

信用機構室ワーキングペーパーシリーズ 03-No.1

社債等振替法の下での決済のファイナリティと
DVP に関する一考察

坂本哲也・渡邊 誠

tetsuya.sakamoto@boj.or.jp

makoto.watanabe@boj.or.jp

2003 年 5 月

日本銀行

〒103-8660 日本橋郵便局私書箱 30 号

日本銀行信用機構室ワーキングペーパーシリーズは、信用機構室スタッフ等による調査・研究成果をとりまとめたもので、内外の有識者から幅広くコメントを頂戴することを意図しています。ただし、論文の中で示された内容や意見は、日本銀行あるいは信用機構室の公式見解を示すものではありません。

1 . はじめに	1
2 . 問題の所在	5
(1) 第一の問題	6
(2) 第二の問題	7
3 . 手続中の振替に関する譲渡人の請求権および関係当事者の倒産の影響 ..	11
.....	11
(1) 譲渡人の振替に関する請求権	11
(2) 振替手続に関与する口座管理機関の倒産による影響について	14
(3) 売買当事者の倒産による影響について	15
(4) 小括	18
4 . 顧客口座 DVP と自己口座 DVP における関係当事者のリスク	21
(1) 顧客口座 DVP	21
(2) 自己口座 DVP	29
(3) 小括	36
5 . 顧客口座 DVP と自己口座 DVP の比較、留意点等	38
6 . 結びに代えて	39

1. はじめに

本年（2003年）1月6日より、社債等の振替に関する法律（以下、「社債等振替法」）¹に基づき、国債、社債、コマーシャル・ペーパー等の証券を完全にペーパーレス化することが可能になった。また、同法により、証券の権利者が口座管理機関に口座を有し、口座管理機関が振替機関に口座を有するという階層構造の振替決済制度を採用できるようになり、こうした制度を用いて証券の保有・決済を行えるようになった^{2,3}。

社債等振替法は、同法によりペーパーレス化される証券の権利の帰属を振替口座簿の記載・記録により定まるものとした（社債等振替法 66 条⁴）うえで、これら権利の譲渡の効力は、振替申請により譲受人の口座に当該権利の増額記録がなされることにより発生するとしている（質権設定も同様。同法 73 条、74 条）。ところで、この譲渡の効力発生要件を、譲渡人と譲受人が異なる口座管理機関に口座をもつ場合の振替 こうした振替は、譲渡人と譲受人がそれぞれ口座をもつ金融機関に証券取引の決済を依頼する場合などに行われる にあてはめてみると、証券に関する権利の移転する時期が現物（券面のある）証券を譲

本稿の作成にあたっては、神田秀樹教授（東京大学）、森田宏樹教授（東京大学）、井上聡弁護士（長島・大野・常松法律事務所）、結城大輔弁護士（のぞみ総合法律事務所）から有益なコメントを頂いた。もっとも、本稿に示されている意見はあくまで筆者ら個人の見解であり、ありうべき誤りはすべて筆者らの責めに帰するものである。

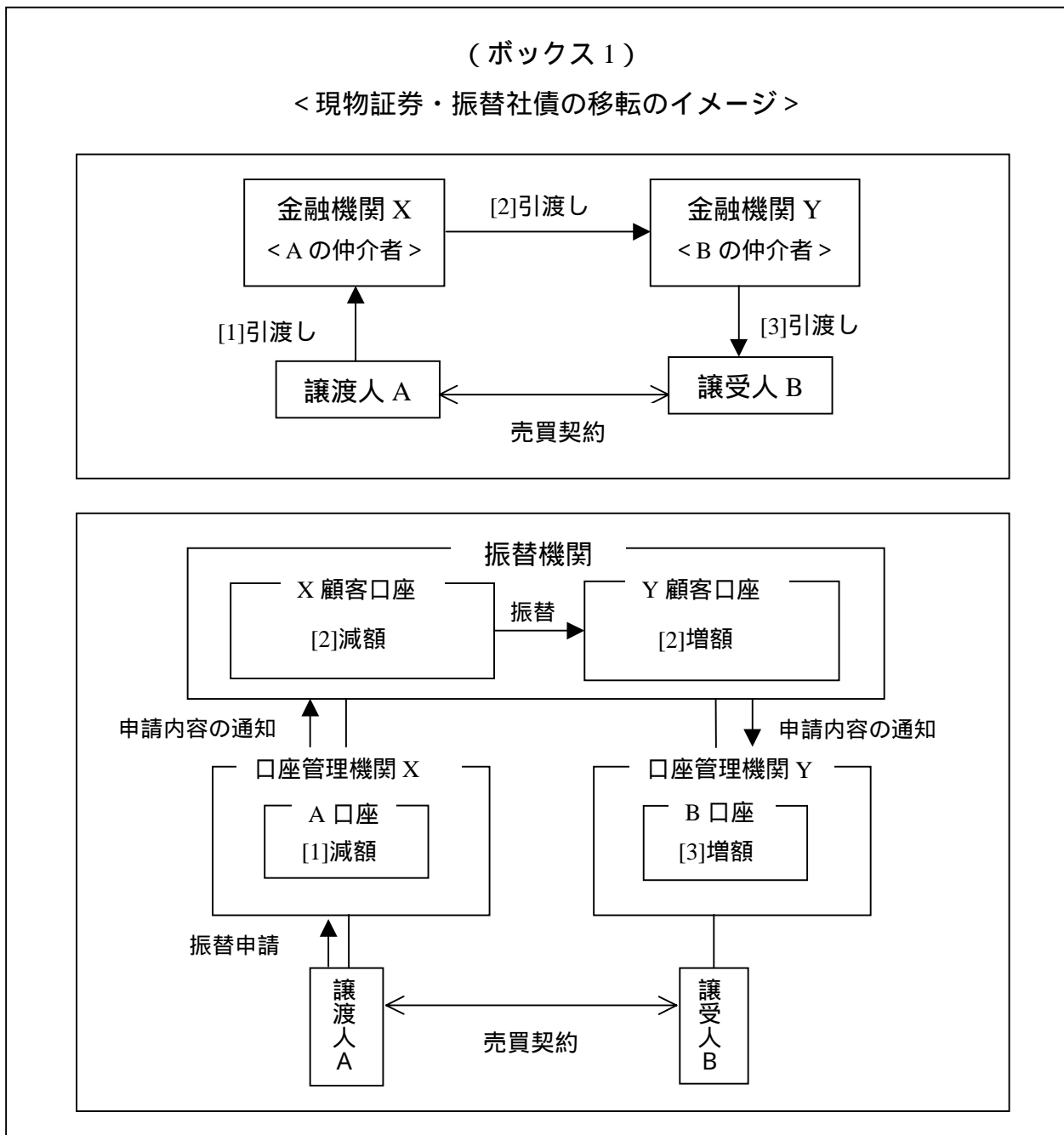
¹ 同法は、「証券決済制度等の改革による証券市場の整備のための関係法律の整備等に関する法律」が成立したことにより、「短期社債等の振替に関する法律」（平成 13 年法律第 75 号）が題名を含めて改正され、「社債等の振替に関する法律」となったものである。本法律の内容については、高橋・長崎・馬渡[2003]および高橋[2002]を参照。

² 社債等振替法は、口座管理機関が別の口座管理機関に口座を開設することも想定している。

³ これを受け、本年 1 月 27 日、日本銀行が従来の国債振替決済制度を社債等振替法に基づく制度に移行させたほか、同 3 月 31 日には（株）証券保管振替機構が同法に基づく短期社債（いわゆる電子 CP）の振替制度の運営を開始している。国債振替決済制度については、日本銀行[2000]、同[2002]参照。短期社債振替制度については、証券保管振替機構[2003]参照。

⁴ 社債等振替法においては、振替社債とそれ以外の証券等で適用される条文が異なっている（国債以外は第 6 章の各節において振替社債に関する条文を準用。国債についてもストリップス債に関する部分以外は基本的に振替社債と同様の条文が規定されている）。本稿では振替社債に関する条文のみを引用する。

渡人と譲受人の双方が金融機関等を仲介者として受け渡しする場合などと次のように異なっていることが分かる（ボックス1参照）⁵。



⁵ 他方、社債等振替法における権利移転時期の定めは、株券等の保管及び振替に関する法律第27条と同じ考え方に基づくものと解される。つまり、社債等振替法の制定により、わが国証券決済法制における証券についての権利の移転時期が変更されたと考えるのは適当でない。なお、振込等の支払仲介に関する議論については、「金融取引における信託の今日的意義に関する法律問題研究会」（以下、信託法律問題研究会）[1998]、森田[2000]参照。

例えば、現物証券が譲渡人から譲渡人の仲介者、譲受人の仲介者、譲受人へと順次受け渡される場合、譲受人の仲介者が現物証券を受け取った（占有を取得した、交付を受けた）時点（ボックス 1 上段における[2]の時点）で当該証券に関する権利が譲受人に移転すると解される。また、アメリカの統一商法典（Uniform Commercial Code、以下 UCC）第 8 編の定めるセキュリティ・エンタイトルメントという権利が譲渡される場合、譲受人は、その仲介機関が譲受人口座に増額記録する義務を負う時点（ボックス 1 下段でいえば[2]の時点）で権利を取得すると考えられる⁶。

これに対し、社債等振替法の下では、譲渡人の口座が減額され、譲渡人の口座管理機関の顧客口座が減額されるとともに譲受人の口座管理機関の顧客口座が増額されたとしても、譲受人の口座に増額記録がなされるまでの間は、証券についての権利は譲渡人に帰属し、譲受人の口座に増額記録がなされた時点（ボックス 1 下段における[3]の時点）で譲受人に権利が移転することになる（社債等振替法 73 条）。このように、社債等振替法は、証券の権利移転の時期について、現物証券の受渡しやアメリカの法制とは異なるルールを採用しているものと考えられる。

証券の権利移転の時期は、決済システムに関する重要な論点の 1 つである「決済のファイナリティ」⁷に密接に関係しており、例えば証券の引渡し（決済）に

⁶ ある者がセキュリティ・エンタイトルメント（security entitlement）を取得する要件について、UCC8-501(b)は、「仲介機関が、(1)金融資産をある者の証券口座に増額記録すること、(2)ある者から金融資産を受取り、またはある者のために金融資産を取得し、いずれの場合にもその者の証券口座に増額記録するために金融資産を受領すること、(3)他の法律、規則または原則によって金融資産をある者の証券口座に増額記録する義務を負うこと、のいずれかが満たされた場合」としている（なお、金融資産の移転等の手続＜仲介機関の義務＞につき UCC8-507、証券と金融資産との関係につき同 8-104 参照）。従って、正確には、譲受人口座への増額記録（本文の[3]の時点）と[2]の時点のいずれが早い方において譲受人は権利を取得することになると考えられる。なお、セキュリティ・エンタイトルメントの「譲渡」といっても、同一の権利の承継取得ではないことなど、UCC 第 8 編と社債等振替法とは権利移転の法律構成がそもそも大きく異なることに留意する必要がある。

⁷ 「決済がファイナルになる」とは、「（資金や証券の移転による債務の消滅＜弁済＞が）撤回不能かつ無条件になる（irrevocable and unconditional）こと」とされる（CPSS[2003]）。ファイナリティの語については、当事者間の完結性、対第三者完結性、資金決済完了性、支払指図の撤回可能性、に分けて議論することもできる（現金の支払完了性につい

対応して行われる代金の支払方法やタイミングを考える前提となる。また、今日のように証券の保有や決済が金融機関等を仲介者としてクロスボーダーで行われることが一般的になっている状況では、適用される法によって証券の権利移転時期が異なりうることを認識することは、証券取引・投資に係るリスク管理の上で重要になっていると考えられる。

こうしたことから、まずは社債等振替法の権利移転時期に係る定めについて、その意義や実質を決済のファイナリティの観点から検討することが必要だと思われる。また、決済のファイナリティは証券決済のリスク管理策として重要な「DVP」⁸ デリバリー・バーサス・ペイメント (delivery versus payment)⁸

のあり方を規定する面が大きいことから、社債等振替法の下で DVP を行う場合の意義についても併せて検討することが有益と考える。

(本稿の目的、構成)

そこで本稿では、社債等振替法の下で、異なる口座管理機関に口座を有する者の間で証券が譲渡される場合の振替を例にとり、その決済のファイナリティについて検討する。その上で、こうした振替のために採りうる DVP の方法について、その決済リスク削減の意義等を検討し、DVP の利用における留意点等を考察することとしたい。

本稿の構成は次のとおりである。2 . ではモデルとなる事例を設定して問題の所在を述べる。3 . では手続中の振替 (振替申請後・振替手続完了前の状態) に関する譲渡人の請求権等を検討する。4 . では同じ設例において考えうる DVP の2つの方法について、関係当事者のリスクを検討する。5 . で2つの方法を

て、古市[1995] pp.117-119) など、多義的であることに留意する必要がある。また、現実に資産 (証券や預金等) を移転させる仕組みをみると、そのプロセスに取引当事者以外の主体が関与したり、ある程度時間を要することがむしろ通常であることから、当該プロセスの各段階において誰が何を主張できるか (できないか) を考えることがファイナリティを論じる上で重要である。

⁸ 資金が支払われない限り証券の引渡しが行われない (また証券が引き渡されない限り資金の支払いが行われない) ことを確保することによって、証券決済における「取りはぐれ」のリスク (元本リスク) をなくす仕組み。DVP においては、証券の振替と資金の支払いのいずれもがファイナルであることが必要であるとされている。

比較しそれらを利用する際の留意点等を纏め、最後に今後の課題等を述べる。

2. 問題の所在

社債等振替法の定める証券の権利移転時期に関する定めが、今日一般的となっている金融機関等を仲介者とする決済に関してどのような論点を提起するかを整理するために、次の設例を考える。

<設例>

口座管理機関 X に口座を有する A と口座管理機関 Y に口座を有する B とが、A から B に振替社債 100 を 1 億円で譲渡する旨の契約を締結した。

A は B に振替社債 100 を譲渡するため、X に対して B への振替を申請する。

一方、B は A に 1 億円を支払うため、Y に対して A (X) への支払を依頼する。

上記設例の売買当事者 A、B にとっては、自らの事情が変わらない限り、相手が予定通りに債務を履行することが望ましい。その際、相手方の倒産等による債務不履行を避ける観点からは、先日付の取引を除き、約定後なるべく早く決済を行うことが望ましい。具体的には、A は B から代金を、B は A から証券を、それぞれなるべく早く受け取ることが望ましい。また、当然ながら、A にとっては証券を引き渡したのに代金を受け取れない、あるいは B にとっては代金を支払ったのに証券を受け取れない、という「取りはぐれ」が生じることを避ける必要がある⁹。さらに、巨額の取引を頻繁に行うような場合には、仮に、「取りはぐれ」は避けられたとしても、履行期（決済の時点）の直前に相手が決済を取り止めたりすれば予定通りに証券や資金を受け取れないことが新たなコスト（代わりの取引相手を見つけて売買を行うこと等に伴うコスト）を生じさせる

⁹ この中には、一旦受け取った証券は資金の返還を受けることなしに取り戻されない（逆に、一旦受け取った資金を証券の返還なしに取り戻されることもない）ということを含む。本稿では証券の権利移転に焦点を当てて議論をするため、どのような状態になれば B は証券を受け取ったと言えるか、また、受け取れるものと安心してよいか、が問題となる。

ことがある。こうした点への対処も考えるべきケースがあろう。

今日の証券市場のように、日々膨大な数の取引が行われ、かつそれらが連鎖していることも多い状況の下では、1つの決済が予定通りに行われなことは、その当事者のみならず、他の市場参加者等にも影響を及ぼす。特に、一旦始まった決済のプロセスが途中で取り止めになったり、巻き戻されたりすることが起きれば、証券決済システムにおける決済全体が著しく混乱することとなる。このため、証券決済システムの安定的な運行の確保という観点から、「予定通りに決済が行われること、特に一旦始まった決済のプロセスは速やかに完了させること」が極めて重要である。また、上記の「取りはぐれ」を防ぐための仕組みがないと、巨額の決済を安全に行うことができず、円滑な決済に支障をきたす。このため、証券決済システムにおいては、こうした仕組みが十分利用されるように提供される必要がある。

(1) 第一の問題

社債等振替法に基づく階層構造において、異なる口座管理機関の間で証券が振り替えられる場合、譲渡人の口座の減額と譲受人の口座の増額は、1つの主体によりワンセットの手续として行われるものではない¹⁰。こうした振替は、社債等振替法の定める振替手続に従って、譲渡人の上位機関たる口座管理機関、振替機関、譲受人の上位機関たる口座管理機関という複数の主体による手続を経て、譲受人の口座が増額されるという過程を辿る。このため、現実の決済においては、譲渡人が振替申請を行ってから最終的に譲受人の口座に増額記録がなされるまでに、ある程度の時間を要するのが通常である。

他方、社債等振替法によれば、証券についての権利の譲渡は、譲受人の口座において増額記録を受けなければその効力が生じないとされている（社債等振替法 73 条）。従って、譲受人の口座が増額記録されるまでの間は、当事者間で売買の意思表示があったとしても、依然として譲渡人に当該証券の権利が帰属

¹⁰ これに対し、譲渡人と譲受人が同じ主体（振替機関または口座管理機関）に口座をもつ振替の場合には、当該機関が譲渡人の口座の減額と譲受人の口座の増額をワンセットの手續として同時に行う。

しているものと解される。

このことから、上記設例に即して言う（ボックス1下段図参照）譲渡人 A による有効な振替申請がなされ振替手続が開始されたが、いまだ譲受人 B の口座に増額記録がなされていない状態において、以下の点が問題となる。まず、譲渡人 A が、進行中の振替手続を中止しそれまでになされた記録を元に戻すよう請求した場合、これが容易に認められることはないか。また、振替手続に関わる口座管理機関（口座管理機関 X、Y）および売買当事者（A、B）が倒産することにより、振替手続が完了されないといった影響が生じないか。仮にこれらの事情により、進行中の振替手続が中止され、それまで振替手続に従ってなされた記録が元に戻されるようなことがあれば、当日予定されている証券決済を終えられなくなるなど、決済のプロセスを大きく混乱させることになりかねない。さらに、振替手続が完了し B の口座に増額記録が行われた後にその効果が否定されることがあるか否かも問題となる。そうした可能性があるとして、B 口座への増額記録によって完了する決済プロセスのファイナリティは不確実なものになるためである。こうした可能性は、当事者・関係者間の利益考量の観点からは一概に否定されるべきと言えないが、巨額・多数の決済が集中し、それらが連鎖していることも多いという決済システムのシステム的な性格を考慮すると、なるべく排除することが望ましい。

（2）第二の問題

次に、第一の問題に関連する実務上の重要な論点として、上記設例のように金融機関等が仲介者となる決済（売買当事者が異なる口座管理機関を用いて振替を行うケース）において、DVP をどのように行うのが適切かという問題がある。DVP とは、既述のとおり、証券の振替が行われたにもかかわらず代金が支払われない、あるいは代金を支払ったにもかかわらず証券の振替を受けられないこと（元本リスク）を防ぐための仕組みであり、証券決済における基本的なリスク管理策である¹¹。

¹¹ DVP の実現は最低限の国際基準とされており、わが国でも、国債や社債、短期社債、取引所取引の決済について実現済みである。なお、支払・決済システム委員会・証券監督者

DVP を実現する場合、証券の振替と資金の振替とをコンピュータ・システム等により条件付けて処理することになる。ここで、異なる口座管理機関に開かれた口座間の証券振替についてみると、振替のプロセスがいくつかに分かれ、複数の主体がこれを処理することとなるため、資金の振替を証券振替のどのプロセスと条件付けるかを考える必要がある。この点、実際の証券決済システムにおいては、その効果やフィージビリティなどから、通常は証券の振替機関における振替と、中央銀行等の資金決済機関における資金の振替とを条件付けることが多い¹²。上記設例に即してそのイメージを図示したものがボックス 2 (10 頁) 図 A である。ここでは、証券振替機関における口座管理機関 X から Y への証券振替と、資金決済機関における Y から X への資金振替とが条件付けられ、片方が実行されない限りもう一方も実行されない仕組みとなっている^{13,14}。

しかし、ここで問題となるのは、上記設例の場合、振替機関における口座振替は X の顧客口座から Y の顧客口座への振替であるという点である。即ち、上述のとおり社債等振替法の下では、口座管理機関 Y の顧客口座の増額時点 (ボックス 2 図 A における [2] の時点) では譲受人 B にまだ権利が帰属していない (権

国際機構専門委員会 (CPSS/IOSCO) [2001]、グループ・オブ・サーティ (The Group of Thirty) [1989] 参照。

¹² CPSS/IOSCO [2001] p.14 は「証券集中保管機関 (CSD) は、DVP が実現されるように証券の引渡と資金の支払を結び付けることにより、元本リスクを除去すべきである」としている。また、DVP における資金決済については、中央銀行の当座預金による場合と商業銀行の預金による場合とが考えられるが、資産としての安全性の観点から、中央銀行当座預金や決済専門銀行の預金等が望ましいとされている (CPSS [2001] pp.36-38、CPSS/IOSCO [2001] pp.16-17 参照)。

¹³ 例えば、X の証券残高と Y の資金残高をそれぞれ振替額だけ確保 (本人も口座残高を動かさないように系統的にロック) した上で、証券振替と資金振替をまとめて処理するといった方法が採られる。

¹⁴ 資金の振替は資金決済機関に当座預金口座を有する者同士の口座の増減によって行われる。証券取引の当事者が資金決済機関に当座預金口座を開設していない場合には、それぞれ資金決済機関に当座預金口座を有する資金決済者を指定し、それら資金決済者間で資金の振替を行う (本設例で言えば、B は Y に資金の支払を、A は X にその受領をそれぞれ依頼する)。また、その際取引当事者は、自らが証券口座を開設している口座管理機関以外の者を資金決済者として指定することも可能である (例えば、譲渡人 A は金融機関 L を、譲受人 B は金融機関 M を各々の資金決済者として指定)。

利は A に帰属したままである) 一方、DVP の仕組みとしては、Y の顧客口座への振替と、資金決済機関における Y から X への当座預金振替が条件付けられて処理されることになる。

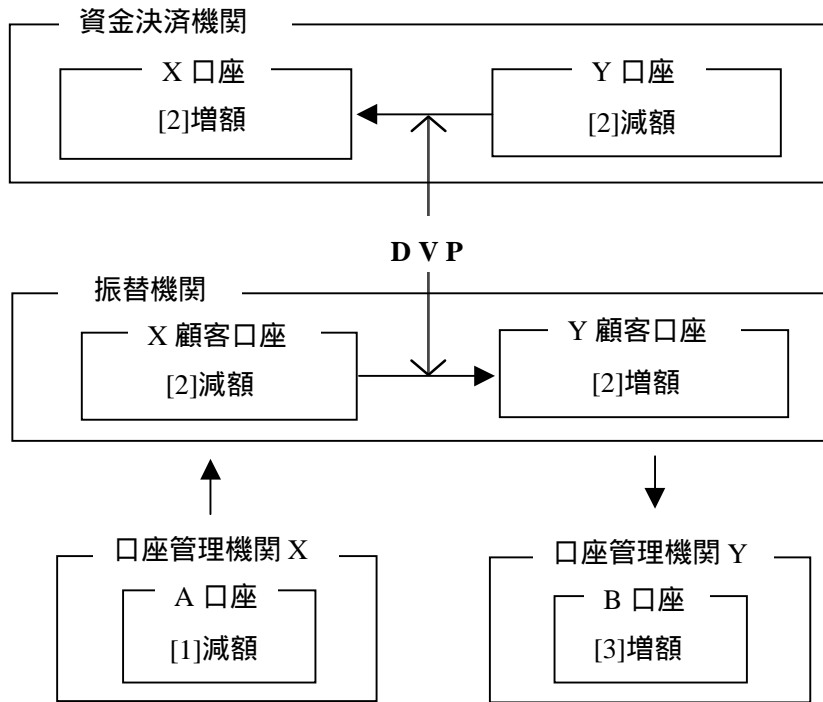
このことから、ここでの DVP の方法 (以下、顧客口座 DVP) の意義や評価が問題となる。つまり、顧客口座への振替の時点では譲受人に権利が移転したと言えない以上、これと資金の振替を条件付ける (DVP で行う) ことにはリスクが伴うのではないかとの問題点について検討する必要がある。また、リスクが存在するとすれば、その大きさやそれへの対応を考えることも必要になる。

他方、DVP の仕組みとしては、資金振替と証券の権利移転の時期を揃えることで上記のリスクを生じさせないようにすることも考えられる。具体的には、上記設例の証券振替を一旦口座管理機関 Y の自己口座を経由させることとし、当該 Y の自己口座への振替と、資金決済機関における Y から X への資金振替とを条件付ける方法 (以下、「自己口座 DVP」) を採用することもできる (ボックス 2 図 B 参照)。もっとも、その場合、証券の権利は一旦 Y に帰属し、Y から B に移転することになる。

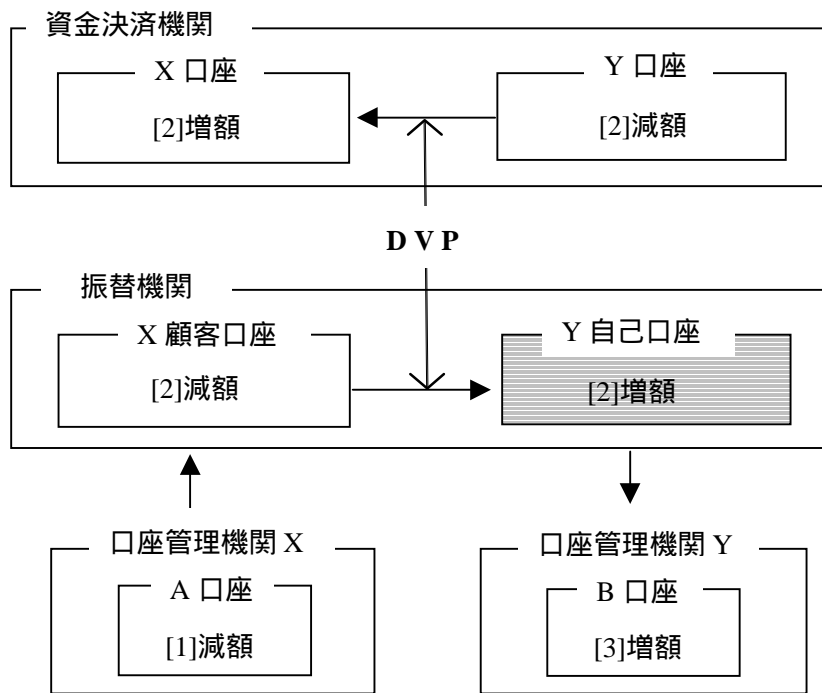
このように、DVP の方法としては顧客口座 DVP と自己口座 DVP とが考えられるが、これらは一見して当事者の権利義務関係も異なったものと考えられることから、いずれを採用するのが適当かを検討する必要がある。そこで、これら 2 つの DVP の方法を、関係当事者の決済リスクの観点から比較検討し、それぞれの意義や留意点等を明らかにしておくことが望ましい。

(ボックス2)
<DVPのイメージ>

図A <顧客口座DVP>



図B <自己口座DVP>



3．手続中の振替に関する譲渡人の請求権および関係当事者の倒産の影響

本節では、前節で挙げた第一の問題を設例に基づいて検討する。具体的には、譲渡人 A から譲受人 B への振替手続が完了していない状態（ボックス 2 図 A における[2]の時点）における A の振替に関する請求権ならびに振替手続に關与する口座管理機関および売買当事者の倒産¹⁵による影響等を検討する。

既述のとおり、A が有効な振替申請を行い、A の口座と X の顧客口座が減額され、かつ Y の顧客口座が増額されたとしても、B の口座に増額記録がなされるまでの間は、当該振替社債についての権利は A に帰属すると解される。しかし、A の口座にも B の口座にも記録がされていない状態において、A が当該振替社債の振替に関していかなる請求ができるかについては、社債等振替法は何ら規定を置いていない。また、振替手続に關与する口座管理機関および売買当事者が振替手続途中に倒産した場合の振替手続への影響についても、社債等振替法等に特に規定は置かれていない。そこで、以下これらの点を順に検討する。

（1）譲渡人の振替に関する請求権

譲渡人 A に関しては、自己の行った有効な振替申請に基づいて振替手続が開始されたが振替手続が未了である場合に、振替申請を自由に撤回し、当該振替手続を中止させそれまでになされた記録を元に戻すよう請求する権利が認められるかが問題となる。

この問題を検討するにあたっては、振替に関する A と X の法律関係を考察する必要がある。

A（振替申請人）と X との関係は、A が X に対して社債等振替法および振替機関の定める業務規程に従った事務処理を行うことを委託し（振替申請）、X がこれを承諾する（口座開設により予め包括的に承諾）という（準）委任関係にあり、委任の内容は、振替手続を前提に、口座管理機関 Y に開設された譲受人

¹⁵ 本稿において「倒産」とは、破産宣告、民事再生手続開始の決定、更生手続の開始の決定を受けたことを指すが、管財人の管理処分権との関係等については、破産法、民事再生法、会社更生法における取扱いが異なることはないものと思われるため、以後特段断わりのない限り、破産を前提に検討する。

Bの口座を増額記録させることと考えられる^{16,17}。

このようにAとXとの関係を(準)委任関係と考えると、(準)委任はそれが終了する前であればいつでも自由に撤回(解約)することができるため(民法651条1項、656条)AはBの口座において増額記録がなされるまで、振替申請を撤回し、それまでなされた記録を元に戻すよう請求することができることとなりそうである¹⁸。

しかしながら、AX間の(準)委任関係は、社債等振替法および振替機関の定める業務規程に規定された振替手続を前提にして成立するものである以上、委任関係における当事者の権利義務も、社債等振替法の規定およびその趣旨によ

¹⁶ なお、内国為替制度における振込に関する振込依頼人と仕向銀行の関係も、被仕向銀行における受取人の口座に入金することを委任していると解するのが一般的である(田中[1990]p.263、青木[1967]pp.139-143、加藤・吉原[1987]pp.488-489、後藤[1986]pp.24-30、鈴木・竹内[1983]pp.69-71等)。

¹⁷ 同様に、Xと振替機関の関係は、社債等振替法および業務規程に従いBの口座を増額記録させる事務の(準)委任関係にあり、振替機関とYの関係も、社債等振替法および業務規程に従いBの口座を増額記録させる事務の(準)委任関係であると考えられる。

¹⁸ 内国為替制度における振込については振込依頼人による組戻しが可能である。この法的性質は民法所定の(準)委任契約(前掲注16参照)の解約であり、委託事務が完了するまで(被仕向銀行が受取人の預金口座に入金記帳するまで)はいつでも解約できるとされている。組戻しについては、鈴木・竹内[1983]pp.100-102、松本[1986b]pp.18-21、同[1988]pp.47-134、加藤・吉原[1987]pp.531-536、後藤[1995]、森田[2000]pp.149-150注34、大西[1990]等参照。

なお、組戻しが可能な時期については、振込依頼人と仕向銀行、仕向銀行と被仕向銀行との間の関係を別個独立の委任契約であるとの論理によれば、振込依頼人が組戻しの申出により解除しうるのは振込依頼人と仕向銀行との間の振込委託契約であって、仕向銀行と被仕向銀行との間の委任契約ではないから、仕向銀行の委任事務が終了した時点(つまり、仕向銀行に対する為替通知の発信の時点)でもはや解除できなくなるはずであり、振込通知発信後・受取人の口座入金前の場合にも振込依頼人が組戻しを請求しうることをうまく説明できないとの指摘がある(森田[2000]pp.149-150注34)。この点について、振込依頼人と仕向銀行との間の委任契約の委任事務は、仕向銀行と被仕向銀行間の委任契約締結(被仕向銀行が受取人に対し預金債務を負担することを目的とする)であるとしたうえ、振込依頼人と仕向銀行との間の委任契約の目的は被仕向銀行における預金債務負担行為であるから、被仕向銀行における正当な入金記帳によって委任事務は終了すると捉え、振込通知発信後・受取人の口座入金前でも組戻しができるとの説明がある(大西[1990]、森田[2000]pp.149-150注34)。

り規律されると考える¹⁹。この点、社債等振替法は、振替手続に関する詳細な規定を置き、振替手続の確実な履行を確保している。また、社債等振替法は、振替申請を受けた X は「遅滞なく」所定の措置を執ることとしているのに対し、その後に振替手続に関与する振替機関および Y は「直ちに」所定の措置を執ることとしており、X が手続を終えた後は迅速に譲受人 B の口座に増額記録されることを制度として期待し、振替機関等に迅速に所定の措置を執ることを義務付けている（社債等振替法 70 条参照）。他方、仮に振替手続に複数の振替機関等が関与した後に撤回による巻き戻しを行うとすれば、そのための統一的な処理手続が必要になると思われるが、社債等振替法はそのような手続に関する規定を設けていない。これらのことからすると、社債等振替法等を前提とする振替に関する委任関係においては、特段の取り決めのない限り、いつでも自由に振替申請を撤回できるものではなく、X が振替機関に対し振替申請内容を通知した後は、もはや振替申請を撤回できなくなると考える²⁰。

以上より、A から有効な振替申請がなされ、それに基づいて X が A の口座を減額し、振替機関に対し申請内容の通知をした場合には、もはや振替手続を中止させこれを元に戻すよう請求することは認められないと考える²¹。

¹⁹ このことは、基本的に契約のみにより規律される振込に係る法律関係と異なる点である。

²⁰ AX 間の振替に関する委任契約の内容を、「A の口座を減額および振替機関に対する申請内容の通知」と考えれば、X が A の口座を減額し、振替機関に対し申請内容を通知した時点で委任が終了することから、それ以降申請の撤回（解約）はできないとして、同様の結論をとることもできよう。しかし、振替申請人は、通常、売買当事者間の取引の法的効果を生じさせるために振替を申請するのであるから、振替先口座の増額（譲渡の効力発生要件である）を依頼していると考えられよう。そうだとすれば、委任の内容は振替先口座の増額であると考えるのが妥当ではないか。

²¹ なお、振替申請の自由な撤回ではなく、振替申請人の無能力や錯誤に基づく申請等の場合には意思表示ないし準法律行為の無効や取消を主張し、振替手続を中止させ記録を元に戻すよう請求することが可能かも問題となる。

この点、社債等振替法の振替申請は有効な申請であることが前提であり、有効な申請に基づかない記録は無効であると考えられる。したがって、振替申請人が有効な申請でないことを証明した場合にはそれまでになされた記録は誤記録ということとなり、振替機関等はそれを訂正することとなる。その際、振替手続未了である状態では、円滑・迅速な振替手続の完了を確保すべきことや、振替機関等に過重な負担を負わせるべきでないことから、一見して明らかに振替申請が有効でないことが証明された場合のみ誤記録として訂正する

なお、こうした解釈は、社債等振替法が「決済のファイナリティの確保」を立法上の理念の一つとしていること²²とも整合的と思われる。すなわち、ボックス2図Aにおける[2]の時点において譲渡人Aが振替手続を中止させそれまで振替手続に従ってなされた記録を元に戻すことを請求できるとすれば、決済のやり直しや巻き戻しを生じさせ、決済のファイナリティの確保が困難になることを考えれば、上記解釈は、社債等振替法の立法趣旨にも合致したものと考える²³。

(2) 振替手続に關与する口座管理機関の倒産による影響について

口座管理機関は、振替申請人から有効な振替申請を受けたときはその申請内容に従って振替手続を行う義務を負っているが、口座管理機関が倒産した場合、同義務は履行されなくなってしまうのか、つまり振替手続が口座管理機関の倒産による影響を受けることがあるかが問題となる。

この点、私法上の効果を有する振替口座簿を取り扱う口座管理機関という地位は、口座の開設という社債等振替法上の行為に基づき発生する法律上のものであることから(社債等振替法2条4項、44条) 口座管理機関が倒産したとしても口座が存続している限り同法上の義務を免れるものではなく^{24,25}、振替手続

ことになる。また、振替手続が完了した後は、振替を受けた者に対し振替申請が有効でなかったことを主張し、元の振替申請人の口座を振替先とする振替申請を行うよう請求することとなる(ただし、当該振替社債が第三者に善意取得される可能性がある)。

²² 高橋・長崎・馬渡[2003] pp.22-23。ここで述べられているのは、直接には社債等振替法における善意取得制度の意義であるが、「ある証券についてその取引の決済が何らかの事由により取り消されるようなことがあると、当該証券を既に他に転売した譲受人に不測の損害を及ぼすばかりか、以後の取引の全てについて、決済を巻き戻すことが必要となり、大きな混乱を生じさせ、最悪の場合、証券決済システム全体が麻痺するおそれが生じる」との認識に基づくものである。

²³ この点について、EUの決済ファイナリティ指令(後掲ボックス3参照)第5条は「移転指図はシステムの規則が定める時点以降、システム参加者あるいは第三者によって撤回されてはならない」と定めている。撤回による決済の中止や巻き戻しの防止の観点からは、このような法律上の手当てをおくことが、決済にかかる関係者の予見可能性をより高めるうえで望ましいと思われる。

²⁴ 口座管理機関が倒産した場合の手続・取扱いについては社債等振替法上特段の規定は置かれていないが、高橋・長崎・馬渡[2003]p.109は、「破綻した口座管理機関はその管理する振替口座簿に残高がある限り、振替業を結了できず、清算が終了しない。」「口座管理機関

の完了は確保されると解する。

(3) 売買当事者の倒産による影響について

イ．譲渡人 A の倒産

譲渡人 A が振替申請をした後で譲受人 B がその口座において増額記録を受け
るまでの振替手続途中に A が倒産した場合、振替手続は中止されるのであろう
か。倒産時においては責任財産を確保し債権者への公平な分配を図るという要
請が働くため問題となる。

まず、倒産前には譲渡人たる振替申請人の財産に関する管理処分権は制限さ
れないことから²⁶、倒産前になされた A の振替申請は倒産後も原則として無効に
なるものではない。しかし、社債等振替法上振替手続中の振替社債の権利は A
に帰属するとされることから、当該振替社債が破産財団（破産法第 6 条）を構
成するか否かが問題となる。

この点については、次のような議論がありえよう。まず、振替社債に関する
強制執行は執行裁判所の差押命令により開始するところ（民事執行規則 150 条
の 6）、同差押命令においては、債務者（A）の振替申請の禁止と債務者がその
口座の開設を受けている振替機関等（X）の振替の禁止がなされるに止まり（同

の地位については、口座の開設という本法に定める行為に基づき発生する法律上のものと
解され、同様に加入者としての地位も、口座管理機関から口座の開設を受けたことにより
生じる法律上のものと解される。口座開設契約は口座管理機関による口座開設行為の契機
となるものではあるが、直接、口座管理機関、加入者の地位を発生させるものではない。
したがって、口座管理機関が何らかの事由により加入者との口座開設契約を解除したとし
ても、これにより直ちに口座管理機関としての加入者に対する義務を免れるものではなく、
振替口座に残高がある口座については、振替の申請があれば、口座管理機関として振替を
行わなければならない」としている。

²⁵ なお、X と振替機関、振替機関と Y のいずれの法律関係も（準）委任契約関係ではある
が、当事者が破産しても終了しない特殊な契約であると考え（その旨の黙示の特約が存
すると解することになる）。この点に関しては、受任者の破産によって委任が終了しない
旨の特約は有効であり、委任者の破産によっても事務処理の内容が委任者の財産と無関係
のものであれば委任が終了しない旨の特約も有効であると考えられている（幾代[1989]p.296
参照）。

²⁶ ただし、破産宣告前に保全処分（破産法 155 条）がされた場合には制限を受ける。

規則 150 条の 7) 債務者に対し口座を開設していない振替機関や Y の振替は禁止されない。このことから、一般債権者は、差押の効力発生時 (差押命令が債務者に対し口座を開設している振替機関等に送達された時、同規則 150 条の 7 第 4 項) に債務者の口座に記録されている振替社債については債務者の責任財産として期待してよいが、一旦有効な振替申請に基づき債務者の口座が減額された以上、当該振替社債を責任財産として期待すべきでなく²⁷、債務者が倒産した場合の破産債権者も同様であり、振替手続中の振替社債まで破産財団として期待すべきでない²⁸。次に、A が有効な振替申請をすれば、A のなすべき行為は終了したのであるから、それ以後の B の権利取得への期待は保護されるべきであり、振替申請後の A の倒産リスクを B に負担させるのは妥当でない。最後に、これを破産財団としてしまうと、譲受人の地位は不安定になり、振替社債等の流通を阻害する惧れがあり、既に述べた社債等振替法の立法趣旨にむしろ反する結果を招来することとなる。

しかし、これらを根拠にここでの振替社債が A の破産財団に属しないと解することは、A の口座が減額された後に差押が功を奏しないことと権利の帰属とは別問題であること (破産宣告時に破産者に属する財産が破産財団である < 破産法 6 条 >) や、社債等振替法上、譲受人の口座に増額記録がなされたときに権利移転の効力が生じると明定されていること (同法 73 条) に鑑みれば、法解釈論としては無理があると言わざるを得ない²⁹。

したがって、振替手続途中にある振替社債は A の破産財団を構成すると解するほかない。また、このことから、仮に振替機関等が A の倒産を知った場合に

²⁷ この点に関連し、佐藤[1984]p.110 は、株券等の保管及び振替に関する法律の下での譲渡と差押の優劣について、同様の立場をとっている。すなわち、譲渡人 A が譲渡人 B に株券 1000 株を譲渡した場合に、A が B への口座の振替を請求していたが、参加者においてその手続をしないている間に譲渡人 A の債権者 D が当該 1000 株を差し押さえたケースについて、既に A の口座が減少していた場合には、B の口座に増加の記載をする前でも既に A の支配を離れているので譲渡が優先し、単に振替請求をした段階の場合には、D の差し押さえが優先する、としている。

²⁸ 破産債権者の利益代表者としての破産管財人は、破産宣告を基準時として差押債権者類似の法律上の地位を認められるとされている (伊藤[2000]p.201 等)

²⁹ ただし、一旦 A の口座が減額された後は B への譲渡が差押に優先すると解される点は、決済のファイナリティ確保の観点からはなお意義を有すると考える。

は振替手続を中止することとなろう。もっとも、振替機関等は振替を行う際に自らの顧客でない振替申請者が倒産したか否かを調査する義務は負わないと考えられることから、実際には A が申請後に倒産したとしても振替機関や Y はその時点ではこれを知らずに振替手続を進めることが多いと思われる³⁰。その場合 B は増額記録を受けることとなるが、これに対して管財人は、当該振替社債を破産財団に組み入れるため、管財人の指定する口座³¹を振替先とする振替申請を行うよう B に請求することになると思われる。B は、振替社債の移転につき効力発生要件・対抗要件を具備していないのであるから管財人に対し権利の取得を主張することはできず（破産法 54 条）³²、当該振替申請を行わなければならないと考えられる³³。

ただし、上記のような問題が発生するのは、振替申請「後」、増額記録「前」に A の破産宣告が出されたというケースに限定される。すなわち、振替申請前に倒産した A は財産の管理処分権を失うことから、もはや振替申請を行うことができなくなる。このことは社債等振替法に基づく業務規程や口座管理契約においても確認的に規定されている。また、A が金融機関等である場合には、その業法等に基づく業務停止命令もしくは管理命令（銀行法 26 条、証券取引法 56 条、預金保険法 74 条等）により倒産前から財産処分が禁じられるのが通常であり、かつ、その場合にも振替申請は行えなくなることから、ここでの問題が生じることは想定しにくい。さらに、倒産処理が再建型手続をとる場合には、申立てと手続開始の時間的間隔が比較的長く、申立て時点で保全処分がなされる

³⁰ なお、破産宣告および付随処分としての破産財団保全命令については公告がなされる（破産法 143 条 1 項）。

³¹ 管財人は破産者の口座を指定する場合もあるし、管財人自身が新たに口座を開設しその口座を指定する場合も考えられる。預金については管財人が新たに口座を開設するのが実務であるとされる。

³² ここでの管財人は、ある財産が破産財団に属するかどうか主張することについて法律上の利害関係を有する第三者に該当する（最判昭 48.2.16 金融法務事情 678 号 p.21、最判昭 58.3.22 判例時報 1134 号 p.75）。

³³ B が任意にこれに応じない場合には、振替の申請の意思表示ないし準法律行為を求める訴えを提起し（民法 414 条第 2 項但書）その勝訴の確定判決を口座管理機関 Y に提出することになる（民事執行法 173 条参照）。なお、株券の保管振替制度に関し、佐藤[1984]、岸田・赤倉[1985]参照。

のが一般的であるため（会社更生法 28 条、民事再生法 30 条）やはりここでの問題が生じる可能性は低い。これらから、B が管財人から上記請求を受ける可能性は、実際には相当限定されていると言える。

なお、A が倒産した場合、それが B の口座への増額記録後であっても、振替による権利移転が管財人により否認される可能性はある。しかし、AB 間の取引（原因行為）に詐害性があるケースを除けば、基本的に否認が問題になることはないと考えられる^{34,35}。

ロ．譲受人 B の破産

譲受人 B が振替手続途中に倒産したとしても、破産宣告前に破産者が行った法律行為が否認等の対象とならない限り、振替手続に影響が及ぶことはない。

（４）小括

本節での検討結果をまとめれば以下のとおりである。

手続中の振替に関しては、譲渡人（振替申請者）といえども振替手続を中止させそれまで振替手続に従ってなされた記録を元に戻すよう請求することはできないと考える。また、振替手続が一旦開始された後は、振替申請者の倒産の事実が振替機関等に疑いの余地のない形で認識されるといったケースを除き、売買当事者や関係する口座管理機関が倒産したとしても、当該振替手続は中止したりすることなく完了するものとする。従って、社債等振替法の下では、振替が中止されたり巻き戻されることによる決済の混乱といったリスクは、基本的に回避できると考えられる。

しかし一方、譲渡人が譲受人口座への増額記録前に倒産した場合には、振替対象となった権利は破産財団に属するものとされ、譲渡人の管財人により取り戻されることになるように思われる。その意味で、社債等振替法の下では、振替による権利移転の効力は、「譲受人口座への増額記録前に譲渡人が倒産して

³⁴ 約定後の決済については、その期日（売買では約定日の 3 営業日後）等に係る実務慣行が確立していることを考えると、振替自体に独自の詐害性・有害性が認められることは通常考え難い。

³⁵ また、振替社債の振替においては権利移転と対抗要件具備が同時になされることから、対抗要件否認も問題とならないと考えられる。

いないこと」が条件になっており、そのファイナリティに当該不確実性が伴うと評価せざるを得ない。当該不確実性は、倒産した者（あるいは業務停止等の命令を受けた者）から振替申請を受け付けないことにより相当程度除去されるものの、振替申請後・増額記録前に譲渡人が倒産したケースはなお問題として残る。したがって、決済の実務・システムとしては、一旦振替手続が開始したらなるべく早くこれを完了させうることが求められる³⁶。

この問題は、決済のファイナリティをより一層確実にする観点からは、立法的に解決されることが望ましいと思われる。その方法としては、証券決済のプロセスが一旦開始したら（例えば振替申請がなされたら）その後に倒産手続が開始しても証券決済プロセスの完了はその影響を受けないこととする、証券についての権利移転・対抗要件具備の時期を譲受人の口座への増額記録時点よりも早める、という2つのアプローチが考えられる。この点、EUの決済ファイナリティ指令（ボックス3参照）は、決済システムの参加者が行う移転の指図の効力につき「移転指図がシステム参加者の倒産手続の開始前にシステムに入ったものである限り、法的に有効であり、当該倒産手続においても第三者に対して効力をもつ」（3条1項）としており、このアプローチに近いと考えられる³⁷。また、アメリカのUCC第8編は、既にみたとおり（前掲注6）、譲受人の権利取得時期を口座管理機関が譲受人の口座に記録する義務を負った時点等とすることを可能にしていると考えられることから、このアプローチに近いものと評価できるように思われる³⁸。

³⁶ 「完了させうる」ことが求められると考えるのは、この問題が代金支払の有無にも依存するためである。譲受人がまだ代金を支払っていないならば、証券を取り戻されることは必ずしも酷とはいえない。一方、代金を既に支払った後にこうしたことが起きると、譲受人に酷な結果となる。なお、具体的な対応策については後述する。

³⁷ ただし、条文からすれば、本設例におけるAのような制度の利用者（顧客）の倒産との関係までカバーするものではないと思われる。

³⁸ 社債等振替法（改正前の短期社債等の振替に関する法律）の法案策定過程においては、UCC第8編のセキュリティ・エンタイトルメントに近い信託方式が検討されていた。同方式を採用すれば、権利移転時期についてUCC第8編と同様の扱いが可能であったようにも思われる。しかし、社債等振替法が直接方式（口座に記録される権利を証券発行者に対する直接の権利と構成）を採用した以上、このアプローチは基本的な法律構成を変更するものとなり、実現がより難しいように思われる。高橋・長崎・馬渡[2003] pp.20-21 参照。

(ボックス3)

< EU の決済ファイナリティ指令 >

(「1998年5月19日の欧州議会と閣僚理事会による資金・証券決済システムにおける決済ファイナリティに関する指令」 Directive 98/26/EC, Official Journal L 166, 11/06/1998 P. 0045-0050)

EU の決済ファイナリティ指令の目的は、決済システムに関する様々な不確実性を除去することによってシステムック・リスクを削減することと考えられる。同指令は、資金・証券を移転させる指図とネットティングの有効性を倒産手続との関係でも確保、決済システムに関する参加者の権利義務につき倒産手続が遡及効をもつことを排除、決済システムの準拠法の適用を外国参加者の倒産においても確保(当該外国の倒産法との抵触を解決) 決済システムに関する担保と中央銀行のもつ担保について倒産手続の効力を排除(倒産参加者の差入れた担保の処分を確保) など重要な内容を数多く含んでいる(なお、CPSS[2001] p.21 参照)。条文の抜粋(試訳)は以下のとおり。

第3条 移転指図がシステム参加者の倒産手続開始前にシステムに入ったものである限り、移転指図およびネットティングは法的に有効であり、当該倒産手続においても第三者に対する効力をもつ。移転指図が倒産手続開始後にシステムに入り、かつ当該倒産手続開始日に実行された例外的な場合、それらは、決済の時点後に、決済口座提供者、セントラル・カウンターパーティあるいはクリアリング・ハウスが当該手続開始につき善意無過失であったことを立証できる場合に限り、法的に有効であり第三者に対する効力をもつ。

2. 倒産手続開始前に締結された契約および取引については、それらを無効にするいかなる法律、命令、規則や慣行も、ネットティングの巻き戻しを生じさせない。
3. 移転指図がシステムに入った時点は、当該システムの規則により定義される。もし当該システムの準拠法がこの時点について条件を定めている場合には、当該システムの規則はその条件に沿うものでなければならない。

第5条 移転指図はシステムの規則が定める時点以降、システム参加者あるいは第三者によって撤回されてはならない。

第7条 倒産手続は、当該手続開始前におけるシステムへの参加から生じた参加者の権利および義務、あるいはそうした参加に関連する参加者の権利および義務について遡及的効力をもたない。

第8条 システム参加者について倒産手続が開始された場合、当該参加者のシステムへの参加から生じた権利および義務、あるいはそうした参加に関連する権利および義務は、当該システムの準拠法により規律される。

第9条 システム参加者がシステムに関連して差入れを受けた担保について有する権利、および加盟国中央銀行または将来の欧州中央銀行が差入れを受けた担保について有する権利は、システム参加者あるいは加盟国中央銀行または将来の欧州中央銀行の取引相手であって、担保を提供した者の倒産手続により影響を受けない。当該担保はこれらの権利を満たすために処分することができる。(2.以下略)

4．顧客口座 DVP と自己口座 DVP における関係当事者のリスク

異なる口座管理機関に口座を有する者の中で決済を行う場合の DVP の方法としては、既述のとおり顧客口座 DVP と自己口座 DVP とが考えられる。そこで本節では、3．における検討を踏まえ、同じ設例に基づき、各々の方法の DVP により関係当事者にとって元本リスクが除去されるか否か、またその他のリスクを生じさせないかを検討する³⁹。

(1) 顧客口座 DVP

これまでの設例について(ボックス 2 図 A 参照)顧客口座 DVP を行う場合、振替機関による口座管理機関 X の顧客口座の減額および口座管理機関 Y の顧客口座の増額(証券振替)と、資金決済機関による Y の当座預金口座の減額および X の当座預金口座の増額(資金振替)とが条件付けられる。これを前提に、顧客口座 DVP が、設例における各当事者にとってどのような意義をもつかを順にみていくこととする(振替口座簿の動きおよび権利移転の流れについてボックス 4 参照)。

³⁹ ただし、DVP 実行前の A・B の倒産に伴う取引や決済の再構築コスト・リスク(例えば B が同じ銘柄の振替社債を他の者から取得することにより、当該振替社債の価格変動等に伴う損失を被ること)は、顧客口座 DVP であれ自己口座 DVP であれ等しく存在するため、ここでの検討の対象とはしない。また、否認により既になされた決済が覆される可能性はあるものの、元本リスクの問題ではないこと、顧客口座 DVP であれ自己口座 DVP であれ等しく存するリスクであるため、検討の対象としない。

(ボックス4-1)

<顧客口座DVP> (ボックス2図A参照)

- 振替口座簿の記録の動き -

振替機関 振替口座簿					
口座管理機関 X		口座管理機関 Y		略	略
自己口座	顧客口座	自己口座	顧客口座		
	[2] - 100		[2] + 100		

口座管理機関 X 振替口座簿		
顧客 A	略	略
[1] - 100		

口座管理機関 Y 振替口座簿		
顧客 B	略	略
[3] + 100		

- [1] 証券の譲渡人である顧客 A の口座管理機関 X に対する振替申請(顧客 B の口座への振替)(法 70 条 1 項)に基づき、口座管理機関 X がその備える振替口座簿において顧客 A の口座を 100 減額する(法 70 条 4 項 1 号)。
- [2] X による A の申請内容の通知(法 70 条 4 項 2 号)に基づき、振替機関がその備える振替口座簿において X の顧客口座を 100 減額する(法 70 条 5 項 1 号)とともに、同じ振替口座簿において口座管理機関 Y の顧客口座を 100 増額する(法 70 条 5 項 4 号)。
- [3] 振替機関による X の通知事項の通知(法 70 条 5 項 4 号)に基づき、Y がその備える振替口座簿において B の口座を 100 増額する(法 70 条 7 項 1 号)。

(ボックス4-2)

<顧客口座DVP>

- 権利移転の流れ -

顧客口座DVPにおける振替社債に関する権利の移転についてみると、社債等振替法上、譲受人Bの口座において増額の記録を受けることが譲渡の効力要件とされていることから(法73条)Bの口座に増額の記録がなされた時点(ボックス4-1における[3]の時点)で初めて権利がBに移転する。ボックス4-1における[1]の後[3]までの間は、譲渡人Aの口座に当該振替社債の記録がないこととなるが、権利移転の法律構成からすると、この場合のAについては権利推定効を受けないだけであり、Bの口座において増額記録がされるまでは依然としてAに権利が帰属すると解される。

口座簿の動き ^{*1}	振替前	[1]	[2]	[2]	[3]
権利が記録されている口座 ^{*2}	Aの口座 (X顧客口座)	(X顧客口座)		(Y顧客口座)	Bの口座 (Y顧客口座)
権利推定を受ける者	A				B
権利の帰属者	A				B

*1 ボックス4-1における振替口座簿の記録の動きに対応

*2 下段の記載は、直近上位機関たる口座管理機関の顧客口座に記録されていることを示す。

イ．譲渡人 A

A に関しては、振替社債についての権利を喪失したにもかかわらず、代金を受け取ることが出来ない（あるいは一旦受領した代金を取戻されたにもかかわらず振替社債について取戻すことができない）というリスクの有無等を検討する必要がある。

譲受人 B の倒産

XY 間で DVP が行われた後（ボックス 4 の[2]の時点の後）X が A に代金を引き渡す（A の預金口座に入金記帳を行う）までの間に B が倒産した場合において、B の代金支払が完了していないとされ、倒産に伴う B の弁済禁止等によって A が代金を受領できなくなることはないか。

この点、ここでの A と B は、X（A の指定する資金決済者）の当座預金口座への振替を行う方法により B が代金を支払う旨合意している（A は X に対し代金の受領権を授与している）と解される⁴⁰。したがって、X と Y（B の指定する資金決済者）との間の資金振替により、X の当座預金口座が増額された時点で、A は B との関係で代金を受領したことになり、B に対する代金支払請求権は消滅すると考える。よって、その後の B の倒産の影響は受けないことになる（A は X に対し代金を引き渡すよう請求する権利を有する）。

口座管理機関 X の倒産

XY 間での DVP の後、X が A に対し代金を引き渡す（A の預金口座に入金記帳する）までの間に X が倒産した場合、A が代金を受領できなくなることはないか⁴¹。

で述べたように X は A から代金の代理受領権を付与されていると解され、

⁴⁰ DVP による資金決済の法律関係についてはこれまで十分明確に論じられてきていないように思われる。この点、B ないし Y が A 名義の口座への入金を X に依頼するような場合には、X による同名義の口座への入金記帳がなされるまで、B の支払債務は消滅しないと考えられることになろう。振込と関係者の倒産の影響については、信託法律問題研究会[1998]pp.36-45、後藤[1995]参照。

⁴¹ この問題は AX 間の関係（いわば譲渡人側の内部関係）であるが、設例のような振替における DVP には通常付随するリスクであるため検討する。なお、通常の振込送金において被仕向銀行が受取人名義の口座に入金記帳する前に破産した場合の関係者の権利義務関係については、信託法律問題研究会[1998]pp.37-42 参照。

かつ、X の当座預金口座に入金がなされたのであるから、A は X に対し受領金引渡請求権を有することとなる。そしてこの段階で X が倒産すれば、A の受領金引渡請求権は一般債権として扱われることにならざるを得ないと思われる（破産手続による一定の配当を受けるに止まり、代金全額を受領できなくなる可能性が高い）⁴²。また、B との関係では代金を受領したことになっているため、振替社債を取戻すこともできない。

このように、譲渡人 A は口座管理機関 X が倒産した場合に X から代金を受領できなくなるというリスク（元本リスク）を負うこととなる^{43,44}。

口座管理機関 Y の倒産

XY 間の DVP 後、B の口座に増額記録がなされる前に Y が倒産したとしても、A による代金受領に支障は生じず、また、3 .(2) で検討したとおり、B の口座に増額記録も行われることから、A としては Y の倒産による影響を受けない。

以上より、A は、顧客口座 DVP により B および Y の倒産による元本リスクを除去できる。しかし、A への代金引渡し前に X が倒産した場合、代金を受領できなくなる可能性がある。

ロ . 口座管理機関 X

X は、XY 間での DVP の後は、資金決済者として Y から受領した代金を A に引渡す（A の預金口座への入金記帳する）のみであると考えられる（X は、代

⁴² この点については、預金保険法の改正（平成 15 年 4 月 1 日施行）により仕掛かり中の決済が保護されることとなった（預金保険法 69 条の 2、69 条の 3）ことに留意を要する。すなわち、B が金融機関でない場合、本件のようなケースが仕掛かり中の決済と評価されれば、A の債権は X の倒産による影響を受けず、保護されることになる。ただ、本設例においては、B は X の口座への振替を指示しているため、X の当座預金口座へ入金されれば決済は完了したとされ、仕掛かり中の決済と評価されないことも考えられる。さらに検討を要する点であろう。

⁴³ なお、A 名義の預金口座への入金記帳後に X が倒産した場合、A の預金のうち一定額（決済用預金の場合は全額）は預金保険法により保護される。

⁴⁴ また、前述のとおり、A は資金決済者を X とする必要はなく、資金決済機関に当座預金口座を開設している者であれば誰でも資金決済者として指定できる。その場合にはその指定した金融機関が倒産した場合のリスクを負う。A 自身が当座預金口座を開設していれば、第三者の倒産リスクを負担することはない。

金を受領する前に A の預金口座への入金記帳を行わないのが通常と考えられ、また、代金を受領する権限を有するものの、Y や B に対する債権者となるものではない。こうしたことから、X は A、B、Y の倒産に伴う元本リスク等を負うことはないと考えられる⁴⁵。

八．譲受人 B

B にとっては、振替社債の代金を拠出したにもかかわらず、振替社債の権利を取得できない、あるいは一旦取得した振替社債を取り戻されたにもかかわらず代金を取り戻せないというリスクの有無等を検討する必要がある。

譲渡人 A の倒産

XY 間の DVP により Y の顧客口座に増額記録を受けた後（ボックス 4 の[2]の時点）、Y が顧客口座から B の口座への振替を行う（同、[3]の時点）までの間に A が倒産した場合、B は、その口座に増額記録を受けることができるか。また、増額記録を受けることができたとしても、後にそれを覆されることがないか、が問題となる。

この点については 3 . (3) イ . で検討したとおり、A の有効な振替申請に基づいて振替手続が開始されたとしても、A が倒産したことを Y が確定的に知った場合には B の口座への増額記録はなされず、かつ、B の口座に増額記録がなされたとしても、A の管財人から返還するよう請求されることになる考える。他方、代金については既に代理受領権を有する X に対し支払っているため、X が A の預金口座に入金記帳しているか否かにかかわらず取り戻すことはできない。したがって、この場合、B は A の倒産による元本リスクを負うことになる。

口座管理機関 X の倒産

XY 間の DVP の後に X が倒産したとしても、代金の代理受領権を有する X への資金振替が完了しているため、B の代金支払債務は消滅している。したがって、X の倒産は B に影響を及ぼさない。

⁴⁵ X は A に対し決済に必要な振替社債を貸し付けることにより信用を供与することが一応考えられるが、買い手のための代金立替に比べ一般的でないと思われる。なお、仮に、証券貸付を行う場合、X は代理人として受領した金員を当該与信の担保とすることにより、元本リスクを負わないようにできると考える。

口座管理機関 Y の倒産

XY 間の DVP の後に口座管理機関 Y が倒産したとしても、3.(2)で検討したとおり、譲受人 B はその口座への増額記録を受けることができる⁴⁶。

以上より、顧客口座 DVP による場合、B は、X および Y の倒産による影響を受けることはないが、A が B の口座の増額記録前に倒産した場合の元本リスクを負う。

二．口座管理機関 Y

Y は、XY 間の DVP の後は、社債等振替法（および振替機関からの委任）により、B の口座への増額記録の義務を負うのみである。しかし一方で、Y は B のために資金決済者として代金支払を行うことから、これに関してリスクを負うことがありうる。

譲渡人 A または口座管理機関 X の倒産

Y は、A および X との間に債権債務関係をもたない（代金支払権限を有するだけであり、A と X に対し代金支払義務を負担するものではない）。したがって、A および X の倒産による影響を受けない。

譲受人 B の倒産

DVP 後に B が倒産した場合の影響を考える際には、譲渡を受ける振替社債の代金を B が予め資金決済者である Y に交付している場合と Y が B のために代金を立て替えている場合とを分ける必要がある。すなわち、(a)B が Y に予め資金を交付している場合には B の倒産による影響を受けることはないと考えられるが、(b)Y が B のために代金を立て替えている場合には、立替金を回収できなくなるリスク（元本リスク⁴⁷）を負わないかが問題となる。

そこで、(b)のケースにおける当該リスクを解消するため、Y が B の口座の増

⁴⁶ ただし、B が DVP の行われる前に Y に対し代金を交付している場合、DVP が行われるまでの間に Y が倒産することにより、B は（証券を受けられないのに）代金を失う可能性がある。もっとも、この点は DVP によるリスク削減効果とは別問題であるほか、B が Y に預金を有していれば負担するリスクであるとも言える。

⁴⁷ ここでいう「元本リスク」とは、Y が証券の振替手続を行ったにもかかわらず、B から立替金の弁済を受けられないリスクのことを指している。

額記録を行う条件として B が Y に対し立替金を弁済することを B との間で合意しておく（また、B が倒産した場合には振替義務を消滅させる）ことの可否を検討する。

この点、Y は、顧客口座に増額記録がなされ振替申請内容の通知を受けたことにより、B の口座を「直ちに」増額する義務を負う（社債等振替法 70 条 7 項 1 号）。当該義務の違反に対しては罰則も設けられており（同 138 条 2 号）、その履行が法的に確保される仕組みとなっている。また、社債等振替法の規定⁴⁸から、振替申請人が振替手続に何らかの条件を付し振替申請を受けた振替機関等が当該条件に従い所定の措置を執ることは許容されているものの⁴⁹、振替機関等はそれ以外の条件等には拘束されることなく直ちに所定の措置を執らなければならないと考えられる。したがって、本設例においては、振替申請者でない Y が B の口座への増額記録を行うにあたり、B との間でこれに立替金の弁済という条件を付すことはできないと考える^{50,51}。また、仮に上記条件を付したとしても、B が立替金を支払わないまま倒産した場合、Y の顧客口座に記録されている当該振替社債について Y は何らの権利（担保権等）を有している訳ではないので、

⁴⁸ 「振替の申請があった場合には、振替機関等は、……、当該申請において第 3 項に示されたところに従い、その備える振替口座簿における減額若しくは増額の記載若しくは記録又は通知をしなければならない。」（社債等振替法 70 条 1 項）「前項の申請は、振替によりその口座（顧客口座を除く。）において減額の記載又は記録がされる加入者が、その直近上位機関に対して行うものとする。」（同 2 項）とされており、振替機関や口座管理機関は、振替申請人の申請内容に拘束される。また、振替申請を受けた振替機関等は「遅滞なく」申請内容に従った所定の措置を執ることとされているのに対し、その後申請内容の通知を受ける振替機関等の場合には、「直ちに」所定の措置を執ることとされている（社債等振替法 70 条 4 項、同 7 項）。

⁴⁹ ただし、社債等振替法および同法に基づき振替機関が定める業務規程に反するような条件を付すことができないことは当然である。

⁵⁰ Y の権利を保全することの妥当性からすれば、このような条件付けも認める方が望ましいように思われるが、解釈論としては困難であると考えられる。

⁵¹ なお、証券売買等により口座（顧客口座を除く）の増額記録を受けようとする者が振替に関し何らかの条件を付けようとする場合には、振替申請人との間で振替申請に関し当該条件を付すことを約定しておくことが考えられる。ただし、当該約定は振替申請人と増額記録を受けようとする者との間の合意にすぎず、振替手続を拘束するものではないから、振替申請人が当該約定に反した振替申請を行ってしまうと、振替手続に反映されることはないように思われる。

これを立替金の弁済にあてること等はできないと考えざるを得ない⁵²。

以上より、Y は、B のために代金を立て替えているケースでは、DVP 後に B が倒産した場合にこれを回収できないリスクを負うこととなる。

(2) 自己口座 DVP (ボックス 2 図 B 参照)

2 . (2) で述べたとおり、A が権利を喪失する時点と、代金支払の時点を揃えようとした場合には、自己口座 DVP で決済を行うことが考えられる⁵³。

同じ設例に基づき自己口座 DVP を行う場合、振替機関による X の顧客口座の減額および Y の自己口座の増額 (証券振替) と、資金決済機関による Y の当座預金口座の減額および X の当座預金口座の増額 (資金振替) とが条件付けられる。これを前提に、(1) と同様に、自己口座 DVP が設例の各当事者にとって、どのような意義をもつかを順にみていくこととする (振替口座簿の動きおよび権利移転の流れについてボックス 5 参照)。

なお、自己口座 DVP の場合、譲渡人 A に対する代金支払債務者については、当事者間の合意により、B となることも口座管理機関 Y となることもありうると思われる (代金の最終的な出捐者は譲受人 B である)。

⁵² 口座管理機関と顧客との契約において、口座管理機関が損害を被った場合には顧客が有する振替社債等をもって、その損害の賠償に充当する旨定めることも考えられる (東京証券取引所の受託契約準則 53 条 2 項参照)。しかし、この場合でも、顧客の口座に増額記録を受けていない振替社債については顧客にその権利が帰属するものではなく (申請人に帰属する)、これをもって損害賠償に充当することはできないであろう。こうした点を考えると、この場合の Y の債権保全のための法手当ても検討すべきかもしれない。

⁵³ ここでの方法のほかにも「A の口座を減額し X の自己口座を増額 X の自己口座を減額し Y の自己口座を増額 Y の自己口座を減額し B の口座を増額」というプロセスを辿る DVP も考えられる。ただ、本稿では顧客口座 DVP との比較という観点から、こうした方法までは検討対象としない。

(ボックス5-1)

<自己口座DVP> (ボックス2図B参照)

- 振替口座簿の記録の動き -

振替機関 振替口座簿					
口座管理機関 X		口座管理機関 Y		略	略
自己口座	顧客口座	自己口座	顧客口座		
	[2] - 100	[2] + 100 [3] - 100	[3] + 100		

口座管理機関 X 振替口座簿		
顧客 A	略	略
[1] - 100		

口座管理機関 Y 振替口座簿		
顧客 B	略	略
[4] + 100		

- [1] 証券の譲渡人である顧客 A の口座管理機関 X に対する振替申請 (口座管理機関 Y の自己口座への振替) (法 70 条 1 項) に基づき、口座管理機関 X がその備える振替口座簿において A の口座を 100 減額する (法 70 条 4 項 1 号)。
- [2] X による A の申請内容の通知 (法 70 条 4 項 2 号) に基づき、振替機関がその備える振替口座簿において X の顧客口座を 100 減額する (法 70 条 5 項 1 号) とともに、同じ振替口座簿において Y の自己口座を 100 増額する (法 70 条 5 項 3 号)。
- [3] Y の振替機関に対する振替申請 (B の口座への振替) (法 70 条 4 項 1 号) に基づき、振替機関がその備える振替口座簿において Y の自己口座を 100 減額する (法 70 条 4 項 1 号) とともに、同じ振替口座簿において Y の顧客口座を 100 増額する (法 70 条 4 項 4 号)。
- [4] 振替機関による Y の申請内容の通知 (法 70 条 4 項 4 号) に基づき、Y がその備える振替口座簿において B の口座を 100 増額する (法 70 条 7 項 1 号)。

(ボックス 5 - 2)

< 自己口座 DVP >

- 権利移転の流れ -

自己口座 DVP における振替社債に関する権利の移転の流れについてみると、譲渡人 A から口座管理機関 Y へまず権利が移転し、その後、Y から顧客 B に権利が移転する。そして、社債等振替法上権利移転の効力は譲受人の口座が増額された時点で発生することとされているから、口座管理機関 X の顧客口座から Y の自己口座への振替がなされた時点 (ボックス 5 - 1 における[2]の時点) で Y に権利が移転し (それまでは A に権利が帰属する) その後、B の口座において増額記録を受ける時点 (同[4]の時点) で B に権利が移転する (同[3]の時点では Y に権利が帰属する)。

口座簿の動き ^{*1}	振替前	[1]	[2]	[2]	[3]	[3]	[4]
権利が記録されている口座 ^{*2}	A の口座 (X 顧客口座)	(X 顧客口座)		Y 自己口座		(Y 顧客口座)	B の口座 (Y 顧客口座)
権利推定を受ける者	A			Y			B
権利の帰属者	A			Y			B

*1 ボックス 5 - 1 における振替口座簿の記録の動きに対応

*2 下段の記載は、直近上位機関たる口座管理機関の顧客口座に記録されていることを示す。

イ．譲渡人 A

自己口座 DVP により X に資金の振替がなされると、A の代金支払請求権が消滅し、以後は X に対し受領した代金の引渡請求権を有することになる。このことは顧客口座 DVP の場合と変わらない。したがって、DVP が行われた後は B および Y の倒産の影響は受けませんが、X が受領した代金を A に引き渡す前に倒産した場合に代金を受領できなくなるリスクを負う（顧客口座 DVP と同様）。

ロ．口座管理機関 X

顧客口座 DVP の場合と同様、X は関係者の倒産等によるリスクを負うことはないと考えられる。

ハ．譲受人 B

譲渡人 A または口座管理機関 X の倒産

自己口座 DVP では、Y の自己口座への振替が DVP で行われた時点で、A の当該振替社債に関する権利および代金支払請求権は消滅する。このため、DVP の後に A が倒産したとしても、B がその影響を受けることはない。また、顧客口座 DVP の場合と同様、X の倒産の影響を受けることもない。

口座管理機関 Y の倒産

DVP が行われた後に Y が倒産した場合、B がその影響を受けるか否かについては、顧客口座 DVP の場合と同様、譲渡を受ける振替社債の代金を B が予め Y に交付している場合と Y が B のために代金を立て替えている場合を分けて検討する必要がある。

(a) B が Y に予め資金を交付している場合

DVP の後、Y の自己口座から B の口座への振替がなされる（ボックス 5、B の口座の増額記録を受ける[4]の時点）までの間に Y が倒産した場合、B は当該振替社債の権利を取得することができるか、言い換えれば B は Y の倒産による損失等のリスクを負うか。これについては、さらに Y の自己口座に記録がある状態と、Y の顧客口座に記録がある状態とを区別する必要がある。

まず、Y の自己口座に記録されている状態で Y が倒産した場合について検討する。

Y が顧客たる B の計算において自己口座に当該証券に関する記録を受け、B の口座に増額記録を行う前の状態は、証券会社はその顧客から現物証券の買付委託を受けて買付を行った後、それを顧客に引き渡す前の状態と類似する⁵⁴。そこで、こうした事案において証券会社が倒産した場合に顧客の取戻権が認められるか否かをみると、昭和 43 年の最高裁判決⁵⁵ は次のように判示し、利益衡量により顧客の取戻権を認めている。学説も、その理論構成は分かれるものの、当該判決の結論を支持する点でほぼ一致している⁵⁶。

「問屋が委託の実行として売買をした場合に、右売買によりその相手方に対して権利を取得するのは問屋であって委託者ではない。しかし、その権利は委託者の計算において取得されたもので、これにつき実質的利益を有する者は委託者であり、かつ問屋は、その性質上、自己の名においてではあるが、他人のために物品の販売または買入をなすを業とするものであることに鑑みれば、問屋の債権者は問屋が委託の実行として売買により取得した権利についてまでも自己の債権の一般的担保として期待すべきではないといわなければならない。されば、問屋が前記権利を取得した後これを委託者に移転しない間に破産した場合においては、委託者は右権利につき取戻権を行使しうるものと解するのが相当である。」

しかし、上記事案において取戻権を認めるとしても、その要件としては、取戻権の対象となる証券を特定しなければならない（特定性の要件）⁵⁷。そして特定の方法としては、取戻権が倒産した者の財産に属しないことを主張する権利であることから、当該証券が取次者の一般財産から区別されていることが必要であると考えられる⁵⁸。例えば、当該取次の分について分別して保管してあったり、当該取次による証券を証券番号により特定できる場合にはこの要件を満た

⁵⁴ 買付委託については取次ぎと評価されている。設例における上記の状態は、顧客自身が実質的に売買契約を成立させているのであるが、清算取次ぎの場合と同様に取次ぎと評価することが可能である。清算取次ぎについては高橋・長崎[2003]参照。

⁵⁵ 最高裁昭和 43 年 7 月 11 日第一小法廷判決（昭和 40 年（オ）第 25 号株券引渡請求事件、民集 22 卷 7 号 1462 頁）

⁵⁶ 学説の状況については、信託法律問題研究会[1998] p.18、大塚龍児[1991]、岡庭幹司[2002]等参照。

⁵⁷ 上記最高裁の事例においては、株券番号による特定がされており、この点は問題とならなかった。

⁵⁸ 信託法律問題研究会[1998] pp.20-21 参照。

すことになる。しかし、社債等振替法の下では、各銘柄（種類）の証券は券面の記番号等ではなく残高によって管理されることとなるため、取次者の自己口座に記録されている証券については、証券の種類・数量を特定することはできても、それ以上に取次者の責任財産たる証券から区別することはできないと考えられる。

したがって、本設例においては、Bは取戻権を行使できないと考えざるを得ない。すなわち、Bはこの場合にYの倒産による元本リスクを負うこととなる。

次に、Yの自己口座から顧客口座への振替がなされた後にYが倒産した場合には、Yの責任財産と区別されていることから上記昭和43年判決や問屋の法理に基づいて取戻権を行使することができ、BはYの倒産の影響を受けないと考えられるのではないか。このケースについては、YB間の振替を通常の売買のように考えると、顧客口座DVPにおいてBがAの倒産の影響を受けることと同様にBはYの倒産の影響を受けることとなりそうであるが、ここでのYはBのために取次をしている者と評価でき（前掲注54参照）、問屋の法理が妥当することから、結論が異なってくると考える。

(b)YがBのために代金を立て替える場合

XY間のDVPの後にYが倒産した場合、Bがその影響を受けるか否かはYとBとの契約内容によるものと考えられる⁵⁹。

すなわち、「YはBから立替金の弁済を受けた後にBへの振替の申請を行う」というような約定をした場合には、Bは、立替金を弁済した後にYが倒産すると証券を受け取れないという元本リスクを負うこととなる。しかし、Bは、Yとの間で、立替金弁済とB口座への増額記録につき、同時履行（民法533条）とする約定を結ぶことが考えられる。また、仮に何らの約定がないとしても、これらは双務契約として同時履行関係にあると解することもできるように思われる。したがって、BはYとの契約内容を適切に定めれば、Yの倒産に伴う元本

⁵⁹ (a)とは異なり、事前に資金を交付していないBには取戻権は認められないと考えられる。買付委託の事案においても顧客が事前に代金を支払っていない場合には取戻権は否定され、代金支払義務と現物証券引渡義務の双方が未履行の双務契約として問屋の管財人による選択権行使（破産法59条第1項）に委ねられると解する学説が多い。斎藤・麻上・林屋[1998a] p615、伊藤[2000] p275 参照。

リスクを負わないことが可能と考えられる。

なお、このように YB 間の約定で振替手続に条件を付すことができるという点は、顧客口座 DVP の場合と異なる。顧客口座 DVP においては、Y は専ら口座振替機関として手続中の振替に関与するのみであるが、自己口座 DVP においては、Y は権利者として振替申請を行う立場であるため、こうした条件付けを行うことが可能であると解する。この場合、Y の振替申請（B を振替先として振替機関に対し申請する）と B の Y に対する立替金支払いとを条件付けることとなる。ただし、仮に Y と B との約定において上述のような同時履行関係を確保し、Y の倒産に伴う元本リスクを排除したとしても、Y が当該振替社債の振替申請をする前に倒産した場合、B は当該振替社債に関する権利を取得できず、再度当該振替社債を購入する場合の価格変動リスク等（再構築コスト・リスク）を負うこととなる。

以上より、B は、Y に予め資金を交付した場合、Y の倒産に伴う元本リスクを負うことがある。一方、Y が代金を立て替えた場合には、Y の倒産による元本リスクを負うことはないが、これに伴う再構築コスト・リスクを負うことになる。

二．口座管理機関 Y

譲渡人 A または口座管理機関 X の倒産

XY 間の DVP 後に A が倒産したとしても、当該振替社債の権利は既に確定的に Y に帰属し、A と Y の債権債務関係は消滅しているため、Y は A の倒産の影響を受けることはない。また、A に対する代金支払債務者を Y と合意した場合であっても、X への代金の支払により代金支払債務は消滅するため、X の倒産による影響も受けない（4 .(1) 八 . 参照）。

譲受人 B の倒産

XY 間の DVP 後、B 口座への増額記録前に B が倒産した場合については、顧客口座 DVP の場合と同様に、B が Y に予め資金を交付している場合と Y が B のために代金を立て替える場合に分けて検討する必要がある。

(a) B が Y に予め資金を交付している場合

Y は B から資金を事前に受けているのであるから、B に対して債権を有して

おらず、Bの倒産の影響を受けることはない。

(b) YがBのために代金を立て替える場合

YはBとの契約において「YはBから立替金の弁済を受けるまではBの口座への振替申請を行わない」旨約定することなどが考えられる。また、このような約定がない場合でも、Yによる振替申請とBによる代金支払いは同時履行関係にあると解することができると思われる。

したがって、Yは、こうした約定等により、Bに証券を引き渡したのに立替金の弁済を受け取れないというリスク（元本リスク）を除去することが可能である。ただし、この場合でも、Bが倒産すれば当該振替社債を立替金の弁済にあてることとなるため、その間の当該振替社債の価格変動リスクを負うこととなる。

以上より、YはA、X、Bとの関係で元本リスクを負わないようにできる。ただし、仮に、Bのために代金を立て替えた場合には、Bの倒産により当該証券の価格変動リスクを負担することとなる。

(3) 小括

本節の検討を纏めると以下のとおりとなる。

譲渡人Aにとっては、顧客口座DVPでも自己口座DVPでも、BやYの倒産によるリスクを負うことはない。ただし、いずれの方法であれ、DVP後に代金を口座管理機関Xから受領する前にXが倒産した場合には、振替社債に関する権利を失ったにもかかわらず代金を受領できない可能性がある。

口座管理機関Xにとっては、いずれの方法においても特にリスクはない。

譲受人Bにとっては、顧客口座DVPによる場合、DVP後・B口座増額前のAの倒産による元本リスクを除去できないと考えられる。このことは、Aへの代金支払債務を履行しているBにとっては無視できない問題となる可能性がある。また、当事者間の利益衡量の観点のみならず、証券決済システムにおいて元本リスクを確実に除去する仕組みを提供しやすくすることの社会的合理性の観点からも是正されることが望ましい。自己口座DVPにおいては、BはおよそAの倒産による元本リスクを負わないが、BがYに予め資金を交付している場合には、Yの倒産による元本リスク（代金を支払ったのに振替社債に関する権利を

取得できないというリスク)を負う。また、自己口座 DVP において Y が資金を立て替えた場合、Y の倒産による元本リスクはないが、別途振替社債を取得するまでの間の振替社債の価格変動リスクを負うこととなる(ボックス 6 参照)。

口座管理機関 Y にとっては、顧客口座 DVP において、B のために代金を立て替えた場合、B の倒産により当該立替金を回収できなくなるリスクを負う。他方、自己口座 DVP においては、B のために代金を立て替えた場合、B が倒産すると当該振替社債をその弁済にあてることとなり、振替社債の価格変動リスクを負うこととなる(ボックス 6 参照)。

(ボックス 6)

< 譲受人 B および口座管理機関 Y にとっての決済リスク >

	決済資金	倒産先	顧客口座 DVP	自己口座 DVP
B	Y 立替え	A	×	
		Y		
	B 先払い	A	×	
		Y		×
Y	Y 立替え	A		
		B	×	
	B 先払い	A		
		B		

= 元本リスクを負わない。

× = 元本リスクを(一部)負う。

= YB 間の契約により元本リスクは除去できるが、相手方の倒産に伴う価格変動等のリスク(再構築コスト・リスク)を負う。

5．顧客口座 DVP と自己口座 DVP の比較、留意点等

4．の検討結果から、顧客口座 DVP と自己口座 DVP を比較すると、以下の点が指摘できる。

まず、顧客口座 DVP は、社債等振替法の下で、振替社債の譲受人にとって譲渡人（取引相手）の倒産による元本リスクを一部除去できないと評価される。これに対して、自己口座 DVP にそうした問題はなく、譲渡人の倒産による元本リスクを除去することができる。

他方、自己口座 DVP においては、譲受人はその口座管理機関の倒産に伴う元本リスクが少なくとも再構築コスト・リスクを負うこととなる。これに対し、顧客口座 DVP においては、譲受人がこうしたリスクを負うことはない。

なお、顧客口座 DVP と自己口座 DVP とでは、譲受人が倒産した場合にその口座管理機関の負うリスクが、両者間のアレンジメント次第で異なりうる。

このように、2つの方法を比べると、各当事者が負担するリスクは異なることから、いずれが決済方法として望ましいかは、場面や当事者間の関係により決まってくるものと考えられる。

こうした点を踏まえると、社債等振替法の下においては、DVP の仕組みの提供や利用における留意点として、次のことが言えよう。

まず、証券の振替機関（証券決済システムの運営主体）は、自己口座への振替、顧客口座への振替のいずれについても DVP を可能にしておくことが適当である。

また、取引や決済の当事者は、上記のような両者の特徴や論点を理解し、各方法におけるリスクを認識した上でいずれかを選択すべきであり、かつ、具体的な決済方法に伴うリスクを最小化する工夫を講じることが望ましい。本稿の設例に即して言えば、例えば次のような点が挙げられる。

顧客口座 DVP における A の倒産に伴う元本リスクについては、Y の顧客口座への増額記録から B の口座への増額記録までのタイムラグをほぼゼロにするようなシステム対応等を行えば 具体的には、振替機関からの振替通知を受けると自動的に B の口座への増額記録が直ちに行われるように、Y が自社内のストレート・スルー・プロセッシング（STP）を実現すれば これをほぼ完全に

除去できる⁶⁰。こうした対応を Y が行っている場合には、その利用コストにもよるが、B および Y にとって、顧客口座 DVP がより望ましいものになると思われる。

また、自己口座 DVP を用いる場合、Y と B は、各々が負担するリスクを適切に管理できるように決済の条件等を合意しておくことが適当である。この点、4 . でみたように、自己口座 DVP における Y から B への振替については、互いの倒産に伴う元本リスクを回避するため、Y による B への振替申請と B からの立替金回収とを条件付けておくことが考えられよう⁶¹。

さらに、A について言えば、顧客口座 DVP か自己口座 DVP かを問わず、X が代金を A に渡さない間に倒産した場合の元本リスクを負う。このため、A としては決済を委託する口座管理機関の選択に十分注意を払うべきであろう⁶²。

なお、本稿で使用した設例は単純化された 1 つのモデルであり、現実には口座管理機関（金融機関等）と顧客は継続的な関係にあたり、その他の取引関係（債権債務関係）をもつことも多いと思われる。したがって、両者が相互に信用リスク等の評価を行ったうえ、取引関係全体のコスト・ベネフィットに基づいて、個々の決済における元本リスクの除去を行うか否か（どこまで行うか）を判断することも十分考えられる。しかし、そうした場合でも、本稿で示した当事者間のリスク分担を考慮することが適切だと思われる。

6 . 結びに代えて

本稿では、社債等振替法の下での証券決済のファイナリティならびに DVP の

⁶⁰ あるいは、Y が B に対して、Y が顧客口座への増額を受けた後に B の口座に増額記録を行うまでの間に A が倒産した結果 B が権利を取得できなかった場合には、同銘柄の権利を取得して B に引き渡す（あるいは B が被った損失を補填する）ことを約束することによっても、B は実質的に A の倒産による元本リスクを免れることができる。

⁶¹ B が Y に預金口座をもつ場合には、立替金回収を預金口座からの引落により行い、これと Y による振替機関への振替申請発信とを系統的に連動させることが考えられるかもしれない。

⁶² こうしたリスクを回避する観点から、X との間で、個々の決済について XY 間で DVP が完了次第、A の預金口座への入金記帳が連動して行われるような STP 化を実現していくとも考えられる。

意義等を考察した。具体的には、異なる口座管理機関を介して行われる振替を例にとって振替手続中の当事者の権利等を検討し、同法の下では、一旦始まった振替手続が中止されたり巻き戻されるリスクはほぼないと考えられることを示した。また、同法に基づく振替のファイナリティが、譲受人口座への増額記録がなされるまでの間に譲渡人が倒産するリスクに晒されると考えられる点で、不確実性を伴うことを論じた。こうした不確実性は、証券決済システムには多数・巨額の取引の決済が集約されており、仮にその円滑で安定的な運行が阻害されれば極めて広汎な影響が生じること 言いかえればシステミックなインパクトをもつこと を考慮すれば、可及的に削減することが望ましい。この点については、3. で述べたように立法的に解決することが望ましいと思われる。

また、本稿では、異なる口座管理機関を介して行われる振替を DVP で行う方法が、関係当事者にどのようなリスク削減効果をもつかを検討し、これに基づき DVP を利用する際の留意点等を明らかにした。その中では、上記の譲渡人倒産による元本リスクについて、DVP による代金支払後に口座管理機関が行う振替手続を自動的かつ可及的速やかに完了させるシステム対応等によりほぼ完全に除去することが考えられること、また、口座管理機関と顧客間のリスク分担に関しても、両者間の決済に係る約定によりこれをコントロールできるケースがあること等を示した。ただ、こうした対応は、社債等振替法の下での実務・システムについて述べたものであり、上述のとおり、譲渡人倒産に関するファイナリティの不確実性を立法的に除去することがより望ましいと思われる。

このように本稿では、社債等振替法の下での振替による決済について、リスク管理の観点から重要と思われる論点をいくつか取り上げた。もっとも、同法の下での決済実務を巡っては、同法の権利移転ルールに即してさらに検討すべき課題が少なくない。例えば、口座管理機関が顧客の受け取る証券を DVP で決済する際に、これに必要な資金を当該証券を用いて調達できるかといった問題も、当該証券を担保として差し入れる際の権利の帰属を十分考慮して検討する必要がある。

また、クロスボーダーでの証券保有・決済が一般的になってきている今日、

振替社債の決済に適用される法が日本法（社債等振替法）でないケースも生じうることに留意する必要がある。ヘーグ国際私法会議において昨年採択された「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」⁶³によれば、振替社債が日本に所在する口座管理機関の口座に記録されているケースであっても、その権利移転の効力等を規律する法律は、当該口座管理機関とその口座保有者とが合意した日本以外の国の法律とすることが一定の条件の下で可能である。仮にそのような準拠法の合意があるケースでは、本稿での議論は当然ながら当該準拠法を前提としたものに修正される必要があるし、ファイナリティに係る上記の不確実性がそうした準拠法選択によって除去される可能性もあるかもしれない⁶⁴。

いずれにせよ、こうした問題を含め、今後関係者により証券決済に関する議論や検討が進められていくことが望まれる。

以上

⁶³ CONVENTION ON THE LAW APPLICABLE TO CERTAIN RIGHTS IN RESPECT OF SECURITIES HELD WITH AN INTERMEDIARY (<http://www.hcch.net/e/conventions/text36.html> 参照)

⁶⁴ わが国が本条約を批准することが前提となるが、例えば本稿設例の Y と B がアメリカのニューヨーク州法を口座管理契約の準拠法として合意したケースでは、振替社債の譲渡の効力についてニューヨーク州法（具体的には同州が採択している UCC）が規律することになる。この場合、仮に B への譲渡の効力発生時点が B 口座への増額記録時点よりも前とされれば、AX 間の準拠法が日本法（社債等振替法）だとしても、その時点で A は権利を失うことになると考えられる（本条約では、譲渡の効力は譲受人側の準拠法が規律すると考えられている）。ただし、本条約が批准され、仮にこうした準拠法の合意が口座管理機関とその顧客の間でなされるとしても、社債等振替法の定める振替手続や同法の定める振替機関・口座管理機関の義務内容は、本条約の規律する事項でないことから、準拠法合意による影響を受けないと考えられる。こうした準拠法合意のもつ実務面への影響等についても今後検討が必要であろう。

(参考文献)

- 青木正顕、「送金取引の法律問題」、『新銀行実務口座(14)』、鈴木竹雄(編)、有斐閣、1967年
- 幾代通他(編)、『新版 注釈民法(16)』、有斐閣、1989年
- 石井眞司(監)、『新金融法務読本』、金融財政事情研究会、2001年
- 伊藤眞、『破産法 全訂第3版』、有斐閣、2000年
- 岩原紳作、「誤振込による受取人の預金債権の差押えに対し振込依頼人は第三者異議をなしうるか」、『金融法務事情 1460号』、1996年
- 加藤一郎(監)・吉原省三(編)、『現代銀行取引法』、金融財政事情研究会、1987年
- 上柳克郎他(編)、『新版 注釈会社法(3) 株式(1)』、有斐閣、1986年
、『新版 注釈会社法(4) 株式(2)』、有斐閣、1986年
- 遠藤浩他(監)、『民法注釈財産法(第2巻)・物権法』、青林書院、1997年
- 大塚龍児、「問屋の破産と委託者の取戻権」、『商法の争点』、有斐閣、1991年
- 大西武士、「振込送金の組戻しに関する諸問題」、『金融法務事情 1261号』、1990年
、『現代金融取引法』、ビジネス教育出版、1993年
、『判例金融取引法(下巻)』、ビジネス教育出版、1996年
- 岡庭幹司、「問屋の破産と委託者の取戻権」、『倒産判例百選 第3版』、有斐閣、2002年
- 河本一郎、『有価証券振替決済制度の研究』、有斐閣、1969年
- 神田秀樹、「ペーパーレス化と有価証券法理の将来」、『現代企業と有価証券の法理』、有斐閣、1994年
- 神田秀樹他、「金融システム改革諸法」、『商事法務 1637号』、2002年
- 神田秀樹・山田誠一・神作裕之・藤田友敬、「日本の証券決済法制のあり方 民事基本ルールを中心として」、『(財)証券保管振替機構』、2000年、
- 岸田敏輔(監)・赤倉啓之(編)、『株券保管振替制度の解説』、大蔵財務協会、1985年
- 木南敦、「証券決済制度における物権法的構成と債権法的構成 統一商法典第八編による扱いについて」、『林良平先生献呈論文集・現代における物権法と債権法の交錯』、有斐閣、1998年
- 金融取引における信託の今日的意義に関する法律問題研究会、「金融取引における受託者の義務と投資家の権利」、『金融研究 第17巻第1号』、1998年
- 後藤紀一、『振込・振替の法理と支払取引』、有斐閣、1986年

- 、「振込当事者と倒産の法律関係」、『今中利昭先生遺暦記念論文集 現代倒産法・会社法をめぐる諸問題』、民事法研究会、1995年
- 齋藤秀夫・麻上正信・林屋礼二（編）『注解 破産法 第3版 上巻』、1998年 a
- 、「注解 破産法 第3版 下巻』、1998年 b
- 佐藤修一、「株券等の保管及び振替に関する法律の解説」、別冊商事法務 74号、1984年
- 証券保管振替機構、「短期社債等に関する業務規程」、2003年
http://www.jasdec.com/download/finance/s12_1.pdf
- 鈴木祿弥・竹内照夫（編）『金融取引法体系（3）』、有斐閣、1983年
- 高橋康文（編）『逐条解説 短期社債等振替法』、金融財政事情研究会、2002年
- 高橋康文（編）・長崎幸太郎・馬度直史（著）『逐条解説 社債等振替法』、金融財政事情研究会、2003年
- 高橋康文・長崎幸太郎、『証券取引法における清算機関制度』、金融財政事情研究会、2003年
- 武田直己、「証券決済における決済リスク管理に関する考え方」、日本銀行信用機構室ワーキングペーパー、2001年
<http://www.boj.or.jp/ronbun/01/data/fwp01j03.pdf>
- 田中誠二、『新版銀行取引法（4全訂版）』、経済法令研究会、1990年
- 日本銀行金融研究所（編）『新しい日本銀行 その機能と業務』、有斐閣、2000年
- 日本銀行、「日本銀行金融ネットワークシステム（国債関係事務）についてのディスクロージャー」2000年（2003年改訂予定）
http://www.boj.or.jp/set/03/set_f.htm
- 、「新しい法的枠組みに基づく国債振替決済制度への移行について」、2002年
http://www.boj.or.jp/set/03/set_f.htm
- 古市峰子、「現金、金銭に関する法的一考察」、金融研究第14巻第4号、1995年
- 早川吉尚、「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草案」、商事法務 1642号、2002年
- 本多正樹、「金融資産の移転に関する法制」、民商 123巻6号1頁、2001年
- 松本貞夫、「振込取引における仕向銀行の責任と組戻しの取扱い<上> ETF取引の問題に関連して」、金融法務事情 1137号、1986年 a
- 、「振込取引における仕向銀行の責任と組戻しの取扱い<下> ETF取引の問題に関連して」、金融法務事情 1138号、1986年 b
- 、「詳解 内国為替（改訂版）』、経済法令研究会、1988年

- 松本貞夫他（編）『金融ビジネス読本、実務と法の知識（第3巻）』、ぎょうせい、1993年
- 森田宏樹、「振込取引の法的構造」、『金融取引と民法法理』、中田裕康他（編）、有斐閣、2000年
- 山本敬三、「振込委託契約と仕向銀行の責任」、『金融取引と民法法理』、中田裕康他（編）、有斐閣、2000年
- Corcoran and Hart, "The Regulation of Cross-Border Financial Services in the EU Internal Market", 8 Colum. J. Eur. L. 221, 2002
- Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS), "Core Principles for Systemically important Payment Systems", 2001
<http://www.bis.org/publ/cpss43.pdf>
（「システミックな影響の大きい資金決済システムに関するコア・プリンシプル」日本銀行仮訳）
<http://www.boj.or.jp/intl/01/data/bis0101b.pdf>
- CPSS, "A glossary of terms used in payments and settlement systems", 2003
<http://www.bis.org/publ/cpss00b.pdf>
- CPSS-Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), "Recommendations for Securities Settlement Systems," 2001
<http://www.bis.org/publ/cpss46.pdf>
（「証券決済システムのための勧告 - 支払・決済システム委員会・証券監督者国際機構専門委員会報告書」日本銀行仮訳）
<http://www.boj.or.jp/intl/01/data/bis0111b.pdf>
- The Group of Thirty, "Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Markets," 1989
（「世界の証券市場における清算および決済システム」（財）資本市場研究会訳）