

シンジケートローン等における
証券担保利用に関する研究会
報 告 書

平成 20年 1月
全 国 銀 行 協 会

「シンジケートローン等における証券担保利用に関する研究会報告書」目次

	頁
1. はじめに	… 1
2. 株式担保の現行の取扱いと株券電子化後の取扱い	… 2
(1) 株式担保の現行法における取扱い	… 2
略式質（略式譲渡担保）と登録質（登録譲渡担保）	… 2
現行保振制度上の株式担保	… 3
(2) 株券電子化と株式担保	… 3
3. 複数担保権者による株式担保の実務と株券電子化対応における課題	… 4
(1) 現行実務における株式担保の取扱い	… 4
(2) 株券電子化以降における実務上の要請	… 6
(3) 振替法における規律	… 7
4. 株券電子化に伴う複数担保権者による株式担保の取扱い	… 7
(1) 考えうる対応案と問題点	… 7
□座名義：複数担保権者（A・B・C）による複数人名義＜複数人名義方式＞	… 8
□座名義：当該シンジケート・ローン名義（例：Y向けシンジケート・ローン□）＜シンジケート・ローン名義方式＞	… 9
□座名義人：セキュリティ・エージェント（X）（受託者として）＜セキュリティ・トラスト方式＞	… 9
(2) 具体的な場面における問題と対応策の検討	… 10
複数担保権者の複数人名義に係る取扱い（担保権設定の効力）	… 10
被担保債権の譲渡	… 11
担保権の実行	… 12
劣後質権の設定	… 13
(3) その他の対応策の可能性	… 14
＜シンジケート・ローン名義方式＞	… 14
＜セキュリティ・トラスト方式＞	… 14
5. まとめ	… 15

「シンジケート・ローン等における証券担保利用に関する研究会」名簿

「シンジケート・ローン等における証券担保利用に関する研究会」の検討経緯

1. はじめに

わが国における担保融資取引において、証券担保、特に株式担保は広く使われている。株式担保は、通常、株主である担保権設定者から銀行等の担保権者に対し、対象となる株券の占有を移転するという形で行われている（いわゆる略式質）。株券を用いた担保取引は、担保権者にとっても、担保権設定者にとっても、設定・管理・実行が簡便・容易であることが、銀行実務において広く用いられる理由となってきた。

証券取引においては、証券決済制度改革が進展し、順次、証券のペーパーレス化が進められているが、2009年1月からは、いよいよ株券電子化に係る制度がスタートする予定である。株券の電子化は、発行会社、投資家、関係する金融機関など広く当事者に影響することから、これまでも様々な検討が、関係各界において進められてきている。

上述のように株券を用いた担保が広く利用されている実態を踏まえ、銀行界では、株券電子化以降の株式担保にかかる法的問題について検討を行ってきている。具体的には、銀行などの金融機関が広く取り扱っている株式担保融資に関し、株券電子化後もその利便性を確保し、利用が維持されること、また、株券電子化の移行に対応して既存担保取引を円滑に移行させること、などが重要であると指摘されており、主として、担保権設定者と担保権者が1対1の株式担保取引を想定した検討が行われてきた¹。

他方、株式担保は、その利便性の高さから、1対1の取引だけでなく、シンジケート・ローンのような債権者・担保権者が複数となる取引でも利用されている。このように債権者・担保権者が複数の場合、株券電子化以降も株式担保を利用していくにはどのような対応が必要なのかが問題となる。しかし、複数の担保権者がいる株式担保取引に係る法的問題については、株券を用いる従来の取引についてでさえも研究成果や文献が多くなく、ましてや、株券電子化に対応した取扱いをどのように考えるかは、ほとんど例を見ないのが実情である²。

このような中、全国銀行協会では、本年9月、株式担保について複数担保権者が存在する場合の取引に係る法的問題について検討を行い、シンジケート・ローンなどの取引における実務に対し、対応の指針となるような考え方を示すことを目的として、業務委員会の下部会合である銀行法務検討部会の所管として、シンジケート・ローンなどの実務に詳しい、法律家、銀行担当者を委員とした本研究会を設置することとし、10月より検討を開始した。本研究会は、本件に係る取引の性格上、幅広い関係者の意見等も取り入れる必要があることから、委員のほかに、関係当局、関係業界等にもオブザーバー

¹ このような検討の成果として、全国銀行協会「株券電子化に伴う株式担保に係る想定事務フロー（公表資料）」（2007年4月）および同「株券電子化に伴う株式担保の一斉移行対応（Q&A）（第2版）（公表資料）」（2007年12月）参照。

² 佐藤正謙監修『シンジケートローンの実務【改訂版】』（きんざい、2007年）では、シンジケート・ローンにおける株式担保について、株券電子化後の取扱いも含めて解説している、数少ない文献の一つである（同書179頁以下参照）。

としての参加をお願いした³。

具体的には、シンジケート・ローンにおける利用例を中心に、株券電子化後も引き続きこの種の取引において株式担保が利便性の高い担保手段として利用できるかどうか、法的、制度的な観点からの考え方について、検討を行った。本報告書は、その検討成果を取りまとめたものである。本報告書は、上述のような問題の複雑性や先行研究の少なさもあって、具体的な取引場面を設定して、考え方を整理したものとなっている。また、検討の対象は質権を設定する場合に限定し、譲渡担保は対象外とした（また、実務の二重を踏まえ、根質は検討の対象外とした）。

本報告書は取引関係者が集まって様々な検討を行った結果であることから、今後関係者が取引を行ううえで一定の指針を示すものではないかと考える。他方で、本報告書は検討の対象を限定していること、また、継続検討が必要として未消化となっている問題も少なからず残されていることから、引き続き関係各位において株券電子化後の複数担保権者による株式担保の実務運用についての検討が続けられることにより、ルールの明確化が促進されることを期待するものである。

2. 株式担保の現行の取扱いと株券電子化後の取扱い

(1) 株式担保の現行法における取扱い

略式質（略式譲渡担保）と登録質（登録譲渡担保）

株式担保には、設定の態様により、略式と登録の2種類がある。

現行の株券を用いた株式担保を考えると、略式質は、担保設定の合意と株券の交付により設定が行われる（会社法 146 条）。登録質の場合は、これに加え、当該株式の発行会社の株主名簿へ質権者の氏名又は名称および住所を記載することによる（会社法 147 条 1 項）⁴。

質権の効力としては、優先弁済権、転質権、物上代位権等が認められる。物上代位権（その範囲について会社法 151 条）の行使について、基本的には、登録質の場合には

³ 本研究会では、できるだけ客観的な検討を行うよう、銀行界のみならず、関係当局にもオブザーバーとして御参加を頂き、様々な貴重なご指摘をいただいた。この場を借りて、関係各位に御礼申し上げます。なお、本報告書に示された見解は本研究会における議論の結果を示すものであり、オブザーバーとして参加された関係当局の見解を示すような性格のものではない。

⁴ なお、株券不発行会社の株式の担保については、登録質の方法のみ可能である。また、株券発行会社の株式の担保の登録質では、株券の継続占有が第三者対抗要件とされている（会社法 147 条 2 項）。

配当、残余財産の分配等を直接発行会社から受けられるのに対し、略式質の場合には差押えによる必要がある⁵。

実務上は、銀行取引のみならず、事業者間の株式担保なども含めて、株式担保のほとんどは略式質（略式譲渡担保）が利用されているようである⁶。

現行保振制度上の株式担保

現行保振制度では、質権設定は、設定者の口座に質権口座を開設し振り替える方法がとられ（保振法 26 条 2 項、27 条 2 項参照）、譲渡担保の場合には、担保権者の普通口座に振り替える方法がとられる（保振法 26 条 1 項、27 条 2 項参照）。

現行保振制度上の担保取引としては、質については略式質の方式のみが規定されており、登録質の方式は規定されていない。現行保振制度導入にあたって、登録質はほとんど利用されていない実状が考慮されたとされている⁷。

銀行実務では、現行保振制度を利用した株式担保取引は、一般的ではない。現行保振制度を利用する場合は、制度信用を中心とした担保取引が一般的とされる。

（２）株券電子化と株式担保

「社債、株式等に関する振替に関する法律」（以下、「振替法」という。）に基づく株式電子化においては⁸、上場株券を対象としてすべての株券を一斉移行により無効とすることが予定されている（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（以下、「株式等決済合理化法」という。）附則 6

⁵ 江頭憲治郎『株式会社法』（有斐閣、2006年）212頁～216頁参照。もっとも、前述のとおり、株式担保権者は、当該株式の処分価値に着目することが通常であり、この差異がもたらす影響は限定的ではないかと考えられる。

⁶ 登録質については、一般的にその利用が稀であるとされているが、平成16年商法改正により株券不発行制度が導入され、現行保振制度を利用する発行会社（上場会社）でない会社の株式については、定款の定めで株券を廃止することが可能となった結果、一部非上場会社においては株券を廃止する定款変更を行っている。このような会社の株式を担保としている場合に担保取引を継続するためには、発行会社の株主名簿への記載が必要とされることから、このような場合に登録質の利用が見られる。登録質は原則として質権設定者の請求によりなされるところ（会社法148条）会社法は、前記のような移行の場合には特例として質権者からの請求によることを認める（特例登録質。会社法218条5項）この特例登録質は略式質と同様の効力しか有しない（会社法152条1項）。

⁷ 吉戒修一・高木祥吉編『Q & A 株券保管振替実務ハンドブック』（社団法人金融財政事情研究会、1992年）48頁。

⁸ 振替法については、たとえば、始関正光「株券等不発行制度・電子公告制度の導入」『改正商法対応シリーズ5 株券不発行制度・電子公告制度』別冊商事法務286号3頁、高橋康文・尾崎輝宏『逐条解説 新社債、株式等振替法』（社団法人金融財政事情研究会、2006年）などを参照。

条 1 項参照)。

株式に係る権利は、振替機関(証券保管振替機構)や口座管理機関(証券会社等)に開設された振替口座を通じて管理される。権利の移転は、口座間の振替により行われる(振替法 140 条)。

株券電子化後の担保設定の方法としては、質であれば、質権設定者の口座から振替による質権者の口座の質権欄への記録により行われる(振替法 141 条)。また、譲渡担保については、担保権設定者の口座から振替による担保権者の口座の保有欄への記録により行われる(振替法 140 条)⁹。

現行保振制度上の担保設定では、質については略式質の方式のみが認められているのに対し、新振替制度では登録質の方式も可能となっている。質の場合は、総株主通知において、当該口座の名義人である質権者が自らの口座を開設する口座管理機関に対し申し出た場合には、発行会社に当該質権者の氏名・住所等が通知され、その結果、株主名簿への記載がなされることにより、登録質の設定がなされることになる(振替法 151 条 3 項・4 項。)譲渡担保の場合は、質の場合とは異なり、当該口座名義人である担保権者の氏名、住所等は総株主通知の際に発行会社に通知されるので、原則として登録譲渡担保となる。もし、略式譲渡担保としての取扱いを求める場合には、担保権設定者を株主として扱うよう申出を行わなければならない(「特別株主の申出」振替法 151 条 2 項 1 号)。

3. 複数担保権者による株式担保の実務と株券電子化対応における課題

(1) 現行実務における株式担保の取扱い

株式担保を複数の担保権者により利用する場面としては、第一に、本研究会において主要な取引形態としてとりあげているシンジケート・ローンがあげられる。シンジケート・ローンの利用は、通常の運転資金のみならず、M&Aファイナンス、プロジェクトファイナンス、不動産ファイナンス等の広がりを見せており、株式担保の利用もそれに応じて様々な場面が想定されている。そこで本研究会では、株式担保における複数担保権の問題について、シンジケート・ローンを主な題材として検討することとした。

現行のシンジケート・ローンにおける株式担保の実務では、一対一の相対取引の場合と同様に、株券の占有を担保権者に移転することにより、主として略式質や略式譲渡担保による担保取引が行われている。

具体的には次のような場面を設定して、以下説明する。

⁹ 具体的な設定方法については、前掲注(1)の「株券電子化に伴う株式担保に係る想定事務フロー(公表資料)」参照。

1. Y (債務者) に対し、A、B、C がシンジケート・ローン取引を行う。この場合のセキュリティ・エージェントはX。本件融資取引の担保として、社株式 300 株をYから差し入れる。
2. A は、自己のYに対する当該債権をDに譲渡する。

シンジケート・ローンにおける担保設定では、各債権者間で同順位の独立の担保権を個別に設定する方式と、同順位で準共有の担保権を設定する方式があるとされる¹⁰。株式担保の場合は、前者による方法がとられることが一般的とされている¹¹。この理由は、シンジケート・ローンでは、原則として、各債権者・債務者間において個別独立の金銭消費貸借契約が成立することを前提として取り扱われており、担保権の付従性との関係で、担保権の準共有に関してこれを否定的に解する指摘もあるためと考えられる¹²。設例であれば、Yとの間で、A、B、Cはそれぞれ同順位・独立の担保権を有していることになる。

また、担保設定にかかる株券の交付については、シンジケート・ローンの実務では担保関係の実務を取り扱うセキュリティ・エージェントに株券を交付し、セキュリティ・エージェントは、各担保権者に代わって占有(代理占有)する方式をとっている。設例では、Yは、A、B、Cに社株式 300 株の株券を交付する代わりに、Xに交付し、XはA、B、Cに代わってこれを占有管理することになる。

シンジケート・ローンでは、貸出債権が譲渡され、転々流通することが予定されていることが少なくない¹³。一般に、貸出債権が譲渡される場合、担保権についても譲渡債権に随伴するものと理解されており、債権譲渡後は、セキュリティ・エージェントは譲受人のために株券を占有するものと理解されている。上の設例で債権者AからDに債権譲渡が行われた場合には、Aの有していた担保権は、Dに移転し、Xは、譲渡後は、Dに代わって社株券を占有管理することになる。

さらに、M&Aファイナンスなどにおいては、担保権者間で順位付けを行う場合もある(例:メザン貸付人に担保権を設定する場合など)¹⁴。順位付けの方法は、民法 355 条にもとづき担保権設定の時期をずらすことによって行われる(エージェントによる代理占有の開始時期をずらす)。上の設例では、A、B、Cの順に順位付けを行う場合、

¹⁰ 前掲注(2)・佐藤・171 頁。

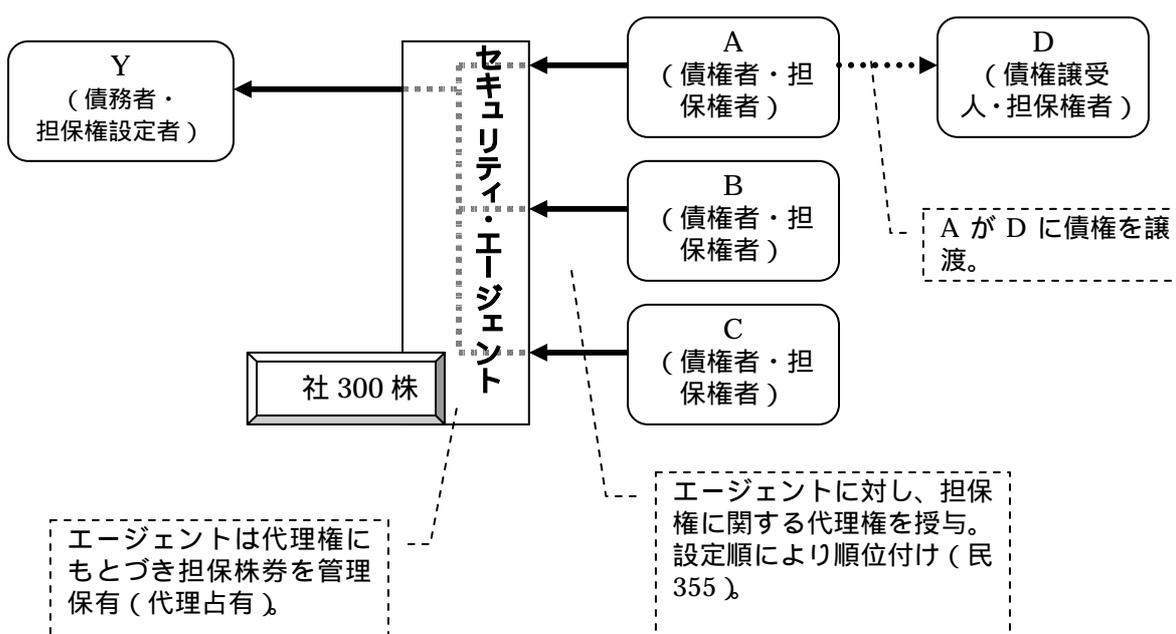
¹¹ 前掲注(2)・佐藤・180 頁。

¹² 前掲注(2)・佐藤・24 頁および 171 - 172 頁参照。

¹³ シンジケート・ローンにおける貸付債権の流動性向上については、参加金融機関のポートフォリオの最適化や、機関投資家等のシンジケート・ローン市場への参入を促進することによる市場拡大による組成コストの削減などから、当該債権の流動化が求められるようになっており、債権譲渡にかかる各種契約書等の整備が進められている。例えば、日本ローン債権市場協会(JSLA)が公表する「貸付債権譲渡に関する基本契約書」(2001年)、「貸付債権譲渡に関する契約書(問題債権用)」(2005年)などを参照。

¹⁴ 前掲注(2)・佐藤・174 頁および 180 頁。

Y - A間の担保権設定に伴うXの代理占有の開始後、Y - B間の担保権設定に伴うBのための代理占有を、次いで、Y - C間の担保権設定に伴うCのための代理占有を行うべきことを（間接占有者たる）YがXに指図すると構成し、Xによる代理占有開始の時期をずらすことで順位付けを行っている¹⁵。



（２）株券電子化以降における実務上の要請

銀行実務の観点からは、株券電子化以降の株式担保においても、同様の取扱いが可能となることが望ましい。

本研究会においては、シンジケート・ローンにおいて株式担保を活用し続けるために、以下が実現されることが重要であると指摘された。

債権譲渡に伴う担保権の随伴性・継続性が確保されること¹⁶。

担保権の設定や譲渡に係る手続き（口座管理機関への振替申請等）はセキュリティ・エージェントのみが行い、いちいち全ての債権者が手続きに関与しなければならないということがないこと。

担保権者間で優先劣後の関係を作り出せること。

¹⁵ 前掲注(2)・佐藤・173 - 174 頁。

¹⁶ 前掲注(13)において指摘したようにシンジケート・ローンの貸付債権は当初より譲渡されることを前提で組成されることが少なくなく、担保付シンジケート・ローンの場合は、債権譲渡に伴い、当該担保権も新債権者である譲受人に法的に問題なく随伴することが求められることになる。

(以下、上記 ~ については、「ニーズ」, 「ニーズ」…として引用する。)

(3) 振替法における規律

振替法では、「振替株式の譲渡は、振替の申請により、譲受人がその口座における保有欄・・・に当該譲渡に係る数の増加の記載又は記録を受けなければ、その効力を生じない。」(140条)とされ、特に、質入れについては、「振替株式の質入れは、振替の申請により、質権者がその口座における質権欄に当該質入れに係る数の増加の記載又は記録を受けなければ、その効力を生じない。」(141条)とされている。そして、「加入者は、その口座(口座管理機関の口座にあっては、自己口座に限る。)における記載又は記録がされた振替株式についての権利を適法に有するものと推定する。」(143条)とされている。このため、株券電子化以降の一对一の相対の株式担保取引においては、担保権者が振替機関(証券保管振替機構)や口座管理機関(銀行、証券会社等)から開設を受けた口座の質権欄(質権の場合)や保有欄(譲渡担保の場合)への記載ないし記録をもって担保設定がなされる。

振替法には、複数の者の名義を示して口座を開設することができるかどうか、そうした口座が開設された場合の法律関係がどのようになるかについて、明文の規定はなく、解釈に委ねられている。複数の者の名義を示して口座を開設することができるという点については争いが無いが、これまでの議論は相続により相続人が社債を共有している場合についてのものに限られ、本報告書が検討するような複数担保権者の場合にどのように考えるべきかについては、これまで全く検討がなされてこなかったといえる¹⁷。

4. 株券電子化に伴う複数担保権者による株式担保の取扱い

(1) 考えうる対応案と問題点

新振替制度では、担保権設定者の口座から、担保権者の口座への振替によって担保権を設定することとなる。このため、本研究会では、複数担保権者の場合に、振替先の口座名義人を誰とすべきか、当該名義人のもとで期待される権利関係を構築できるのか、といった観点から、考えられるいくつかの対応方法を取り上げて検討を行った。

¹⁷ 例えば、立法担当者によって、「振替社債が共有された場合、口座は共有名義で開設される」との指摘がなされている。前掲注(8)・高橋=尾崎・148頁 - 149頁。

口座名義：複数担保権者（A・B・C）による複数人名義〈複数人名義方式〉

口座名義人として、すべての債権者・担保権者を明示する方法が考えられる。これは、権利者すべてを名義人として記載する方法（複数人名義）であり、本件でいえば、「A、B、C」名義の口座となる。口座名義人＝担保権者であり、被担保債権者と口座名義人の齟齬は生じない。

このような複数人名義での口座について、本研究会では二つの考え方があり得ると指摘された。第一は、複数人名義の口座は常に共有を示すというものである。この考え方によると、名義人（A、B、C）間の法律関係は基本的には、「準共有」（民法264条）と考えられる。しかし、このような考え方に従うと、上記3.(1)で述べたような各債権者（担保権者）が独立した質権の設定を受けるという現行実務の取扱いと異なることになる¹⁸。

もう一つの考え方は、複数人名義の口座は当然に共有関係を示すものではなく、複数の名義人が口座に記載された証券について権利を有するというを示すにとどまり、それを超えて複数の名義人がどのような権利関係を有するかは当事者間の合意によって決定されるというものである。このような考え方によれば、複数人名義の口座であるからといって、担保権者A、B、Cの権利関係が準共有であることまで定めるものではなく、複数の担保権者がいることを示しているに過ぎないということになる。この考えにもとづけば、独立した質権設定という現在の実務と同様の担保設定が可能であると考えられる。

本研究会では、振替口座簿には権利の具体的内容まで記載することは予定されていないこと、複数名義が記載された場合には共有関係が推定されるという趣旨の規定は振替法には見当たらないこと、振替法の立法過程において振替法の下では従来から行われてきた複数担保権者による質権の設定を否定するということが議論された形跡はないこと、などから、こうした「A、B、C」名義は当然に（準）共有を示すものではなく、複数の名義人が口座に記載された証券について権利を有することを示すにとどまると解すべきである、との見解が大勢を占めた。本報告書も、主として、この多数の見解を踏まえて整理を行っている。

¹⁸ また、債権者CからDへの債権譲渡に伴い口座名義を「A、B、C」の共有名義から「A、B、D」に変更しようとするれば、CD間のみでは対応できず、AおよびBの協力がなければならぬ。但し、これは、複数名義人口座一般について、その性質をどのように見るかにかかわらず、実務上問題になる点である。

口座名義：当該シンジケート・ローン名義（例：Y向けシンジケート・ローン口）
<シンジケート・ローン名義方式>

新振替制度では、複数の者が権利者である旨を示す口座名義としては、権利者すべてを名義人にする方法のほか、法人格のない団体で共有を示す名義（例：投資クラブ、累積投資口等）も想定されている¹⁹。そこで、「Y向けシンジケート・ローン口」のような名義の口座を開設し、代表者をセキュリティ・エージェントXとすることが考えられる。

本研究会では、このようなかたちでの取扱いが認められるかどうかは、シンジケート・ローンの実態次第であり、具体的なシンジケート・ローンの担保取引において、担保権者間に、たとえば、投資クラブ等と同程度の団体性が存在するのであれば、このような取扱いも認められるのではないかという見解が有力であった。

口座名義人：セキュリティ・エージェント（X）（受託者として）<セキュリティ・トラスト方式>

新信託法（平成19年9月30日施行）において取扱いが明確となったセキュリティ・トラストを用いる方法が考えられる。

セキュリティ・エージェントを受託者として、受託者名義の口座の質権欄に振り替えることで担保設定し、各債権者は、当該信託の受益者とする。この場合、セキュリティ・エージェントが担保権管理をしつつ（ニーズ）、被担保債権者は受益権の形で権利を取得し、かつ受益権の権利内容によって順位付けも可能である（ニーズ）。また、当該受益者を債権者であると信託契約においてさだめることで、債権譲渡にも対応が可能となる（ニーズ）。口座名義における、被担保債権者と担保権者の齟齬は、信託法の下で解消される²⁰。

この方式については、受託者が負う責任と一般にシンジケート・ローンのエージェントが負うと考えられている責任との比較において、受託者では重過ぎるのではないかと指摘もあるが、受託者責任は契約によって縮減・免除することが可能である。但し、

¹⁹ (株)証券保管振替機構『株式等振替システム システム概説書（第1.2版）』218頁参照。

²⁰ 研究会では、セキュリティ・エージェントXを受託者とするセキュリティ・トラストの方法以外に、現行シンジケート・ローンの実務において、セキュリティ・エージェントが株券を代理占有という形で、担保権者に替わって現物株券を管理する方法がとられていることに鑑み（ニーズ）、このような現行実務を反映した方法として、エージェントXを口座名義人として、当該口座に担保対象である株式を振り替えるという方法も模索された。しかし、口座名義は、加入者は誰かということを示すものであり、権利の帰属者でない者が口座名義人として示されることは、振替法上予定されておらず、口座管理機関の業法上の問題点などが指摘され、本文のセキュリティ・トラストやの場合を除けば、複数担保権者への対応としてX名義口座の開設は困難なのではないか、との意見が強かった。

業務として受託者となることになると、業法上の問題の整理も必要との指摘がなされた。

(2) 具体的な場面における問題と対応策の検討

次に、具体的な場面においてどのような対応が可能か、新振替制度における複数担保権者による株式担保利用の可能性を検討する。以下では、＜複数人名義方式＞を中心に検討を行い、最後に、＜シンジケート・ローン名義方式＞、＜セキュリティ・トラスト方式＞について簡単に言及することとしたい。

複数担保権者の複数人名義に係る取扱い（担保権設定の効力）

【設例1】

YはA、B、C各々との間で、m月d日、同時に、Yの保有する株式300株の上に、A、B、Cのために、互いに独立で同順位の（計3個の）質権設定の合意をした。

その際、上記質権の行使についてはA、B、Cは、m月d日の時点で、協定書を締結し、全員の合意で質権を行使することを約した。

に基づき、Yの口座から、「A、B、C」のすべてを名義人とする口座の質権欄に対し、株式300株の振替記録がなされた（記録日はm月d+1日）。

【設例1】は、ニーズおよびに係る問題である。

株式の質入れは、当該株券を質権者に交付することを効力要件としており（会社法146条2項）、振替株式においては、質権者の質権欄における当該株式の増加記録を効力要件とする（振替法141条）。したがって、上記【設例1】では、「m月d+1日」に振替の記録がなされた時点で効力発生となる。

この場合、上記では、A、B、C各独立同順位の質権を設定することを合意しているが、＜複数人名義方式＞では、「A、B、C」名義の口座を開設・記録することになる。このような口座の記録がなされた場合については、既述のように、振替法自体はA、B、Cが共有関係にあるかどうかといった問題には立ち入っておらず、共有の場合も複数担保権者が独立の担保権を有している場合も、ともに、複数人名義をもって表示することを予定しているのであって、個々の場合にいずれに該当するかは、振替法ではなくA、B、Cの関係が実際にどのような法律関係であるかにより決定されるという考え方が大勢を占めた（A、B、Cがそれぞれ相続人であって担保権を相続する場合であれば共有となろうし、シンジケート・ローンの場合には当事者の合意により個々の担保権者が独立した権利を有する場合もあれば、共有の場合もある）。このような考え方に従えば、独立した質権設定の合意＋「A、B、C」の複数人名義口座への振替をもって、各

担保権者「A、B、C」は独立の質権を有すると考えることが適当であるし、各担保権者は第三者に対しても個々の権利を対抗できるとするものである²¹。

これに対し、次の設例のように、準共有との合意がある場合には、準共有として扱われることになる。

【設例1´】

YはA、B、Cとの間で、m月d日、同時に、Yの保有する 株式300株の上に、A、B、Cのために、1つの（準共有）質権設定の合意をした。

その際、上記質権の内部割合については、A、B、Cは、m月d日時点での債権の割合であるとの、協定書を締結した。

に基づき、Yの口座から、「A、B、C」のすべてを名義人とする口座の質権欄に対し、 株式300株の振替記録がなされた（記録日はm月d+1日）。

【設例1´】では、質権設定の合意として、A、B、Cの権利関係を準共有とすることを含んでおり、そのことを前提として、「A、B、C」の複数人名義口座に振り替えられたのち、当該口座における権利関係も「A、B、C間の準共有」を示すものとして取り扱われると考える。

被担保債権の譲渡

【設例2】

【設例1】のケースで、以下のような形で債権譲渡が行われた（時点はm月d+x日）。いずれも場合も、Dは【設例1】での協定書の当事者となる。

- (i) Bが被担保債権の全額をDに譲渡した
- (ii) Bが被担保債権の一部をDに譲渡した
- (iii) BおよびCが各々その被担保債権の一部をDに譲渡した

上記(i)～(iii)のいずれかの譲渡の結果、 株式300株について、「A、B、C」の連名口座から、(i)の場合には「A、C、D」、(ii)および(iii)の場合には「A、B、C、D」の口座に振替された（振替申請にあたり、譲渡人でない者の同意も取得）。

既述のように、シンジケート・ローンの実務では、債権譲渡による債権者の交替が予

²¹ 例えば、本研究会では、A、B、Cが、それぞれ50%、30%、20%の権利を有することを合意して、A、B、Cという名義の口座を開設し、質権の記録がなされた場合、Cの債権者が当該口座におけるCの権利を差し押さえたとしても、Cの債権者はCがA、Bとの合意に基づき有する権利である20%の権利を差し押さえることができるに止まり、A、B、C間の合意にも関わらずA、Bに対して1/3あるいはそれ以上の権利を主張することはできないと考えるべきであるとの見方が有力であった。

定されることが少なくない。現行の株式担保では、担保株券を占有するエージェントが、指図による占有移転により、譲渡後は、新債権者（譲受人）のためにも代理占有することで、債権者の交替に伴う担保権の対抗要件の具備を実現してきた。

<複数人名義方式>の場合、【設例2】のような債権譲渡が生じた場合の担保権の取扱いについては、債権者交替後の複数債権者による複数人名義口座への振替によることになると考えられる²²。

この場合、「A、B、C」名義の口座から、債権譲渡に伴い開設される「A、C、D」名義口座や「A、B、C、D」名義口座への振替が、AやCとの関係で、その時点での新たな担保権の設定とみなされるかどうかが問題となる。ニーズで示した問題点である。

この点について、研究会においては、このような振替を行っても、担保権の同一性は維持される、すなわち、新しい口座への振替前から継続して担保権を有する当事者（「A、C」や「A、B、C」）については、新しい口座への振替があったとしても、これを新たな担保権の設定と考えるのではなく、A、Cは当初の担保権設定時点をもって第三者に自己の担保権を対抗できると考えるべきであるという意見が大勢であった。なお、変わった部分（「D」）については、新しい口座（「D」を名義人に含む口座）への振替によって当該担保権が移転する（Dは当該担保権を第三者に対しても主張できるようになる）と考えられる²³。

担保権の実行

【設例1】の場合において、質権の実行を考えると、任意処分による質権行使の局面が多く想定される。この場合、設定者および全質権者の合意で担保株式を売却処分する

²² この点について、既存の「A、B、C」名義の口座を「A、C、D」名義の口座に名義変更する、といった方法により対処することの可否についても議論された。実際、相続の場合には、被相続人名義の口座を相続人名義の口座に変更することが予定されているようである（前掲注(17)参照）。しかし、法律により当然に包括承継が生じる相続の場合とは異なり、質権の設定の場合には振替が効力発生要件とされているので、単なる名義変更では足りず、債権譲渡後の担保権者全員の名義を示した新しい口座への振替が必要であるという意見が大勢であった。

²³ 新しい口座への記録が直ちに新たな権利の取得であると考えべきではないことは、たとえば、異なる証券会社への口座の移管があったような場合を考えても、当然のことであると思われる。なお、研究会では、担保権は債権譲渡の時点で担保権の随伴性により移転するのか（この場合、記録は対抗要件のような機能を果たすことになるのか）、あるいは、振替法においては質権欄への記録が効力要件とされていることにより振替法のもとの質権については随伴性は存在しないのか、が議論された。いずれと考えるべきかについて、研究会では深い議論はできなかったが、実務的には、いずれの立場にたっても、債権譲渡を受けただけで自己の名義が示された口座の質権欄への記録を得るまでは、譲渡人は自己の権利を第三者に対して主張できないものと考えられる。

ことになるが、シンジケート・ローンの場合には、通常、設定者の事前の同意を前提として質権者の多数決で処分を行う旨を約定することが多い。このような任意処分については、関係者全員の合意を得て手続を行うものである限り、特に法的に問題が生じることはないと思われる。但し、実務的な取扱いとしては、処分にかかる振替申請手続を行う権限をセキュリティ・エージェントXに与えるといったことも考えられる。

民事執行手続上の競売申立ての場面については、振替法にもとづく最高裁判所規則によることになるが、当該規則は、現時点では公布されていない。〈複数人名義方式〉の場合、A、B、Cは各々単独で競売の申立てを行えるか等の問題が存在するが、今後、当該規則が明らかになったところで、具体的な検討が必要となろう。

なお、シンジケート・ローンが解体される場面では、各担保権者が個別実行できることが必要であるとの指摘もあったが、そのような場合には、シンジケート・ローンを解体する時点において、担保の対象となっている株式を各担保権者の口座（質権欄）に振り替えることで個別の質権に分けるしかないのではないかとの見方が示された²⁴。

劣後質権の設定

【設例3】

【設例1】のケースでm月d+y日時点で、Yは、Eと劣後質権の設定合意をした。また、A、B、C、E（、Y）の間で、優先劣後の定めに関する協定書を締結した。

既述のように、現行の複数質権者の順位付けは、指図による占有移転において設定時をずらす方法で行われているが、新振替制度における質権の設定は口座間の振替という可視的な方法に限定されているので、占有移転の時期をずらすといった方法での順位付けは不可能となる。しかし、本研究会においては、既述のように、複数名義人間の権利関係については、優先劣後関係ないし配当順序の問題を含めて、当事者の合意に従う（すなわち、当事者の合意により当該質権自体の客観的な権利内容が定まる）という意見が大勢を占め、そのような考え方に従えば、順位付けについても当事者間の合意に委ねられるということになるのではないかと、との見解が有力に主張された²⁵。また、このような順位についての合意がなされた場合に、民事執行手続における配当のあり方等において執行裁判所を拘束するかについては議論の余地が残るものの、少なくとも担保権者間、

²⁴ このような各担保権者の振替自体が、新たな担保権の設定と解されるものでないことは、債権譲渡の場合の考え方と同様である。

²⁵ 研究会では、同順位を前提とした合意の一例として、複数担保権者間の持分割合については、当該担保株式の処分価額が変動するものであることを踏まえ、各債権額や順位をベースに、各担保権者の割合を可变的に持分を決定する方法の合意（「重複集合動産譲渡担保とその問題点」金融法務事情1202号46頁-47頁参照）することも可能ではないかという意見もあった。

あるいは担保権者の差押債権者等との関係においては、当該合意は有効と考えることができるという見解も示された。いずれにしても、法定実行の場合にこのような順位に関する合意がどの程度の効力を有するについては、今後の最高裁判所規則等次第である。

(3) その他の対応策の可能性

シンジケート・ローン名義方式

<シンジケート・ローン名義方式>については、シンジケート・ローンに社团性を認めない取扱いが一般的であるとの指摘がなされた一方、単独での担保権実行はできず意思決定も多数決に委ねられているような場合において、シンジケート・ローンだからといって団体性を否定することにどこまでの意義があるのか、という意見もあった。

いずれにせよ、シンジケート・ローンの「団体性」如何という問題は、シンジケート・ローン一般について一律に論じるべき問題ではなく、個々のシンジケート・ローンが契約条項等からみてどの程度の団体性を備えているといえるか、という観点から個別に議論されるべきものと理解される。かかる方向性に従った対応については、今後も、一つの可能性として引き続き議論されるべきものである。

セキュリティ・トラスト方式

セキュリティ・トラストの利用場面は様々考えられるが、本研究会の扱う複数債権者のもとで一担保物を取扱うような場面は立法過程においても意識されていた²⁶。

セキュリティ・トラストの利点としては、被担保債権の流通性の向上、担保権の管理・実行の利便性が指摘されているが²⁷、本報告書で検討してきたようなシンジケート・ローン取引との関係でも、実務の要請に応えられる可能性を持っている。

まず、担保権信託にもとづく受益権者を債権者とすることで、債権譲渡があった場合には当該受益権は債権の譲受人に移転する。また、セキュリティ・エージェントが受託者となることで、担保株式を管理し、実行場面でも当該受託者がこれを行うことが認められる(信託法 55 条)。受益権の内容により優先劣後関係を対外的にも確保できる。

業法上の問題や、エージェントの義務等、実用に向けてさらに検討が必要な問題も存在するが、株券電子後の複数担保権者取引のためのツールとしても有効であると思われる。

²⁶ セキュリティ・トラストについては、例えば、井上聡他『新しい信託 30 講』(2007 年・弘文堂) 155 頁以下。

²⁷ 前掲注(26)・井上・155 156 頁。

5. まとめ

本報告書では、シンジケート・ローンなどの複数担保権者が存する場合の株式担保取引について、株券電子化後の取扱いに関し、法的な問題点を整理し、研究会における議論の結果を示した。

これまでほとんど議論されてこなかった問題ということもあり、参加者の意見が一致する論点もあれば、必ずしも意見の一致をみていない論点も存在する。しかし、新しい振替制度の導入によって、株式を担保として利用しにくくなったということは避けられるべきであるし、そのようなことは立法者が予定していないことでもあると思われる。本報告書が今後の理論や実務にとって何らかの参考になれば幸いである。

なお、本報告書で行ったような法的な検討に加え、今後は、様々な事務フローの策定と、振替申請の取扱いにおける請求事項に関する実務運用ルールないし指針の策定など、担保権者となる金融機関、口座管理機関となる金融機関が協力して、具体的な方策を検討していくことが重要となると思われる。

たとえば、複数名義人方式を採用する場合であれば、複数名義人での口座を開設する際には、口座管理機関と名義人との間で、誰が当該口座についての振替の申請を行うことができるのか、口座管理機関はどのような申請に従って振替を行えば免責されるのか等についての取り決めが文書によりなされる必要があると思われる。また、債権譲渡にあたりいちいち全ての債権者・譲受人が手続に関与するのではなく、エージェントが手続を代行できるようにしようと思えば、シンジケート・ローンの契約書や担保取引に関する契約書において、そのようなエージェントの代理権に関する取り決めを行っておく必要もあろう。

以 上

「シンジケート・ローン等における証券担保利用に関する研究会」名簿

座長	森下	哲朗	上智大学教授
委員	吉田	正之	弁護士・長島・大野・常松法律事務所
	佐藤	正謙	弁護士・森・濱田松本法律事務所
	葉玉	匡美	弁護士・TM 総合法律事務所
	長尾	弘史	みずほ銀行コーポレートファイナンス部調査役
	森永	雅彦	みずほ銀行法務部調査役
	江崎	雅実	三菱東京UFJ銀行シンジケーション部上席調査役
	佐伯	聡	三菱東京UFJ銀行法務室上席調査役
	浅田	隆	三井住友銀行法務部業務開発グループ長
	塩澤	和彦	三井住友銀行シンジケーション営業部上席推進役
	坂元	正克	みずほコーポレート銀行法務部参事役
	新田	真紀	みずほコーポレート銀行グローバルシンジケーションユニット シンジケーション業務管理部参事役
	前中	伸之	りそな銀行ソリューションサポート部プランニングマネージャー
	高田	操	千葉銀行営業開発部マネージャー
	(事務局)	辻	松雄
オブザーバー	仁科	秀隆	法務省民事局参事官室局付
	金沢	敏郎	日本銀行金融市場局企画役
	大橋	達男	証券保管振替機構企画部課長(現東京証券取引所上場部上場会社担当課長)(第1回)
	唐津	伸	証券保管振替機構業務部課長(第2回～)
	茅野	茂昭	野村證券決済部長
	稲光	清高	野村キャピタル・インベストメント業務企画部長
	島村	昌征	日本証券業協会政策本部調査部長

以上

「シンジケート・ローン等における証券担保利用に関する研究会」の検討経緯

- 第1回 平成19年10月24日(水)
- ・ 本研究会の設置について
 - ・ 証券担保に係るペーパーレス化に伴う複数担保権者の問題について
 - ・ フリーディスカッション
- 第2回 平成19年11月27日(火)
- ・ 研究会報告書(素案)について
- 第3回 平成19年12月21日(金)
- ・ 研究会報告書(案)について