

振替株式等と商事留置権の成否について

1 問題の所在

商法 521 条本文は、「商人間においてその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ときは、債権者は、その債権の弁済を受けるまで、その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。」と定め、実務上も、商事留置権の存在を前提として、金融機関が信用を供与することがみられたことは周知の事実である<sup>1</sup>。

ところが、たとえば、「社債、株式等の振替に関する法律」(以下、振替法という)に基づき、平成 21 年 1 月 5 日より、上場会社の株券は無効となり、券面が存在しない以上、上場株券については留置権が成立しないのではないかという問題が現われてきている<sup>2</sup>。そこで、

---

<sup>1</sup> たとえば、伊藤眞ほか(編集代表)『新訂 貸出管理回収手続双書 回収』430 頁(金融財政事情研究会)参照。また、手形との関連ではあるが、たとえば、最判平成 10・7・14 金融法務事情 1527 号 6 頁は、債務者が金融機関である債権者に手形の取立てを委任し、当該債権者が当該手形を預かったという事案について、当該債権者は、当該「手形の占有を適法に開始し、」当該「手形に対して商事留置権を取得したものである」と判示している。

<sup>2</sup> 否定的なものとして、藤原彰吾「検討委員会試案の実務影響を考える 債権者代位権」金融法務事情 1874 号 120 頁、片岡宏一郎「銀行取引約定書の今日的課題 (上)」金融法務事情 1845 号 44 頁、小林英治「口座管理機関の法律関係及び債権回収手段」資本市場 311 号 18 頁、天野佳洋「振替証券と銀行の債権保全・回収」『田原睦夫先生古稀・最高裁判事退官記念 現代民事法の実務と理論(上)』782 頁(金融財政事情研究会)、神作裕之「電子化された有価証券の担保化—『支配』による担保化」金融法務研究会『有価証券のペーパーレス化に伴う担保権など金融取引にかかる法的諸問題』12 頁、木村真也「投資信託の販売金融機関による相殺の可否および商事留置権の成否」岡正晶=林道晴=松下淳一監修『倒産法の最新論点ソリューション』107 頁(弘文堂)など。

肯定するものとして、森下哲朗「シンポジウム 決済法制の再検討 証券決済」金融法研究 25 号 88 頁、森下哲朗「証券のペーパーレス化と商事留置権」金融・商事判例 1317 号 1 頁、中野修「振替投資信託受益権の解約・処分による貸付金債権の回収」金融法務事情 1837 号 50 頁、福谷賢典「再生債務者保有の投資信託受益権からの販売銀行の債権回収」

振替株式等について<sup>3</sup>、商法 521 条が定める「自己の占有に属した」という要件と「債務者の所有する物又は有価証券」という要件が満たされるという解釈の余地を検討し、それをふまえて、今後、ありうべき立法の方向性を考察する。

## 2 商法 521 条にいう「有価証券」の意義と振替株式等

振替株式等は、無券面化されているため、物理的には存在せず、たとえば、振替株式についての権利の帰属は、振替法第 7 章の規定による「振替口座簿の記載又は記録により定まるもの」とされている(振替法 128 条 1 項)。

民事留置権の目的物は他人の「物」とされ(民法 295 条)、民法上、物とは有体物をいうとされており(民法 85 条)、「物」は動産または不動産をいうが、民法 86 条 3 項は、「無記名債権は、動産とみなす。」と定めている。有体物ではないものを「物」とみなすというのは例外であると位置づけられているとみるのが自然であり、無記名債権とは「債権者を特定せず債権の成立・存続・行使がすべて証券を通じてなされる」ものをいうと解されているが、振替株式等は無記名債権にはあたらないと解するのが少なくとも文理上は穏当である。

他方、商事留置権との関係では、振替株式等が、商法 521 条にいう「有価証券」にあたるか否かが問題となる。商法は、「有価証券」を定義しておらず、学説上は、財産権を表章する証券であって、この権利の発生・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する見解<sup>4</sup>のほか「一定の私法上の権利を表章する証券で、権利の発生、行使又は移転の全部又は一部に証券の占有を必要とするもの」とする見解<sup>5</sup>などがあるが、いずれも、券面の存在を前提としている。

---

事業再生と債権管理 134 号 15 頁など。

<sup>3</sup> なお、たとえば、電子記録債権のように経済的機能としては約束手形の代替的機能を営むものではあるが、法的には約束手形に代わるものとは位置づけられていないものが商法 521 条にいう「有価証券」にあたるのかという問題もある。加藤貴仁「電子記録債権と商事留置権—試論—」金融法務研究会『有価証券のペーパーレス化等に伴う担保権など金融取引にかかる法的諸問題』、電子的記録に基づく権利を巡る法律問題研究会「振替証券・電子記録債権の導入を踏まえた法解釈論の再検討」金融研究 34 卷 3 号参照。

<sup>4</sup> たとえば、石井照久=鴻常夫『手形法・小切手法』15 頁(勁草書房)。

<sup>5</sup> 鈴木竹雄「記名株券の特異性」大隅健一郎ほか(編集代表)『商法の諸問題(竹田先生古稀記念)』166 頁(有斐閣)。

しかし、これらの学説は、その論稿・著作の執筆当時において、有価証券であると広く認められていたものを念頭に置いて、その共通する特徴を取り出したものであること、明治44年改正によって、商事留置権の目的物に「有価証券」が追加された時点では、今日のような、有価証券のペーパーレス化は想定されていなかったこと、また、これらの学説は商法521条の解釈論として有価証券の定義を与えようとしていたものではないこと<sup>6</sup>、および、金融商品取引法は、有価証券が発行されていない有価証券表示権利を同法2条2項により有価証券とみなしており、みなし有価証券は有価証券と共通かつ同等の内容、性質、機能を有することなどを併せ鑑みると、従来<sup>7</sup>の学説が「有価証券」に与えていた定義に従って、商法521条にいう「有価証券」にあたるか否かを判断することは適当ではないという見方もありうる。

ところで、商法521条が商人間の留置権について規定を設けている趣旨は以下のように説明されている。すなわち、商人間の留置権が認められている根拠は、商人間では取引の信用を重視し、取引の安全を図るべきこと、頻繁な取引につきいちいち担保の設定を求めることは煩瑣であり、実行が困難であると同時に、担保の設定を求めることは相手方に不快の念を生じさせかねないことに求められている<sup>7</sup>。

このような立法趣旨からは留置権の目的物を狭く解する必然性はなく<sup>8</sup>、債務者および第

---

<sup>6</sup> 民法または商法の規定ごとに有価証券とされるものが異なると解する余地を明示的に示したものとして、たとえば、田邊宏康「有価証券と実定法規に関する若干の検討」商学討究45巻3号275頁以下。

<sup>7</sup> 小町谷操三「商事留置権に関する二、三の疑点」法学3巻6号27-30頁、平出慶道『商行為法[第2版]』138-139頁(青林書院)、田中誠二ほか『コンメンタール商行為法』157頁(勁草書房)、田邊光政「手形と商事留置権」金融法務事情1424号23-24頁など。商人間の留置権は、中世イタリアの商人団体の慣習法に起源を有するといわれている。すなわち、商人は同一の相手方と継続して取引をし、相互に債権を取得し債務を負担することが多い。この場合に相手方に対して有する債権のために相手方の所有物であるが自己が占有する物の上に質権を設定することも考えられるが、いちいち質権設定の手続きをとるのは煩雑であるのみならず、自己が占有する物は入れ換わっていくことから、質権設定は実際的であるとはいえない。そこで、債権者は弁済期が到来している未弁済の債権を担保するために、その時点で自己が占有する相手方の物を留置できるという慣習法が成立したとされている(小町谷・前掲参照)。

<sup>8</sup> 明治44年商法改正により、「有価証券」を明示的に目的物に含めることとされたが、これは、疑義について明らかにしたにすぎないと位置づけられている(法律新聞社編『改正商

三者に対して留置権を主張することを認めることが不適切とならないかぎりにおいては、目的物としての適格性を広く認めることが妥当であるとも考えられる。

そして、振替株式等について留置権の成立を認めることは予想できないというものでも

---

法理由』103頁、337頁。また、田中ほか・前掲注(7)158頁)。なお、法典調査会における議論においては、留置権の目的物として適格性を有するものを狭く解すべきであるという議論はなされておらず、結局は、「占有」を觀念できるものを法定したものと理解できる。

明治44年改正前商法284条は、「商人間ニ於テ其双方ノ為メニ商行為タル行為ニ因リテ生シタル債権カ弁済期ニ在ルトキハ債権者ハ弁済ヲ受クルマテ其債務者トノ間ニ於ケル商行為ニ因リテ自己ノ占有ニ帰シタル債務者ノ所有物ヲ留置スルコトヲ得但別段ノ意思表示アリタルトキハ此限ニ在ラス」(圈点—引用者)と定めていた。商法委員会では若干の議論があったにもかかわらず、現行商法の制定にあたっては、このような文言が採用された。すなわち、富谷委員が「所有物」という文言に関連して、「本条ノ如ク単ニ所有物トアルトキハ有体物ニ限ルモノト見ザルベカラズ然ルニ商人間ニハ流通証券ノ如キモ留置セシムル方便ナリト考フ付テハ民法第八十六条第三項ヲ見ルニ「無記名債権ハ之ヲ動産ト看做ス」トアリテ有体物ナルヤ否ヤノ規定ナキヲ以テ疑アリ然ルニ民法第二編権利質ニ関スル規定ヲ対照推考スルトキハ無記名債券ハ有体物ニアラズト考フルコトヲ得ルガ故ニ所有物ノ中ニ包含セザルモノト見ザルベカラザルヲ以テ本条ニ於テハ特ニ無記名債券ヲモ留置スルコトヲ得ル旨ヲ明示セラレタシト」として修正意見を述べたのに対し、梅委員は、「民法第八十六条第三項ニ無記名債権ハ動産ト見做ストアルハ其有体物ナル意味ヲモ包含スルモノト解スベキナリ且又留置スルモノハ其証券ニシテ其上ニ行ハルル権利ニアラズ何トナレバ権利ハ有体物ニアラザレバナリ例ヘバ指図債券ノ如キ其債券ノ原質タル紙ヲ留置スルコトヲ得ベキヲ以テ從テ留置スルノ目的ヲ達スルモノナレバ本条ノ所有物中ニハ無記名債権ヲ包含スト見ルベキモノナリ」と述べ、原案通り、「所有物」という文言が維持されたという経緯があった(第56回商法委員会議事要録(明治30年2月12日)商事法務研究会版337-338頁)。

それにもかかわらず、明治44年改正では、「債権者所有ノ物又ハ有価証券」とするものとされたという経緯からは、「有価証券」を明示することによって、民法上の「物」よりも広い範囲で留置権が認められるという趣旨であると理解することが可能となった。

松本丞治博士は、明治44年改正により、代理商の留置権についても、284条と同様、「物又ハ有価証券」と改正された(41条)ことにつき、「若シ有価証券ハ物ニ非ス又ハ物ト同一視スルコトヲ得スト解セサル可カラサルノ理アリトセハ適當ノ改正ト謂フヘキニ似タリ」と指摘している(松本丞治「商法中改正法案ヲ評ス」法学協会雑誌28巻9号1669-1670頁、同12号2191頁。もっとも、松本博士は商法中の規定における物品には有価証券が含まれると解されることから、このような改正には反対されていた[9号1670頁])。また、梅委員も、明治44年商法改正に際して、280条および282条に「又ハ有価証券」という文字を加えたことについて、「是ハ嚴格ニ申セバ無論再議ト言ネバナラヌノデアリマス」としている(法律取調委員会(商法整理案)第22回議事速記録(明治43年6月29日)商事法務研究会版304頁)。

ないし、ペーパーレス化されている場合に留置権を認めても、券面がある場合にはそもそも留置権が成立しうることを考えると、債務者が不当に不利益を被るとはいえない。他方、第三者との関係においては、債務者が留置権の目的物を占有していない(支配していない)ということが外形的に明らかになることが必要であるようにも思われ、若干の問題は残る。ただ、いったん、口座管理機関に留置権が認められることが明らかになれば、それを前提に、第三者も行動するからさほど重大な障害ではないと解する余地は十分にある。

また、振替法によるペーパーレス化にあたって、振替株式等を目的物とする商事留置権は認めるべきではない、あるいは認める必要はないという明示的な価値判断が行われたという事実は、公表されている資料からは読み取れない<sup>10</sup>。

以上に加えて、商法 501 条は、絶対的商行為として、「利益を得て譲渡する意思をもってする動産、不動産若しくは有価証券の有償取得又はその取得したものの譲渡を目的とする行為」や「他人から取得する動産又は有価証券の供給契約及びその履行のためにする有償取得を目的とする行為」を定めるが、この場合の「有価証券」には、振替株式等を含むと解する方が、定型的に強い営利性を有することに注目した商法 501 条の趣旨に合致すると考えられる<sup>11</sup>。

なお、電子記録債権の文脈においてであるが、商法 521 条の要件を満たすためには、「有価証券」の占有が必要ではなく、「電子記録債権の占有」が「有価証券の占有」と評価可能であれば十分であるとの解釈も不可能ではないとも思われるとの指摘があり<sup>12</sup>、「有価証券」該当性を厳密に考えることを要しないアプローチの可能性が示唆されている。

振替株式等を目的物として商事留置権が成立するかどうかについて、公刊されている裁判例は存在しないが、名古屋地判平成 25・1・25 判例時報 2182 号 106 頁(確定)は、銀行取引約定書中の「X が Y に対する債務を履行しなかった場合には、Y は、その占有している

---

<sup>9</sup> たとえば、他から譲り受けた債権については商人間の留置権が発生しないという解釈は、それを認めると、債務者が予想しない債権に基づき留置権を対抗されることになるからであると説明されており(平出・前掲注(7)141 頁、田中ほか・前掲注(7)159 頁)、債務者の合理的予想の範囲では、留置権の成立を認めても、債務者との関係では問題はない。

<sup>10</sup> 森下・前掲注(2)金融法研究 25 号 88 頁。

<sup>11</sup> 森下・前掲注(2)金融法研究 25 号 88-89 頁。

<sup>12</sup> 加藤・前掲注(3)74 頁。

Xの動産、手形その他の有価証券についても前項と同様に取り扱う。」という規定(本件条項)との関係で、裁判所は、ペーパーレス化後の投資信託受益権も「有価証券」に該当するとの判断を示している。すなわち、「本件投資信託受益権は、投信法及び金商法において有価証券とみなされている(投信法2条5項、金商法2条2項)ことに加え、本件においては、投資信託受益権につき受益証券が発行されていたが、ペーパーレス化によって、これが振替口座簿により帳簿上の管理に切り替えられ、受益証券が存在しなくなったものであるところ、従前発行されていた受益証券は、本件条項にいう「有価証券」に当たると解されること、ペーパーレス化によって、受益証券の盗難や紛失の危険が削減されるなど、受益者たるXにも利益があると解されることからすると、従前において本件条項の対象たり得た投資信託受益権が、ペーパーレス化によって、その対象から外れ、販売会社たるYが、その不利益を甘受すべきとするのは妥当とは解し難いことなどを考慮すれば、本件投資信託受益権は、本件条項にいう「有価証券」に該当するというべきである。」とした。そして、「確かに、本件投資信託受益権は、ペーパーレス化により、平成19年1月から有体物たる受益証券が存在しなくなったとはいえるも、本件投資信託受益権販売当時は、受益証券が発行されたもので、同受益証券は、その当時、既に締結されていた本件銀行取引約定の本件条項にいう「有価証券」であったといえ、Xにおいても、同受益証券が本件条項にいう「有価証券」として取り扱われると認識し得たといえるし、当初は当然に本件条項の対象であったものがペーパーレス化によって変容したという経過等からすると、本件条項にいう「有価証券」を民商法上の有価証券と限定すべき理由はなく、少なくとも、本件投資信託受益権は本件条項にいう「有価証券」と解釈し得るといえるべきである。」としている。

契約の解釈に係る判断であり、しかも、受益証券が発行された後に、ペーパーレス化がなされたという事案に係るものであり、この裁判例から、振替株式等が商事留置権との関係で「有価証券」に該当するという帰結が導けるわけではないが、該当すると解する余地が排除されているわけではないと考えることができる。

### 3 商法521条にいう「占有」の意義と振替株式等

かりに、振替株式等が商事留置権の目的物としての適格性を有する「有価証券」にあたりと解しても、口座管理機関が口座簿上の振替株式等について「占有」を有すると解する

ことができるか否かが問題となる。すなわち、口座管理機関が振替手続きなどの口座の記録を行わなければ、権利の取得・喪失は生じないのであるから、口座管理機関は、自己が開設する振替口座簿に記録された振替株式等を事実上支配しているということができ、口座管理機関は、振替口座簿上の振替株式等につき（準）占有を有すると解することはできるか否かという問題である。

振替法は、当初、「短期社債等の振替に関する法律」（平成13年6月27日法律第75号）として制定されたものであるが、その立法にあたって前提とされた、CPのペーパーレス化に関する研究会『CPのペーパーレス化に関する研究会報告書』（平成12年3月）<sup>13</sup>では、振替口座の記録を「券面に代わる電子的な記録」と位置付け（1頁）、「電子的な処理に権利の発生、移転、消滅等の効果を付与する」という考え方をとるものとされていた。すなわち、券面に対する占有を口座の記録によって置き換えるという発想がとられていたと評価することも可能である。そうであるとする、（物理的な）券面の占有および占有移転と振替口座の記録および口座振替とが機能的に対応し、法的には、振替口座の記録は「占有」と評価する余地がある<sup>14</sup>。

たとえば、森田宏樹教授は、口座名義人に占有が認められるという文脈においてであるが、「紙媒体の有価証券においては、紙媒体の券面の「所持」という物理的な支配を通じて、それに化体された権利を具体的に行使することができる。ここでは、有体物に対する「占有」が「事実上の支配権限」の基礎にある。これに対し、振替口座簿の記録というのは、物理的な支配ではないが、口座管理機関との関係において、制度上、振替口座簿に記録された口座名義人のみが有価証券上の権利の行使が認められているという意味での「事

---

<sup>13</sup> <[www.fsa.go.jp/p\\_mof/singikai/cp/houkoku/cp01.pdf](http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/cp/houkoku/cp01.pdf)>

<sup>14</sup> 森田宏樹教授は、「振替口座簿の記録に対して認められている実体法上の効果というのは、有価証券上の権利に対する「事実上の支配権限」であり、法的にはこれを「占有」と捉えることができる。有価証券上の権利は、振替口座簿に記録された者が「占有」しているわけである。」と指摘される(森田宏樹「有価証券のペーパーレス化の基礎理論」金融研究25巻法律特集号39頁)。森下哲朗教授は、「口座管理機関が記帳を行わない限りは権利が動くことはないという意味で事実上の支配を及ぼしていると考えられるから、口座管理機関が証券を占有しているといえるのではないかとする(森下・前掲注(2)金融法研究25号89頁)。なお、民法205条の解釈として、準占有があるとされる要件の1つとして、「財産権がその者の実質支配内に存すると認められる客観的事情があること」が挙げられている(川島武宜・川井健編『新版注釈民法(7)』13頁〔稲本洋之助〕(有斐閣))。

実上の支配権限」が認められる。両者において「所持」の態様は異なるものの、それは「事実上の支配権限」という意味での「占有」——わが民法典の採用する概念を用いて正しく表現すれば、それは「準占有」（民法 205 条）である——に相当するといえよう」とされている<sup>15</sup>。そして、有体物について直接占有と間接占有というかたちで複層的に占有が成り立つのであれば、有体物でない権利を対象とする準占有の場合にも、複層的な（準）占有を認めることができるのであれば、口座管理機関等の準占有を認める余地があるということになる。

実際、公刊物掲載裁判例には、ペーパーレス化された有価証券につき、振替機関・口座管理機関に準占有を認めるものが多い。まず、大阪地判平成 23・1・28 金融法務事情 1923 号 108 頁は、弁済充当権との関係においてではあるが、「民法 205 条にいう「財産権の行使」とは、当該財産権がその者の事実的支配内に存すると認められる客観的事情があるかどうかにより判断されるべきものである」とした。そして、「Y 銀行は、投資信託の解約手続当時、A 社との募集・販売等に関する契約（委託契約）に基づき、投資信託受益権の販売会社として、自己の名において同権利の募集の取扱い及び販売、一部解約に関する事務並びに一部解約金・収益分配金及び償還金の支払に関する事務等を行うとともに、B との管理規定に基づき、投資信託受益権（再生債務者分）の振替機関・口座管理機関として、振替口座の振替口座簿の記録を通じて、自己の名において同権利の振替業務等を行っていたのであるから、同権利を自らの事実的支配内に置いていたものであり、上記客観的事情が認められるものというべきである」とし、「Y は、投資信託受益権（B 分）の販売会社として、また、振替機関・口座管理機関として、上記業務を自行の名において独立して行っていたのであるから、…財産権の行使につき、「自己のためにする意思」を有していた」とした。その上で、Y は、「解約手続当時、本件投資信託受益権（B 分）を準占有していたものと認められる」と判示した。

また、前掲名古屋地判平成 25・1・25 は、「本件解約当時において、本件投資信託受益権は、受益証券から振替口座簿による管理に移行していた」が、「Y は、本件解約当時、本件投資信託受益権の販売会社として、自己の名において投資信託にかかる受益権の募集の取

---

<sup>15</sup> 森田・前掲注(14)39 頁。



扱、一部解約に関する事務、一部解約金償還金の支払、収益分配金の再投資に関する事務等を代行するとともに、本件投資信託受益権の振替機関・口座管理機関として、振替口座簿の記録を通じて自己の名において同権利の振替業務等を行っていたのであるから、同権利を自らの事後的支配内に置いていたといえ、また、自己のためにする意思を有しているといえるから、Yは、本件投資信託受益権を準占有しているものといえる。したがって、Yは、本件解約時において、本件投資信託受益権につき、本件条項〔銀行取引約定書中の「XがYに対する債務を履行しなかった場合には、Yは、その占有しているXの動産、手形その他の有価証券についても前項と同様に取り扱う。」という規定—引用者〕にいう「占有」を有していたと解すべきである。」とし、「準占有においては占有に関する規定が準用される（民法 205 条）ことからすると、本件条項にいう占有から準占有を排除すべき理由はない。」とした。

なお、振替法では、いわゆる直接保有方式が採用されており、権利者は口座の記録によって直接権利そのものを有していると構成され、口座簿上の権利と保有者の権利の同一性が維持されていること<sup>16</sup>を重視するならば、口座管理機関の役割は、口座名義人（投資者）に帰属する口座記録としての「証券」を管理することであり、口座管理機関は、きわめて中立的、より直截に言えば機械的に口座名義人の指示に従うものと捉えることが自然である<sup>17</sup>。そして、振替法（および口座開設契約）の下では、口座管理機関は、口座名義人の申請等に従って、手続きを行う義務（債務）を負っているのだから（振替法 70 条など）、振替口座に対して実質的な支配を有しているのは口座名義人であって、口座管理機関が振替口座に対して実質的支配を有しているとはいえない<sup>18</sup>という解釈も十分に成り立ちそうである。

---

<sup>16</sup> 岩原紳作『電子決済と法』79 頁(有斐閣)。

<sup>17</sup> コーエンズ久美子「証券振替制度における口座管理機関の法的地位と担保権—投資信託における受益者の破産の事案を素材として—」山形大学紀要（社会科学）45巻1号16頁は、「振替制度における振替証券に商事留置権が成立するかという問題は、まずは口座名義人と口座管理機関との関係において、…互いに債権債務を負う継続的取引関係にあるかを判断する必要がある」とし、「口座管理機関の役割、法的地位の設定の仕方によっては、決済制度のインフラに徹し、商事留置権を行使できない場合もある、あるいはそのような場合が必要かもしれないということを想定しておいた方がよいであろう。」と述べている。

<sup>18</sup> 小林・前掲注(2)24 頁。もっとも、前掲大阪地判平成 23・1・28 は、銀行が投資信託受益権の振替機関・口座管理機関である場合において、債務を履行しないときは当該銀行が占有している債務者の動産、手形その他の有価証券を取立てまたは処分して債権の弁済に充

他方、口座管理機関が口座名義人からの振替株式等に係る振替や抹消等の申請に対して、その手続きを行わないことが許されるのだとすると、実質的には、債権者である口座管理機関が（債務者である）口座名義人の権利行使を阻止できるのであり、この点では、券面のある有価証券を留置している留置権者と債務者との関係と平行であると評価できる。また、民事留置権は、債務者による留置権の目的物について権利行使ができないようにすることによって、債務の弁済を促すという面を有しており、商事留置権にも同様の機能は期待されるのであるから、口座管理機関が第三者（口座名義人）の名義で開設された口座に記録されている振替株式等に係る権利を行使できないとしても、口座名義人による権利行使を阻止できる立場にあれば十分であると考えられる余地がある。

たとえば、前田重行教授は保護預かり機関に預託されている有価証券を例に挙げて、口座管理機関などの実質的な支配を認める余地があるとされている。すなわち、保護預かり機関に預託されている有価証券について保護預かり機関が当該有価証券を占有していることは、一般に承認されてきたように思われるが、「この場合においては、保護預かりにより預託を受けている銀行等は預託を受けた有価証券を他に移転したり、処分したりすることは当然できず、そのような権限は与えられていない。…保護預かりの場合においては、保護預かり機関が預託を受けた有価証券を支配し、占有を有するといっても、上記のような有価証券の管理とそれに伴う事実上の拘束関係を意味しているに過ぎないが、しかしそのような状況にあることにより、留置権が認められれば、名義人がその権利を他に移転等の処分を行うことを意図しても、それを拒み、阻止しうる実質的な状況を確認しうるのである。従来において、保護預かり機関たる銀行が権利者との間で、このような関係・状況を有することによっても、いわば事実的な支配関係を有し、占有を有するものと一般的に考えられてきている。それゆえ、振替制度の下においても、口座管理機関が口座簿上の記録とその書換システムを管理しており、それにより口座名義人が自己の権利を行使したり、移転したりする上で事実上一定の拘束を受け、商事留置権が是認されれば、名義人の権利の移転等を拒み、阻止することが実質的に可能な状況にあるということは上記の保護預かり機関による有価証券についての事実的な支配の状況と変わらず、同様に事実的な支配が

---

当できる旨の銀行取引約定書4条3項は投資信託受益権にも適用ないし準用されるため当該銀行には解約権限があるとした。

あり、そのための客観的な状況にあると言いうる」と指摘されている<sup>19</sup>、<sup>20</sup>。

#### 4 振替株式等について商事留置権は成立しないとする見解または慎重論の根拠

振替株式等について商事留置権は成立しないとする見解または慎重論は、振替株式等について商法 521 条の要件が満たされないという根拠に加えて、以下のような（実質的）根拠を示している。

① 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こと<sup>21</sup>、

② 「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」こと、

③ 「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」こと、

④ 振替株式等については特有の執行手続きが定められており(民事執行規則 150 条の 3 以下)、有価証券に対する動産執行の手続きによることができないこと、

⑤ 投資信託受益権との関連ではあるが、ペーパーレス化前においても「商事留置権が実務上行使されていたのかという点自体疑問が残る」こと、

⑥ 投資信託受益権の文脈においてであるが、「商事留置権の成立を認めると、販売会社および受益者が株式会社等の商人である場合には格別に厚く保護され、…当事者が商人

---

<sup>19</sup> 前田重行「社債株式等振替法における有価証券のペーパーレス化と商事留置権の成否」金融法務研究会『有価証券のペーパーレス化等に伴う担保権など金融取引にかかる法的諸問題』8頁。

<sup>20</sup> 約束手形の文脈においてであるが、加藤貴仁准教授は「有価証券である約束手形について商事留置権が成立することは、留置権の担保権としての意義と整合的である。なぜなら、約束手形の占有が債権者に移転することで、約束手形に表彰されている権利の実質的所有者である債務者の権利行使が制限されるからである。」と指摘する(加藤・前掲注(3)73頁)。

<sup>21</sup> 神作・前掲注(2)17頁(注11)。

でない場合には販売会社は保護されないことになり、処理内容としても合理性が高いとはいえない」こと、

⑦ 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になり、場合によってはそれを歪めるおそれがあること<sup>22</sup>、  
などが指摘されている。

しかし、⑤および⑥に対しては、ペーパーレス化されたか否かと無関係に商事留置権制度に(とりわけ、倒産手続きにおいて)は問題があると指摘するものにすぎず、ペーパーレス化されたことによって、ペーパーレス化前と異なり、商事留置権の成立を認めるべきではないという論拠とはならないという反論の余地がある。④に対しては、ペーパーレス化前においても、大券化されたり、保護預かりがされている場合には、動産執行の手続きによらないことが想定されていたという反論が可能である。民事執行規則の規定によって、商法の解釈が左右されるというのはやや本末転倒であるという反論の余地がある。②については、債務の弁済期が到来している場合に、商事留置権を主張されることが、(債務者は弁済期が到来した債務を履行していないのであるから)債務者にとって、不当な不利益を与えると評価できるとは必ずしもいえないのではないかという反論が可能かもしれない。③については、継続的な取引関係にある商人間では担保を徴求することが煩瑣であることに着目して、商事留置権制度が設けられていることからすれば、約定担保権を設定すれば確実性が高いとはいえ、商事留置権を認めてはならないという根拠にはならないのではないかということができそうである。①については、たとえば、振替手続きを行うことによって、口座管理機関等が指図による占有移転に応じたと評価できるような場合などには留置権を失うというような解釈によって解決する余地がある。⑦に対しても、ある1つの概念または用語を異なる文脈では異なって解釈するということは可能であるから、振替株式等について商事留置権の成立を認めるという解釈の余地がないわけではない。

---

<sup>22</sup> 神作・前掲注(2)16頁。木村・前掲注(2)108頁も同趣旨の指摘を行っている。

## 5 ありうべき立法論の方向性

2から4でみたように、商法の解釈として、振替株式等について口座管理機関の商事留置権を認めるという解釈の余地がないわけではない。

しかし、4で挙げた振替株式等について商事留置権は成立しないとする見解または慎重論の根拠のうち、たとえば、⑦についていえば、その懸念を払しょくすることはできないし、有価証券または占有の外延を不明確にするという点は重要な問題である。また、とりわけ、倒産手続きにおける商事留置権の取扱いとの関係では、商事留置権の成立または行使を広く認めることに対しては一般的に抵抗があるように見受けられる。これらのことからすれば、商事留置権についての解釈論によるのではなく、振替株式等が商事留置権の対象となる旨の明文の規定を設けること、または、振替株式等について、合理的な範囲での優先権を与えることができるような、約定担保権の設定<sup>23</sup>が可能になるような制度を創設することが立法論として適切であるとも考えられる<sup>24</sup>。

---

<sup>23</sup> ただし、たとえば、カストディアンが有する債権を保護することが社会的に望ましい、制度を維持する上で望ましいと考えられるにもかかわらず、カストディアンの交渉力が弱く、その結果、約定担保権を設定することは難しいという状況がかりにあるのだとすれば、商事留置権が重要な意味を持つことになるだろう。

<sup>24</sup> かりに、振替証券に関する物権の準拠法は権利の準拠法であると解すると(法の適用に関する通則法 23 条。石黒一憲「集中的証券決済システムと国際倒産—無証券(ペーパーレス)化に重点を置いて」石黒一憲ほか『国際金融倒産』385 頁(経済法令研究会)、道垣内正人「担保物権の準拠法——証券決済システムを通じた担保付取引の場合——」渡辺惺之・野村美明編『論点解説 国際取引法』117 頁以下(法律文化社)、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 32 巻 1 号 9 頁・5 頁など参照)、たとえば、外国法準拠の振替証券と日本法準拠の振替証券が、日本の口座管理機関にあるとき、一方の権利については留置権が成立し、他方の権利については留置権が成立しないことが生じ得るという問題が生じ得る。このような帰結がかりに好ましくないとすれば、各国間でばらつきが大きい留置権(またはそれに類する法定担保権)によるのではなく、振替証券にふさわしい約定担保権の設定方法と対抗要件の具備について立法論的解決を図る方がよいということもできそうである。

もっとも、「口座管理機関によって保有される証券についての権利の準拠法に関する条約(Convention of 5 July 2006 on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities held with an Intermediary)」では、口座名義人と関連口座管理機関との間で合意された国の法が、一定の事務所がその国にあることを条件に、口座管理機関によって保有される証券の権利の準拠法となる(4 条)というのが原則である。

また、金融法委員会「証券の振替決済にかかる法制に関する中間論点整理」(平成 12 年 4

前者のアプローチとしては、「直近上位機関の振替口座簿における顧客口座に記録され、顧客である加入者(債務者)の口座に記録されている振替証券であることをもって、「自己の占有に属した債務者の所有する物又は有価証券」の要件を満たすものとみなすという特則を設けること」が考えられる<sup>25</sup>。

他方、複数の口座を通じて記録される証券(securities)に係る権利の帰属、譲渡、担保設定等の実質法ルールに関する条約である「振替証券の実質法に関するユニドロワ条約(UNIDROIT Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities)」は口座管理機関を通じて間接保有される有価証券上の権利の担保化について、「支配(control)」概念を中核とした制度を定めている。すなわち、振替証券あるいはその担保権等の取得については、口座簿への記録が必要とされるのが原則であるが(11条1項4項)、指定記帳(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、振替証券に関し、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、消極的支配<sup>26</sup>または積極的支配<sup>27</sup>にあたる旨の記帳を当該証券口座に行うこと)方式や支配契約(消極的支配または積極的支配のいずれかにあたる場合における口座保有者、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)方式など、口座上の管理または口座の権利・利益に対する「支配」を基礎とした担保権設定の方法も認められている(12条1項3項)<sup>28</sup>。

また、アメリカ合衆国では、統一商事法典(U.C.C.)第9編が、投資財産(investment

---

月3日)では、提言6として、「日本の投資家が投資証券を海外のカストディアンまたは決済機関を通じて「間接保有」しているような場合における投資家の権利の譲渡および担保提供の有効性(第三者対抗要件具備の有効性を含む)を決定する準拠法については、現行の国際私法上の考え方との原理的整合性に留意しつつ、立法論としては、その投資家の名前が記載されている口座を保管するカストディアンまたは決済機関の所在地法とすることが望ましい。」としていた。

<sup>25</sup> 電子的記録に基づく権利を巡る法律問題研究会・前掲注(3)57頁。

<sup>26</sup> 直近口座管理機関が、ある第三者の同意を得ることなく、口座保有者の指図に従ってはない場合。

<sup>27</sup> 直近口座管理機関が、口座保有者からさらに同意を得ることなく、口座契約等が定める事項についてある第三者の指図に従わなければならない場合。

<sup>28</sup> 詳細については、たとえば、神作・前掲注(2)参照。

property)について、「支配(control)」の取得による担保権の設定<sup>29</sup>と対抗要件の具備<sup>30</sup>を認めている。そして、支配の取得によって対抗要件を具備した投資財産に対する担保権は、それ以外の方法(登録や自動的具備)によって対抗要件を具備した担保権に優先する<sup>31</sup>。ここで、投資財産とは、有価証券、セキュリティ・エンタイトルメント(security entitlement)<sup>32</sup>、証券口座(security account)、商品取引契約(commodity contract)または商品取引口座(commodity account)をいうものとされている。投資財産の支配は、購入者がセキュリティ・エンタイトルメントの所有者となる場合<sup>33</sup>、金融仲介機関、担保権者および担保権設定者の三者間の合意によって、金融仲介機関が担保権設定者の同意なしに担保権者の指示に従うことができる場合<sup>34</sup>、証券仲介機関がセキュリティ・エンタイトルメントの所有者から権限を付与された場合<sup>35</sup>などに取得される。

このような約定担保権の設定とその対第三者対抗力を法律によって認めるというのが後者のアプローチである。

---

<sup>29</sup> § 9-203(b)(3)(D).

<sup>30</sup> § 9-314(a).

<sup>31</sup> § 9-328(1).

<sup>32</sup> 間接保有証券に関する投資家の権利。証券の発行者に対する直接の権利ではなく、証券仲介機関に対する権利と当該証券仲介機関が有する金融資産に対する権利の束として構成される。

<sup>33</sup> §§ 9-106, 8-106(d)(1).

<sup>34</sup> §§ 9-106, 8-106(d)(2).

<sup>35</sup> §§ 9-106, 8-106(e).