

第3章 間接保有証券法制を巡る欧米の状況と日本法の課題

森 下 哲 朗

我が国では、2002年4月の「短期社債等の振替に関する法律」の施行、2003年1月の「証券決済制度等の改革による証券市場の整備のための関係法律の整備等に関する法律」（証券市場整備法）の施行による「短期社債等の振替に関する法律」の「社債等の振替に関する法律」への改正、2004年10月の「株式等の取引に係る決済の合理化を図るための社債等の振替に関する法律等の一部を改正する法律」の一部施行による「社債等の振替に関する法律」の「社債、株式等の振替に関する法律」への改正、そして、2009年1月の株式ペーパーレス化の実施等を通じて、複層構造による証券の間接保有制度のための法制が整備されてきた。米国では1994年のUCC第8編改正によって間接保有証券法制が整備されている⁽¹⁾。また、EUでも統一的な間接保有証券法制の作成に向けた動きが行われてきた。

こうした中、リーマン・ブラザーズの破綻を機に、英国などでは間接保有証券法制や証券会社の破綻処理を巡る具体的な法的課題が指摘されている。

本稿では、間接保有証券法制に関して、最近の欧米における話題を幾つか取り上げたうえで、そうした欧米の状況等も踏まえ、我が国の間接保有証券法制の今後の課題について検討することとしたい。なお、間接保有証券法制との関係では、どの国の法律が適用されるか等の国際私法的な問題も重要であるが⁽²⁾、本稿では検討の対象外とすることとした。

1 米国

(1) UCC第8編

米国のUniform Commercial Code第8編（特にPart 5）では、仲介金融機関（securities

(1) 米国法の概要については、拙稿「国際的証券振替決済の法的課題（1）」上智法学論集44巻1号20頁以下（2000）を参照。

(2) この点については、拙稿「国際的証券振替決済の法的課題（5・完）」上智法学論集51巻1号13頁以下、27頁以下を参照（2007）。

intermediary)を介して証券を保有する投資家の権利はsecurity entitlementと呼ばれ(§8-102(a)(17))、金融機関の記録においてsecurity entitlementを保有するとされている者をentitlement holderという(§8-102(a)(7))。ある投資家Aが仲介金融機関Bに証券口座を有し、当該口座を通じて株式aに投資している場合、entitlement holderであるAは、Bが保有している証券aに対する権利(典型的には、Bが集中保管機関Cに預けている証券aに対する権利)につき、割合的な物権的権利(pro rata property interest)を有する(§8-503(b))。但し、Aが証券aに対する権利を行使することができるのは、自己が口座を有するBに対してのみであり(§8-503(c))、証券aの発行者やCに対してその権利を主張することは原則として認められない(3)。

仲介金融機関は、①全てのsecurity entitlementに対応する量の証券を直接あるいは他の仲介金融機関を通じて保有・維持する義務(§8-504(a))、②証券について発行者が行った支払いや分配を受領し、entitlement holderに提供する義務(§8-505(a)(b))、③entitlement holderからの指示に従って証券に関する権利を行使する義務(§8-506)、④entitlement holderからの証券の移転(transfer)や買戻(redemption)にかかる指示(entitlement order)に従う義務(§8-507(a))、⑤証券の保有形態の変更についてのentitlement holderの指示に従う義務(§8-508)を負っており、これらの義務については、法令・規則等に従い、また、法令や契約等で特定されていない場合には商業的に合理的な態様で(in a commercially reasonable manner)義務を履行しなければならない(§8-509(a)(b))とされている。

口座に記帳された証券について、entitlement holder以外の者が自己が物権的権利(property right)を有すると主張し、自分以外の者(例えばentitlement holder)が当該証券を保有したり処分したりすることは自己の権利を侵害するものであると主張する場合、そのような主張をadverse claimと呼ぶ(§8-102(a)(1))。UCC第8編は、証券決済制度の円滑・効率的な運営等の観点から、このようなadverse claimを主張しにくくしている(4)。具体的には、security entitlementを有償かつadverse claimについて知らないで(for value and without notice of the adverse claim)取得した者に対しては、adverse claimを主張することはできないとされ(§8-502)、また、adverse claimについて知っているとされるのは、①現に知っている、②当該adverse claimが存在する相当の可能性を示すのに十分な事実を知らながらadverse claimの存在を裏付ける情報を意図的に退けた(deliberately avoid)、③法令によりadverse claimが存在するかどうかを調査する義務を負っており、そうした義務を果たしていたならばadverse claimの

(3) 拙稿・前掲注1、30頁以下。

(4) 拙稿・前掲注1、43頁以下。

存在を裏付けることができた、のいずれかの場合である (§ 8-105 (a))。このうち、②は意図的な無視の基準 (willful blindness test) と呼ばれるものである⁽⁵⁾。

また、米国法の特徴として、「コントロール (control)」による担保権の設定がある。具体的には、日本法におけるように証券が担保権者の口座の質権欄や保有欄に記録されることがなくとも、口座を管理する金融機関が口座名義人の指示がなくても担保権者からの指示に従うことを約することによって担保権者は当該口座に記録された証券について「コントロール」を取得し (§ 8-106 (d) (2))、このようなコントロールを得た担保権者は、債務者の債務不履行に際して証券を処分して回収に充てることができるし、口座名義人の破綻に際して口座名義人の一般債権者に優先する⁽⁶⁾。証券口座に記録されている証券を担保に取得する際には、口座名義人、担保権者、口座管理機関の間で、口座名義人からの同意がなくても担保権者の指図に従って証券の移転や処分を行うことを口座管理機関に授権する “account control agreement” が締結される。

UCC第8編5章に関する裁判例は多いとはいええないものの、様々な裁判例が存在する⁽⁷⁾。比較的目につくのは、adverse claimの扱いに関するものと、control agreementに関するものである。

まず、adverse claimの扱いに関するものとしては、たとえば、以下のような裁判例が存在する。

① SEC v Credit Bancorp, Ltd., 386 F.3d 438 (2nd Cir. 2004)

ドイツ銀行がCredit Bancorpから預かった証券 (この証券は、ドイツ銀行がCredit Bancorpに対して供与するマージン・ローンの担保となる旨が合意されていた) について、Credit Bancorpの顧客の弁護士から、Credit Bancorpが提供した証券は当該顧客に帰属するものであり売却や担保差入れ等ができないものであることを伝える手紙を受領し、さらに、当該顧客がCredit Bancorpは不正に顧客の担保を処分している恐れがあり調査している旨、及び、その後、Credit Bancorpに訴訟提起した旨をプレス・リリースしていたにもかかわらず、ドイツ銀行は何も問題ないとCredit Bancorpからの説明を信じ、プレス・リリース後も取引を続けた事案

(5) 拙稿・前掲注1、44頁。

(6) 拙稿・前掲注1、34頁以下。

(7) 毎年1回、The Business Lawyer誌において、UCC第8編に関する裁判例が纏めて紹介されている。

である。

証券を担保に得た銀行は、もし、有償かつadverse claimを知らずに担保に取得したのであれば、adverse claimから保護される (§8-510 (a))。本件では、ドイツ銀行が融資の見返りに証券を担保に取得していたことから「有償で」という要件を満たすことについては争いはなく、ドイツ銀行がadverse claimを知っていたといえるかどうか争点となった。第一審はドイツ銀行はadverse claimを知っていたといえとした。

控訴審は、上述したUCC §8-510 (a) 及び §8-102 (a) が採用している“willful blindness test”が適用されるとしたうえで、①ドイツ銀行において本件取引を現に担当していた職員の金融業界における経験やプレス・リリースの内容に照らせば、少なくともプレス・リリースの時点では預けられた証券について権利を主張する第三者が存在する相当の可能性 (a significant probability of an adverse claim) を知っていたとし、また、②契約書等の関係書類を調査することは容易であり、かつ、そうした書類を調査したらadverse claimの存在を容易に確認できたにも関わらずそれをしなかったことは、adverse claimの存在を裏付ける情報を意図的に無視したことに当たるとして、プレス・リリース後に実施した融資との関係での担保権の効力を否定した。

本判決に対しては、①の点に関して、UCC第8編は担当者が実際にadverse claimの存在を疑っていることを求めているという点 (実際に疑っているからこそ、意図的に無視するという次の要件が意味をもってくる) で、主観的なテスト (subjective test) を採用しているにもかかわらず、裁判所が実際に採用した基準は合理的な者であったら可能性に気付いたかどうかという客観的なテスト (objective test) であること、②の点に関して、判決は担当者が実際にadverse claimの存在を疑っていたかであるとか、なぜ調査をしなかったか等については全く認定せずに、担当者がadverse claimが存在する相当の可能性を示す事実を知っていたにも関わらず調査をしなかったことの論理的な帰結として意図的に無視したとしていること、といった点で、UCC第8編の起草者が想定したとは異なる取扱いを行ったものであるとの批判がある⁽⁸⁾。この論者は、主観的なテストではなく、客観的なテストを採用することによって、「意図的な無視」の要件は実際には無意味なものとなり、担当者がadverse claimの存在を疑うべきであったかどうか、という点が唯一の要件となることに繋がり、従って、金融機関がadverse claimを知っていたと扱われるケースが増加するであろう、しかし、それはUCC第8編の起草者が意図したと

(8) Darmstadter, Investment Securities- Article 8 : 2004 Development, 60 Bus. Law 1715, 1717ff. (2005)

ころではない、と主張する⁽⁹⁾。

同様に、担保権者である金融機関がadverse claimを知っていたかどうかの問題となったものとしては、以下のような裁判例が存在する。

② The Scher Law Firm v. DB Partners I

不動産投資を行うリミテッド・パートナーシップのジェネラル・パートナーDが、当該リミテッド・パートナーシップが不動産を売却して得た代金を、自己の支配する法人（DB Partners I LLC）がロイヤル・バンク・オブ・カナダ（RBC）の100%子会社であるRBC Capital Marketsに開設した口座に違法に移転した。2006年5月には上記パートナーシップのリミテッド・パートナーらがD等に対して訴訟を提起し、2006年9月から11月にかけて、訴訟の原告であるリミテッド・パートナーの申立てによりRBC Capital Marketsに対して4回にわたり文書提出令状（subpoena duces tecum）が発せられた。この令状には、前記訴訟の原告が違法に移転された資金の追跡のために文書提出令状を求めていることや、前記訴訟の中で裁判所が前記訴訟の被告に対して当該資金の処分を禁止する暫定的差止命令（temporary restraining order）を出したことが言及されていた。しかし、RBCは2007年5月にDB Partnersに対して16万米ドルの与信枠を供与し、その見返りとしてDB PartnersがRBC Capital Marketsに有する口座及びそこに保有されている金融資産一切を担保に取得した。そこで、前記訴訟の原告らがRBC Capital MarketsにおけるDB Partnersの口座に保有されている金融資産の引渡しを求めて訴訟（「本案訴訟」）を提起した。

本案訴訟とは別に、RBCが与信の回収のために担保を処分しようとしたのに対して原告らがその差止めを申し立てた裁判において、裁判所は、RBCがadverse claimを知っていたといえるかどうかを判断するにあたっては、RBC Capital Marketsがadverse claimの存在を知っていたといえるかどうかを重要であるとした。そして、4通もの令状を受領したRBC Capital Marketsは、Dの支配する法人に関する書類を調査すべきであり、もし調査したならばadverse claimの存在を裏付ける情報を得ることができたはずであるとし、adverse claimの存在を知っていたといえるとした。RBC Capital Marketsは、2006年に440通もの令状を受領しており、たった4通の令状からadverse claimの存在を知ることなどはできなかったと主張したが、認められなかった。RBCについては、RBC自身がgoogleでDV Partnersについて調べたところ前記訴訟の存在を知っていたことに加え（但し、RBCは詳細な調査をしなかったようである）、与信枠設定直

(9) Id., at 1718. なお、第一審についての解説である、Darmstadter, Article 8 - Investment Securities, 59 Bus. Law 1637, 1637ff. (2004) も参照。

後にRBCがDB PartnersよりRBCグループ企業が有する情報を共有することについての同意書を得ていたこと、DB Partnersが1年以上にわたりRBC Capital Marketの顧客であったことからRBCがDB Partnersへの与信実行にあたって、通常の与信に要求されるreference letterを徴求しなかったこと等を挙げて、RBCはRBC Capital Marketsから令状等に関する情報を得ていたと思われる（判決では、“as appears likely”とされている）、そのような情報に接していたならばRBCはadverse claimの存在を疑わせる状況について更に調査すべきであったとして、RBCはadverse claimを知っていたとした（911 N.Y.S.2d 696 (Supreme Court of New York, Kings County, 2010)）。この判示に対しても、UCC § 1-202 (f) によれば、組織がある事実を知ったというためには、問題となっている取引を担当する個人が知るに至ったか、組織が適切な調査をしていれば当該事実を知っていたはずであることが必要としていることからすると、RBC Capital Marketsが知っていたからといってRBCも知っていたとして扱うのは難しいこと、また、本件も①の判決と同様にadverse claimに関して客観的なテストを採用したものである等の批判がなされていた⁽¹⁰⁾。

しかし、その後の本案においては、裁判所は、取引を担当していない個人が知っている情報であって、取引を担当している者に提供されていない情報は、情報の伝達が意図的に阻害された場合を除き、組織が知っていたとして扱うための根拠とはなりえないこと、RBCがRBC Capital Marketsの100%親会社であるとはいっても、証拠によれば、RBCはRBC Capital Marketsとは独立して与信調査等の業務を行っていたこと、willful blindness testは当該取引を担当していた個人について適用されるが、RBCにおける本件与信の担当者は通常の与信手続に従って適切に業務を行っていたと認められ、adverse claimが存在する相当の可能性を示すような事実を知らなかったこと、等を挙げて、RBCはadverse claimを知っていたとは言えない、と判断した（920 N.Y.S.2d 244 (Supreme Court of New York, Kings County, 2011)）。この判断は、Supreme Court of New YorkのAppellate Divisionにおいても維持されている（948 N.Y.S. 2d 335 (2012)）。

日本法上、法人の善意悪意を判断する上での特別の基準は存在しないが、法人やグループとしての善意・悪意をどう判断するかという問題は、我が国においてもより深く検討される必要があるように思われる。

UCC第8編では、口座を管理する仲介金融機関に対してadverse claimの存在を主張することも難しくなっている。具体的には、有効なentitlement orderに従って処理をした仲介金融機関は、

(10) Darmstadter, Investment Securities, 66 Bus. Law. 1153, 1154ff. (2011)

その処理の時点において、裁判所からの差止命令等を受領していた場合、あるいは、他者と共謀してadverse claimを主張する者の権利を侵害した場合を除いては、adverse claimを主張する者に対して責任を負わない、とされている（§8-115）⁽¹¹⁾。この点に関する裁判例としては、以下のようなものがある。

③ Pine Belt Enterprises, Inc. v SC&E Administrative Services, Inc. et. Al, 2005 U.S.Dit. LEXIS 23567 (District Court for the District of New Jersey, 2005)

自動車ディーラーである原告は、National Warranty Insurance Companyが提供する自動車修理保証プログラムに参加した。このプログラムでは、原告がその顧客に対して修理保証契約を販売すると、原告はNational Warrantyに販売代金を送付し、National Warrantyはエスクロー・エージェントであるAmerican Prime AssetがPrudentialに開設した口座に販売代金を入金することとなっており、この口座の資金が修理保証のために用いられることとなっていた。この口座については、National Warrantyからの3名とAmerican Primeからの1名がfiduciaryとして選任されており、Prudentialはこの4名のfiduciaryの何れかからの指示に従うことができるとされていた。National Warrantyのfiduciaryらはこの口座の資金をNational Warrantyの固有の口座に送金するよう指示し、その後、National Warrantyは倒産した。原告は、Prudentialを信託義務違反や横領（conversion）で訴えた。

裁判所は、横領が成立するためには、Prudentialが無権限で口座を取り扱ったことを立証する必要があるが、Prudentialはfiduciaryからの指示に従っただけであり、無権限であったとの立証はなされていないとして原告の訴えを退けた。その中で裁判所は、PrudentialはAmerican Primeの証券口座を扱っていたのでUCC第8編における仲介金融機関（securities intermediary）に該当するとしうえて、entitlement holderからの有効な指示に従った仲介金融機関は口座に記帳された金融資産について自己が権利を持つとの第三者からの主張（adverse claim）に対して責任を負わないとした（UCC §8-115）。また、UCC §8-115（2）は不法行為者と共謀した仲介金融機関は免責されないとするが、取引が適切なものかどうかを監視するのは口座管理者の役割ではないので、顧客が何か悪いことをしているということに気が付いたり、権利を主張する第三者の存在を知っただけでは共謀したとはいえないとして、Prudentialの行為は正当なものであったと述べた。

コントロールによる担保権設定との関係では、コントロール・アグリーメントが成立したか

(11) この規定に関しては、拙稿1、45頁以下を参照。

どうかを巡って争われた事案が存在する。

④ United Hudson Bank v. PNC Bank New England, 2006 Conn. Super. LEXIS 255 (2006)

原告銀行がその顧客に対する融資を実施するにあたり、被告銀行が当該顧客から預かっていた証券について、被告銀行から担保権設定契約書 (Notification and Control Agreement) の書式の提示を受け、それに原告銀行と当該顧客が署名し、それを被告銀行に送付したことにより、有効に担保権を得たと主張した事案である。原告銀行と被告銀行との間では担保権設定契約書を巡り口頭やファックスでのやりとりはなされたが、被告銀行が契約書にカストディアンとして署名することはなかった。

裁判所は、原告銀行は自己がentitlement holderになったとは主張しておらず、また、被告銀行が原告銀行の指図に従うと約したことも証明されていないことから、本件事情のもとでは原告銀行はコントロールを得ていないとして、担保権の成立を否定した。

⑤ Smith v Powder Mountain, LLC 2011 U.S. Dist. LEXIS 64650 (District Court for the Southern District of Florida, 2011)

本件は、Fidelity Investmentに開設された個人の口座を巡って、それを差し押さえた債権者 (FDB II Associates, LP) と、当該口座について先にコントロールを得ていたと主張する者 (PFP Asset Recovery LLC) との間で、当該口座に関していずれが優先するかが争われた事例である。UCC § 8-106 (d) (2) は、口座に記載されたentitlement holderからの指示がなくても仲介金融機関がsecurity entitlementのpurchaserからのentitlement orderに従うとの合意をした場合には、当該purchaserはコントロールを得る、と規定する。PFPは当該口座の名義人である個人に対して詐欺を理由とする訴訟を提起し、当該個人との間で当該口座をPFPに移転すること等を内容とする和解に至っていた。PFPは、自身は当該口座に係るsecurity entitlementの譲受人 (purchaser) であり、FidelityとPFPとの間の電子メールのやりとりを通じて、FidelityはPFPのentitlement orderに従って行為することに合意し、PFPはコントロールを得たと主張した。裁判所は、security entitlementのpurchaserがコントロールを得るための要件であるpurchaserのentitlement orderに従うという金融機関の合意は、書面でなされる必要はないものの、金融機関がpurchaserのentitlement orderに従いたいという意向を示しただけでは足りず、金融機関とpurchaserとの間の法的拘束力のある契約上の約束と言えるようなものでなければならない

とし、本件ではそのような契約上の約束を生じさせるような事情はなかったとした⁽¹²⁾。

最後に、コントロール・アグリーメントのドラフティングに問題があったために、金融機関が損失を被った事例が存在する。

⑥ Fifth Third Bank v Lincoln Financial Securities Corporation, LEXIS 16565 (6th Cir., 2011)

原告であるFifth Third Bankは、融資の担保として債務者が被告（Lincoln Financial Securities Corporation）のbrokerage accountに保有していた証券を取得することとし、原告、被告、債務者の間で“Account Control Agreement”（「本契約」）が締結された。本契約において、被告は契約締結時には債務者の口座に約3.2百万ドルの価値の証券が保有されていることを表明し保証していたが、このうち、2.8百万ドルは被告が債務者から2.8百万ドルの小切手を受け取り、債務者の指示により購入して当該口座に記帳したものであった。また、本契約において被告は、原告の同意なしに当該口座から証券を引き出さないこと、当該口座について先取特権や相殺権を主張しないこと等を約束していた。しかし、本契約締結後、当該口座に記帳されていた証券のうち2.8百万ドル分の購入代金として振り出された小切手が不渡りとなったため、被告は2.8百万ドルの購入を取り消した。原告は、原告の許可なく2.8百万ドルの購入を取り消したのは本契約違反であると主張し、損害賠償を求めて提訴した。第一審、控訴審とも、サマリージャッジメントにより原告の訴えを認めた。

本件では、2.8百万ドル分の証券の所有権は小切手が決済されるまでは売主に帰属するものであったにもかかわらず、被告が本契約において、口座には約3.2百万ドルの証券が保有されていることを保証し、また、この証券について他に権利を主張する者の存在を知らないと保証した点が重視された。本件については、本件での問題はcontrol agreementに内在する危険から生じたものではなく、被告の新人担当者のドラフティング・ミスによるものであって、適切にドラフトされたcontrol agreementは、残高を保証することもなし、口座管理機関が証券購入代金を確保するための先取特権（lien）を行使できることを明記している、との指摘がなされている⁽¹³⁾。

(12) Darmstadter, Investment Securities, 67 Bus. Law, 1299, 1307ff. (2012) は、コントロールを得たというためには、法的に強制可能な合意をしている必要があるとして、本判決を評価する。

(13) Darmstadter, Investment Securities, 65 Bus. Law, 1283, 1284 (2010)

(2) 証券会社の倒産処理と投資家の処遇

リーマン・ブラザーズの破綻は、米国においても、間接保有証券を保有する投資家の権利や証券会社の破綻処理における投資家の権利の取扱いについて、様々な問題を考えさせる契機となった。

米国では、2008年9月15日にLehman Brothers Holdings Inc.についてChapter11が開始された後、9月19日に、米国におけるブローカー・ディーラー業務を担当するLehman Brothers, Inc. (LBI) について、連邦証券投資者保護法 (Securities Investor Protection Act) のもとでの破綻処理手続が行われている。なお、2011年10月には、MF Globalが破綻し、同じく連邦証券投資者保護法のもとでの破綻処理手続が行われている。

① SIPAにおける投資家の権利の処遇

米国では、ブローカー業務を営む証券会社の破綻処理については連邦証券投資者保護法 (Securities Investor Protection Act) (SIPA) が適用される⁽¹⁴⁾。同法のもとでは、証券会社が破産した場合、まず顧客名義で登録されたregistered securities (裏書による譲渡が禁止されているものに限る) については、当該顧客に返却される⁽¹⁵⁾。その他の顧客については⁽¹⁶⁾、証券会社が顧客のために受領し、取得し、または保管している全ての証券および金銭 (「顧客資産 (customer property)」) が、各顧客について算出される「純持分 (net equity)」の額に応じ、他の債権者に優先して比例的に分配される⁽¹⁷⁾。ここで、純持分とは、各顧客が証券会社に対して有する証券にかかる請求権を手続開始申立日の相場でドル換算した額と各顧客が証券会社に対して有する金銭債権額を合計した金額から、各顧客が証券会社に対して負担する債務を差し引いた額に、各顧客が管財人の許可を得て証券会社に支払った額を加算することによって得られるドル金額である⁽¹⁸⁾。全ての顧客についての純持分額を合計した金額と顧客資産の額 (証券

(14) 証券投資者保護法については、松岡啓祐「アメリカにおける証券会社破産と顧客の地位 (一) ~ (六)」専修法学論集72号93頁以下、73号95頁以下、74号105頁以下、75号105頁以下、76号101頁以下、76号83頁以下 (1998~2000)；松岡啓祐「日米における証券業者の顧客資産保管規制の一考察」『奥島孝康教授還暦記念 第一巻 比較会社法研究』(成文堂、1999) 293頁以下を参照。

(15) このような証券は「顧客名義証券 (customer name security)」と呼ばれる。但し、当該顧客が証券会社に対して債務を負担していない場合に限る (債務を負担している場合には、当該顧客は管財人の許可を得て債務を弁済し証券の返還を受けることができる)。15 U.S.C. 78fff-2 (c) (2)。

(16) SIPAにおいては、証券の購入代金を支払っている者は、仮にUCCに基づき証券の移転を受けていなくても、同法上の「顧客 (customer)」としての地位を与えられ (15 U.S.C. 78ll (2) の顧客の定義は証券口座への記帳に関係しないかたちで規定されている)、同法のもとでの配当手続に参加することができる。

(17) 15 U.S.C. 78fff-2 (c) (1) (B)

(18) 15 U.S.C. 78ll (11)

については純持分の算出の場合と同様、全ての証券について手続開始申立日の相場でドル換算された額)を比較し、各顧客に対する分配率が算出される。各顧客の純持分額に分配率を乗じた額が各顧客への分配額となる。分配額と純持分額の差額については、顧客一人あたり証券と金銭債権あわせて50万ドルを上限として(うち、金銭債権は25万ドルを上限とする)、SIPAに基づき設置された証券投資者保護公社(Securities Investor Protection Corporation)のreserve fundから差額が補填されることにより、顧客の保護が図られている⁽¹⁹⁾。証券の分配に際しては極力同種の証券を返還すべきこととされており、管財人は手許に現存する証券をもって分配に充てるほか、手許の証券が不足している場合には可能な限り必要な証券を市場から調達して分配に充てることが義務付けられている⁽²⁰⁾。

SIPAに基づくこのような分配スキームは、顧客名義で登録された証券を除いては、net equityの額に応じたプロラタで分配を行うという点で、各顧客の証券に対する物権的な権利に基づいた処理方法とは異なるものである⁽²¹⁾。

Mooney教授は、同じように証券会社と取引している顧客の地位がその取引していた証券の種類という要素によって大きく異なるという結果を招く物権法的な処理方法を疑問とし、同じ証券会社についての同様のリスクを負担する顧客を等しく取り扱うという点で、SIPAに基づく分配スキームの方がより債権者平等の理念に基づくものであるとする⁽²²⁾。

② リーマン・ブラザーズの破綻処理：管財人による中間レポート

SIPAのもとでは、管財人は、証券投資者保護公社の承認を得ることによって、顧客の同意を得ることなく、顧客の口座の全部または一部を証券投資者保護公社のメンバーである他の証券会社に売却したり移転したりすることができる⁽²³⁾。2010年8月、リーマン・ブラザーズのSIPAの下での破綻処理手続の管財人が公表した中間レポート(Trustee's Preliminary Investigation Report and Recommendation)によれば⁽²⁴⁾、リーマン・ブラザーズの

(19) SIPCのbrochure (http://www.sipc.org/Portals/0/PDF/HSPY_2012_English.pdf)を参照。

(20) 15 U.S.C. 78fff-2 (d)

(21) 物権的な処理を貫徹しようとするれば、顧客名義で登録された証券以外の証券についても、証券の種類、銘柄ごとに物権的権利を有する顧客を特定し、当該種類、銘柄の証券を預託した顧客の間でプロラタでの分配が行われることになると考えられる。

(22) Mooney, Practising Safer Lex: The Proper Domain of Property, Secured Transactions and Insolvency Laws in the Regulation of Securities Intermediaries, Ferrarini Ed, European Securities Markets, The Investment Services Directive and Beyond (Kluwer Law International, 1998), at 91ff.

(23) 15 U.S.C. 78fff-2 (f)

(24) 本レポートは、<http://dm.epiq11.com/LBI/Project>でダウンロード可能である。

一般の顧客（関連会社等の債権者ではない顧客）の口座の多く（11万口座超、約890億ドル相当）が他の証券会社に移転され、これによって、多くの顧客が数日のうちに証券取引を再開できたとのことである（¶191ff、¶216）。

他方、多くのプライム・ブローカレッジ取引に係る口座については、そのような移転がなされなかったとされる。リーマン・ブラザーズが行っていたプライム・ブローカレッジ取引とは、主に、ヘッジファンド、機関投資家等を相手にしたものであり、カストディ口座に加えて、証券の購入資金を融資したり、空売りの際に必要な貸株をしたりするサービスを加えたものである。リーマン・ブラザーズでは、こうした融資や貸株はリーマン・ブラザーズ・インターナショナル・ヨーロッパ（Lehman Brothers International (Europe)）（LBIE）が行っていた。顧客は、リーマン・ブラザーズやLBIE等と契約を締結し、そうした契約では、顧客がカストディ口座に有する証券をリーマン・ブラザーズらが証券の買付けのための担保に利用できること、また、顧客の資産についてリーマン・ブラザーズらが先取特権や担保権を有することが規定されていた（¶91ff）このようなプライム・ブローカレッジ取引に係る口座については、先取特権や担保権等の処理等を巡る難しい法的問題や、LBIEの破綻処理手続との関係等から、他の証券会社への移転がなされなかった口座が少なくなかったとのことである（¶205ff）。

このレポートによれば、SIPAの手続はリーマン・ブラザーズの破綻処理に概ねうまく対応できたとのことであるが、幾つかの課題や改善も示されている。既述のような顧客間の比例分配のルールに関しては、顧客の口座には、たとえば、単純なカストディ口座とプライム・ブローカレッジ口座など、様々な性格のものがあることから、全ての顧客を一つのまとまりとして分配を行うのではなく、口座の性格に応じて資産を複数のまとまりに分けて分配作業を行うことが認められるべきであるとの提案がなされている（¶266ff）。また、リーマン・ブラザーズの破綻直後から、リーマン・ブラザーズの主決済銀行であったJPモルガン・チェースは、リーマンに対する口座情報等の提供を一方的に停止し、管財人は顧客の資産の状況を適切に把握できず、分別管理等のための指示等もできなかったとされる（¶128ff）。このため、管財人は決済銀行や集中保管機関等有する顧客口座等に関する情報に継続的にアクセスできるようにすべきであり、決済銀行は管財人の指示に従って顧客資産の分別のために必要な処理等を行わなければならないとすべきである等の提案がなされている（¶258ff）。

2 英国

(1) 英国法の状況

英国には、現時点では、間接保有証券についての特別の立法は存在しない。

英国法では、仲介金融機関を受託者とし、投資家を受益者とする信託的な構成によって、間接保有証券に関する法律関係が説明されている⁽²⁵⁾。

このように間接保有証券における権利関係を原則として信託として性質決定する考え方は、リーマン・ブラザーズの破綻に関連して提起された幾つかの訴訟の判決においても示されている。

① In the matter of Lehman Brothers International (Europe) (in administration) [2009] EWHC 2545 (Ch)

Lehman Brothers International (Europe) (“LBIE”) のadministratorが、LBIEがプライム・ブローカレッジ契約 (International Prime Brokerage Agreement) に基づき、カストディアンとしてのLBIEが顧客から預かっている証券に関して支払われる金銭を、信託財産として分別管理すべきか、あるいは、LBIEの財団に組み入れるべきか、について、裁判所の判断を仰いだ事件である。

本件でBriggs判事は、LBIEと顧客との関係が信託であるかどうかを決定するのは当事者の意思であり、契約書の解釈問題であるとしたうえで、契約書において当事者が“custody”、“custodian” という用語を用い、また、契約書のSchedule 2において、“The Prime Broker will identify in its books and records that the securities belong to the Counterparty” (¶2.1) であるとか、“The Prime Broker will require that any sub-custodian or nominee appointed by it, or any Securities Depository which it uses to hold the securities pursuant to this Agreement, will identify in its books and records that the securities belong to the customers of the Prime Broker (to the extent permitted by applicable mandatory law, regulation or market practice) so that it is readily apparent that such securities do not belong to the Prime Broker.” (¶2.2) と定められていることは、両者の関係が信託であり、Prime BrokerであるLBIEが保有している証券については顧客がbeneficial ownershipを有していることを非常に明らかに示す文言 (“the clearest language”) である、とした。また、契約書では、顧客がLBIEに対して負う債務を担保するため、顧客は口座にある全ての証券や金銭等を担保に差し入れることが約定されており (Clause

(25) 例えば、Financial Markets Law Committee, Issue 3 - Property Interests in Investment Securities (2004) at 10, (<http://www.fmlc.org/Pages/papers.aspx>で入手可能である), Benjamin, Interest in Securities (OUP, 2000), at 39ff, 325ffなど。なお、イングランド法の状況については、拙稿「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36頁以下 (2001) を参照。

10) (26)、そうして担保に入れられた証券等 (Charged Asset) については、LBIEは自己のために担保に入れたり、利用したりすることができるとする規定が含まれていたが⁽²⁷⁾、このような規定があるからといって、LBIEと顧客との関係が受託者と受益者の関係であることを変更するものではない、と述べた⁽²⁸⁾。

② Re Lehman Brothers International (Europe) (in administration) [2010] EWHC 2914 (Ch.)

LBIEはリーマングループ各社が証券を購入する際のヨーロッパにおけるハブの役割を果たしており、規制法等に対応する目的から、RASCALSという仕組みを導入していた⁽²⁹⁾。RASCALSでは、LBIEが各社のために証券を購入すると、直ちに自動的に、各社がそれをLBIEにレポ取引の形で売却し、翌日買い戻し、それを繰り返すといった仕組み (Automatic RASCALS) や、LBIEが各社のために証券を購入すると、各社がそれをLBIEに貸し付けるといった仕組み (Manual RASCALS) が採用されていた。このRASCALSの仕組みでは、LBIEが各社のために購入した証券は、各社別の口座に分別管理されるのではなく、LBIEの自己の口座 (house account) に分別されないまま保管されていた。

本件では、まず、信託が有効に成立するためには信託財産が特定されていなければならないという原則との関係で、顧客であるグループ各社のために購入された証券が分別して保管されていない状態で、信託が成立し得るかどうかが問題となった。この点について、Briggs判事は、個々の顧客のために分別して信託財産が特定されていなくても信託は有効に成立するとし、個々の顧客は全体としての財産 (LBIEの口座で保管されており、全体としては特定されている)

(26) Clause 10.1は以下のような文言である “As continuing security for the payment and discharge of all the Liabilities (as defined below), the Counterparty hereby, with full title guarantee and free from any encumbrances whatsoever, charges in favour of the Prime Broker for itself and as trustee for the other Lehman Companies by way of first fixed charge—

(a) all right, title and interest in and to securities and any other assets not falling within subparagraphs (b) to (f) constituted for the time being by debits to any Securities Account; (以下略)”

(27) Clause 11.1は以下のような文言である。“The Counterparty hereby authorises the Prime Broker at any time or times to borrow, lend, charge, hypothecate, dispose of or otherwise use for its own purposes any securities which are included in the Charged Assets by transferring such securities to itself or to another person without giving notice of such transfer to the Counterparty. The Counterparty agrees that the Prime Broker may retain for its own account all fees, profits and other benefits received in connection with any such borrowing, loan, charge, hypothecation, disposal or use.”

(28) 本判決について解説したものとして、Yates, Custody, prime brokerage and right of use: a problematic coalition, [2010] 7 JIBFL 397を参照。そこでは、本判決を踏まえるならば、契約書において明確に当事者間の関係について規定しておくことが重要であるとされている。

(29) RASCALSの背景と仕組みについては、Cooke, Lehman Brothers: certainty of trusts and the RASCALS litigation, [2011] 3 JIBFL 136を参照。

に対して、割合的なbeneficial ownershipを有する、と述べた⁽³⁰⁾。そのうえで、購入された時点では証券についてのbeneficial ownershipは各社が有するが、RASCALSのプロセスの中で、各社はそのbeneficial ownershipをLBIEに移転している結果、RASCALSのプロセスでレポに出されたり貸株されたりしている証券についてのbeneficial ownershipはLBIEが有すると述べた。

近年では、2004年7月にFinancial Markets Law Committeeが公表した“Analysis of the need for and nature of legislation relating to property interests in indirectly held investment securities with a statement of principles for an investment securities statute”を契機に⁽³¹⁾、間接保有証券についての立法を巡る議論が進み、2005年からはLaw Commissionにおいて、間接保有証券の立法に関するプロジェクトが開始した⁽³²⁾。しかし、Law Commissionは、UNIDROITやEUにおける条約作成作業が進行している状況で英国単独での立法を進めるのは適切ではないとの判断から、英国単独での立法作業は行わず、UNIDROITにおける条約作成作業に対するアドバイスを行ってきた。こうした中で、2008年5月にLaw Commissionが発行したレポート“The UNIDROIT Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities: Further Updated Advice to HM Treasury”では⁽³³⁾、UNIDROITでの条約作成後、EUでその採否を議論し、もしEUレベルで批准することになれば、EUレベルでは勿論、英国単独での立法は不要となるだろう、といった見方も示されている。EUレベルでの動きについては後述する。

(2) リーマンブラザーズの破綻処理を巡って生じた問題

英国ではLBIEについて英国倒産法上の会社管理手続 (administration) により倒産手続が進められている。LBIEが破綻した時点では、英国には証券会社の破綻処理のための特別の制度は存在しなかった。しかし、LBIEの倒産処理に際しては、様々な問題が指摘され、また、裁判例も存在する。

(30) こうした考え方は、1994年のHunter v Moss判決 ([1994] 1 WLR 452) や、Goode, Are Intangible Assets Fungible?, [2003] LMCLQ 379で示された考え方を採用したものである。この点については、Dilnot and Harris, Ownership of a fund, [2012] 5 JIBFL 272も参照。

(31) <http://www.fmlc.org/Pages/papers.aspx>。本報告書は、間接保有証券についての立法の必要性を説く。これに対して、FMLCが提示した問題の殆どには信託等の既存の法理で対応できると主張する見解 (例えば、McFarlane and Stevens, Interest in Securities, Practical Problems and Conceptual Solutions, Gullifer & Payne ed., Intermediated Securities: Legal Problems and Practical Issues (Hart Publishing, 2010), at 33ff.

(32) Benjamin, Financial Law (OUP, 2007), at 440.

(33) http://www.lawcom.gov.uk/docs/intermediated_securities_advice_May2008.pdf

① 手続を迅速にしてほしいとの顧客からの要求に関する判断

In RAB Capital Plc. V Lehman Brothers International (Europe) [2008] EWHC 2335⁽³⁴⁾

2008年10月1日までにポジションを解消できなければ大変な損失を被ると主張し迅速な処理を求めた顧客に対して、裁判所は、そうしたことは倒産手続への介入となり、次々と同様の要求が押し寄せることになること、また、資産はLBIE自体ではなくニューヨークのサブ・カストディアン（それ自体、清算手続が開始している）が保管していることから、いずれにせよ資産の返還は遅れることを挙げ、申立てを退けた。

② 顧客からの情報提供の要求に関する判断

Four Private Investment Funds v Lomas and others, [2008] EWHC 2869 (Ch)

LBIEの顧客であったファンドのマネージャーが、預託資産等の状況についてより詳細な情報の提供を求めたところ、管財人は、簡単に入手できる情報は喜んで提供するが、特定のファンドからの要求に応じるために特別な調査を行うことに資源を割くことはできないとの対応であった。このため、ファンド側がLBIEの管財人に対して情報を提供するよう命じることを求めて申立てを行った。なお、2つのファンドについては、12月中旬までに証券の返還についての相当の進捗がみられなければ、ファンドは解散することになるといった証言もなされた。

裁判所は、管財人は誠実に職務を遂行しており、ファンドが被っている不利益は不公正なものとはいえない等と述べて、申立てを退けた。

こうした①②の裁判例は、顧客が証券について物権的な権利を有し、また、迅速な手続や情報提供等がなされなければ損害を被ることが明らかであったとしても、管財人に時間的な猶予を与えようとするものである。

また、顧客が自分の証券を取り戻すためには、第一に、投資家は自分が預けた証券に関する物権的権利を証明する必要があるが、取引が仕掛中である場合など、タイミングの問題もあって、実際にはなかなか難しい場合がある⁽³⁵⁾。第二に、仮に投資家が物権的な権利を証明できたとしても、証券会社が実際に分別管理を行っており、物権的権利の対象となる証券を特定できなければ、証券は取り戻せない。また、LBIEが実際に証券を管理せず、サブ・カストディア

(34) Mitchell QC, Proprietary claims and Lehman Brothers, [2009] 2 JIBFL 59で紹介されている情報によった。

(35) 9月15日頃から取引データベースが凍結され、その直前に行われた数十万件の取引が突合未済となったとの指摘もある (Elliot, Prime broking concerns post-Lehmans, Insolvency and Restructuring International Vol.3 No. 1 May 2009, at 11)。

ンを用いていることが、問題を複雑にする。第三に、分別管理がなされていても、顧客との約定に基づき、それを振替機関や他の金融機関等への担保として提供していた場合には、担保権者が優先的権利を有することとなる。また、第三者が権利を主張することも考えられる。そうすると、分別管理がなされていても、直ちには自分のところに取り戻せないことになり得る。LBIEの倒産手続に関しては、そのような難問が実際に生じたようである⁽³⁶⁾。更に、管財人の立場に立ってみるならば、権利関係が不確実な状態で証券を返還し、後日、異なる者から権利を主張された場合には、自らの責任を問われる可能性もある。

(3) The Investment Bank Special Administration Regulation 2011

HM Treasuryが2010年に公表したレポート“Special administration regime for investment firms”では、リーマンの破綻に際しては、管財人は以下のような困難に直面したとされる（¶1.6）。

- ・投資銀行の債務の性格の特定（信託かどうか、無担保か担保付かなど）
- ・債務の額の特定（デリバティブ取引の清算額など）
- ・資産の回収（カストディアンに預けている資産など）
- ・顧客への資産の返還（当時の倒産法制では、顧客への資産の返還の前に管財人は債権額の総額についてしっかりと確認する必要があった）

また、記録の照合、顧客資産と会社資産の特定、契約書の解釈や複数契約書の相互関係の解明、複雑なグループ間取引の理解、顧客資産の利用権についての検証、ネットでの顧客の債権額の計算、顧客に返還すべき資産の不足額や分配方法の確定、といった点で特に実務的な困難が存在したとされる（¶1.7）。

以上のような問題状況を改善するために、2011年に制定されたのが、“The Investment Bank Special Administration Regulation 2011”である。この特別の手続は、裁判所が投資銀行、債権者、FSA等の申立てを受け、Special Administration Orderを発することによって開始する（5条から7条）。

この手続には、以下のような3つの目的が定められている（10条1項）。

- ① 顧客の資産を実務的に合理的な範囲でできるだけ迅速に返還すること。
- ② 市場インフラの提供者（清算・決済機関、取引所等）や監督当局と適時に連携すること。
- ③ 投資銀行をgoing concernとして救済するか、あるいは、債権者の最善の利益となるようなかたちで清算すること。

(36) Worthington & Mitchkovska, Pitfalls with property claims: Lehman Bors Again, [2009] 6 JIBFL 321.

①に関しては、迅速な資産の返還のために必要であると考えた場合には、administratorは顧客資産にbeneficial ownershipや担保権を主張する者の届出期限を設定し、裁判所の許可を得たうえで顧客資産の返還を行うこと（11条）、複数の顧客のための証券を投資銀行が保有するために投資銀行の名前で開設された口座（client omnibus account）におけるある種類の証券の量が、当該種類の証券の顧客への返還に不足することが判明した場合には、その不足は当該種類の証券を保有する顧客がプロラタで負担するようなかたちで証券を返還すること（12条）、等ができるとされている。早目の届出期限を設定することで返還の開始時期を早くし、また、プロラタでの返還を可能にすることで物権的な権利関係の特定に要する時間を省くことができる（不足分については無担保債権者としての債権届出が可能である）。

また、管財人が業務を遂行するためには、顧客の口座や資産等に関する情報を継続的に入手できること等が必須であることから、14条では、手続開始前にコンピュータのハードやソフト、金融関係のデータ、電子通信サービスを可能にするインフラ、データプロセッシング、データネットワークへのアクセスや関係するシステムへのアクセス等を提供していた者は、手続の開始を理由として提供の取りやめはできない、と規定する。

なお、MF Globalの英国法人について、この特別の破綻処理手続が用いられているが、債権者の中には、米国のSIPAの下での処理に比べると、資産の返還手続の進捗が遅いといった不満もあるようである⁽³⁷⁾。

（４） カストディ取引に伴うリスク

証券会社に証券を預けている場合、証券会社が倒産しても顧客が預けた証券は証券会社の財団を構成せず、顧客に返還されるので安心である、といったことが言われたりするが、リーマンやMF Globalの破綻を経て、投資家の立場に立って、実際にはそのようにうまくはいかない場合が少なくない、といった懸念が示されるようになってきている。

例えば、米国の機関投資家の法務部長による論文では、カストディ取引で預けた証券が保護されなくなるリスクとしては、①カストディ契約が適切に作成されていないことによるリスク、②証券会社が分別保管を怠ることによるリスク、③UCC第8編の規定により証券の取り戻しが困難になるリスク、④カストディアン（託管人）の過失や不法行為により顧客資産が失われるリスク、等があり、たとえば、③に関しては、UCC第8編のもとでは証券会社が顧客の資産を無権限で処分したり担保に入れてしまった場合には、譲受人や担保権者が証券会社と共謀でもしていない限

(37) Skadden, MF Global and the New UK Special Administration Regime (June 18, 2012), available at <http://www.skadden.com/insights/mf-global-and-new-uk-special-administration-regime>

り証券を取り戻すことはできないといったことが、UCC第8編に起因するリスクとして述べられている⁽³⁸⁾。

我が国でも、過去の証券会社の破綻事例などでは、顧客の資産の分別が徹底されていなかった事例もあり、②や④は無視できないリスクとして存在する。

また、リーマン・ブラザーズが多くの顧客と締結していたプライム・ブローカー契約では、LBIEは無制限に顧客の証券を転担保に利用できると規定されていたようである⁽³⁹⁾。英国法上、このように転担保に供された証券は、もはや顧客のための信託財産 (trust property) ではなく、顧客はこうした証券に対して物権的権利を主張できず、単に、同種の証券を返還せよとの請求権を有するのみであるとされている⁽⁴⁰⁾。今回のリーマンの破綻を受けて、証券会社による転担保に伴うリスクが投資家に再認識されたことから⁽⁴¹⁾、市場での転担保取引が減少し、市場での調達コストの上昇につながっているとの指摘もなされている⁽⁴²⁾。

また、仮に証券に対する物権的な権利を立証でき、それに見合った証券が証券会社によって保管されていたとしても、リーマンの破綻処理で問題となったように、証券の迅速な返還が受けられない場合には、資金繰り上の問題や証券価格の変動等により、投資家に大きな損失を生じさせることもあり得る。

(38) Klees, How Safe are Institutional Assets in a Custodial Bank's Insolvency?, 68 Bus. Law. 103 (2012)

(39) 英国では、証券会社が顧客から預かった証券を自己の債務の担保のために転担保に利用することを制限する法令はない（一方、米国では顧客保護の観点から転担保を制限するルールが存在する）。Singh and Aitken, *Deleveraging after Lehman-Evidence from Reduced Rehypothecation*, IMF Working Paper 09/42, at 3ff.

(40) *Worthington & Mitchkovska, Id.*, at 322. Singh and Aitken, *Id.*, at 5も、“Liquidator Price WaterhouseCoopers (PWC) confirmed in October 2008 that certain assets provided to Lehman Brothers International Europe (LBIE) were rehypothecated and no longer held for the client on a segregated basis and as a result the client may no longer have a proprietary interest in the assets. As such, investors of LBIE fell within the general body of unsecured creditors.” とする。

(41) Shearman & Sterling, *Holding financial assets with UK financial institutions: lessons from Lehman, Global Trader and the financial crisis*, at 3ff. (October 1, 2009) では、契約で再担保を認めることによるリスクが指摘されている (available at <http://www.shearman.com/files/Publication/88f21643-523f-4831-b207-6811e858c4e8/Presentation/PublicationAttachment/5c3a78f5-26ea-4700-b739-aec3b2c12d50/FIA-100109-Holding-financial-assets-with-UK-financial-institutions.pdf#search=holding+financial+assets+with+UK+financial+institutions>)

(42) Singh and Aitken, *supra* note 39, at 5ff.

3 EUにおける立法作業

欧州では2001年に公表されたいわゆるGiovannini Reportにおいて⁽⁴³⁾、近年の証券決済システムの発展に対応した法制度が未発展であること、国によって投資家の証券についての権利についての法的概念が異なること等が指摘され、証券に対する権利やその取得、担保設定、処分等についてEUレベルでの枠組みが存在しないことが、国際的な取引における最も重要なリーガル・リスクの原因となっていると指摘された⁽⁴⁴⁾。このGiovannini Report以降、EUでは欧州レベルでの法整備に向けた動きが重ねられてきたが、現在の到達点は、2010年に欧州委員会が公表した“Legislation on Legal Certainty of Securities Holding and Dispositions”という意見照会文書である⁽⁴⁵⁾。この文書では、立法の満たすべき内容が21の原則 (principle) というかたちで提案されている。この意見照会に対しては、合計で108の組織、個人、公的機関等から意見が寄せられており、意見照会の結果も公表されている⁽⁴⁶⁾。意見照会の結果をみると、間接保有証券法制を巡って様々な考え方が存在することを知ることができ、興味深い。以下では、幾つかの原則について、その内容を見ておくこととしたい⁽⁴⁷⁾。

原則1 [目的]

- ① EU法は証券口座を通じて保有される証券の保有や処分及び証券口座を通じて保有される証券から生じる権利の処理に関する法的枠組みを規律すべきである。
- ② 立法にあたっては、発行者が誰を証券の法的な所持人であると認めなければならないかという問題を規律する法的枠組みについては、統一すべきではない。

機能的アプローチが望ましく、特に、株式の所有者は誰かといった問題には立ち入るべきではないとの考え方が前提とされた提案である。2011年9月22日付で公表された意見照会結果で

(43) The Giovannini Group, Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union (2001)

(44) Id., at 55ff. (Barrier 13).

(45) DG Markt G2 MET/OT/acg D (2010) 768690 なお、2012年11月に開催されたEUの証券法立法に関するワーキング・グループ会合では、幾つかの論点につき議論されたが、立法作業について一定の方向性が示されるには至っていないようである (http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/securities-law/minutes_en.pdf)。

(46) http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/securities_en.htm

(47) この意見照会については、Turing, Meinertz and Houssen, The Securities Law Directive: implications for account provision, custody and collateral arrangements, [2011] 4 JIBFL 198を参照。そこでは、ここで示された原則が将来のEU指令 (directive) の中身になるとの見方が示されている (at 200, fn. 1)。

は⁽⁴⁸⁾、実質法ルールの一統の要否については、強く賛成10、条件付賛成17、中立12、条件付反対21、強く反対13といった結果であったとされている。

原則2 [機能の分担]

① 加盟国は、口座提供者以外の者が、口座提供者（account provider）としての機能の一部（全てではない）を履行する責任を負う旨を定めることができる。そのような場合、EU法において口座提供者に関する部分は、関係する条項が適用される機能を履行する責任を負う者を指すものとする。

② そうした場合には、欧州委員会は通知を受ける必要があり、その通知の正確な内容を特定できるようにしなければならない。欧州委員会は、口座提供者の機能の分担を認める加盟国のリストおよびその関係する詳細の全てをウェブサイトで公表すべきである。

複数の国では、中央口座管理機関（Central Security Depository）のみが口座提供者であり、他の仲介金融機関は単に口座管理事務担当者（account operator）にすぎず、口座保有者（account holder）や口座提供者にはなりえないとされており、こうした仕組みをtransparent systemと呼んでいる（仲介金融機関が口座提供者や口座保有者になれないという点で法的には透明であるという趣旨である⁽⁴⁹⁾）。こうしたtransparent systemにも対応できるようにするために提案された原則である。この提案がtransparent systemにうまく対応できるかどうかについては、肯定6、条件付肯定57、否定2であったとされているが、どのような場合をここでいう機能の分担に該当すると考えるかについて理解の相違があることが明らかになったとされている。また、本原則に関しては、transparent systemとnon-transparent systemを接続することに障害はあるか、といった質問もなされている。特段の問題は生じないという回答が34あったとされているが、たとえば、ユーロクリアからは、①non-transparent systemをtransparent systemに接続した際には（transparent systemの下にnon-transparent systemが接続される場合）、transparent systemにおいてnon-transparent systemにおける集中決済機関が最終的な証券の所持人として扱われるリスクがあり、逆に、②transparent systemをnon-transparent systemに接続した際には、transparent systemを規律する国内法において外国証券の扱いについて明確に規定していない場合が多い、との指摘がなされている（23頁）。②は、日本の社債・株式等振替法についても当てはまることであると思われる。

(48) http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/securities/extended_summary_responses_en.pdf

(49) こうした観点からは、日本の社債・株式等振替法もtransparent systemと分類されると思われる。

原則3 [口座保有証券 (account-held securities)]

(1) 各国法は、証券口座に記帳されている証券は口座保有者に対して少なくとも以下の権利を与えるべきである。

- (a) 口座保有者が最終的な口座保有者である場合には当該証券に結び付けられた権利を行使したり受領したりする権利、他の場合には準拠法上口座保有者に与えられる権利
- (b) 後述の統一された方法のうちの一つで証券を処分する権利
- (c) 準拠法、証券の要項、各国法、口座契約及び証券決済システムの規則で認められる限りにおいて、口座提供者に対して当該証券を他の口座提供者あるいは口座提供者以外の者の保管に委ねるような手配を行うよう指示する権利

(2) 各国法は、第三者のための口座提供者としての立場で行為している口座保有者は、当該第三者の指示に従って上記 (b) (c) の権利を行使することを確実にすべきである。

(3) 口座で保有される証券についての担保権や他の限定された権利の取得の場合には、各国法は上記 (a) から (c) の権利を制限できるべきである。

(4) 各国法は、口座で保有される証券の権利の性質から導き出される権利の内容が上記 (a) から (c) の権利及び本立法の他の部分に一致する限りでは、口座で保有される証券の法的性質を、物権、エクイティー上の権利等、どのようなかたちのもthingとしても性質決定することが許されるべきである。

本原則は、①証券口座に記帳された権利の法的性質は国によってさまざまであること、②口座保有者は自己が何を得られるのかを知る必要があること、③担保権についての口座の記帳の場合には与えられる権利を制限できるようにする必要があること、④上記についての各国法を概念的に統一することは困難であること、といったことから、機能的アプローチを採用したものであるとされる。なお、(1) (c) は、関係法令等で可能な限り、振替制度としては、口座保有者に、口座管理機関を変更したり、ペーパーでの証券保有に変更したりする権利を認めるべきであるとの考え方を示したものである。

この提案に対しては、UNIDROIT条約9条(2)(b)のように、投資家が権利行使できるのは自己が口座を有している口座管理機関に対してのみであり、自己が口座を有している口座管理機関を飛び越して上層の機関に対して権利行使することはできない旨を明記すべきとの意見が示されている。

また、誰が最終的な投資家に対して責任を負うのか、各階層の口座管理機関が誰に対してどのような責任を負うのか明確でなく、最終的な投資家が権利を行使できるようにする義務を口座提供者が負うこととなる場合には実務的な困難やコンプライアンス・コストの増加に伴う

との意見も示された。

本原則に関連して、「UNIDROIT条約との国際的な融和性を実現することは重要か？」との興味深い問いもなされた。61の回答のうち、「Yes」は20、「微修正のうえでYes」は11、「No. EUに適合した修正が必要」が20、「UNIDROIT条約への移行には反対」は10という結果であった。

原則4 [取得及び処分の方法]

1 各国法は、口座保有証券やそれについての限られた権利の取得及び処分は、口座への貸記や借記によってなされる旨を規定すべきである。

2 各国法は、口座提供者が口座保有者の口座に各証券の貸記をできるのは、以下のいずれかにより対応する量の証券を保有する場合に限る旨、及び、口座提供者はその対応する量を継続的に保有し続ける旨を規定すべきである。

(a) 他の口座提供者が当該口座提供者のために開設する証券口座に口座保有証券を保有すること、

(b) 発行者の登録簿において、証券が口座保有者の名義で、あるいは、口座保有者の計算で、保有されるようにすること、

(c) 発行者の登録簿において、登録された保有者（registered holder）として証券を保有すること、

(d) 関係する証券の証書あるいは他の権利証書を占有すること、あるいは、

(e) 準拠法に従い発行者のために証券の最初の電子記録を行うこと、

3 もし、準拠法が条件付きでの貸記・借記を認めている場合には、前項でいう証券の量を決定するにあたって、そのような条件付きでの貸記・借記を参入するかどうかについても定義すべきである。その有効性が条件付となっている証券口座への貸記は、当該口座においてその旨が特定可能となっていなければならない。

4 もし、（2項でいう）対応する量が保有されていない場合には、口座提供者は速やかに以下のいずれか、又は、双方の措置を適用し、正しい状態を回復しなければならない。

(a) 誤った記帳を取り消すこと

(b) 2項でいう何れかの方法の一つで、該当する種類の追加の証券を保有すること

(b) に従った追加の証券の取得に要する費用の分担については、口座提供者がMiFID実施指令17条3項 (a) (b) に準拠して該当する種類の証券を他の口座提供者において保有している

場合に限り⁽⁵⁰⁾、口座提供者と、非分別口座に損失が生じた時点で該当する種類の証券を保有する口座保有者との間の合意によって決めることができる。

5 準拠法である各国法は、これらに加えて、以下の一つまたは複数の方法による取得や処分を認めることができる。

- (a) ある口座における口座保有証券に特記を行い (earmarking)⁽⁵¹⁾、ある証券口座に特記を付し、あるいは、そうした特記を取り消すこと
- (b) コントロール契約を締結すること⁽⁵²⁾、あるいは、
- (c) 口座提供者との間で口座提供者のために契約を締結すること

本条2項では、口座提供者が裏付けとなる資産を保有しないまま口座保有者の口座に貸記を行い、その結果、過記帳＝証券の不足が発生することを極力回避するため、列挙された何れかの方法で裏付け資産を確保した場合にのみ、口座保有者の口座に貸記できるといった考え方が示された。しかし、この提案に対しては、過記帳を防ぐためには、「借記なしには貸記なし (no credit without debit rule)」を徹底する以外ないといった意見も多くみられた。反面、そのような「借記なしには貸記なし」というルールは、口座管理機関が顧客のために他の金融機関に開設した顧客口座に記帳している証券を顧客の同意を得て利用する場合 (re-use) には⁽⁵³⁾、当該口座管理機関の顧客口座の借記はなされないという実務との関係で修正が必要、といった指摘もなされた⁽⁵⁴⁾。

(50) MiFIDの実施のためのDirective (2006/73/EC) の17条3項では、金融機関は、顧客から預かった資産を、他者の金融資産の保管を監督していないような国に所在する第三者に対しては、原則として預けてはならないとするが、(a) 金融資産の性格が当該国の第三者への預託を必要とする場合、又は、(b) プロフェッショナルな顧客が当該国の第三者への預託を書面により求めた場合には、例外としてそうした国に所在する第三者への預託が可能であるとする。

(51) この原則で特記 (earmarking) とは、口座保有者以外の者のために口座になされる記帳であって、口座提供者は、当該者の同意なしに口座保有者からの指図に従ってはならない、あるいは、口座保有者の同意がなくても当該者からの指示に従わなければならない、といった効果を持つものと定義されている (22 Glossary (p))。

(52) この原則でコントロール契約 (control agreement) とは、口座保有者、口座提供者及び他者間の契約 (準拠法が認めるならば、口座提供者と他者間の契約、あるいは、口座保有者と他者間の契約で口座提供者が了知しているものを含む) であって、口座提供者は、当該者の同意なしに口座保有者からの指図に従ってはならない、あるいは、口座保有者の同意がなくても当該者からの指示に従わなければならない、といった効果を持つものと定義されている (22 Glossary (q))。

(53) 2006年10月のMiFIDの実施のためのDirective (2006/73/EC) の19条1項では、顧客の事前の同意がある場合に限り、金融機関が顧客のために預かっている証券を自己または他の顧客の計算のために利用することを認めている。

(54) 貸株との関係で問題を指摘する見解もある。Turing, Meinertz and Houssen, *supra* note 47, at 198ff.

本条4項によれば、過記帳が発生し、追加の証券の取得を行った場合には、例外的な場合を除き、その費用は口座提供者が負担しなければならない。このルールは適当かという質問に対しては、賛成1、反対・条件付反対35であった。このルールは、多くの国の市場におけるスタンダードと異なるものであり口座提供者に大きな負担を課すものである、このルールは口座提供者に口座提供者の過失の有無にかかわらず厳格責任を課すものである、所要自己資本にも影響を与える、自己の支配下にない上層の金融機関の行為により生じた損害を口座提供者のみの負担とするのは適当ではない等、反対意見が示されている⁽⁵⁵⁾。日本の社債・株式等振替法では、消却義務の不履行との関係では口座管理機関が上層の金融機関の不作为について顧客に対して責任を負うこととされている(11条2項)⁽⁵⁶⁾、日本においてはあまりこの点について議論がないのと比べると興味深い点である。

原則5 [取得及び処分の法的有効性]

1 原則4で挙げられた方法の一つによってなされた口座保有証券の処分の法的性質は、各国法が本原則に矛盾しない限りにおいて、各国法によって決定される。

2 原則4の1項から5項に定められたものを除き、口座保有者と口座提供者との間や第三者との関係で取得や処分を有効とするために、他のいかなるステップも求められない。

3 各国法、または、準拠法に準拠した決済制度の規則は、原則4の2項の要件が満たされない場合や原則4の4項の措置が成功裏に取られるまでの間、以下の原則8に従い、記帳が法的に無効かどうか、どのような場合に無効となるか、取り消されたり条件付とされたりするか、どのような場合に取り消されたり条件付とされるか、及び、その結果について規定すべきである。

4 各国法上の強制的な作用によってなされた取得や処分は、当該法で与えられたところにより効力を有し、当該法で与えられた特定の順位で、法的効果が与えられる。

5 上記の意味での有効性は、発行者が誰を証券の法的所持人と認めなければならないかを決定しない。

6 有効性は、各国法に従って、条件付きのものでありうる。

7 各国法は、もし、証券の発行準拠法に従い、関係する証券の発行要項が証券の取得が法的に有効なものとなるためには発行者の同意が必要であるとされる場合には、記帳が無効かどう

(55) Turing, Meinertz and Houssen, *supra* note 47, at 198でも、業界における競争が減少し、システムック・リスクに繋がるとの見方が示されている。

(56) 拙稿「国際的証券決済法制の展開と課題」上智法学論集47巻3号187頁以下(逆から)(2004)。

か、取り消されたり条件付とされるか、及び、その結果について規定する。

8 各国法は、コントロール契約や口座提供者との間で口座提供者のために締結された契約のもとでなされた取得や処分がどのような理由で無効となるかについて規定し、また、そのような無効の結果について規律することができる。

本原則（特に1項、2項）は、原則4に従った記帳さえなされれば、原則として証券の取得や処分は口座提供者やその他の第三者との関係で法的に有効なものになる、という点を明らかにしようとするものである。そこでは、貸記と借記との対応関係などは考慮されていないが、この点に関しては、フランスやドイツの関係者から自国の決済制度あるいは自国法との関係で問題を生じさせるとの指摘がなされている。

また、条件付の記帳を認めている点は、我が国にない点である。このような条件付の記帳を歓迎する意見もあるが、条件付記帳の性格の不明確さ（条件付で記帳された証券を処分できるのか等）を指摘する見解もある。

原則6 [倒産における有効性]

1 原則4及び5で規定された方法のもとで有効になされた取得や処分は、倒産手続きの管財人や倒産手続きにおける債権者との関係でも等しく有効とされるべきである。

2 原則1に含まれた原則は、以下に関するルールのような、倒産手続の結果として適用されることになる実体ルール、手続ルールの適用に影響を与えるものではない。

(a) 各種の請求権の順位 [原則4や5に規定された手法の違反があった場合]

(b) 偏頗行為や債権者の詐欺による移転を理由とする取引の否認

(c) 倒産管財人の支配・監督下にある財産への権利行使

口座提供者が倒産した際に口座保有者の証券が保護されることは極めて重要であり、その点を示した原則である。本原則に対する反対意見はないが、コントロール契約のような考え方を持たない国の倒産手続でコントロール契約が有効に扱われるかどうかについての懸念を示す見解もあった。

原則7 [取消し]

1 各国法は、記帳を取り消すことができるのは以下の場合だけであることを確保すべきである。

(a) 貸記の場合であって、口座保有者が取消しに同意している場合

- (b) 9条に従い、口座保有者による授権がなされていない誤った貸記である場合
 - (c) 口座保有者あるいは当該口座保有証券にかかる権利を取得した第三者による授権がなされていない借記である場合
 - (d) 9条に従い、口座保有者による授権がなされていない特記の場合
 - (e) その者の利益のためになされた特記が当該者の授権なく取り消された場合
- 2 準拠法が認める範囲において、1項は、証券決済制度の規則に従うものとされるべきである。
- 3 各国法は、一般に1項(a)でいう同意がなされ得る程度、及び、そのような同意を与えるための形式的要件について定めるべきである。

本原則では記帳の取消ができる場合を限定列挙しているが、英国の当局、Clearstream、Euroclearなどからは、記帳の取消が必要になる場合を予測しきことは困難であるので、例示列挙とすべきであるとの見解が示されている。また、詐欺、違法など、具体的に取消が認められるべき事由の追加を求める意見もあった。なお、取消は遡及効を持つか、将来効のみかについては、意見が分かれたとされている。

原則8 [取消しに対する取得者の保護]

各国法は、以下のことを確保すべきである。

- (a) 口座保有者が記帳の取消しから保護されること。
- (b) 自己のために特記がなされた者が当該特記の取消しから保護されること。

但し、当該者が記帳や特記がなされるべきでなかったことを現に知っていたか、知るべきであった場合を除く。

「知っていたか、知るべきであった」という要件については、国によって解釈が分かれるのではないかと懸念が示されたようである。実際、意見照会に対する回答の中でも、この基準のもとでは善意取得はめったに生じないと解するとの見解と、善意取得が広く認められるとの見解があったようであり、そうした観点からは、立法にあたってはこの点について何らかの具体的な指針を示す必要があるとの見方も示された。また、どの程度まで取得者保護を目指すかということ自体についても見解の相違があった。あまり広く取得者保護を認めると、証券の過大記帳に繋がるとの見解も示された。

原則9 [優先順位]

1 各国法は優先順位についてのルールが以下の事項を規定するようにすべきである。

- (a) 特記によって取得された口座保有証券についての権利は、その中では取得の早い順に優先する。
- (b) コントロール契約や口座提供者との間で口座提供者のために締結された契約によって取得された口座保有証券についての権利は、その中では取得の早い順に優先する。
- (c) 特記によって取得された口座保有証券についての権利は、同じ口座保有証券についてコントロール契約や口座提供者との間で口座提供者のために締結された契約によって取得された権利に優先する。

2 原則5のもとでなされた証券、口座保有証券、口座保有証券についての権利の取得は、各国法で認められた他の方法に優先すべきである。

3 当事者は合意によって上記のルールから逸脱することができるようにすべきである。そのような合意は第三者の権利に影響を与えることはできない。

4 準拠法の強行的な作用によって発生した担保権や他の限定的な権利は、当該法で与えられた優先順位を有するべきである。

この原則では、コントロール契約による担保取得が口座への記帳により取得された権利に劣後するといった考え方が示されているが、この点では賛否が分かれた。賛成する意見としては、コントロール契約の存在は口座に記帳されず、客観的にその存在が明らかでない点を問題視する。これに対しては、証券を担保に与信をしようとする者は、当該証券に関して優先する権利が存在しないかを口座保有者に確認するのであるから、その時点でコントロール契約の存在は明らかとなり、口座への記帳に比べて透明性に劣後ということはない、との反論がなされる。また、口座に記帳された権利を優先させるという1(c)の提案については、英国のCRESTシステムで用いられているfloating charge（CRESTにおける決済銀行の参加メンバーに対する日中のエクスポージャーを担保するために、CREST口座における参加メンバーの証券についてfloating chargeが設定されている）が劣後的な地位しか得られないことになるが、それはCRESTシステムにとって悪影響をもたらすとの指摘がなされている。

原則10 [口座提供者の倒産時の口座保有者の保護]

1. 各国法は、口座提供者の倒産の際に、口座提供者が自己の口座保有者のために保有する証券及び口座保有証券は、口座提供者の債権者に分配されたり、その利益のために用いられるべきではないことを確保すべきである。

2. 口座提供者の倒産の際に適用される各国法は、倒産した口座提供者が有する原則4の2項の意味での証券または口座保有証券が不足している場合には、その不足の分担のためのメカニズムを定めるべきである。

口座提供者が自己の口座に保有する証券は口座保有者の証券の不足に優先的に充当されるべきであるとの考え方に対しては、口座保有者に“super-priority”を与えるものであって行き過ぎ、との考え方が示されていた。この点については、口座保有者の証券の不足を補うために優先的に用いられるべきであるとの提案もあったが、口座提供者の他の債権者（例えば、従業員等）の保護も考えるべきとの意見もあった。意見照会では、2項に関連して、不足の分担について、例えば、プロラタ原則等、統一的なルールを設けるべきかどうか聞かれたが、賛成・条件付き賛成が20件、反対が20件であった。プロラタによる損失分担ルールに対しては、ネガティブな意見が多かったとされているが、英国の関係者からは、物権法的な処理（tracing rules）による分担は複雑かつコストがかかり、また、同じ口座保有者内に勝者と敗者を生んでしまうことにもなるので、英国のInvestment Bank Special Administration Regulation 2011の12条2項のように、プロラタ原則を採用すべきであるとの見解が示されている。

原則11 [指図]

1. 口座提供者は、口座保有者以外のいかなる者が行った口座保有者の口座保有証券に関するいかなる指図についても、それに拘束されたり、効果を生じさせる権限を与えられるべきではない。

2. 1項は、以下の事項に服する。

- (a) 口座保有者と口座提供者の合意
- (b) 関係する口座保有証券についての権利を得た者（口座提供者を含む）の権利
- (c) 管轄権を有する裁判所や他の司法・行政機関による判決、判断、命令、決定
- (d) 準拠法におけるルール
- (e) 口座提供者が証券決済システムのオペレーターである場合には、当該システムのルール（但し、当該システムの準拠法によって認められる限度で）

本原則に対しては、殆どの回答が賛成又は条件付き賛成であった。

原則12 [口座保有者の債権者による差押え]

各国法は、口座保有者の債権者は、当該口座保有者の口座提供者の階層における口座保有証

券しか差し押さえることができない旨を規定すべきである。

本原則に対しては、賛成が36件、反対が20件であった。本原則は複層構造の証券決済制度の健全性にとって基本的な要請であるとの意見が見られる一方で、このような原則は証券を口座提供者に対する権利として構成する法制度には適しているが、そうではない法制度（例えば、transparent system）との関係では問題を生じさせるとの指摘もある。

原則13 [口座提供者の債権者による差押え]

各国法は、ある口座提供者の上層の口座提供者に当該口座提供者の名前で開設された口座に記帳された証券については、その口座には当該口座提供者の顧客に帰属する証券が含まれていることが示されている限りは、当該口座提供者の債権者が差し押さえることを禁止すべきである。各国法が、口座提供者が上層の口座提供者に開設した口座は顧客に帰属する証券を含むと推定すると定めている場合には、そのような推定が適用されるべきである。

本原則に対しては、第二文の推定に関する部分も含め、賛成する意見が多かったようである。

以下、原則14 [準拠法の決定]、原則15 [証券に表章された権利の国際的な承認]、原則16 [情報の提供]、原則17 [最終的な口座所持人の地位の容易化]、原則18 [手数料の差別の禁止]、原則19 [第三国を介した保有]、原則20 [契約に基づく口座提供者の権利行使]、原則21 [口座提供者の地位] と続く。

4 日本法の課題

我が国では、社債・株式等振替法によって、間接保有証券に関する法的ルールは相当程度整備されていると言ってよい。しかしながら、上で見たような欧米の状況等に照らすと、より良い法制度を目指して改善すべき点が存在するように思われる。

(1) Mooney教授の指摘

米国における証券決済法制の第一人者であるMooney教授は、米国法と日本法を比較し、日

本法の改正が考えられる点を指摘されている⁽⁵⁷⁾。Mooney教授が指摘するのは、以下の5点である。

- ① 口座名義人が他の者の代理人として行動している場合に当該他の者、すなわち本人の物権的権利を承認すること⁽⁵⁸⁾
- ② 口座管理機関が倒産した場合において、証券の記帳が未済の顧客の権利を承認するような配当ルールを設けること
- ③ 外国のカストディアンについても社振法と同様の権利移転等についてのルールが適用されるような整備をすること
- ④ 善意の証券取得者や適切な記帳を行った口座管理機関の免責についての規定を設けること
- ⑤ 米国法のようなコントロールによる担保権設定を認めること⁽⁵⁹⁾

これらの提案については、それぞれ以下のように考える。

① 社振法においては、証券に関する権利を取得するためには振替口座への記帳を得る必要があるが、この結果、信託の記帳をする場合を除いては（社振法75条等参照）、口座名義人は振替以外の手段で自分以外の他者に証券についての権利を与えることはできないことになってしまう。しかし、より広く、他人のnomineeあるいはagentとして口座を保有する者を認めてもよいのではないか、というのがMooney教授の問題意識である。確かに、譲渡の局面をとらえた場合には振替法73条により、譲渡記録なしには権利を取得できないが、ある口座名義人が譲渡記録を得た場合、当該口座名義人が真の権利者であるかどうかについては振替法76条は「権利者であると推定」するのみであり、実質的な権利関係を立証して、第三者が真の権利者であることを主張することが排除されている訳ではないと思われる。そのように考えるならば、ここでのMooney教授の指摘は当たらないのではなかろうか。

② 振替法では、保有する口座に記帳がなされない限り、投資家は権利を取得することはない。これに対して、米国のUCCでは、投資家がセキュリティ・エンタイトルメントを取得するのは、

(57) Mooney, Law and Systems for Intermediated Securities and the Relationship of Private Property Law to Securities Clearance and Settlement: United States, Japan and the UNIDROIT Draft Convention (IMES Discussion Paper Series, Discussion Paper No. 2008-E-7)

(58) 同様の指摘は、Mooney & Kanda, Core Issues under the UNIDROIT (Geneva) Convention on Intermediated Securities: Views from the United States and Japan, Gullifer & Payne, Intermediated Securities: Legal Problems and Practical Issues (Hart Publishing, 2010), 69, at 118でもなされている。

(59) 同様の指摘は、Mooney & Kanda, Id. at 118でもなされている。

投資家の口座に記帳がなされた場合に限らず、金融機関が投資家の口座に記帳すべく証券を取得した場合、法令等により金融機関が投資家の口座に記帳する義務を負う場合も含まれる(8-501 (b))。後述するように、リーマンの破綻に際しては、記帳を巡る事故も生じたようであり、今後、わが国で金融機関が破綻した場合には、投資家が代金を支払い、金融機関も裏付けとなる証券を取得したが、顧客口座への記帳が正確になされていないといった事態が生じることも考えられる。このような場合、投資家に物権的保護が一切与えられないというのは適当とは思われないことから、振替法あるいは金融機関の倒産処理法制において、Mooney教授の提案に沿った改正を行うことが考えられる。

③ ここでの指摘は、国際的な証券取引（たとえば、外国株式の取引など）との関係で、日本あるいは外国の裁判所が自国の国際私法の規定に基づき日本法を準拠法とした場合に、準拠法として適用されるべきは振替法の規定なのか、そうではなく、民法等の一般的な規定なのかという問題に関係する。振替法は外国株式を対象外としており、また、振替機関が主務大臣の指定を受けた機関であることを前提としているので、外国株式の取引の場合や、そうした指定を受けていない外国金融機関等が振替機関の地位にあるような場合については、社振法が準拠法として適用されることには異論もあり、代わりに伝統的な混蔵寄託・共有権理論が適用されるべきではないか、といった見方も存在する。しかし、この点については、振替法上の振替機関、口座管理機関ではなくても、それと同視できるような機関によって振替決済が行われているのであれば、権利の帰属や移転等に関する準拠法として日本法が適用される場合には、少なくとも、譲渡や質入れの効力の発生、対抗要件、口座への記帳による権利者推定の有無、善意取得については、混蔵寄託・共有権理論ではなく、振替法の規定が適用されることになるというべきであると思われる⁽⁶⁰⁾。とはいえ、日本の証券決済法制を外国ユーザーにとってもわかりやすいものにするという観点からは、Mooney教授の指摘のように、外国株式の取引や振替機関の地位にある主体が主務大臣の指定を受けていないような場合について、少なくとも日本はどう考えるかといった観点からの私法ルールを整備することが望ましいように思われる。

④ 口座名義人が真の権利者ではないといったクレームがなされている場合に口座管理機関がそれを無視して口座名義人の指図に従った場合であって、後日、やはり口座名義人は真の権利者ではないことが判明したような場合に関連して、現行の振替法143条は口座名義人が権利を適法に有することを推定するとしているが、口座管理機関はどのような場合に口座名義人の指

(60) 拙稿・前掲注2、22頁以下を参照。

図に従っていれば免責されるのかは、振替法の規定からは明らかではない。米国のUCC8-115条は、口座名義人の指示に従って行動した口座管理機関は、差止命令等の裁判所の命令に反した場合や、不法行為者と共謀した場合といった限られた場合以外は、仮に口座名義人が真の権利者でなかったとしても責任を負わないとしており、立法論としては、わが国でも同様の規定を置くことが望ましいと思われる。

⑤ コントロールによる担保権設定は、担保目的物が金融機関が管理する口座に記帳され、物理的に存在していないという観点からは、合理的な手法である（口座の管理者が担保権者となる者の指図に従うことを約するということは、実質的には証券の口座名義人になるのと同じことである）。この結果、口座名義人と口座の指図権者がずれることになるが、そのこと自体は特段の問題を生じない（金融機関が管理する口座の名義には何らかのかたちで第三者の信頼の基礎となるような公示といった機能はそもそも存在しない）。UNIDROIT条約でも提案されている手法であり、検討されてよいと思われるが、我が国の担保法制の基本的な考え方とは相当程度距離があることは否定できないと思われる。

（２） 証券会社の倒産処理

米国ではリーマン・ブラザーズの破綻処理に際してSIPAが機能し、英国もリーマンの破綻処理に際して経験した問題点に対応するためにThe Investment Bank Special Administration Regulation 2011を制定した。

我が国においても銀行、保険と比べた場合、証券会社の円滑な破綻処理のための法制の整備は遅れており、参考にすべき点は少なくないと思われる。例えば、顧客口座の他の証券会社等への移転についての仕組みは整っていないし、破綻処理に必要な情報やインフラ等への継続的なアクセスを保証するような法的備えも存在しない。この点に関しては、金融審議会・金融システム安定等に資する銀行規制等の在り方に関するワーキンググループが2013年1月に公表した「金融システム安定等に資する銀行規制等の見直しについて」と題する報告書において、金融機関の破綻処理法制の整備のための一つの要素として、「有価証券等の顧客口座の移管手続等の容易化」が挙げられ（11頁）、また、「金融機関にシステム等を提供している事業者について、システム契約等の早期解約を認めず、金融機関の運営に必要なシステムを継続的に提供することを確保するための方策も検討すべきであると考えられる。」との記述も見られる（12頁）ことは、重要である。

また、別稿でも検討したように⁽⁶¹⁾、破綻処理に際して投資家に返還すべき証券が不足するような場合、物権法的な処理を貫徹するのか、あるいは、プロラタでの返還とするのかも問題である。日本法にはこの点について特別の規定はないことから前者によることになると思われるが、英米では、一定の範囲で後者の考え方が採用されている。この点も、証券会社の破綻処理法制に際して検討すべき論点の一つであると思われる。

(61) 拙稿・前掲注56、185頁以下（逆から）。