

## 第2章 電子化された有価証券の担保化―「支配」による担保化

神 作 裕 之

### 1 はじめに

有価証券の取引および決済の円滑化・迅速化を目的として、有価証券を完全ペーパーレス化した上で、振替口座簿の記録および振替によりその保管・譲渡・質入れ等を行うことを可能にするための法整備が、日本では、ここ10年数年の間に、精力的に行われてきた。

すなわち、2002年に、短期社債・振替社債・国債・地方債・投資法人債等をペーパーレス化し、振替制度にのせるために「社債等の振替に関する法律」が制定された。2004年には、株式についても完全ペーパーレス化を実現するために、「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」が制定された。同法に基づき、「社債等の振替に関する法律」が改正され、名称も「社債、株式等の振替に関する法律」（以下「社債株式振替法」という）に改められた。同法により、株式等のエクイティ証券についても完全ペーパーレス化が法制上可能となった。2005年に制定された会社法によれば、株式会社は原則として株券を発行しないものとされ（会社法214条参照）、株券保管振替制度において取り扱われていた株券発行会社は、同年6月9日から起算して5年を超えない範囲内の政令で定める日に、株券廃止会社となる旨の定款変更決議をしたものとみなされ（平成16年法88号改正附則6条1項）、政令により2009年1月5日が一斉に移行する施行日と定められ、株式についても完全ペーパーレス化が実現した。

本章では、投資証券がペーパーレス化された場合において、証券が存在していれば、商人間の商事留置権により保護されてきた債権者が、ペーパーレス化された振替制度上の権利について、引続き商事留置権を主張することが可能であるのかどうか、もし不可能になったとしたら、どのような方向で対処するのが望ましいかを検討する。

以下では、ペーパーレス化された有価証券が、商事留置権の成立の要件である「自己の占有に属した債務者の所有する物又は有価証券」（商法521条）に該当するかどうかを検討する（2）。続いて、振替制度を概観し、有価証券法理の下で認められてきた機能を基本的に確保するための法整備が図られたことを示す。振替制度の下では、証券の占有や交付に基づき認められてき

た有価証券法理の機能が、何によって代替されると考えられているのかという観点から検討する(3)。その後、ユニドロア間接保有証券実質法条約(以下、たんに「ユニドロア条約」ということがある)が、口座管理機関を通じた間接保有システムによって実質的に占有の機能を喪失した有価証券上の権利を担保化する場合について、口座に対する支配に着目した注目すべき規律を定めていることを紹介し(4)、日本法への示唆を得たい(5)。

## 2 商事留置権

### (1) 商事留置権の立法趣旨

商法521条は、商人間において双方のために商行為となる行為によって生じた債権が弁済期にある場合には、債権者は、当該債権の弁済を受けるまでの間、当該債務者との間における商行為によって「自己の占有に属した債務者の所有する物又は有価証券」を留置することができる旨を規定する。この権利は、商事留置権または商人間の留置権と呼ばれる。

商事留置権は、中世イタリアの商人団体の慣習法に起源を有するものであるが、ドイツ旧商法および新商法がこれを明文化し、ドイツ法にならって日本商法に導入されたものとされる。商事留置権により、商人間の営業取引上の債権者は、流動する商品について一々質権を設定し変更する煩雑を避け、担保の請求により相手方に対する不信を表明することに伴う不利益を回避しながら、債権担保の目的を達成することができるというメリットがある(1)。

他人の物に関して生じた債権を被担保債権とする民法上の留置権と異なり(民法295条1項)、商事留置権は、継続的な信用に基づく商人間の取引関係に鑑み、被担保債権と留置の目的物との間に個別的な関連性を必要としない。すなわち、商事留置権は、商人間における双方のために商行為となる行為から生じた債権と、債務者との間の商行為によって債権者の占有に属した債務者の所有する物・有価証券という一般的関連性のみを要件として成立する。

### (2) 商事留置権の効力

商事留置権には、競売権は認められるけれども(民事執行法195条)、優先弁済権は認められない。留置権者には優先弁済権が認められないため、競売により商事留置権は消除されず、実体法上の留置的機能は維持される。また、留置権の成立後に、債務者が所有する留置権の目的物が第三者に譲渡された場合においても、留置権は消滅しない(2)。したがって、留置権者は、

---

(1) 以上につき、西原寛一「商行為法」(有斐閣、1973年)135～136頁参照。

(2) 東京地判昭和53年12月21日下民集29巻9～12号376頁。

その有する債権の弁済を受けるまでの間は、買受人に対して留置権を行使することができる<sup>(3)</sup>。

商事留置権の効力は、民法上の留置権に比較すると強化されている。すなわち、破産手続等が開始されると民法上の留置権は効力を失うのに対し（破産法66条3項・民事再生法53条1項・会社更生法2条10項）、商事留置権は、破産手続の開始決定により特別の先取特権とみなされるほか<sup>(4)</sup>（破産法66条1項）、再生手続の開始および会社更生手続の開始によりそれぞれ別除権（民事再生法53条1項）または更生担保権（会社更生法2条10項）として扱われる。

なお、銀行取引約定書では、債務者が銀行に対する債務を履行しなかった場合には、銀行が占有している当該債務者の動産、手形その他の有価証券について、銀行が取立または処分をする権限を有することが規定されているのが一般的である。この権限に基づき、商事留置権の対象となる有価証券を任意に取立てて、取立金を自己の債権に充当することができる。判例は、このような権限を有するときは、取引先に対する破産宣告後であっても、手形の占有を適法に継続することができ、破産法66条2項に定める他の先取特権がない限り、銀行は商事留置権の対象である手形を手形交換制度によって取立て、破産者に対する債権の弁済に充当できるとする<sup>(5)</sup>。

### (3) 電子化された有価証券について商事留置権は成立するか

ペーパーレス化された有価証券について商事留置権が成立するためには、それが「有価証券」または「物」に該当するとともに、債権者がそれを「占有」している必要がある。有価証券の概念については、様々な議論があるが、通説は、有価証券とは、財産的価値を有する私権を表章する証券であって、権利の発生・移転・行使の全部または一部が証券によってなされることを要するものと定義する<sup>(6)</sup>。有価証券とは、権利の移転・行使を安全確実なものとするために、

---

(3) 大判昭和13年4月19日民集17巻758頁。

(4) 特別の先取特権とみなされた商事留置権は、民法その他の法律の規定による他の特別特権には劣後する（破産法66条2項）。

(5) 最判平成10年7月14日民集52巻5号1261頁。再生手続開始決定後も同様である（最判平成23年12月15日民集65巻9号3511頁）。

(6) たとえば、田中耕太郎『手形法小切手法概論』（有斐閣、1935年）95頁参照。通説による有価証券の定義とその理解につき、鈴木竹雄『手形法・小切手法』（有斐閣、1957年）2～4頁。鈴木教授は、通説に対し、権利の発生について証券を要すると定義することは誤りであり、また、権利の移転および行使のいずれにも証券を要するとして、その限りで通説の定義に修正を加え、権利の移転および行使に証券を要するものとされる（鈴木・前掲27頁）。前田庸教授は、基本的に鈴木教授の見解に依拠されつつ、包括承継の場合には証券の交付を要さず権利が移転し、また、手形権利移転行為有因論を前提に、原因関係の消滅等により有価証券の返還なしでも権利が復帰するため、証券の交付が問題になるのは譲渡の局面であるとして、「権利の行使および譲渡の双方に証券を要するもの」と定義される（前田庸『手形法・小切手法』（有斐閣、1999年）37頁）。

社員権や金銭債権等の抽象的な権利を有体物に化体したものであり、有体物の存在が前提となっている。また、「占有」とは、自己のためにする意思をもって物または有価証券を所持することであり、ここでも有体物の存在が前提になっている。そうであるとすると、ペーパーレス化された有価証券は、有体物が存在しない以上もはや「有価証券」ではなく、それに対する「占有」も観念できないということになりそうである。

他方、このような解釈によると、ある有価証券がペーパーレス化されることにより、商人は、当該有価証券がペーパーレス化される前であれば成立し得た商事留置権を主張できなくなる。冒頭に述べた有価証券化のペーパーレス化に係る一連の法整備においては、有価証券の交付や占有と口座簿上の記載・記録とをあたかも同等に扱うことにより、有価証券法理の機能の多くを実現している。そのような中で、商事留置権について、立法上の手当てが講じられなかった。しかし、そのような効果は意図されたものではないとして、解釈により商事留置権の成立を認める努力がなされる<sup>(7)</sup>。そのような解釈論の方向として、次のような2段階の説明が唱えられているように思われる<sup>(8)</sup>。第1は、口座簿上の記載・記録を権利の媒体としてとらえ、口座簿の管理をもってそのような媒体についての占有を観念する方向である<sup>(9)</sup>。このように、口座簿の記載・記録についても占有の対象となり得ることの理論的基礎を築いた上で、第2段階として、占有の概念をより実質的にとらえ、実質的権利者である債務者の権利行使が制限されることにより、債権者が「事実上の支配権限」を取得したことをもって「占有」と見る方向であ

---

(7) 森下哲郎「証券のペーパーレス化と商事留置権」金判1317号（2009年）1頁以下参照。

(8) 有価証券のペーパーレス化に関する一般的な理論として、森田宏樹「有価証券のペーパーレス化の基礎理論」日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズNo.2006-J-23（2006年）が示唆的である。

(9) 森田・前掲注（8）38～39頁参照。森下哲郎「証券決済」金融法研究25号（2009年）87～89頁参照。

る<sup>(10)</sup>。

たしかに、そのような解釈論の努力は必要であり、有益であろう。前者のアプローチは、解釈論のレベルでは、口座簿の記録という媒体に基づく権利が「物」または「有価証券」に該当するかに帰着し、そのような口座簿の管理をもって「占有」といえるかどうかの問題となる。1に述べたように、有価証券の完全ペーパーレス化を実現するために、とくに譲渡や質入れの効力要件・対抗要件や、過大記帳がなされるなどして実際には権利が存在しなかったにもかかわらず善意かつ無重過失で当該権利を取得した者の保護をどのように図るかといった問題等について、社債株式振替法は、立法的措置を講ずることによって解決した。このような経緯に鑑みるならば、ペーパーレス化された権利を「有価証券」と解し、口座簿の記載・記録をもって「占有」や「交付」と観念することは、解釈論としては相当に困難であると考えられる。言葉を変えて言えば、有価証券がペーパーレス化され、証券すなわち有体物が完全に消滅し、もはや「占有」がないところで、「有価証券」や「占有」を認めることは、従来の「有価証券」概念や「占有」概念に大きな影響を与えることとなり、場合によっては、それを歪めるおそれもあり得よう。また、第2段階の方向性すなわち権利者による処分が実質的に制限されていることをもって当該権利者の占有の喪失とコントロールしている者による占有の取得を導くという考え方は、むしろ新たな担保取得の制度として立法論的に検討すべき場合における方向性について強く示唆するものであると思われる。

2(1)に述べた商事留置権の制度趣旨は、第1に、流動する商品について一々質権を設定し変更する煩雑を避けること、第2に担保の請求により相手方に対する不信を表明することに

---

(10) 本報告書所収の加藤貴仁論文は、電子記録債権に対する商事留置権の成否について、①電子記録債権の実質的権利者と占有者が分かれる場合が存在し事実上の支配が認められることが商事留置権の成立の前提条件であり、②参加金融機関が顧客からの譲渡記録の請求の電子債権記録機関への取次ぎや当該顧客への入金記帳を拒絶する権限(拒否権)が必要であると指摘される。①については、「取立委任記録」が電子債権記録機関の「占有」の契機になり得ることからそれを電子記録債権の譲渡記録の記載事由とする旨を政令において規定すること(電子記録債権法18条2項5号)を提唱される。また、②については利用契約で拒否権を定めることも可能であるが、「同期的管理」の要請に抵触するおそれがあることを指摘される。電子記録債権の消滅は電子債権記録機関の支払等記録の抹消をその効力要件としていないことから、債務者に二重払いの危険が生じないようにするために、電子債権記録機関が口座間送金決済に関する契約(電子記録債権法62条1項)、または電子記録債権に係る債務の債権者口座に対する払込みによる支払に関する契約を締結している場合には、当該支払に関する通知を当該契約に係る銀行等から受けたときは、電子債権記録機関は、遅滞なく、当該支払について支払等記録をしなければならない(電子記録債権法63条2項・65条)。「同期的管理」とは、このような取扱いをすることによって、決済と記載とが一致するように管理することである(同期的管理については、小野傑・森脇純天・有吉尚哉編「電子記録債権の仕組みと実務」(金融財政事情研究会、2007年)213～218頁参照)。①および②の要素は、電子化された口座簿上の有価証券に対する権利に対する新たな担保の設定方式を検討する際に、参考になる。

伴う不利益を回避することにあつた。第2の相手方に対する不信の表明から検討すると、口座管理機関として債務者の顧客口座に記帳された権利について商事留置権を主張することが想定されているものと思われるが、振替制度上の権利に対し口座管理機関が当該権利との個別的牽連性のない被担保債権に基づき商事留置権を主張することは、債務者の予想を超え、むしろ相手方に対し担保を請求することこそ、相手方に対する信頼を確保するゆえんであるように思われる。そもそも、金融機関である口座管理機関が、自己の債権およびリスク管理について、債務者がたまたま口座管理機関に有する権利を留置するというのは、適切かつ合理的なリスク・マネジメントという観点からは、安定性・確実性を欠くものであるように思われる。さらに、口座管理機関がこのような形で商事留置権を主張することが、振替制度上の権利を担保化して決済システムの確実性を図っていくような場合において、決済システムの安全性や安定性を阻害することがないのかどうかについても、慎重に検討する必要があるように思われる<sup>(11)</sup>。

これに対し、商事留置権が発生した第1の目的は、ペーパーレス化された有価証券についても、十分に妥当するものと考えられる。すなわち、ペーパーレス化された有価証券については、商事留置権の成立を認めることは困難であるという立場に立つとしても、当該ペーパーレス化された権利について、一々担保化するという煩雑を避け合理的な担保化について立法論的な検討がなされるべきであると思われる。

そこで、変動し流通するペーパーレス化された権利を商事留置権のように逐一担保化することを要さずに、かつ、商事留置権よりも実効性を有する担保化の制度について、立法論的な検討を行うことが有益であると思われる。この点、2009年に成立したユニドロアの間接保有証券実質法条約の規律は、比較法的検討を踏まえたものであり、振替制度上の権利の担保化に係る規律のあり方にとって大きな参考になる。もっとも、ユニドロア条約を紹介するに先立ち、日本の振替制度の下で同制度上の権利がどのように担保化され、どのような権利を付与されているのかを一瞥しておく。

---

(11) 商事留置権の目的物の上に、その他の担保権が存在していた場合に、目的物の上に存する他の担保権は売却により消滅することなく買受人に引き受けられるのか、それとも他の担保権は消滅し当該担保権者等は配当要求できるのかどうかについて、実務は確定していないとされる（江頭憲治郎「商取引法（第6版）」（弘文堂、2010年）251頁注（2））。ペーパーレス化された証券について商事留置権の成立が認められ、かつ、買受人に引き受けられると解する場合には、流通の円滑と安定性が阻害される可能性があると思われる。

### 3 振替制度

#### (1) 振替制度の概要

振替制度の基本的な仕組みは、当該制度に乗せられるペーパーレス化された有価証券の種類を超えて基本的に共通している。以下では、社債を念頭に制度の概要を述べる。振替機関・口座管理機関は、振替制度により譲渡・質入れがなされる社債に関する権利の帰属を明らかにするため、振替口座簿を備える（社債株式振替法12条3項・45条2項）。振替機関の下に口座管理機関が自己または顧客のために口座を開設し、その下に他の口座管理機関が同様に自己又は顧客のために口座を開設する（社債株式振替法12条1項・44条1項・68条1項）。口座管理機関は、振替機関の下に垂直方向に連なることによって多層構造を形成することができる。

権利移転は、次のように行われる。振替の申請に基づく口座簿の記載が譲渡・質権設定の効力発生要件であり、かつ、対抗要件でもある（社債株式振替法73条・74条）。譲渡は、譲受人がその口座における保有欄に当該譲渡に係る金額の増額の記載・記録をすることにより、また、質権の設定は、質権者の口座における質権欄に当該質入れに係る金額の増額の記載・記録をすることによってその効力を生ずる。振替口座簿に記載・記録された投資家の権利を社債等に対する権利それ自体として構成する、いわゆる直接方式が採用されている。振替口座簿の記載には権利帰属の推定効がある（社債株式振替法76条）。

流通の保護という観点から、ペーパーレス化されている振替制度上の権利について善意取得が認められるかが問題になるが、立法により善意者の保護を図っている（社債株式振替法77条）。例えば仲介金融機関が無権限で顧客Aの口座から引落記帳を行い、善意の第三者Bに譲渡した場合、Bの口座への振替記帳によりBは当該権利を善意取得する。過大記帳による善意取得の結果、口座に記帳された証券額が実際に発行されている証券額を上回ることとなった場合を処理するための仕組みとして、超過記載をした振替機関または口座管理機関のみが所定の義務を負う（社債株式振替法78条～82条）。すなわち、過大記帳を行った金融機関は市場で証券を取得し、無償で当該債務を免除することにより口座に記帳されている総額を発行総額に等しくする義務を負う（社債株式振替法78条・79条）。この義務が履行されるまでの間は、発行者との関係では投資家は発行者から割合的な支払しか受けられない。その差額と前述した義務の不履行により投資家に生じた損害は超過記載をした振替機関または口座管理機関が賠償する（社債株式振替法80条・81条）。

なお、株式振替制度については、共益権や少数株主権等、株主の有する権利が社債・国債のようにキャッシュ・フローに対する単純な権利ではないため、株式に固有の規制が置かれている。たとえば、振替機関は、発行者が基準日を定めたとき等に振替口座簿に記載された当該日

における株主および登録株式質権者の氏名・住所等を速やかに発行会社に通知すべき総株主通知制度が定められている（社債株式振替法151条）。また、議決権を除く共益権および株式買取請求権等の少数株主権等（社債株式振替法147条4項）の行使については、会社法上の株主名簿制度の適用を除外した上で、個別株主通知制度を設けている（社債株式振替法154条）。

## （２）占有に代わるもの一口座簿への記載・記録

3（１）に見たように、振替制度上の権利の譲渡・質入れは、譲渡人・質権設定者である加入者（振替機関等に口座を開設した者）の振替の申請により、譲受人・質権者が自己の口座の保有欄・質権欄に増加の記載・記録を受けることにより効力を生じ、口座簿への記載・記録が譲渡・質入れの効力要件とされている。この記載・記録には適法に権利を有するものとの推定が働き、善意取得と同様の機能をもつ規律が置かれるほか、免責の効力も認められる。

このように、振替制度の下では、振替機関等に口座を開設した加入者が振替口座簿中の自己の口座に権利者・質権者として保有する権利の数等を記載・記録されることが、有価証券を占有することと同視されているわけである<sup>(12)</sup>。振替機関等とは、振替機関と口座管理機関の双方を意味する（社債株式振替法2条5項）。振替機関とは、社債株式振替法に基づき、主務大臣の指定を受け、同法および業務規程の定めに基づき株式等の振替に関する業務を行う株式会社をいう（社債株式振替法2条2項）。振替機関は、振替制度の加入者のために口座を開設し、振替口座簿を作成する。振替機関については指定制がとられ、監督法上の規制に服する（社債株式振替法3条～43条）。口座管理機関とは、他の者のために社債等の振替を行うために口座を開設した者をいう<sup>(13)</sup>（社債株式振替法2条4項・44条1項）。口座管理機関の資格は法定されており、原則として監督法上の規制に服する金業者や銀行等に限定されている（社債株式振替法44条1項）。

振替口座簿とは、振替制度の対象である社債等の帰属を明らかにするために、振替機関または口座管理機関が作成する帳簿である（社債株式振替法12条3項・45条2項）。振替社債を例にとると、それが発行される場合には、振替機関は、発行会社から発行した振替社債の銘柄、社債権者となった各加入者の氏名・口座、加入者ごとの振替社債の金額等の通知を受け、当該口座が自己の振替口座簿にあれば当該口座に振替社債の金額等を記載・記録し、なければ順次直近下位機関である口座管理機関に当該情報を通知し該当する口座に記載・記録がなされる（社

(12) 江頭憲治郎「株式会社法（第4版）」（有斐閣、2011年）183頁。

(13) 口座管理機関には、他の振替機関の業務規程の定めるところにより、他の者のために振替口座を開設する当該他の振替機関も含まれる（社債株式振替法2条4項）。



債株式振替法69条)。振替社債を移転するときは、自己の口座に減少の記載・記録がなされる加入者が直近上位機関に対し振替の申請を行い、階層構造を通じて振替機関に到達し、それぞれの口座管理機関および振替機関における振替口座簿に所要の記載がなされる(社債株式振替法70条)。

以上から、振替機関および口座管理機関の振替口座簿に記載・記録がなされることを根拠にして、有価証券法理の機能と同等の法的効果が付与されていると言えよう。

### (3) 振替制度上の権利の担保化

3(1)で略述したように、振替制度上の権利について質権を設定する場合には、それを振替口座簿に記載することが質権設定の効力発生要件である(社債株式振替法74条)。振替社債を例にとると、質権者の口座における質権欄に増額の記載・記録をすることにより質権が成立する(社債株式振替法74条)<sup>(14)</sup>。振替社債については、社債原簿は会社に対する対抗要件ではなく、会社法の定める社債原簿の記載事項のうち、社債権者の氏名・住所等社債権者についての記載・記録を要しないものとされている。社債権者集会の招集請求や同集会において議決権を行使するためには、口座が開設されている直近の上位機関に対し、自己の口座に記載・記録されている当該振替社債についての法定事項を証明した書面の交付を受けた上で、当該証明書を提示しなければならない(社債株式振替法86条1項～3項)。そのために当該書面の交付を受けた社債権者は、当該書面を直近上位機関に返還するまでの間は、当該書面における証明の対象となった振替社債について、振替や抹消の申請ができないものとされている(社債株式振替法86条4項)。

---

(14) 株式の担保化の場合には、質権の設定と譲渡担保がある。質権の設定については、登録株式質と略式株式質の実質が確保されている。通常は略式株式質であるため、総株主通知の際に質権設定者である株主が発行会社に通知されるのが原則である(社債株式振替法151条2項2号・129条3項4号)。これに対し、登録株式質である場合には、質権者から直近上位機関に対しその旨の申出があった場合に限り、総株主通知に際して質権者の氏名・住所等を発行会社に通知しなければならないものとされ(社債株式振替法151条3項・4項)、当該通知に応じて会社が株主名簿に質権者の氏名等を記載したものが登録株式質となる(会社法149条1項・148条)。これに対し、譲渡担保については、総株主通知の際に、加入者が直近上位機関に対し、他の加入者を株主(特別株主)として通知するように申出て(社債株式振替法151条2項1号かつこ書)、それに基づき直近上位機関が特別株主を会社に対して通知し会社が株主名簿を調製することにより、登録型の譲渡担保の実質が実現する。本節の社債株式振替制度の詳しい文献として、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)参照。

## 4 ペーパーレス化された権利の担保化—ユニドロア間接保有証券実質法条約の規律

### (1) 沿革

間接保有証券に係る国際私法のルールとして、準拠法の統一に関する2002年国際私法会議におけるハーグ間接保有証券準拠法条約（未発効）が制定されたが<sup>(15)</sup>、2009年10月9日に成立したユニドロア間接保有証券実質法条約（以下、「ユニドロア条約」という）は、実質法を調整するものである。すなわち、ユニドロア条約は、間接保有の状態における有価証券の譲渡や担保取引が国境を超えて行われる場合に生じ得る法的不確実性を除去し、より円滑にそれらの取引が行われることを可能にすることを目的として、私法上のルール自体を統一するのではなく、機能的アプローチを採用し、各国により多様な間接保有システムを接続しワークさせるための調整を図るものである<sup>(16)</sup>。

### (2) 間接保有証券の担保化

#### ① 担保権の設定と実行の手續

担保権の設定の方法について、ユニドロア条約は、取得の場合のように口座の記帳（ユニドロア条約11条）によらずに設定することを認めている<sup>(17)</sup>。すなわち、ユニドロア条約12条1項は、口座保有者が、第三者との間で、または当該第三者のために合意をし、次に述べる3つの条件のいずれかを満たし、かつ当該締約国が第5項に基づく条件に関する宣言を行ったときは、担保権を設定できるものとしている。

3（3）で見たように、日本においては、社債株式振替法により振替先口座の質権欄に増額の記載・記録をすることにより、振替制度上の権利について質権が成立する。振替制度が口座簿上の記載・記録をもって有体物としての証券の占有・交付に代替するものを取り扱う以上、質権の設定についても口座簿の記載・記録をその成立要件とすることは、質権設定者の口座簿に記載・記録するのかそれとも質権者の口座簿に記載・記録するかは各国の法制により異なるものの、合理的な方法である。これに対し、ユニドロア条約は流動性のある間接保有証券について一々質権を設定し変更する煩雑を回避しつつ、しかも商事留置権以上に強力な債権担保の

---

(15) ハーグ間接保有証券準拠法条約については、Roy Goode/ Hideki Kanda/ Karl Kreuzer, Hague Securities Convention Explanatory Report, HccH, 2005参照。

(16) 神田秀樹「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」江頭先生還暦記念「企業法の理論 下巻」（有斐閣、2007年）569頁以下参照。

(17) 神田秀樹「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」金融商品取引法研究会報告書第17号（平成19年5月）12頁および27頁参照。

ための制度として、次の3つの方法を認めているのである<sup>(18)</sup>。

ユニドロア条約が認める口座簿上の記載・記録以外の方法による担保化の方法とは、第1がイヤーマーキング（指定記帳）方式、第2が支配契約（control agreement）方式、第3が関連口座管理機関のための処分・担保化における自動パーフェクション（automatic perfection）である。もっとも、これらの採否は、条約締約国の宣言に係らしめられている（ユニドロア条約12条5～7項）。これら3種類のいずれかの方式によれば、間接保有証券に対する利益を第三者に対しても主張することができる。

これらの制度は、高度化・複雑化した証券決済制度の下における商事留置権よりも合理的な制度として、本章の問題関心からとくに注目される。本章の対象である商事留置権が認められる証券上の権利に対置されるのは、口座管理機関が債権者となり顧客口座簿上の権利を個別に担保化することなく、いわば包括的に担保化する場合である。ところが、口座管理機関自身が債権者となる場合には、口座管理機関における当該債務者の口座から担保の対象となる間接保有証券に対する権利または利益を減少したり除外したりする必然性はないと思われる。そうであるとすると、口座簿の記載・記録によらない担保化の制度は、商事留置権をカバーするだけでなく、優先弁済権を有しない商事留置権とは異なり、より強化された担保的効力をもつ合理的な制度として、立法論的な検討を行うに際し、参考になる。

振替制度の下では、口座簿に記載・記録されることによつてのみ口座保有者となるが、口座管理機関の口座簿自体は一般に開示されるものではない。そのような状況の下、間接保有証券に対する利益を取得しようとする者は、口座保有者の同意を得た上で口座管理機関が開示した情報に基づいて、担保化しようとしている権利の存否を確認したりその価値等を評価するほかない。口座簿における権利関係を第三者に対抗するためには、本来であれば公示することが望ましいと考えられるものの、そのような状況の下では、必ずしも公示する必要はないと考えられる。というのは、担保権設定者が無権限処分をしないような状況を確保すれば、担保権者は保護されるのであるから、担保権者にそのような状況を確保し得るような何らかの権限を付与すれば十分であると考えられるからである<sup>(19)</sup>。

イヤーマーキング（指定記帳）方式とは、口座簿において、担保に係る利益を登録すること、あるいはそれを指定することにより、口座簿に担保権についての個別具体的な記載・記録をすることなく振替制度上の証券に係る担保権の設定を認めるものである。実質的な法的効果は、

---

(18) Luc Thévenoz, *Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonization of Commercial Law*, 13 *Stan. J. Bus. & Fin.* 384, p. 433 (2008).

(19) Thévenoz, *supra* note 18, p. 443.

次に述べる支配契約と同一であるが、直近口座管理機関により口座への記録がなされる点で、関係当事者の私的事項にとどまる支配契約とは異なる<sup>(20)</sup>。

ユニドロア条約は、1条(1)項において、「指定記帳 (designating entry)」を次のように定義する。すなわち、指定記帳とは、口座保有者以外の第三者(直近口座管理機関を含む。)のために、間接保有証券に関し、口座契約、支配契約、証券決済システムの統一規則または国内法に基づき、次のいずれか一方または双方に該当する記帳を当該証券口座に行うことである。第1は、当該直近口座管理機関は、当該第三者の同意を得ることなく、当該指定記帳がされた間接保有証券に関してなされた口座保有者の指図には従ってはならない場合である。このタイプは、消極的支配と呼ばれる。第2は、当該直近口座管理機関は、口座保有者のさらなる同意を得ることなく、当該指定記帳がされた間接保有証券に関してなされた、口座契約、支配契約または証券決済システムの統一規則の定める所定の状況の下でそれらが定める事項についての当該第三者の指図に従わなければならない場合である。このタイプは、積極的支配と呼ばれる<sup>(21)</sup>。

支配契約方式とは、支配契約に基づき当該契約を締結した第三者のために間接保有証券に対する利益を付与するものである。イヤーマーキング方式との最大の違いは、支配契約については口座簿への記帳がなされない点にある<sup>(22)</sup>。しかし、口座簿への記帳がなされないからといって、その公示性に関して、イヤーマーキング方式の場合と比較して、大きな違いがあるとは考えられない<sup>(23)</sup>。というのは、口座簿はいずれにせよ開示されるものではないし、閲覧請求権を

---

(20) Hideki Kanda/Charles Mooney/Lue Thévenoz/Stéphane Béraud, OFFICIAL COMMENTARY on the UNIDROIT Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities, UNIDROIT 2012, Oxford, par. 1.53.

(21) ユニドロア条約は、口座管理機関の行為義務として、口座保有者の有する間接保有証券について口座保有者以外のいかなる者の指図にも拘束されてはならず、また、その指図に効力を与える権限を有してはならないとするが(ユニドロア条約23条1項)、12条に基づき第三者に対して主張することができる利益を有する者(口座管理機関を含む。)の権利に服することとし、上述した支配を行為義務の側面からも規定している(ユニドロア条約23条2項(b))。

(22) COMMENTARY, supra note 20, par. 12.30.

(23) もっとも、たとえば、ユニドロア条約16条は、指定記帳およびその抹消が無効になるかどうか、無効になるとしたらどのような場合かは、条約締約国の法および当該国の法が許容している範囲内において、口座契約または証券決済システムの業務規程等が、同条約18条の定める善意取得者の保護に係る規範に反しない限りで定めることができるものとする。同条約16条の規定においては、指定記帳についてのみ規律されており、支配契約および自動パーフェクションについては規定されていないといった違いがある。もっとも、この差異は、帳簿への記帳によらない支配契約や自動パーフェクションの効力は、準拠法によって決まると考えられていることに由来するものであって、これらの場合にも善意取得に係る同条約18条が適用されることに違いはない(COMMENTARY, supra note 20, par. 16.10)。

有する者が閲覧をし、指定記帳の存否を確認したとしても、それは当該閲覧の時点における記帳にアクセスするものでしかなく、閲覧後に当該記帳が変動している可能性があるからである<sup>(24)</sup>。

支配契約については、ユニドロア条約1(k)項に定義されている。すなわち、支配契約とは、口座保有者、直近口座管理機関および第三者の間の合意、または、国内法が認めているときは、口座保有者と直近口座管理機関の間の合意、もしくは直近口座管理機関がその者からの通知を受領する当該第三者と口座保有者との間の合意であって、次のいずれか一方または双方に該当する場合である。第1は、直近口座管理機関は、当該第三者の同意を得ることなく、当該合意がなされた間接保有証券に関する口座保有者の指図に従ってはならない場合、すなわち消極的支配について定めている場合である。第2は、当該直近口座管理機関は、口座保有者の同意を得ることなく、当該合意の定める状況の下でそれらが定める事項について、当該第三者の指図に従わなければならない場合、すなわち積極的支配を定めている場合である。

自動パーフェクションとは、第三者と口座保有者との合意に基づき間接保有証券に対する利益を設定する場合であって、当該第三者が直近口座管理機関であるときをいう(ユニドロア条約12条3項(a))。要するに、口座管理機関が口座保有者との間で口座管理機関のために口座簿への記載・記録によらずに担保化する旨を合意することである。自動パーフェクションの場合は、直近口座管理機関自身が担保権者であり第三者は存在しないから、イヤーマーキング方式や支配契約方式の場合における第三者の指図に口座管理機関が従うべき場合という類型は存在せず、口座保有者の指図に従わないという結果になるものと考えられる<sup>(25)</sup>。

これら3種類の方式のいずれも、直近口座管理機関が担保権者である場合には直接に、それ以外の第三者が担保権者である場合には直近口座管理機関を介して間接的に、担保権者が間接保有証券に係る利益を支配している点で共通している。そして、ユニドロア条約の規律の下では、効力要件と第三者対抗要件の区別がなされておらず、指定記帳や支配契約により間接保有証券に対し担保権を設定でき、かつ、その場合には第三者に対してもその効力を主張することができるのである。

---

(24) COMMENTARY, supra note 20, par. 153. 神田教授もまた、「支配」による担保権設定の場合、帳簿の振替により処分がなされる間接保有証券については、口座管理機関が同意している限り振替が起きないため、公示がなされなくてもとくに問題はないと指摘される(神田・前掲注(17)27頁)。

(25) 前掲注(10)に引用した本報告書における加藤論文が指摘する「拒否権」とは、ユニドロア条約において指定記帳および支配契約の要素とされている口座管理機関が口座保有者の指図に従ってはならない場合すなわち消極的支配に相当するものと考えられる。同条約の下では、そのような「拒否権」を有する約定等は、たんなる留置的効力をもつ担保権ではなく、優先弁済的効力を持ち、かつ、私的実行が可能な強力な担保権として位置付けられている。

これら3種類の方式に共通して留意すべきポイントは、次の3点にあると考えられる。第1は、口座簿上の記帳なくして第三者効を有する担保権を創設することは、同一の財産について複数の証券上の権利を認めるという考え方につながりやすいということである。そこで、当該担保取引後に行われる取引の当事者がそれぞれの利益相互の間でだれが優先権をもつのかということに高度の確実性をもって予測できるような制度設計がなされていることがポイントになると考えられる。第2は、担保権設定者が破綻した場合において担保権者の権利が完全に認められる必要がある。第3は、担保権者にとっての間接保有証券の担保価値が高いことが両当事者にとって望ましく、このことは債務者が債務不履行に陥った場合に担保権が迅速かつ効率的に換価されることにより実現される。私的実行を認めることが、担保権の迅速かつ効率的な換価のために有効である<sup>(26)</sup>。以下において、上記各論点について、ユニドロア条約がどのような解決をしているかを概観する。

## ② 優先権

ユニドロア条約12条に定める方法により設定された担保権と担保の対象である間接保有証券に係る利益に対して一定の権利を主張する者との間の優先劣後関係について、ユニドロア条約は、多くの局面について明確なルールを置くことにより、予測可能性を高めている。

12条に定める方法により設定された利益と、同一の間接保有証券について競合する他の権利との優先劣後関係が問題となる場合は、11条に基づき記帳により権利が処分される場合における優劣関係とは状況が異なる<sup>(27)</sup>。というのは、記帳による場合には、同一の間接保有証券に対する権利を取得する者の口座が異なるはずであり、当該記帳に基づき請求がなされることとなるため、同一の権利について競合が発生するという事態は生じないからである<sup>(28)</sup>。

ユニドロア条約の規律の下では、効力要件と第三者対抗要件の区別がなされておらず、担保の約定および指定記帳や支配契約に基づき間接保有証券について担保権を設定することができ、それを第三者にも対抗できることは、前述した。ユニドロア条約は、12条に定める方法により設定され第三者にも対抗できる利益は、国内法に基づき設定された利益に優先する旨を定める（ユニドロア条約19条2項）。

それとともに、そのように成立し第三者対抗要件を備えた同一の間接保有証券に係る利益が競合する場合の優劣関係を、次のように定めている。すなわち、第1に、自動パーフェクショ

---

(26) Thévenoz, *supra* note 18, pp. 440-441.

(27) ユニドロア条約12条または13条に基づき第三者に対して主張できる利益の競合に関して規律する同条約19条1項は、「同一の間接保有証券」に係る利益の競合のみを問題にしている。

(28) COMMENTARY, *supra* note 20, par. 19.9.

ンにより第三者に対抗し得る直近口座管理機関自身が有する利益である場合には、そのような利益を付与する旨の合意が記録されたときの時間的先後による。第2に、指定記帳による場合には、それがなされたときの時間的先後による。第3に、支配契約による場合にはそれが締結されたとき、または直近口座管理機関が当該契約の当事者でない場合においては当該契約について当該管理機関に通知されたときの時間的先後による（ユニドロア条約19条3項）。

もともと、ユニドロア条約12条により対抗し得る口座管理機関の利益と指定記帳または支配契約に基づく第三者の利益が競合する場合には、口座管理機関と当該第三者との間で別段の明示の合意がない限り、第三者の利益が優先するものとされる（ユニドロア条約19条4項）。これは、口座管理機関が公示性のない自動パーフェクションにより第三者に対抗し得る利益を得ることができるのは、公正でないと考えられたためである<sup>(29)</sup>。

ユニドロア条約は、口座管理機関における口座保有者の権利と当該口座管理機関が付与した同条約12条または13条に基づき第三者に対抗することのできる利益との間の優先関係については、次に述べる規律のほかは、定めのないものとしている（ユニドロア条約20条1項）。口座保有者と同条約12条または13条に基づき第三者に対し主張できる利益を口座管理機関から付与された者との間では、通常は紛争が生じることはないけれども、口座管理機関が倒産した場合および口座管理機関の有する間接保有証券が口座保有者の有する間接保有証券の総額に満たない場合には、優先関係が問題となる<sup>(30)</sup>。そのような場合において、口座管理機関からユニドロア条約12条の定めに基づいて第三者に対抗できる利益を取得したときは、当該利益を取得した者は、当該取得に係る時点（relevant time）において当該取得が口座保有者の権利を害することを実際に知っていたとき、または知るべきであった場合を除き、口座保有者の権利に優先するというルールである（ユニドロア条約20条2項）。なお、ユニドロア条約は、知るべきであったかどうかの判断基準を明示している。知るべきであったかどうかは、間接保有システムを含む証券市場の性質や諸条件を考慮して判断されなければならないが、また、取得者には一般的な調査義務はない（ユニドロア条約17条（b））。取得者が組織であるときは、実際に知っていたかまたは知るべきであったかの判断は、合理的に見て当該利益に係る事項について個別に責任を負う者に当該利益が伝達されたかまたは伝達されるべきであった時点から当該責任者について判断するものとされる（ユニドロア条約17条（c））。

善意取得を規律するユニドロア条約18条の規定は、前述した同条約19条および20条2項に定める優先劣後に係るルールが適用される場合には、適用されないことが明らかにされている（ユ

---

(29) COMMENTARY, *supra* note 20, par. 19.14.

(30) COMMENTARY, *supra* note 20, par. 20.1.

ニドロア条約18条6項)。すなわち、ユニドロア条約18条は、善意取得の要件を満たす限り、後者を保護するものであるが、同条約19条および20条2項は、時間的先後により前者を優先させるルールである。善意取得のルールは、12条の規定に基づき成立した利益が同一の間接保有証券に対する他の利益と競合する場合には適用されず、上述した基準に従い時間的先後に従って優先劣後が決せられることになるのである<sup>(31)</sup>。

次に、ユニドロア条約12条に基づく利益と間接保有形態による権利の善意取得者との優劣関係が問題になる。さらに、善意取得が生じた場合の反射的権利の喪失の分担をどのように考えるかという難問が生じる。ユニドロア条約起草委員会の委員長を務められた神田秀樹教授が挙げておられる例とその分析を参照しつつ、次の場合について検討してみる<sup>(32)</sup>。Xが顧客口座に甲社の株式400株を記帳しており、顧客口座の名義人ABCDそれぞれの口座に100株ずつ記帳され、それぞれ100株ずつ保有していた。Dがその有する100株についてKに担保権を設定した。このとき、ユニドロア条約12条の規定による支配契約の締結に基づき担保権が設定されたとする。この場合、Dの口座には依然として100株の記帳が残るわけであるが、Dが当該100株について、同様の方法でLに対し担保権を設定したとする。KとLの優劣については、ユニドロア条約19条3項が適用され、支配契約の締結の先後または直近口座管理機関が支配契約の当事者ではない場合にはそれに対する通知の先後によることになると考えられる。この場合においては、Lについて善意取得の適用が問題となる余地はない。DはKに対し支配契約により担保権を設定した以上、DにはもはやLに対し担保権を設定する権能がないからである<sup>(33)</sup>。

次に、上述した例において、Lが口座の記帳を得て担保権を取得した場合すなわちDの口座から100株が減額されLの口座に増額記帳された場合は、どうであろうか。この場合には、Lについては善意取得のルールが適用されることになると考えられる。問題は、Lが善意取得した場合に、だれが反射的に権利を失うかである。DすなわちKだけが損失を負担し、後は不法

---

(31) 善意取得の保護の対象となり得る「取得者」には、ユニドロア条約12条に基づいて利益を取得した者も含まれる（ユニドロア条約18条1項）。「取得者」を定義する同条約17条(a)(ii)によれば、同条約12条により利益を得た者も「取得者」とされているからである。もっとも、本文に述べたように、同条約12条に基づいて利益を取得した者について善意取得に係る同条約18条が適用されるのは、時間的先後ルールが適用されない場合に限られる。なお、善意取得者が同条約12条に基づいて間接保有証券に係る権利を付与した場合には、善意取得者から権利を付与された者は、たとえ悪意であったとしても、いわゆるシェルター・ルールによりその権利は否定されない。COMMENTARY, supra note 20, par. 18.8 and par. 18.14参照。

(32) 神田・前掲注(16) 590～592頁。

(33) 本文のケースにおいて、Dは、その保有する間接保有証券に対するすべての権利を第三者に譲渡することはでき、その場合には、当該第三者がKに対する担保を負担することになる（COMMENTARY, supra note 20, par. 19.12）。



行為責任等で処理することも考えられるかもしれない<sup>(34)</sup>。これに対し、ABCも損失を負担するという考え方もあり得る。その場合、ABCDで按分するのか、それともLを加えてABCDLで按分するのが問題となる。ABCDも負担するとすれば、前者であればABCDは各自75株、Lは100株保有することとなり、後者であればABCDL各自が80株保有することになる。Kは、Dが有する株式について担保権を有することになる。この論点について、第2回政府専門家委員会会合においてはABCDL各自が80株有することになるとする結論が妥当であるという見解が有力であったということであるが、神田教授は、担保取引であることが立証された場合には、KとLとは合計してDが有する範囲内でしか担保権を有しないと解すべきであるとされる<sup>(35)</sup>。そのように考えるならば、KとLの総額はもともとDが担保権を設定した100株を超えるべきではないと考えることになる。KとLの配分が問題となるが、仮にプロラタで処理するとすれば、KとLは、50株ずつ保有するということになるであろう。その場合には、ABCは100株ずつで影響を受けないことになる。

ユニドロア条約は、善意取得がなされた場合の取得に係るルールは設けているものの、反射的権利喪失の場合における損失の分担については、規律を定めておらず、各国法に委ねる趣旨であると考えられる<sup>(36)</sup>。

### ③ 担保権設定者等の破綻の場合

担保権設定者である口座保有者が破綻した場合において、ユニドロア条約12条により第三者に対して主張できる利益は、同11条による記帳に基づく権利とともに、原則としてあらゆる破綻処理手続において破産管財人および債権者に対して主張することができる（ユニドロア条約14条1項）。また、これらの利益および権利は、直近口座管理機関の破綻処理手続においても、破産管財人および債権者に対して原則として主張することができる（同条約21条1項）。

### ④ 担保の私的実行の許容

ユニドロア条約33条は、担保契約に基づき担保権者に引き渡された担保証券について、当該担保権を実行する権限またはクローズアウト・ネットティングの規定を適用することができるデフォルト事由が発生したときは、担保権者は、次の3つの方法で担保を実行することができる

(34) Informal Working Group on Article 14 of the draft Convention, Summary Report, UNIDROIT 2008 – CONF. 11 – Doc. 8 –, par. 31. さらに、A～Cには影響を及ぼすべきではなく、また、DとLの総額が100を超えるべきではないと考えれば、A～Cは100、DとLは50という考え方もあり得る。

(35) 神田・前掲注(16) 591～592頁。

(36) Informal Working Group on Article 14 of the draft Convention, *supra* note 34, par. 32.

旨を定める。第1は、担保化した証券を売却し、または売却代金にネット・プロシーズ担保権を適用して、被担保債権に充当することである。第2は、担保契約において定めがあり、担保証券の評価基準が特定されているときは、担保証券を担保権者の財産とし、またはその評価額をもって被担保債権と相殺することができる。さらに第3に、クローズアウト・ネットティング条項を発動することもできる<sup>(37)</sup>(ユニドロア条約33条1項)。

## 5 結び

有価証券がペーパーレス化された場合には、商事留置権が認められるためには、当該ペーパーレス化された権利が「物」または「有価証券」に該当するとともに、それに対する「占有」が認められなければならない。ところが、そのような解釈をすることは不可能ではないにせよ必ずしも容易ではない。他方、商事留置権が歴史的に認知されてきた理由である、流動する「物」または「有価証券」について一々質権を設定し変更する煩雑を避けるという目的は、ユニドロアの間接保有証券準拠法条約が比較法的な知見と議論を踏まえて導入した、記帳以外の方法による「支配」を中心とした担保化によっても実現できる。それどころか、優先弁済的効力や私的実行が認められる点において、商事留置権よりも担保としてより有効に機能し得る上、間接保有証券システムを前提とすれば弊害も大きくないと考えられる。

ユニドロア条約は、記帳によらない担保化の方法として、イヤーマーキング（指定記帳）方式、支配契約方式、および関連口座管理機関のための処分・担保化における自動パーフェクションの3種類を認めていた。これら3種類の方法のいずれにおいても、口座簿上の管理または口座簿上の権利・利益に対する「支配」が共通の要素である。「支配」概念の主要な目的は、有価証券のペーパーレス化の進展の中で、「占有」概念がその機能を喪失しているのにもかかわらず「占有」概念を適用しようとすることから生ずる法的不安定性と混乱を回避することにあると解される。そして、「支配」概念の中心は、間接保有証券の支配を取得した者が、当該証券

---

(37) クローズアウト・ネットティング条項は、ユニドロア条約において、次のように定義されている（ユニドロア条約31条3項(j)）。すなわち、クローズアウト・ネットティング条項とは、担保契約または担保契約を含む一連の関連する契約において定められた、所定の発動事由が発生した場合、または担保権者に付与された選択権の行使により、ネットティング、相殺またはその他の方法によって、次のいずれか一方または双方の効果が生じる旨の規定である。第1は、当事者の各債務の期限の利益を喪失させて現在価値の評価額をもって支払債務とし、または当該額の支払債務をもって取引を終了しもしくは置き換えること。第2は、一方当事者から他方当事者に対して支払うべき上記の債務に係る残高を計算し、より大きな残高を有する当事者が当該残高の純差額に相当する額を相手方に対し支払うことができるものとする。

を処分した者による追加的な何らかの行為を必要とせず、当該証券を売却または移転することができる点に求められる<sup>(38)</sup>。

ユニドロア条約では、口座保有者、直近口座管理機関および第三者の間の合意、または、口座保有者と直近口座管理機関もしくは直近口座管理機関がその者からの通知を受領した当該第三者と口座保有者との間の合意であって、口座管理機関は、当該第三者の同意を得ることなく、当該合意がなされた間接保有証券に関する口座保有者の指図に従ってはならないという形で当該第三者の消極的支配を根拠付けるか、または、当該直近口座管理機関は、口座保有者の同意を得ることなく、当該合意の定める状況の下でそれらが定める事項について、当該第三者の指図に従わなければならないという積極的支配を根拠付ける合意を支配契約と定義する。このような消極的支配と積極的支配をもって、「占有」と機能的に等値し、第三者に対抗することを認めているわけである。

このような「支配」概念を認める場合には、それらの担保権と競合する権利の優先劣後関係や、善意取得制度との関係等を立法的に適切に解決してゆく必要がある。これらの問題について、間接保有証券システムについての広範な比較法的知見に基づいて一定の方向を示したユニドロア条約は、日本法の今後の発展にとってきわめて参考になると思われる。

もっとも、支配契約により担保権の設定を認める考え方は、口座簿上の権利に対し、複数の権利を認める英米法の考え方に適合的であるといえる<sup>(39)</sup>。これに対し、社債株式振替法の考え方は、間接保有証券システムの最下層の口座保有者がペーパーレス化された権利の所有者であるというものである。支配による担保化を認める場合には、振替制度の法律構成を改めることが望ましいのか、それとも現行制度の下でも導入し得るものであるのかという根本にまでさかのぼって、注意深く検討してゆく必要がある。

また、口座管理機関が、積極的支配または消極的支配をある程度実効的に実現することが、

---

(38) UCC § 8-106 cmt. 7参照。アメリカUCC第8編やUNCITRAL第4部会における「電子的移転可能記録」の検討においても「支配」概念が使用されている。後者については、小出篇『「手形の電子化」と電子記録債権－UNCITRALにおける『電子的移転可能記録』の検討から』前田重行先生古稀記念「企業法・金融法の新潮流」（商事法務、2013）549-556頁参照。

(39) 神田・前掲注（17）11～12頁は、英米日仏の振替制度の法律構成を次のように概観される。英米では、一番下の口座名義人は、自分の口座管理機関に対してある権利－アメリカではセキュリティ・エンタイトルメント、イギリスでは信託受益権－を有し、口座管理機関は、またその上の口座管理機関に対して別個のセキュリティ・エンタイトルメントまたは信託受益権を持って振替機関にまで続く。これに対して、フランスと日本では、口座管理機関は何ら証券上の権利を持たず、一番下の口座名義人が株式とか社債そのものを有するという考え方を採用している。日本の法律構成の下では、支配契約の一方当事者が口座管理機関である場合に、自動パーフェクションを認め得るかが問題となるが、ユニドロア条約は、条約締約国の宣言により、日本法のような振替制度をもつ国であっても、それが可能であるという前提をとっている点が注目される。

支配による担保権設定の前提になっているように思われる。監督法的な規制とリンクすることが必要であるように思われ、私法と監督法の両面から検討する必要がある。課題は大きくかつ複雑であるが、そのような検討に十分に値する問題であると思われる。