Weise, “A Model ‘Account
Control Agreement’ under Revised Article 9 of the Uniform Commercial Code,”
2003.
- Don, Michael E., and Josephine Wang, “Stockbroker Liquidations under the Securities
Investor Protection Act and Their Impact on Securities Transfers,” *Cardozo Law
Review*, 12, 1990, pp. 509–556.
- Financial Markets Law Committee (FMLC), “Issue 144 Investment Banking Insolvency
Panel Proposals, Response to the December 2009 HM Treasury Consultation Doc-
ument on Establishing Effective Resolution Arrangements for Investment Banks,”
2010.
- Financial Stability Board (FSB), “Key Attributes of Effective Resolution Regimes for
Financial Institutions,” 2011.
- , “Consultative Document, Strengthening Oversight and Regulation of Shadow
Banking, A Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities
Lending and Repos,” 2012.
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO), “Survey of Regimes
for the Protection, Distribution and/or Transfer of Client Assets, Final Report,” 2011.
- , “Consultation Report, Recommendations Regarding the Protection of Client
Assets,” 2013.
- Johansson, Erica, *Property Rights in Investment Securities and the Doctrine of Specificity*, Springer, 2009.
- Keijser, Thomas, “Report on a ‘Right of Use’ for Collateral Takers and Custodians,”
Presented to the UNIDROIT Secretariat, 2003.
- Law Commission, “Law Commission Project on Intermediated Investment Securities:
Second Seminar: Issues affecting Account Holders and Intermediaries,” 2006.

- , “The UNIDROIT Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities: Further Updated Advice to HM Treasury,” 2008.
- Mooney, Charles W. Jr., “Practising Safer Lex : The Proper Domain of Property, Secured Transactions and Insolvency Laws in the Regulation of Securities Intermediaries,” in Guido Ferrarini, ed. *European Securities Markets: The Investment Services Directive and Beyond*, Kluwer Law International, 1998, pp. 85–94.
- Singh, Manmohan, and James Aitken, “The (Sizable) Role of Rehypotheccation in the Shadow Banking System,” *IMF Working Paper*, 2010.
- Yates, Mandeleine, and Gerald Montagu, *The Law of Global Custody, Legal Risk Management in Securities Investment and Collateral*, Tottel Publishing, 2009.

