

有価証券振替決済制度の展開と有価証券法理

——西ドイツにおける議論を基点として——

はじめに

- 一 西ドイツの有価証券振替決済制度
 - (一) 西ドイツにおける有価証券振替決済制度のシステムとその法律構成
 - (二) 振替取引の対象としての Effekten
 - (三) 有価証券振替取引の一層の合理化
- 二 化体要素の後退
 - (一) 表象・化体と有価証券法理——化体の効力
 - (二) 有価証券振替決済制度の下での化体要素の後退
- 三 有価証券振替決済制度と有価証券法理
 - (一) 化体要素の後退と有価証券法理

川村正幸

(二) 化体要素の後退に依拠した有価証券法理の変革・修正の提唱

——ツェルナーの見解

(三) 有価証券振替決済制度の将来における展開の方向

おわりに

はじめに

昭和五九年五月一五日、「株券等の保管及び振替に関する法律」(以下では、株券等保管振替法と略する)が公布され、同年一月一四日に施行されるに至った。この株券等保管振替法は、西ドイツにおける有価証券振替決済制度を参考に行っている点が多いので、その制度の研究は、我国の法の理解にとっても有益である。また、権利の証券への化体という有価証券にとって本質的な要素の実質的意義が、振替決済制度によって、喪失されるに至ったという議論、即ち、「化体要素の後退」の現象に関する議論は、有価証券法理との関係で、重要な意義を有している。西ドイツの振替決済制度に関しては、河本一郎教授の著書『有価証券振替決済制度の研究』において、詳細かつ徹底的に、紹介、検討されており、また、同書においては、化体要素の後退現象に関してもつとに指摘されている。

本稿の第一の目的は、この化体要素の後退という現象の問題の検討を、西ドイツにおける近時の議論の中心が集合証券および価値権に関するものに移行していることを踏まえて行うことにある。西ドイツにおいては、化体要素の後退の議論は、有価証券振替決済制度のより一層の合理化を目ざす、将来的な形態としての集合証券および価値権の制度と密接に結び付けられている。

そこで、本稿の第二の目的は、このような有価証券振替決済制度の一層の合理化の形態をも考慮したうえで、振替

取引の対象となるものと有価証券法理との関係を、とくに、集合証券、価値権と有価証券法理との関係を考察して、集合証券および価値権が、有価証券法理上でどのように位置付けられるべきなのかを検討することにある。それをおして、合わせて、我国の株券等保管振替法の一層の解明をなし、また、振替取引の将来的な合理化に対する展望を得ようと思う。

そのために、一においては、西ドイツにおける有価証券振替決済制度の仕組みとその法律関係を、我国の株券等保管振替法の制度との若干の対比も行いながら、簡単に概観することとする。その際に、また、振替取引制度の一層の合理化の方向である集合証券および価値権の制度に関しても一瞥を加える。

二においては、有価証券法理の領域での、化体理論の成立と、化体要素の機能とを簡単に再検討したうえで、西ドイツの有価証券振替決済制度の対象である有価証券 (Effekten)、集合証券、価値権に関する化体要素の後退の現象を確認する。

三においては、まず、二の検討に基づいて、有価証券振替決済制度の中における Effekten、集合証券および価値権の有価証券法理に対する関係の解明と、その法理の中での位置付けを試みることにし、次いで、有価証券振替決済制度の下での化体要素の後退を前提としたうえで、この制度の将来的な合理化の方向を、集合証券、価値権のいずれの方向に求めるべきかの問題を検討することとする。

一 西ドイツの有価証券振替決済制度

(一) 西ドイツにおける有価証券振替決済制度のシステムとその法律構成

(1) 西ドイツにおける有価証券振替決済制度 (Effektenverkehrsrecht) は、大量に発行される有価証券 (Effekten,

この概念については(二)で論じる)の混蔵保管とその振替決済により、Effekten 取引の合理化、簡易化を図り、その取引の拡大を目ざすものであるが、本稿の目的との関係で、その制度の概要を一瞥しておこう。⁽¹⁾

西ドイツの有価証券振替決済制度は、現金不要の支払決済制度に倣って作り上げられている。その制度は法的には、振替契約——有価証券混蔵銀行 (Wertpapiersammelbank, 以下 WSB として表示する) 相互間での振替契約および WSB と振替銀行 (Girobank) との間での振替契約のネットワーク——に依拠している。⁽²⁾ 振替決済には、同一の WSB に口座を保有する二つの振替銀行の間で行われる同地振替取引 (Platzgiroverkehr) と、異なる WSB にそれぞれ口座を保有する二つの振替銀行の間で行われる隔地間振替取引 (Ferngiroverkehr) とがある (WSB は相互に口座を保有し合っている)。混蔵保管されている Effekten の譲渡 (持分の譲渡) に当っては、特別な振替の指図の方法が利用される。この場合に、同地振替取引にあっては、証券小切手 (Wertpapierscheck) よりも、受渡表 (Lieferliste) が一般的に用いられ、⁽³⁾ 隔地間振替取引にあっては、隔地証券小切手 (Wertpapierfremdscheck) が用いられる。これらの利用は、支払決済取引上での振替指図に対応するものである (§§ 675, 665 BGB の意味での指図である)。

(2) 顧客 (Effekten 所有者) は、WSB の元には口座を保有することはできなう。顧客は、自己の有する Effekten を寄託し引渡す相手方である自己の取引銀行との間のみ法的結合関係を締結する。この銀行と Effekten を寄託する顧客との間には寄託契約が存在する。この寄託された証券は、更に WSB に引渡されるので——振替銀行が受寄証券を WSB に混蔵寄託するためには、寄託者の明示かつ書面による授權が必要であり(但し、最初に授權するとき)、将来に寄託される証券すべてに關しても授權することができる)——この授權は、銀行取引約款中に規定しておくことによつても、また、別の証券の参照を指示することによつても行えない (§ 5 I DepG)⁽⁴⁾——この証券を現実に直接的に占有するのは WSB である。それに対して、銀行は、第一順位の間接占有者(我國でいえば代理占有者)

となり、顧客(寄託者)は、第二順位の間接占有者ということになる。したがって、ここには、占有媒介関係(Besitzmittlungsverhältnis)が成立する。この場合に、WSBにEffektenが完全に譲渡されているものとは考えられていない。現在では、WSBは受託者の地位を有するものであるとされており、その地位は、銀行とWSBとの間に締結される§ 185 BGBによる授權信託(Ermächtigungstreuhand)契約に依拠していると解されている。⁽⁵⁾したがって、WSBは、混蔵寄託在高(Sammelbestand)に関する所有権を保有せず、保管されているEffekten上の権利を自己の名において行使する権限のみを有するに止まる。⁽⁶⁾⁽⁷⁾

(3) 右に述べたように、混蔵保管中に取り込まれたEffekten、即ち、混蔵寄託在高に関する所有権は、WSBではなく、§ 6 I DepG (Depotgesetz)により、またはその類推により、寄託者に帰属する。全寄託者は、混蔵保管者が証券を受入れた時点で個々の証券に関する個別的所有権を喪失するが、混蔵保管されている同一種類のEffektenすべての混蔵寄託在高に関して共有権を有することになり(§ 6 I DepG)、寄託証券の数量・額面に相応した共有持分を有することになる。この持分高は、寄託者の取引銀行の寄託帳簿上で明らかにされているだけであり、他方、WSBには、取引相手方であるこの銀行の持分がどれだけかだけが帳簿上判明するのみである。

右のような法律関係においては、Effekten権利者(寄託者)は、その共有権に基づいて、保管銀行(振替銀行およびWSB)の破産の場合において取戻権(Aussonderungsrecht)を行使でき、保管銀行の債権者による保管証券に対する強制執行に対して、第三者異議の訴を提起できる。

寄託者が有する共有持分の譲渡、即ち、混蔵保管の下で有するEffektenの譲渡は、通常のEffektenの譲渡の方式に倣って行われるものと考えられている。したがって、動産所有権の譲渡に関して規定する§§ 929 ff. BGBの諸規定が適用される。そこで、このEffektenの譲渡には、合意と引渡または引渡に代わるものが要求されることにな

る。自己の保有する証券を譲渡しようとする顧客は、取引銀行に対して処分に関する授權 (§ 185 BGB) をなし、この銀行は、WSB に対して合意の申込をなす⁽⁸⁾。他方、WSB は、買手である顧客から授權された買付銀行の代理人として、右申込に対して承諾をなす。この承諾の表明は、前述した占有媒介関係の転換 (Umstellung) と同一の行為によって行われる。即ち、それは、WSB の側での二つの振替銀行口座間での振替記帳である。それによって WSB は、売却銀行に対して既存の占有媒介関係を解除し、買付銀行に対して新たな占有媒介関係を成立せしめる⁽⁹⁾。そして、買付銀行の元の寄託帳簿 (Verwahrungsbuch) への転換の記載によって、共有持分は買付委託者に転換される (§ 24 II DepG⁽¹⁰⁾)。今日においては、以上のようなプロセスにおいて、売却銀行と WSB との間には § 229 S. 1 BGB の規定する引渡 (占有の移転) が成立すると解するのが通説である (§ 931 BGB の規定する物の引渡請求権の譲渡の方法 — 我国の民法の指図による占有移転 (一八四条) に対応する — による占有移転があったとみるのではない⁽¹¹⁾)。即ち、占有媒介関係の転換 = WSB の元での二つの銀行口座に関する振替記帳が、§ 929 BGB の第一文の定める引渡 (現実の引渡) とみなされている⁽¹²⁾。このように解することによって、Effekten の振替取引の機能にとり不可欠な善意取得の可能性が確保されている (§ 932 I BGB の要件が満たされる。参照次の(4))。

(4) 公信用ある証券である Effekten の取引の合理化を目的としている振替決済制度においては、権利を表象している証券の現実的な引渡による譲渡の場合と同程度に、証券の流通力が確保されなければならない。とりわけ、善意取得の可能性は不可欠であると考えられる。

善意取得の可能性が問題になるケースとしては、①無権利者が自己の取引銀行に証券を寄託して、その持分に関して処分する場合 (この場合の共有権者は真の権利者である — § 6 I DepG)、②銀行が顧客たる特定の持分権者の持分に関して勝手に処分した場合、③銀行が自己の全顧客の有する持分以上に関して勝手に処分した場合、④WSB が

誤って買付銀行の口座に多く貸方記帳してしまい、買手がそれを勝手に処分する場合などである。右に見たように、Effekten 振替取引上での持分の譲渡に関しては、§ 929 S. 1 BGB による占有移転が認められることから、当然に容易に、§§ 932 ff. BGB の適用による善意取得が認められそうである。しかし、このような理論構成に関しては、強い異議が唱えられている⁽¹³⁾。即ち、§§ 932 ff. BGB (更には § 366 I HGB) による善意取得にあっては、それを基礎付ける権利外観は占有の供給に依拠しているが、買付銀行として合意の申込を受ける WSB に対して成立している権利外観、つまり、譲渡人の有している権利の外観(共同占有の外観)は、単に共有権に関する権利の外観だけであって、この共有持分の割合的大きさに関しては、何らの客観的な基準を提供しないのであると指摘されている⁽¹⁴⁾。

当然、西ドイツの学説は、右のような善意取得の否定に止まっておらずに、WSB の保管帳簿中への記載を決定的な権利外観要素と認めて、これに対して信頼したことによる善意取得を、本来的な善意取得制度を越えるものとして、法理論的に認めることを考えている⁽¹⁵⁾⁽¹⁶⁾。

(二) 振替取引の対象としての Effekten

(1) 混蔵保管、振替決済制度の対象となる有価証券は、西ドイツ寄託法 (Depotgesetz) 第一条一項に規定されている有価証券 (Effekten) である。銀行用語である Effekten なる概念は、二つの要件によって特色付けられる。第一に、それは代替性ある (vertretbar, fungible) もの、即ち、その同質性の故に相互に代替されうる有価証券でなければならぬ。第二に、それは、投資資本の期間的収益を表示する資本市場証券 (Kapitalmarktpapiere) でなければならぬ⁽¹⁷⁾。したがって、それには強度の流通性が要求され、とくにそれに善意取得制度の適用されることが不可欠である。

その例として、寄託法第一条は、株券、債券、持分証券 (Kux)、投資証券 (Investmentzertifikat) などをあげる⁽¹⁸⁾。但し、今日においては、寄託法一条の規定する有価証券には、価値権 (Wertrecht) も含められるべきであって (後述)⁽¹⁹⁾、右規定は狭まざるものということになる。

(2) 西ドイツおよび我国の混蔵保管、振替取引の主要な対象は株券である。そこで、ここでは、西ドイツおよび我国の株券に関する法制について簡単にふれておこう。

西ドイツにおいては、記名株券は例外的にしか用いられてはならず、無記名株券が一般的である。無記名証券である無記名株券は、動産の移転に関する規定にしたがって譲渡されることができ、善意取得の規定が適用される。株主総会への出席および議決権の行使という株主権の行使のための会社に対する株券の呈示、即ち、会社の定款の定めによって要求される株券の呈示の要件 (供託・届出) は、株券の銀行への寄託によってみとされる (§ 123 III S. 2 AktG)。利息・配当請求権の行使に関しては、株券に付された配当札・利札の呈示によって行えばよく、利札の切離しおよび取立の業務は、受寄銀行により引受けられている⁽²¹⁾。しかし、近時は、利息・配当請求権の行使は、配当札・利札の呈示によってでなく、銀行の発行する証明書によって行われている⁽²²⁾。

他方、記名株券は、法により裏書譲渡ができることとされており (§ 68 I AktG)、それは、指図文句がなくとも、生来的な指図証券である。そこで、記名株券を混蔵保管、振替取引の制度の中に取り込むためには、白地式裏書が付されて寄託されることが必要なわけである。そして、その際に、それには善意取得制度が適用される (§ 68 I AktG) による手形法一六条二項の準用)。記名株券の譲渡は、裏書譲渡だけで有効に行われるが、しかし、会社に対する関係では、株主名簿に記載された者のみが株主とみなされる (§ 67 II AktG)。したがって、株主名簿に登録された記名株主のみが株主権を行使できる。記名株式の移転あるときには、会社に対して移転の届出をなすと共に、株券を呈示

して、株主名簿の書換を求めるべきことになる (§ 68 III AktG)。

我国にあっては、記名株券が一般的であるが、記名株券、無記名株券のいずれについても、譲渡は、株券の引渡によって行われ、株券の占有者は適法な所持人として推定される(商二〇五条)。そして、いずれの株券についても、善意取得の規定の適用が認められている(商二二九条)。したがって、記名株式の移転は株主名簿の書換がなければ会社に対抗できないという点は別として、少くとも、流通面だけからみれば、記名株券も無記名株券となら異なるところはなく、それは無記名証券に属するものと言える。⁽²³⁾

(三) 有価証券振替取引の一層の合理化

(1) 前述した西ドイツの有価証券振替決済制度の下にあっては、依然として株券などの Effekten が大量に印刷され、発行され、保管・管理される必要がある。しかも、それらの証券は、大抵は WSB の金庫の中で保管されたまま移動することもない。また、その証券上に表象されている権利(たとえば株主権)の行使に關しても、WSB への寄託が株券の呈示に取って代わっている。このような状況の下では、権利の証券への表象・化体という事柄は、発行費用、保管・管理費用の面から、Effekten の利用の拡大、投資家にとっての収益上の魅力の増大による Effekten 取引の拡大、および、Effekten 取引のより一層の合理化にとって、阻害的な要因であると考えられるに至った。

右の結果は、権利の証券への表象・化体の放棄へと向かった。しかし、この化体要素の放棄は、明らかに、有価証券振替取引が本来的に依拠してきた有価証券法理と、また、西ドイツ寄託法の規定と矛盾する。とりわけ、化体要素を放棄することは、それへの物権法規定の適用を不可能にするのではないかとのドグマ的疑念が出てくる。このようなドグマ的疑念に対応するものとして、したがって、伝統的な有価証券法理との妥協を図る逃げ道として採用される

に至ったものが、集合証券（大額面券、Sammelurkunde、Globalurkunde）である。これは、多数の少額の Effekten を少数の集合証券に代替させ、これを保管しようとするものである。ごく少数の集合証券に全株式が表象されれば、大量の証券の印刷・保管費用が節約されることは明らかである。更に、他面において集合証券中に包摂されている個別的権利と物との同一的取り扱いを確保することが可能である。⁽²⁴⁾ この集合証券は § 9a DepG により法的に根拠付けられたが、その Effekten 取引合理化の目的にもかかわらず、その実際の普及は未だしの感があるようである。⁽²⁵⁾

(2) § 9a I DepG⁽²⁶⁾ の定義によれば、集合証券は、それ自体が代替性ある有価証券に表象せられる同一種の多くの権利を表象する有価証券である。そして、この集合証券は混蔵保管されることができ、DepG にしたがって、振替決済制度により取引されうる。それは、集合証券だけが保管されるだけでなく、集合証券の表象する権利と同種の権利を表象する個別的 Effekten と一緒に保管されるときも同様である (§ 9a II DepG)。集合証券が保管されているときに、寄託者は、（振替銀行をとあしつ）WSB に対して個別的 Effekten の引渡を請求することができ、この請求があれば、原則的に、WSB は、個別的 Effekten の発行に必要な期間だけは引渡を拒絶できない。しかし、WSB は、発行者が「その基礎にある法律関係にしたがって」即ち、発行条件にしたがって、集合証券中に表象されている権利の所持人に、個別的 Effekten を引渡すべき義務を負っていないのであれば、個別的 Effekten の引渡を拒絶できる (§ 9a III S. 2 DepG⁽²⁷⁾)。この場合においては、たとえば株式にあっては、株主（共有権者）は自己の有する株式を振替決済制度の中においてしか譲渡できなくなる（強制振替、Zwangsgiro）。

右のような場合においては、集合証券は全く誰の目にもふれることもなく、全く移動することもないものとなる。その表象する権利の移動は、実質上全面的に振替記帳に依存することになる。Effekten の所有権者（権利者）は、集合証券に関する共同関係についての観念的な持分だけを有するにすぎない。⁽²⁸⁾ そこで、集合証券は価値権（Werter-

cht) への道程の過渡的な段階にしかすぎないという評価が説得力を持つてくる(更に後述二(4)および三(2))。

(3) 証券取引の合理化の第二の道は、非表象的な Effekten と言つてよい右の価値権である。これはまた Bucheffekten といふ術語をもつて表示される。今日、西ドイツの学説中では、価値権概念は一般的には未だ否定されているが、この概念は今や今日の法秩序の確固たる一部をなしており、維持されるべきものであるとの見解も有力である⁽²⁹⁾。

価値権は、オピッツによつて確立された概念であり、それは、証券に表象されていないにもかかわらず、表象された Effekten と等しいものである。即ち、表象の生じない Effekten である。この価値権には、Effekten と全く同様に物権法規範の適用が認められるべきものであることから、オピッツ等は、これに物権的性格または物権類似の性格を認める⁽³⁰⁾。しかし、この点については近時強く批判されており、再検討を要する事柄となっている(後述三(1)(3)(4))⁽³¹⁾。

この価値権の混蔵寄託は、登録国債・公債について広く認められている。登録国債に関する命令は、法的擬制の手段を用いて、混蔵寄託在高に属する非表象的な登録国債債権またはそれに対する持分を、無記名債券に化体されている国債債権またはそれに対する持分と同視している⁽³²⁾。このような法的擬制によつて、登録国債・公債は物となり、非表象的な債権についての善意取得が保証されることとなった。価値権に関するオピッツ等の見解は、右の点にその基礎を有しているのである。

(1) 西ドイツの有価証券振替決済制度に関しては、とくに、河本一郎『有価証券振替決済制度の研究』、一九六九年(以下では、研究として引用)、同「株券等の振替決済制度へ11-15」金法八六五-八七二、八七四-八七八、八八〇、八八一号、小橋一郎『有価証券法の基礎理論』、一九八二年、一八八頁以下、および、増田政章「西ドイツの銀行業務における証券寄託」近畿大学比較法政二号(一九八三年)一頁以下。

(2) 振替契約(Girovertrag)の法的性質は、事務処理契約(Geschäftsbesorgungsvertrag—§ 675 BGB)とされる(Claus-Wilhelm Canaris, Bankvertragsrecht, 2. Aufl, 1981, Rdn. 2011)。振替取引に関しては、参照、田辺光政「ドイツにおけ

る振替取引——現金を用いない合理的支払取引——」阪南論集一一卷二号（一九七五年）一五頁以下。

- (3) Canaris, a. a. O. Rdn. 2008.
- (4) 参照、河本、金法八七〇号四六、四八頁。
- (5) 振替銀行と寄託顧客との間にも、信託関係の存在が認められる。したがって、二重の信託関係が見出される。Georg Opitz, Depotgesetz, 2. Aufl., 1955, §42 Anm. 9 (S. 443); Klaus Peters, Wertpapierfreies Effektsystem, 1978, S. 78 f.
- (6) Canaris, a. a. O. Rdn. 2036 f.
- (7) かつては、この両者の関係を、信託財貨に対する権利が委託者から受託者へ完全に移転することになる信託的（fiduziarisch Trenhand）関係としてとらえる見解もあった。この見解に対しては、当初、受託者による信託財貨の直接的取得を要求する直接性の原則（Unmittelbarkeitsprinzip）との不整合が批判された。その後この点は克服されたが（河本、研究、一一八頁以下、Peters, Effektsystem, S. 79 f.; Canaris, a. a. O. Rdn. 2036）今日では、混蔵保管と同一の同時以前の所有権者が混蔵寄託法高に関する共有持分を取得すると規定する § 6 I DepG 及び § 15 S. 2 AGB der WSB (ii) 条文については、Canaris, a. a. O. Rdn. 2066) に依拠して、WSB は完全な権利所持人とはならなく、これを (Canaris, a. a. O. Rdn. 2036)° の信託関係の法的性質に關しては、Peters, Effektsystem, S. 71 f. が詳細に論じている。
- (8) Canaris, a. a. O. Rdn. 2018.
- (9) Canaris, a. a. O. Rdn. 2019 f.
- (10) 参照、河本、金法八七七号二四頁。
- (11) この点に関しては、詳しくは参照、河本、研究、二六二頁以下。
- (12) Canaris, a. a. O. Rdn. 2020; Ingo Koller, „Der gutgläubige Erwerb von Sammeldepoteinheiten an Wertpapieren im Effektingroverkehr,“ DB 1972, 1859; Opitz, DepG, §§ 6, 7, 8 Anm 29; GroßKommentar zum HGB, 2. Aufl., 1960, § 424 Anh. II Anm. 86 (Ratz); Münchener Kommentar zum HGB, Bd. 3, Schuldrecht, 1980, § 747 Rdn. 17 (Karsten Schmidt); Fritz Fabricius, „Zur Theorie des stückelosen Effektingroverkehrs mit Wertrechten aus Staatsanleihen,“

Acp 162 (1963), 479 Fn. 77; OLG München WM 1955, 1719.

この場合の § 929 S. 2 BGB の簡易の引渡として構成された § 1 の現実の引渡として構成される理由は、占有媒介関係の転換が § 1 の意味の引渡としてみなされるべきにあり（なお、質権の設定のための引渡 (§ 1205 BGB) に関して同様に構成される）、以下のように論じられている。即ち、譲渡人（売却銀行）は、占有媒介関係を終了させるべき指図に基づいて、はじめに自己の占有を失う。同時に、取得者はこの指図にしたがって間接占有者となる。なぜなら、他人を代理して自己と法律行為をなす者たる自己代理人（Selbstkontrahent）としての WSB は、買付銀行と信託契約を締結するからである。その WSB の占有を占有媒介関係の転換の中で § 929 S. 1 BGB の意味での引渡を見る充分な根拠が与えられている（Vgl. Fritz Baur, Lehrbuch des Sachenrechts, 11. Aufl., 1981, S 51 III 2; Münchener Komm. zum BGB, Bd. 4 Sachenrecht, 1981, § 929 Rdn. 133 (Quack); BGH NJW 1959, 1536, 1539.）以下に開くことは、Koller, DB 1972, 1859, Fn. 35, 更に Canaris, a. a. O. Rdn. 2020.

右の見解に反対するものとして Wolfgang Zöllner, „Die Zurückdrängung des Verkörperungselements bei den Wertpapieren,“ in Festschrift für Ludwig Raiser, 1974, S. 263.

(13) 以下参照、河本、金法八八〇号三六頁以下。

(14) Koller, DB 1972, 1860; Canaris, a. a. O. Rdn. 2026.

(15) Canaris, a. a. O. Rdn. 2027; Koller, DB 1972, 1905 f.; Schlegelberger-Hefemehl, Komm. zum HGB, 5. Aufl., 1977, Anh. zu § 406, Rdn. 327; Münchener Komm. zum BGB, Bd. 3, § 747 Rdn. 17 (Schmidt). Vgl. Fabricius, a. a. O. 482. なお、権利者の帰責性の要件は、高められた流通保護の必要性に基づいて排除される (Canaris, a. a. O. Rdn. 2029)。

(16) 我国の株券等保管振替法上での善意取得の問題に関しては、参照、私法四五号（一九八三年）一三九頁以下、『株券等保管振替法の概要』別冊商事法務七四号（一九八四年）四六頁以下、河本、ジュリ八二〇号（一九八四年）二〇頁以下、『注釈株式会社法上』一九八四年、四一四頁以下（前田庸）。

右の法律によれば、顧客は、預託株券について共有持分を取得し（二四条参照）、混蔵寄託関係、共同的占有関係が前提と

されていることは、西ドイツと同様である。そして、口座簿上に記載された者は、記載株式数に応じた株券の占有者とみなされ(二七条一項)、株式譲渡に際しての口座簿上への振替の記載は、株券の交付があったのと同じ効力を有すると規定されている(二七条二項)。そこで、右の二七条の規定により従来の有価証券法理に合致して、買手の善意取得が保証されているとされる。前掲の諸文献の主張によれば、右規定による善意取得にあっては、なんらかの信頼要件の存在に関する要求は問題とされていない。確かに右規定の存在によって、占有移転、証券の引渡の面では明瞭性がもたらされているが(代理占有されている共有持分の譲渡が占有改定、指図による引渡によって成立すると構成しない点において明確化されている——参照、河本、研究、二六〇頁以下、とくに、二六五頁——)。この規定に対する疑問としては更に後述三(6)、信頼要件の点では本文中で述べた批判の当てはまることは否定できない。そこで、この振替取引制度の下で行われる株式取引にあっては、振替取引制度自体に対する信頼、即ち、より具体的には、保管振替機関・参加者の管理する口座簿上への記載に対する信頼の存在が前提とされているものと解して、要件が特別に緩和されると考えて、広く善意取得と認めるのが、右規定の趣旨に合うものと解すべきであろう。しかし、そうであれば、二七条二項により、証券の現実的な移転(引渡)が擬制されることが、かえって、真の問題を見誤らせる危険があるように思われる。但し、正当に指摘されているように、取引の実態に照らして見れば、この振替取引制度の下で、善意取得の成立の有無が問題となる事例の発生の余地は小さいと思われる。とくに真の権利者の保護が、保管振替機関、参加者の負担する補てん責任によって図られているから、それもまた右の余地を小さくする。

(17) Baunbach-Heferneh, Wechselgesetz und Scheckgesetz, 14. Aufl., 1984, WPR Rdn. 22. 参照、小橋、前掲書、四〇頁。

(18) 我國の株券等保管振替法の対象たる有価証券については、同法二条が規定する。

(19) Canaris, a. a. O. Rdn. 2082.

(20) 河本、研究、三五頁、Zähler, in Köhner Kommentar zum AktG, Bd. 1, 1973, § 123 Rdn. 25 f. 記名株券に関して、§ 135 VII AktG. 河本、研究、五五頁注(49)。なお、振替銀行による議決権の代理行使に関しては、参照、§ 135 I AktG. および、ハンス・ヴェルディンガー・河本一郎編『ドイツと日本の会社法(改訂版)』一九七五年、七六頁以下、八六頁以下。無記名株式に関する株主総会の招集通知等については、§§ 125, 128 AktGの規定にしたがって、振替銀行をとおして

- 顧客(株主)に伝えられる(参照、ヴェルディングガー・河本、前掲書、七三頁以下)。更に参照、西ドイツ普通銀行取引約款三九条(河本一郎・後藤紀一訳、金法八七九号(一九七九年)五七頁)。
- (21) 西ドイツ普通銀行取引約款三七条一項(河本・後藤訳五七頁)。
- (22) Zöllner, Festschrift für Raiser, S. 260; Hueck-Canaris, Recht der Wertpapiere, 11. Aufl., 1977, S. 15.
- (23) 河本一郎『現代会社法(新訂第二版)』一九八二年、一一〇頁。周知のように、我国通説が、有価証券の定義に関して、権利の移転についての権利と証券の結合関係を取り込んでいるのは、記名株券についての権利行使の問題があるためだが、権利行使の前提である株主名簿の書換に株券の呈示が必要であることに着目すれば、記名株主権の行使には株券所持を必要とすると言うことができる(鈴木竹雄『商法研究Ⅱ』、一九七一年、三〇〇頁、河本、会社法、一一〇頁)。したがって、有価証券の定義としては、権利行使に証券を必要とするものとなす西ドイツ通説と同一の立場を支持すべきことになる。西ドイツ通説も、記名株式についての権利行使と株主名簿の書換に関して、右と同様に理解していると思われる。
- (24) Canaris, a. a. O. Rdn. 2126.
- (25) 国債、公社債についての普及に比べて、株式については未だ十分に普及していませんと言われている。Peters, Effektivsystem, S. 43 によれば、株券中集合証券化されているのは、1975/76 年で、全体の六分の一強(1972/73 年では約七分の一)であるが、その存在する集合証券の九九・九%は二・五〇の株式を包摂するにすぎず、更に、そのうち一〇の株式を包摂するものが八四・四%を占め、証券取引の合理化の手段として、集合証券は充分に利用されているものではない。
- (26) この規定の翻訳として、河本、金法八七二号二八頁。
- (27) Vgl. Canaris, a. a. O. Rdn. 2133. 但し、株券に関しては、株主が固有の社員権の一つとして会社に対し有する株券の交付請求権との衝突の問題が生じる。しかし、現在では、全く現実に株券がなくとも、§ 9a DnG による集合証券の発行の下での振替取引において、それは完全な流通力を有し、また、その株主権行使が可能であることから考えれば、定款の規定により、個別的株券引渡に対する社員権的請求権を排除することは許されると解すべきであろう(Canaris, a. a. O. Rdn. 2135)。

- (28) Hueck-Canaris, a. a. O. S. 16.
 (29) Hueck-Canaris, a. a. O. S. 17; Canaris, a. a. O. Rdh. 2044.
 (30) 価値権に関する我国の文献としては、河本、研究、一五八頁以下。
 (31) 我国の株券等保管振替法は、その一九条において、預託株券の株式にかかわる新たな株式の発行がある場合について、株券が現実に発行され、保管振替機関に預託される以前に、「当該株式が発行された時に、保管振替機関に株券の預託がされたものとみなす」と規定しており、株式の発行から現実の株券の発行・預託までの間に、価値権の存在を認めるのと同一の法律関係の生ずることを前提としている。
 (32) 銀行および取引所取引における国債の取扱に関する、一九四〇年二月三日命令および一九四二年四月一八日命令、これらについては、河本、研究、一四八頁以下。

二 化体要素の後退

(一) 表象・化体と有価証券法理——化体の効力

(1) 一において概観した西ドイツの有価証券振替決済制度の下においては、その中に取り込まれる有価証券 (Billette) の本来的に有する権利の証券への表象という本質的要素が、その実質的意義を失ってしまっているという指摘がとよになされている。そこで、次にこの問題を検証することとし、まず、古典的有価証券法理の下での権利の表象・化体の意味について簡単に見ておこう。

(2) 有価証券は、財産的価値ある私権を表象する。即ち、有価証券は、その上に権利を化体しているものである。⁽¹⁾ この権利の証券への化体の観念は、サヴィニーの無記名証券に関する議論に基づいている。⁽²⁾ 債権譲渡にあっては、債権者が譲渡人に対して対抗できる抗弁は、譲受人に対しても対抗され、また、最終の譲受人は、権利行使に当り、す

べての中間に生じた債権譲渡に関して証明をしなければならぬ。このような債権譲渡法（債務法規範）にしたがった債権の譲渡の困難を排除するために、サヴィニーは、証券を所有権および占有の対象となりうる物として把握し、この物は、所有権の移転の原則（物権法規範）にしたがって譲渡されうるとする。この証券は、権利をその中に包含するものであるから、権利は有体物として把握されることとなる。ここにおいて、権利の証券への化体の観念（化体理論）が成立するに至る。

化体理論の中核は、その化体する権利の譲渡（移転）に関する物権法規範の適用にある。当初においては、証券が法律関係上第一義的なものと考えられたが、後には、権利が第一義的なものに転換された。⁽³⁾そして、現在、西ドイツ通説は、ブルンナーの提唱した定義にしたがって、有価証券とは、その中に私権が、権利行使にその所持が必要であるという形で表象（化体）されている証券であると定義している。ここでは、権利行使に当っては、証券の所持が必要であるという形で、証券の呈示に重点が置かれている。したがって、西ドイツ通説は、当然に、記名証券をも有価証券として認めている。通説に反対して、有価証券の本質を流通性に認め、無記名証券、指図証券のみを本来的な有価証券と解する見解も一時有力に主張されたが、近時は再び従来の通説が一般的に支持されているようである。右の定義は、我国通説が有価証券の定義中に、権利の移転についての権利と証券との結合関係を取り込んでいるのと異なっている。⁽⁴⁾

(3) 権利と証券の結合、つまり、証券への権利の化体は、証券の占有に対して以下の効力を付与する。即ち、証券の占有は、証券所持人に権利者としての外観を与える。この権利の外観は、第一に、債務者のために作用し、債務者は、証券と引換えに（証券を受戻して）債務を履行することにより免責され、二重払いの危険を免れる。第二に、その外観は債権者のために作用して、権利者はその証券の所持により自己の権利を証明でき、権利を行使できる。第三

に、右の外観は、譲受人の保護のために作用して、それは、権利の外観に対する信賴者の保護（善意取得、抗弁の制限）を生み出し、それにより有価証券の流通性が生ぜしめられる。以上の証券占有の生ぜしめる効力は、無記名証券および指図証券（公信用ある有価証券）については、全面的に当てはまるが、記名証券についてはそうではない。証券の種類に応じてさまざまな程度で右の効力を生じるのである。

西ドイツ法上では、無記名証券および指図証券の譲渡は、動産所有権の譲渡に関する規定にしたがって行われる。即ち、動産所有権の譲渡には、物の引渡とその物の所有権の移転に関する合意とによって行われるとする § 929 BGB の適用がある。これらの証券の移転、譲渡に物権法規範が適用されることにより、これらの証券に関しては善意取得が認められ (§§ 932 ff. BGB)、ここにおいて、権利の証券への化体の觀念は、有価証券の流通力を高めることに結び付く。右の事柄は、「証券上の権利は証券に関する権利に従う」という形で公式化されるが、しかし、それについて、その有している真の意味を見誤ってはならず、また、過大視してもならない。通常的には、証券上の権利の移転の意思なくして証券に関する権利だけを移転することはできず、また、そのような証券に関する権利の取得だけによって証券上の権利が取得される関係にはない。無記名証券、指図証券における証券と権利の堅い結合に基づいた物権法規範の債権的権利の移転への適用が目ざしているのは、右の善意取得の認容にあるのである。⁽⁵⁾

以上の西ドイツ法におけると同様に、我国においても、無記名証券および指図証券上の権利の移転に関しては、証券の交付（引渡）が必要であると解されていると云ってよいであろう。⁽⁶⁾

他方、記名証券上の権利の譲渡・移転は、債権譲渡法の規定 (§§ 398 ff. BGB) にしたがって、債権譲渡に関する合意により行われる。この証券上の権利の移転の結果として、証券に関する所有権が移転される (§ 952 II BGB)。記名証券上の権利の譲渡には、それが要件とされている証券の種類があるとしても、必ずしも、証券の引渡が必要で

あるとされているわけではない。我国においては、記名証券の指名債権譲渡の方式にしたがった譲渡について、証券交付が必要か否かは争いのある点である（とくに、指図禁止手形の譲渡に関して争われている）。

(二) 有価証券振替決済制度の下での化体要素の後退

(1) 一においてその概要を見た西ドイツの有価証券振替決済制度の下では、権利の流通力を高めるために生み出された権利の証券への化体という有価証券の本質的要素が、実質上の意義を失ってしまっているということがつと指摘されている。⁽⁷⁾この現象を、ツェルナーは、化体要素の後退（Zurückdrängung des Verkörperungselements）と呼んでいる。⁽⁸⁾

前述したように、現在西ドイツにおいては、有価証券はその表象されている権利の行使に証券所持を必要とするものと定義されて、権利と証券との堅い結合関係が強調されている。また、有価証券の流通性は、権利の証券への表象・化体によって確保されるに至った。ところが、この表象・化体という要素は、近代の大規模な証券取引においては、逆に証券流通を阻害するものとなってしまった。振替決済制度は、権利が化体されている「証券」を排除する方向で発展を遂げてきたのである。

(2) 右の化体要素の後退は、非表象的な Effekten である価値権については明白である。これにあっては、権利が証券に表象されるという現象は全く発生せず、ただ（少くとも）法的効果においてのみ、Effekten の存在する場合と同一に価値権が取り扱われるにすぎないのである。したがって、価値権の法的性質と有価証券概念との関係の考察が必要であろう（後述三⁽¹⁾）。

(3) 一般的な表象された Effekten の混蔵保管と振替取引の制度（まさに我国で行われようとしている株券等の振

替取引制度)の下においても、右の化体要素の後退現象は認められるべきである。この混蔵保管にあっては、Effekten 所持人、即ち、寄託者は、WSB に混蔵保管されている同一種類の全寄託物に関して、自己の寄託により間接共同占有を有することになり、かつ、共有物に関して持分を取得するわけである。そして、寄託者は、§ 71 DepG により個別的 Effekten の引渡請求権を有するけれども、その Effekten の占有は、段階構造の下での稀薄化された占有であるにすぎず(前述)、Effekten 所持人は観念的な持分を有するにすぎない(9)。このような状況においては、権利の証券への表象・化体は、寄託帳簿中への記載によって代替されていると言ふべきであらう(10)。このような Effekten 所持人に対して、その権利行使に当り Effekten の所持、たとえば、株券の呈示(供託)を要求するというのであれば、化体要素の後退の現象にも限界があることになるかもしれない。しかし、それは非現実的な要求であり、実際には、株券(無記名株券)に関して、株主の会社に対する現実的な株券の呈示は、全く株主権利行使のための要件ではなくなっている(前述(11))。株主の権利は、受寄銀行の発行する証明書に依拠して行使され、銀行はその証明書発行に際して、株券をなら調査することなく、もっぱら寄託帳簿上の記載にのっとって証明書を発行している。したがって、証券の所持による権利者の資格付け、即ち、有価証券の資格授与機能は、専ら帳簿上の記載、記帳によって引き受けられ、代替されている(12)。そして、この資格授与機能に対応して債務者に免責が与えられる。したがって、証券の流通性に対応関係にある証券の資格授与機能および免責機能は、全面的に記帳によって代替されているのである。ここにおいては、したがって、有価証券の非有体物化の現象と共に、前述した有価証券の定義自体に対する再考察が必要となるのかという問題が発生してくる(後述三(三))。

更に、この混蔵保管されている Effekten の譲渡に関しては、それは、単なる混蔵寄託物についての共有持分の譲渡のみによって行われ、法律構成的には、§ 929 S. 1 BGB による合意と現実の引渡(占有媒介関係の転換)によつ

て行われると解されている。しかし、実際には、全く個々の証券の移動なしに行われ、譲渡は、合意と WSB および振替銀行によってなされる振替記帳によって行われる。したがって、ここでも、権利の証券への表象・化体は、記帳行為によって代替されているのである⁽¹³⁾。

有価証券の流通性にとって不可欠な要素である善意取得制度は、法理論的に見れば、本来この振替取引制度の下では認めることができないものである。しかし、この振替決済制度の目ざす証券取引のより一層の促進、合理化という目的に照らせば、この中に取り込まれた Effekten にはこの制度の外に存する有価証券についてと同一程度の流通力が付与されるべきであって、善意取得制度の妥当が認められる必要がある(前述)。その場合に、信託要件として、寄託帳簿中への記帳が認められるべきである。したがって、ここにおいては、有価証券は、その表象・化体という要素により目ざされた大きな流通力の確保、とくに最も重要な善意取得の可能性の保証という機能を失ってしまい、この機能は、記帳に帰属せしめられたと言うべきである⁽¹⁴⁾。

(4) 集合証券は、証券発行の節約と有価証券法理適用のための基礎である物としての性質とを調和するために、作り出されたものであるが(前述)、しかし、それにより、権利の証券への化体の維持が実現されていると考えるには無理がある。集合証券が証券としての機能を実質上全く失ってしまっていることは、右の Effekten に関する議論から自明の事柄である。集合証券にあっては、証券は WSB の金庫の中に止まっており、全く誰の目にもふれることなく、化体要素は完全に記帳によって代替されている。集合証券に表象されている権利の行使にも、権利の譲渡にも(善意取得制度の妥当のために)、集合証券は必要ではなく、専ら、記帳にその役割が課せられている。更に、右のことは、集合証券に関して、寄託者から個別証券の引渡請求権が奪われるときには、決定的に明白となる。この場合には、権利行使のための証券呈示は、潜在的にも全く考慮されえない⁽¹⁵⁾。寄託者には、全く Effekten を手にする可能

性が失われ、集合証券に関する共有権についての観念的な持分を有するだけである。⁽¹⁶⁾

- (1) 有価証券に関する理論一般に関しては、小橋一郎『有価証券法の基礎理論』、一九八二年、一三頁以下、同「ブルンナーにおける有価証券」阪大法学七号（一九五三年）一七頁以下、同「ヤコビの有価証券概念」『竹田古稀商法の諸問題』、一九五二年、三九三頁以下、上柳克郎『有価証券の定義と特徴』『会社法・手形法論集』、一九八〇年、三二二頁以下、河本一郎『記名証券の有価証券性』『神戸経済大学五十周年記念論文集法学篇』、一九五三年、四六七頁以下、同「債権譲渡の對抗要件と有価証券——再び記名証券について——」神戸法学雑誌六卷一・二号（一九五六年）二二六頁以下、石井照久『有価証券理論の反省』『商法における基本問題』、一九六〇年、八九頁以下、Hans-Joachim Haug, Die Begriffsbildung der Wertpapiere, 1969.
- (2) 小橋、前掲書、二四頁以下、Haug, a. a. O. S. 36.
- (3) Haug, a. a. O. S. 36 ff.
- (4) 「権利の移転または行使」に証券を必要とするとか、あるいは、「権利の移転および行使」に証券を必要とするなど、ちまた見解が主張をめぐらる。この点に関しては、参照、上柳、前掲、三二五頁以下。
- (5) Hueck-Canaris, Recht der Wertpapiere, 11. Aufl. 1977, S. 4 f.; Baumbach-Herfemehl, Wechselgesetz „und Scheckgesetz“, 13. Aufl. 1981, WPR Rdn. 10; Ernst Jacobi, Wechsel- und Scheckrecht, 1956, S. 34 ff.
- (6) 上柳、前掲、三二六頁、三三四頁。
- (7) 参照、河本『有価証券振替決済制度の研究』、二五八頁以下。
- (8) Zöllner, „Die Zurückdrängung des Verkörperungselements bei den Wertpapieren,“ in Festschrift für Ludwig Raiser, S. 249 ff. この論文の紹介として、木内宜彦「L・ライザー七〇歳誕生日祝賀論文集「私法制度の機能の変遷」」レウ（下）中大法学新報八三卷一・二・三号（一九七七年）一五七頁以下。
- (9) Hueck-Canaris, a. a. O. S. 14; Koller, in Gutachten und Vorschläge zur Überarbeitung des Schuldrechts, Bd. II, herausgegeben vom Bundesminister der Justiz, 1981, S. 1492; Fabricius, „Zur Theorie des stückelosen Effektingiro-

verkehrs mit Wertrechten aus Staatsanleihen," Aep 162, 481.

(9) Canaris, Bankvertragsrecht, 2. Aufl., Rdn. 2040. Vgl. Fabricius, a. a. O. 481.

(11) 我国の株券等保管振替法の規定する「保管振替機関への記名株券の名義書換(したがって、会社の株主名簿上では株主は保管振替機関だけとなる)」と、実質株主の実質株主名簿に基づく権利行使の制度は、西ドイツにおけると同様の関係を生ぜしめ⁹⁰。

(12) Hueck-Canaris, a. a. O. S. 15; Koller, Gutachten Bd. II, S. 1496 f.

(13) Canaris, a. a. O. Rdn. 2040; Hueck-Canaris, a. a. O. S. 15; Baumbach-Hefermehl, a. a. O. WPR Rdn. 91.

(14) Hueck-Canaris, a. a. O. S. 16; Baumbach-Hefermehl, a. a. O. WPR Rdn. 92.

(15) Hueck-Canaris, a. a. O. S. 18.

(91) Canaris, a. a. O. Rdn. 2042; Hueck-Canaris, a. a. O. S. 16; Koller, Gutachten Bd. II, S. 1494; Baumbach-Hefermehl, a. a. O. WPR Rdn. 91, 92.

三 有価証券振替決済制度と有価証券法理

(一) 化体要素の後退と有価証券法理

(1) 西ドイツの有価証券振替決済制度の下においても、我国の株券等保管振替法の下においても、前述のように、証券権利者(株主)は、W.S.B. 保管振替機関の元への証券の混蔵寄託と寄託帳簿への記帳により、全混蔵寄託在高に関する共有権、共有持分を有することになり、この共有持分が振替記帳によって譲受人に移転されるわけである。とくに、我国の株券等保管振替法によれば、右の振替記帳は、株券の交付があったのと同一の効力を有すると規定されてゐる(同法二七条二項)。即ち、ここでは、株券それ自体の引渡・交付があるものと看做されている。共有持分

の譲渡も、完全な所有権の譲渡の方式に倣って行われると考えられていることから、西ドイツ、我国いずれの法制によっても、右の点に関しては、少くとも、実際には寄託帳簿上での振替記帳が行われるにもかかわらず、それによる権利の移転は、証券（共有持分または証券自体）の移転として構成されている。

既述したように、今日の西ドイツの振替決済制度においては、一方では、振替記帳には証券の引渡・交付としての意義が与えられているが、本質においては、有価証券の化体要素は、集合証券の利用にあってはもとより、現実的な証券（Effekten）の混蔵保管の場合においても、実質的に後退していることが認められなければならない。他方において、この振替決済制度の目ざす、Effektenの取引の促進、流通の拡大という目的に照らせば、その移転に関しては、物権法規定が適用されて、容易な譲渡、善意取得、流通保護が保障される必要がある。この後者の面においては、振替記帳に証券の移転を見ることは適切であろう。しかし、前者の面との関係では、それは、現実的な証券の移転ではありえず、程度の差こそあれ、「法による擬制」により、または、「法の効力」によって証券の引渡・交付として看做されるものであるという点が認められるべきである。この点は、それを表象・化体する Effekten の存在しない価値権の場合においては、もとより自明のことのように思われる。しかし、価値権に関しても、単純に、化体要素の完全な後退（非表象）に基づいて、振替記帳——即ち、それは共有持分の移転を意味するのだが——によって生ずる権利の移転には、法によって（法の擬制によって）、Effekten の移転と同一の効力が与えられていると断定することはできない。なぜなら、ここにおいては、非表象的な Effekten たる価値権を、表象的な Effekten と同一の法的性質を有するものであるとして構成する余地が存するからである。

他方、西ドイツの集合証券および Effekten に関する占有媒介関係の転換の法的構成の中において、§ 929 S. 1 BGB の意味の現実の引渡が見出されうるとしても、実際には、譲渡は、全く個々の証券の移動なしに、合意と振替

記帳とによって行われている。ここにおいては、振替記帳による共有持分の移転・取得を証券自体の移転・取得として理解する余地がある。とりわけ、この点は、個別的 Effekten の混蔵保管に関して肯定されやすい。このような立場を、我国の株券等保管振替法二七条二項は明定している。しかし、このように解する場合には、振替決済制度中に組み込まれた証券に関しては、所持人は、寄託帳簿上でのみ証券を所有し、その所有権（権利）の移転は、振替記帳のみによって行われるという化体要素の後退の現象にもかかわらず、この「証券」の移転に関しては物権法規範が適用されるといふ事柄との関係において、三重の危険性が生ぜしめられる。即ち、第一に、（振替）記帳の有している意義を見誤り、第二に、物権法規範の適用という事柄の意味を見誤り、更には、第三に、化体要素の後退という現象と有価証券法理との不整合性を無視するという危険が生ぜしめられる。そして、また、そこにあるのは、振替決済制度の下での証券の取扱を念頭に置いての有価証券法理に対する修正の方向性も生じてこざるをえないのである。

右に加えて、更に、今日においては、有価証券取引の一層の拡大、促進を旨として、将来的な課題として価値権、集合証券の制度の導入の可能性をも念頭に置いた⁽¹⁾、表象的な有価証券、非表象的な有価証券の取引を同一な方向で法的に構成するという統合的な視点が、我々には要求されると考えるべきであろう。

そこで、以下（2）以下）においては、まずもって、価値権の法の本質の検討を通して、右に指摘した「法による擬制」の問題に対する考察をなし（国債に関する価値権については、西ドイツ通説は、この「法による擬制」を一致して認めている）、次いで、化体要素の後退と有価証券法理との関係について考察を加えて（二）、それにより、右の諸問題に解答を与えることとする。

(2) 登録国債・登録公債に関する価値権については、登録国債に関する二つの命令によって、したがって法によって、登録国債権（価値権）は、擬制により物となる（物と同様に取り扱われる）と解するのが西ドイツの通説であ

る。⁽²⁾したがって、債権者には、法の擬制により、混蔵寄託在高に關する共有権が成立し、それは、合意と擬制的な共同占有の移転によって移転される。そこで、この移転に關しては、物権法規定が適用され、§ 929 BGB の類推適用が認められることになる。⁽³⁾以上のような考え方に關しては、共有的關係にある債権に關する持分権を、法の擬制において動産とすること、即ち、債権を物権化することが右の法による擬制の意味なのかどうかは再検討される必要があるだろう。⁽⁵⁾

他方、価値権の法的性質に關しては、その概念の定立者であるオピッツをはじめとして、それ自体を物権的な性格もしくは物権類似の性格 (quasi-dinglichen Charakter) を持つものとしてとらえる見解⁽⁴⁾または、全く物権そのものとしてとらえる見解 (ファブリチウス)⁽⁵⁾が主張されている。このように、価値権自体に物権性を認めるのであれば、それは必然的に物権法規範にしたがった取扱に服することになる。したがって、その場合には、法による擬制という枠組は消滅して、価値権制度の広範な展開、利用への道が開かれることになる。

(3) オピッツの価値権理論⁽⁶⁾は、まずもって、信託理論の上に構築されている。オピッツは、混蔵保管において生ずる保管者と寄託者 (信託者) との間の寄託法的な信託關係に基づいて、顧客 (権利者) は、価値権に關する共有持分を有するが、この寄託者にはこの寄託持分に基づいて、受託者 (受寄者) の破産の場合の取戻権 (§ 43 KO) および第三者異議の訴の提訴権 (§ 771 ZPO) の付与という保護を受けられる。これによって、寄託された権利は、受寄者の債権者による行動に対して防禦され、このことは、まさに、価値権の物権類似の性格を明らかにしている。⁽⁸⁾そして、今や、価値権は、§ 90 BGB の意味の物に数えられるとする。⁽⁹⁾

右のオピッツの見解に対しては強い批判が加えられている。まずもってそれは、オピッツが受寄銀行の信託的地位に、価値権の物権性を結び付ける根幹に対して向けられている。即ち、債権も信託關係の対象でありうること、信託

財貨でありうることに全く問題がなく、そして、同様に、債権に関して、取戻権、第三者異議の訴の付与されることにも問題がないのであって（少くとも、寄託者と受寄銀行との間に信託的信託関係の存在を見ない以上は）、⁽¹⁰⁾ 何故に、受寄銀行の信託的地位に基づいて、債権的権利の物権的権利への変身が生ずるのかは、全く理解できないと批判される。⁽¹¹⁾ 更に、以下のように批判される。即ち、有価証券は、債権的権利を表象するのであって、無記名証券に化体された債権の債権的性格は、その表象・化体によって何ら変化を生じない。そこで、価値権を物権的性格を有するものと規定すると、それに価値権が対応するこのような証券に表象されている債権と価値権とを区別している事柄は証券中への化体の有無にのみ存するはずなのに、価値権は、右の債権自体が物権的性格を有していないにもかかわらず、物権的性格を有していることになり、したがって、重大な評価上の矛盾が生じてしまうと批判される。⁽¹²⁾

(4) 右のようなオピッツの理論にしたがうことなしに、債権が物権法にしたがって取り扱われることを正当化するのを追求して、⁽¹³⁾ 物権的権利の概念の再検討、すなわち、相対化により、価値権への物権法規定の適用を根拠付けているのがファブリチウスである。⁽¹⁴⁾

ファブリチウスは、次のように説く。物権の対象である物たることの本質を、実体たる物とのかかわり方の直接性に見るのであれば、確かに、債権については、客体との直接的なかわりは見出せないが、しかし、立法者は、債務者の債務の履行に対する債権者の期待、即ち、利益（債権者だけが直接的に関与できるといふ利益）を保護している。したがって、債務者の履行に対する利益は、債権に直接的に帰属している。更に、立法者は、債権を取引の対象として形成することにより、債権者の利益を財産的価値ある法的財産として取り扱い、債権者に対して権利行使を超えた支払権限を認めている。したがって、債権についても、物権と同様に、客体に対する直接的なかわり方を認めることが妥当である。それ故に、ここにおいては、物権の領域は拡大されるべきことになる。⁽¹⁵⁾ 物たること概念を有体物

に限定するのは、歴史的制約にかかわるのであり、右の概念の拡大によって、物権と債権との分断には疑問が生じてくる。右の意味において、有体物と並んで債権も物たりうるということは、混蔵保管されている登録国債について確認することができる。そこにおいては、物権法規定にしたがった取扱が行われている。物権法規定は、価値客体としての動産の存在を前提としており、物権法規定の適用のためには、このメルクマールの存在が探求される必要がある。このことは、有価証券および登録国債に関する混蔵寄託に関してもあてはまる。物である証券に権利の表象された有価証券にあっては、それにより物権法規定の適用の根拠が与えられているが、それは混蔵寄託されると、観念的な共有持分に取って代わられる。ここにおいて、共有持分に関する譲渡には、単独所有権の譲渡に関する規定が適用されるが、しかし、この場合には、証券はもはや不要となっている。即ち、その場合には、有価証券にとって、紙Ⅱ証券の果たしてきた有益な諸機能（移転的機能、担保的機能、資格授与機能）も証券からは失われてしまい、寄託帳簿への記帳が証書に取って代わっている。このような帳簿への記入による価値の移動は、登録国債についても認められているのだから、この記帳こそが、登録国債に関する持分と、有価証券の混蔵寄託在高の持分との同一的な取扱を可能にする共通的な要素である。⁽¹⁶⁾

右のような、いわば物権的権利の概念の相対化、修正の試みにより、価値権を物権的権利として性格付けることに對しても、前述したように、価値権の本質に基づけば、権利（債権）を表象する有価証券と非表象的な権利である価値権とを区別するのが、表象性の有無であったにもかかわらず、両者の間に評価上の矛盾を生ぜしめようという批判⁽¹⁷⁾が当てはまるであろう。

以上の検討の結果、表象的な Effekten に対応する価値権の法的性質は、その Effekten の性質によって定まり、それは債権性に求められるべきであって、それへの物権法規定の適用されることの根拠は、けしてそれ自体の物権性

に求めることができないと言える。そこで、物権法規定適用の第二の根拠である「法による擬制」の意味を検討することが次の課題となる。

(5) 問題とされるべきは、価値権自体の物権性ではなく、それへの物権法規定の適用可能性であるのならば、そこで定立されるべき問題は、物権法規定の適用のためには、法によって客体である価値権が物権であると擬制される、即ち、法の擬制によって価値権が物となることが必要であるかというものである。前述したように、債権的権利は、物たる証券に表象されることによって、有価証券として、物権法規定の適用されることを可能にした。この限りにおいては、証券上の権利（債権的権利）に関しても、物権法規定が適用されうることとなったのである。したがって、現行法上では、債権を物権法規定に服せしめることは全く可能なことである。ところで、ここでの問題である有価証券振替決済制度の下では、前述のように、有価証券の化体要素が後退し、それは寄託帳簿上への記帳によって代替されている。そこで、有価証券上に表象されている権利（債権）への物権法規定の適用の可能性の依り所が権利の証券への表象・化体にあつたのであれば——まさにそれが事実なのであるが——、この化体要素の後退の現象の下での、有価証券上に表象された権利、更には価値権への物権法規定の適用を可能なものに行っている、その適用の必要性の存否、および、その適用の「化体」要素に代わる基準は何かが問われるべきことになる。

混蔵保管された *Effekten* に関して、また価値権に関して（登録国債に関して）、その譲渡について物権法規定が適用されるべきこと、および、善意取得の制度が適用されるべきことは、振替決済制度の目ざす *Effekten* 取引の促進、拡大という目的から当然の事柄とされてきた。他方、*Effekten* に関する振替取引においては、広範に、寄託帳簿上の記帳が化体の機能を代替しており、それが譲渡に関する物権法規定の適用の、および、善意取得制度適用のメルクマールをなしている。このことは、価値権について（登録国債について）も完全に当てはまることである。した

がって、今や、債権への物権法規定の適用のために、化体は不要であって、価値権への物権法規定の適用も、価値権の物権性にかからしめられる必要は全くなく、可能な事柄である。⁽¹⁸⁾ かくして、今日においては、立法者は(登録国債に関する二つの命令において)、債権、即ち価値権を、物権化することなしに、物権法規定に服せしめたのであるという見解が強い支持を受けるに至っている。⁽¹⁹⁾ したがって、登録国債に関する命令における、非表象的な登録国債(価値権)と国債証券との同一視が目ざしているのは、登録国債(価値権)への物権法規定の適用だけにしかすぎないと解されることになる。

(6) 右のようにして、価値権に関する「法の擬制」を理解するのであれば、それは、表象的な有価証券および集合証券に関する制度の上にも反映するものであろうか。

まずもって、Erfekten および集合証券に関する共有持分の振替記帳による移転を Erfekten 自体の移転として理解することを維持する考え方がありうる。したがって、この立場においては、この持分(証券)の譲渡に物権法規範が適用されることは当然の事柄となる。この立場は、我国の株券等保管振替法によって徹底されている。即ち、それは、共有持分の譲渡について、更に歩を進めて、法の規定により、「株券」の譲渡(引渡)として擬制している。この規定は、それにより、振替取引の下での化体要素の後退を除去して、法律関係を明確にし、伝統的な有価証券法理との整合化を図ろうとしたものであろう。しかし、実際においては、右規定の擬制の目ざしている効果は、化体要素の後退の状況のままでも、認められうるものであるから、右規定のこのような擬制の有している実質的意義は乏しいものであるように思われる。むしろ、それが、株券の実在性に拘泥することから、同法一九条の規定の存在するにもかかわらず、価値権、更には集合証券への証券取引の発展の方向性に対して重大な障害を生み出す危険があると危惧しないではいられない。⁽²⁰⁾

右に示した考え方に対しては、第一に、有価証券振替決済制度の下での化体要素の後退という事柄から、第二に、証券取引制度の集合証券および価値権への方向性における発展という面から、疑問を持たざるをえない。この制度の中に組み込まれた Effekten の化体要素が記帳によって代替され、その移転が振替記帳によって行われることを考えれば、明確に、この制度の中に取り込まれたすべての表象、非表象の Effekten (有価証券、集合証券、価値権)には、その表象性の有無には全くかかわりなしに、法によって、その制度の外の対応する表象的 Effekten についての法的取扱いと同一の取扱いが認められうる(勿論、この制度の特殊性に基づいた表象的な Effekten との取扱いの相違はありうるだろう)ということ、したがって、共有権の持分にせよ、純粋な記帳上の権利にせよ、記帳された権利が対応する Effekten 自体と同一的に取り扱われるということから出発されるべきであろう。このような見地に立つて、物権法規定の適用の下で、寄託帳簿への記入による寄託、振替記帳による権利の移転、更には、証券上の権利行使に関する法的諸問題の解明を行っていくべきであり、また、証券取引の一層の合理化、拡大の道を追求していくべきであろう。

(二) 化体要素の後退に依拠した有価証券法理の変革・修正の提唱

——ツェルナーの見解

(1) 表象化された有価証券(Effekten)および集合証券の混蔵保管、振替取引だけでなく、非表象的な Effekten たる価値権の制度の Effekten 取引への導入を肯定し、更に、振替決済制度の中に取り込まれた Effekten や集合証券自体には、広範に化体要素の後退が認められるということを出発点として、表象的な Effekten と集合証券および非表象的な価値権の統一的な把握を図ろうとするときには、(一)で述べたような(オピッツ、ファブリチウスのように)、

価値権の物権性、物権類似性といった価値権自体の法的性質に目を向ける方向性と並んで、価値権の物権性を否定したまま、反対に、Effekten に関する伝統的な有価証券法理の変革、修正を認めて、Effekten と価値権とを統一的に把握して、有価証券法理の再構成を図るという方向性も考えることができるものである。このような方向で議論をしているのがツエルナーである。⁽²¹⁾

(2) 有価証券の概念の中心は、西ドイツ通説によれば、権利行使に当たっての証券の呈示にある。この際、この呈示（証券の所持）には、本来、現実的な呈示（所持）が理解されてきたと言つてよい。更に、流通証券（無記名証券・指図証券）に関しては、その譲渡は、動産所有権の譲渡にならつて、それに関する物権法規定にしたがつて行われ、とくに、証券の占有の移転が要求される。これは、証券への権利（債権）の表象・化体によって可能ならしめられ、それによりこれらの証券に強度の流通力が付与された。

ツエルナーは、これら二つの有価証券に関する中心概念に対して疑問を提起していく。ツエルナーの議論の前提として認められているのは、混蔵保管され、振替取引によって取引されている Effekten 自体に関する化体要素の後退の現象であり、このことは、集合証券に関しても当然に認められるということであろう。更に、ツエルナーは、非表象的な Effekten たる価値権の証券取引中への導入を認容し、そのうえで、混蔵保管・振替取引中の Effekten と価値権とを統一的に取り扱うべき必要性を認容している。

(3) そこで、第一に、証券取引中の Effekten のうちで、とくに株券に関して、議決権、利益配当請求権、新株引受権等の行使に当って、なら、会社に対する株券の呈示が要求されない（前述）ということ指摘したうえで、株券の有価証券性を否定しえない以上は、資本市場の大量証券に関しては、化体された権利の行使には証券の所持、呈示が必要であるという原則にしたがうことは、法的真実とは遠く掛け離れているとする。⁽²²⁾そして、右の権利と証券と

の結合にとって決定的な事柄は、権利行使との関係でその結合が有している目的であり、「この目的は、表象された権利の取得者にとって、通常の債権譲渡法によって資格付けられている他の者による権利行使に対して（参照、§§ 407, 408 BGB）」保証されることにある」と述べ⁽²³⁾る。そして、結論として、「有価証券の概念の意義における所持の要件は、呈示のための準備として理解される必要はなく、所持の要件は、権利者が証券を間接的にのみ占有するにすぎない場合であっても、他人、とくにたとえ以前の権利者による利用が排除されるということが保証される形で占有されているのであれば充足される⁽²⁴⁾」とする。

右の呈示要件の修正に関しては、カナリスはツェルナーの見解を支持する⁽²⁵⁾。そして、株式に関して、集合証券が発行され、個別証券の交付請求権が排除されているときには、株主の権利行使につき、証券（株券）の呈示は潜在的にも全く考えられないと指摘する。なぜなら、個別的証券は全く存在せず、集合証券自体は、呈示に定められていなし、適合してもいないからである。他方、集合証券は、§ 9a DnG において、明確に有価証券（Wertpapier）として表示されているので、立法者も、有価証券は常に呈示証券であるという観念から別れを告げたということが明らかになるとする。

けれども、カナリスは、ツェルナーのように、右の呈示要件の後退に基づいて、有価証券法理としての呈示要件の放棄を主張することに対しては批判的である。即ち、Effekten 取引の枠組外においては、呈示要件は性急に放棄されるべきではなく、右の呈示要件の後退という現象の出現は、Effekten 取引の特異性を示すものであって、この現象は有価証券法的現象自体ではなく、反対に、本来的な固有の有価証券機能の後退の結果だからであるとする⁽²⁶⁾。現段階においては、カナリスにしたがって、右のような従来の有価証券法理との不整合は、未だ Effekten 取引に固有な特殊な例外的現象として理解すべきであろう。

(4) 更に、ツェルナー⁽²⁷⁾は、流通証券（無記名証券および指図証券）の譲渡に関しては、占有の移転は間接占有の移転でも充分であるが、占有移転の要求は時代に制約されたものであったとしたうえで、Effekten および価値権に関して、統合的に、物権法規定（占有移転を媒介とする）の適用により、その流通（取引）を考え、流通（取引）保護を図るということを放棄すべきであるとする。即ち、このような方向での有価証券法理の再構成、および、それを前提としたうえでの振替取引における流通保護（善意取得）の認容を提唱している。この立場にあっては、価値権の物権性といった事柄は、全く問題にされる余地はなく、当然に、（再構成された）有価証券法理の対象として認められることになる。

ツェルナーは、その主張を要約して次のように述べている。即ち、「まさに、混蔵管理された資本市場価値について考察するとき、それは、我々に、動産物権法上の規制は、何らこの問題にとり完全に適合する基盤を与えてはくれないということを教えてくれる。したがって、価値権に関する流通保護を物権法にかからしめる代わりに、有価証券についての集合保管持分に関する流通保護と、価値権に関して適格的と認められる流通保護とを同一化させることが適切であろう。このことは、必然的に、今日の化体要素の後退に方向付けられた流通証券取引の発展に合致し、そして、その結果、必然的に、証券に関する権利の証券上の権利に対する意義は、引き退がらなければならぬ」とする⁽²⁸⁾。そのうえで、「流通証券に関しては、流通過程の物権法的考察は、後に退りぞかねばならない」ということが出てくる。無記名証券に関して言えば、譲渡的効力を持っているのは、その意味内容上は表象されている権利の譲渡をも内含している合意だけである。この権利の譲渡を内含しない証券の譲渡は許されない。譲渡人は、譲渡のために、物権法上の譲渡方式を利用することができる。これは、現行法上は、善意取得の保護を伴う権利移転を唯一生ぜしめうるものである。しかし、譲渡人は、表象された権利を、証券所有権が § 952 BGB により自動的に取得者に移転するとい

う効果を伴って、債権譲渡の方式で譲渡することができる。指図証券は、表象された権利に関する債券譲渡により、または、権利移転に関する契約的合意（交付契約）と結合された裏書によって、譲渡されうる。証券の付随的な引渡は必要ではない。直接的な占有または間接的な占有の移転も全く必要ではない。手形法一六条二項による流通保護は、取得者の側の直接占有の獲得なしにも働くのである。」とその結論を要約している。⁽²⁹⁾

以上に見たツェルナーの見解は、有価証券（流通証券）の流通（取引）過程に限定してではあるが、従来の有価証券法理を再構成しようという、即ち、有価証券の流通保護を物権法規定にかからしめることを放棄しようという大胆な主張である。しかし、これに関しても、先の問題点と同様に、Effekten 取引の領域における法的発展を、その領域を超えて有価証券法理自体の変革へと直ちに結び付けることには疑問があると言わざるをえないであろう。⁽³⁰⁾

(三) 有価証券振替決済制度の将来における展開の方向

(1) 有価証券振替決済制度の将来的な展開の方向性としては、価値権の全面的な導入による表象的な証券の排除と、集合証券による表象的証券の大幅な減少とが考えられる。西ドイツの学説上では、価値権への方向性を支持する見解が有力となっている。⁽³¹⁾ もっとも、この将来的展開の方向性は、経済秩序の側の要請に大きく従属しているものだから、ここでの議論はあくまでも法理論上の可能性の問題に止まっている。

(2) これらの論者は、他方の集合証券に対して強く批判する。その批判の中心は、集合証券に関しては個別的な Effekten に比してより一層の化体要素の後退が認められるから、集合証券に表象された権利についての共有持分を、Effekten の取扱いの場合と同様に取り扱うため、したがって、従来の伝統的な有価証券法理に服せしめるためだけに、有価証券たる集合証券を形式的に利用することは、法理論的に見て無価値なものであるという点にある。⁽³²⁾

そこで、次に、価値権の制度を広く導入することの可能性が問題になるが、その具体的な制度化に関しては、(3)で取り上げることとして、ここでは、価値権を一般的に私企業が利用できるのか、即ち、私企業が株券を発行する際に、自由にこの制度を利用できるのかという点について検討してみよう。この問題は、価値権を有価証券法理にしたがって取り扱うために、国債に関しては、法の規定により、価値権と国債証券との同一視が実現されているという事柄とかわわっている。

価値権の物権性を認める立場(オピッツの立場)に立てば、価値権の制度を認容するために、Effektenと価値権との同一視を生ぜしめる国債に関する命令のような法の規定は不要であり、その利用は無制限に認められることになるであろう。⁽³³⁾しかし、既に述べたように、価値権の物権性は全面的に否定されている。このような価値権の物権性を否定する立場においても、表象的 Effektenも振替決済制度の中に組み込まれれば、その表象性は記帳によって代替されてしまうけれども、それには、物権法規範および有価証券法理が適用されるということに目を向ければ、結局、この表象的な Effekten に対応する価値権に関しても、同一的な取り扱いを認めることができ、そのために特別な法の規定は不要であるというように考えることが可能であろう。⁽³⁴⁾但し、このように考える時には、物権法定主義の見地から、物権法規範の適用の可否を、当事者の私的な自治に委ねることに對する疑問が出てこよう。即ち、物権法規範の適用を当事者の自由な合意により寄託帳簿上への記帳に結び付けることは可能なのか、また、物権法規定の適用領域は、私的自治的権利創造によって拡大されるのかという疑問である。しかし、この点も、価値権は、仮にそれが表象された Effekten であるときにも、物権法にしたがって取り扱われることが不可能な場合には、常に物権法にしたがって取り扱われることができないという制限に服すると解することによって、乗り越えられるであろう。⁽³⁵⁾しかし、現実的には、法の規定により明示的に価値権の利用を認容することが、法律関係の明確化のために有益であることは

疑問の余地がない。⁽³⁶⁾

(3) ベータースは、価値権制度の導入に関する具体的な提案をなしている。彼は、価値権制度を、法理論的には登録国債制度に倣って、授權信託の基盤の上に展開しようとする。その対象としているのは、株券、公社債券、投資証券である。

ベータースは⁽³⁷⁾、ここでの目的を最も達成するのに有益な登録国債制度の中の形態を、次のものに見出している。即ち、その一方は、登録債から証券への自由な転換を全く排除した強制的な登録債制度 (obligatorische Schuldbuch-orderung)⁽³⁸⁾ に求められる。そして、その他方は、国債を有価証券振替決済制度の中に取り込んで、振替取引を可能ならしめるために、連邦国債管理局 (Bundesschuldenverwaltung) の管理する登録簿上の名義を WSB の名称としておくことが不可欠なことから採用された、WSB を登録名義人とする (WSB は受託者の地位に立つ) 集合登録債制度 (Sammel-schuldbuch-orderung)⁽³⁹⁾ に求められている (集合登録債の制度は、債権者自身が登録されている個別登録債制度と対比されるものである。個別登録債のままでは、流通性が欠けているので、WSB を登録名義人とするわけである。債権者 (顧客) の債権額は、振替銀行の顧客の口座に貸記され、他方、WSB における各銀行の口座に貸記される)。即ち、強制的な Sammelbucheffekten によって問題の解決を図ろうとする。ここでは、とくに、株式に問題を限定して見ていくこととするが、この株券なき株式にあっては、登録簿を管理するのは誰か、即ち、どのような機関が問われなければならない。⁽⁴⁰⁾ 公債にあっては、それは連邦国債管理局によって行われているが、しかし、私的な金融、投資に関しては、官庁による行政的、政治的コントロールは不要なものであって、中央的管理機関を設ける方途は否定されるとする。そこで、それは、株式発行者自身による私的な登録簿の管理に求められることになる。まれにしか行われることのない、会社自身が発行業務を行う場合には、発行会社自身が、そして、通常的な、銀行引

受団 (Bankenkonsortium) による一括引受による発行の場合には、引受団幹事銀行 (Konsortialführer) が、登録簿管理機関ということになる。⁽⁴¹⁾そして、この登録簿上に登録されているのは WSB ということになり、WSB と寄託者との間には、即ち、WSB と振替銀行、振替銀行と寄託者 (顧客) との間には、授權信託関係が成立することになる。⁽⁴²⁾したがって、登録簿上の債権者 (株主) は WSB であるが、寄託者が実質的な権利者 (株主) ということになる。そして、以上の制度の実現のために、内容的に登録国債に関する法の規定と一致した法の制定が必要であるとする。但し、株式会社にあつては、この登録簿の制度は、株主名簿の制度を借用するものであるにすぎないとして、そのための立法は不要であり、株式会社の定款によって、株主名簿中への Sammelbucheften の登載に対して、記名株式について認められるのと同様の法的意義が認められれば、十分であるとする。

(4) (3)において概略を見たベータースの提案に対しては、西ドイツ債務法改正のための鑑定意見書の中で、コラーが強く批判しており、それはケンペルによって支持されている。そして、両者は、集合証券、とくに、それにあつては個別証券の発行がはじめから全く排除されている集合証券⁽⁴³⁾ (これは、永続的集合証券 (Dauer-Globalurkunde) と呼ばれている) の制度による有価証券振替決済制度の将来的展開を望ましいものであるとする。

コラーは、まずもって、広範に認められている化体要素の後退にもかかわらず、有価証券に結び付けられた有価証券機能は、従前通りに、債務者または株式会社と受託者たる WSB との間の関係において、本質的な役割を果たしていることを指摘する。⁽⁴⁴⁾ WSB は、有価証券の直接的な占有者であり、株式会社に対して、配当請求権、利息請求権といった権利を自己の名において (授權された受託者として) 行使する。WSB については、証券の占有者として、その表象された権利の存在の推定が働き、債務者 (株式会社) は、WSB に対して免責的に支払うことができる。確かに、右の意味での有価証券の資格授与機能は、登録簿中への記載によって引き受けられるものであり、WSB は、

その資格付けを登録簿から引き出すべきであろう。しかし、その場合に、誤まった登録がなされる危険や、もはや登録が全く再生できない形で抹消される（すべての記帳データが消滅してしまった）場合の危険を誰が負担するのか——即ち、債務者が WSB の主張する範囲の権利の存在を争うという危険である——という問題が出てくる。勿論、有価証券が存在しているのであれば、したがって、権利が集合証券に表象されているのであっても、右の問題の解決には全く困難を生み出さない。即ち、証券の誤った発行の危険は、原則的に発行者が負担し、発行後の喪失の危険は、その者の領域中で喪失した権利所持人が負担するのである。非表象的な権利に関する右に相応した結果は、権利所持人の領域中に包含される WSB が登録簿管理者とされないときに到達されうる。

しかし、右のような問題の除去の仕方は、新たな問題を生ぜしめる。権利所持人の受託者としての WSB が、自ら管理する登録簿から、自己の債務者（株式会社）に対する資格付けを引き出すことは不当であろう。また、債務者に対して、自らが管理する登録簿へ登載されるとする債権者である WSB への免責的支払を認めることも、不当であろう。反対に、ペーターズが主張するように、発行者または引受団幹事銀行による登録簿管理を認めることも、全く満足すべき結果に導びかない。即ち、登録簿への誤った記載がある場合には、債務者に対して、登録簿記載の免責的効力を否定しなければならぬか、または、真の債権者に対して、債務者が自ら管理する登録簿に対し信頼して、表見債権者に対して免責的に支払ったことを対抗できないかという結果に導びかざるをえないが、いずれも誤っている。妥当な規制は、債権者も、債務者も、自己が取り扱っている——有価証券の資格授与力を生み出すような——登録簿への記載の存在または欠陥に依ることができないという原則を考慮することに求められる。そして、この原則は、国債に関して、したがって、連邦国債管理局にも当てはまらなければならない。結論として、登録簿の管理は、債権者にも、債務者にも、また、それらの者の領域に帰属する者（たとえば WSB）にも委託される

ことはできない。このような困難から解放するのは、登録簿の管理を中立的な立場の機関に委ねることであろう。⁽⁴⁵⁾しかし、永続的集合証券における証券性の保持は、資格付与手段が発行者の支配下に置かれるのを阻止することを可能にする。⁽⁴⁶⁾

右のような議論によってペータースの提案を否定したうえで、更に、コラーは、中立的機関を登録簿管理機関とすることにも疑問を呈している。即ち、このような中立的機関の設立は、官僚機構の膨脹に導くだけでなく、この中立的機関の誤った記帳に対する責任の問題、および、その支払能力に関する問題を生ぜしめる。單純に登録簿管理者にすべての責任を免除することは不適切であろう。コラーは、これらの問題に関しても、(永続的)集合証券の発行の保持によって、適切に解決されるとする。⁽⁴⁷⁾

(5) 以上のように、コラーおよびキュンベルは、価値権の制度の展開による有価証券の振替取引の拡大を否定して、永続的集合証券の利用と強制振替の利用とによって、価値権の目ざす証券取引の究極的な合理化は達成されうるのである。永続的集合証券による限りは、WSBの元に保管されている唯一枚またはきわめて少数の集合証券に基づいて、右に見た価値権について生じるさまざまな困難な諸問題の妥当な解決が可能である。更に、実際的に見地においても、集合証券に関しては、WSBの金庫の中に止まっているために喪失の危険もなく、保管・管理費用は最少限で済み、また、永続的集合証券自体は、全く流通に定められていないために偽造の危険がないので、印刷費用は最少限で済む。したがって、これらの点においても、価値権と比較してなんら遜色がない。⁽⁴⁸⁾⁽⁴⁹⁾そして、私企業に対してのみならず、国、公共団体に対しても、国債等の発行に関して、等しく、集合証券の利用が要求される。⁽⁵⁰⁾

結論として、コラーおよびキュンベルは、価値権、即ち Bucheffekten は、見せかけだけの一步前進をもたらすものでしかないとして、Effekten 取引は、集合証券の基盤の上においてのみ、弾力性を備えた合理化利益を享受する

ことができるとしている。⁽⁵¹⁾⁽⁵²⁾

以上のような主張を前にしては、確かに、価値権制度の導入に伴って生ずる登録簿への誤記入などの危険の負担に関する妥当な衡平に適った責任分配の問題が、価値権の不可避的な問題であることは同意されるであろう。しかし、それは、コンピュータを導入した振替取引においては、記帳によって振替取引をなす以上は、Effekten であれ、集合証券であれ、価値権であれ、程度の差こそあるにせよ（通常の有価証券の場合に準じて考えうるか否かは別として）、生じてくる問題であろう。更に、記帳データが全く消滅してしまった場合に、集合証券が完全な証拠力を持っているという点は、確かに認められるが、それが直ちに価値権を排除することには結び付くわけではないと言いうこともできるであろう。今日のコンピュータを利用した記録の一般化の下でのさまざまな対抗措置の工夫、更には、KSB および振替銀行の信用力を考慮に入れれば、覆しえない問題であるとも言えないであろう。⁽⁵³⁾

反対に、右のような主張に対しては、化体要素が極めて稀薄な集合証券の有する有価証券機能への、過去の遺物的な執着を指摘せざるをえないであろう。このような機能を集合証券について見出すのは、実際には、多大の想像力をもってしか可能ではない。⁽⁵⁴⁾⁽⁵⁵⁾

(1) 西ドイツの国債、公債に関する価値権だけに止まらず、最近、フランスにおいて、株券、債券を廃止した振替取引、即ち価値権の導入が成立している。これにより、株券なき株式の発行、取引が目ざされている。この制度は、一九八二年証券法 (loi de finances) 第九四条第二項を受けた、有価証券管理に関する一九八三年五月二日付命令の公布によって成立した。この制度に関しては、佐藤猛「フランスの証券管理改革の概要」商事法務一〇〇二号（一九八四年）七頁以下。Stephan Steuer, „Zum neuen stückelosen Wertpapierrecht in Frankreich.“ WM 1984, 1385 ff.; Siegfried Kumpel, „Zur Umstellung des französischen Effektenwesens auf Bucheffekten.“ WM 1984, 577 ff., 613 ff.

(2) Vgl. BGHZ 5, 27 (31, 35).

- (3) Canaris, Bankvertragsrecht, Rdn. 2053, 2055.
- (4) Vgl. Opitz, Depotgesetz, § 42 Anm. 12 (S. 445-452).
- (5) Fabricius, „Zur Theorie des stückelosen Effektenverkehrs mit Wertrechten aus Staatsanleihen,“ Acp 162, 480 ff.
- (6) オットマンの価値権理論に関しては、河本『有価証券振替決済制度の研究』一五八頁以下、Canaris, a. a. O. Rdn. 2043 ff.; Peters, Wertpapierfreies Effektsystem, S. 97 ff.; Ulrich Brink, Rechtsbeziehungen und Rechtsübertragung im nationalen und internationalen Effektenverkehr, 1976, S. 72 ff.
- (7) Peters, Effektsystem, S. 99 ff.によれば、オットマンは、登録国債の債権者に対する関係では、債権者は、登録簿中に記載されている WSB であり、従前の債権者は持分債権者となるが、WSB は所有権者ではなく権利占有者であって、持分債権者には実体的債権権利が認められるとしており、したがって、このオットマンが言う信託関係は、信託的信託 (fiducia) ではなく、この寄託法的信託関係は独特のものであるとしてこれを指摘する。
- (8) Vgl. Opitz, DepG. § 42 Anm. 9 (S. 443); derselbe, Fünfzig depotrechtliche Abhandlungen, Sammelband, 1954, S. 398, 458.
- (9) Opitz, Sammelband, S. 458, 460.
- (10) 参照、河本、研究、一三七頁以下。
- (11) Canaris, a. a. O. Rdn. 2046. 同様に、Peters, Effektsystem, S. 103. Fabricius, a. a. O. 465 は、既にして何人も、自分自身が有する以上の権利を譲渡できないのであれば、完全な権利の信託的譲渡によって、債権的性格はなら影響を受けえないことは明らかであるとする。同様に、Brink, a. a. O. S. 72.
- (12) Canaris, a. a. O. Rdn. 2046; Peters, Effektsystem, S. 103.
- (13) Fabricius, a. a. O. 466.
- (14) ファブリチウスの論文に関しては、河本教授による紹介がなされている (神戸法学雑誌一四卷一号 (一九六四年) 二二二頁以下)。

- (15) Fabricius, a. a. O. 471 ff.
- (16) Fabricius, a. a. O. 480 ff.
- (17) 前出注 (15)
- (18) Vgl. Canaris, a. a. O. Rdn. 2047.
- (19) Canaris, a. a. O. Rdn. 2047; Koller, in Gutachten und Vorschläge zur Überarbeitung des Schuldrechts, Bd. II, S. 1494; Peters, Effektensystem, S. 104; Brink, a. a. O. S. 74.)
- (20) 我國の株券等保管振替法二七条一項は、振替記帳は、「株券の交付があったと同一の効力を有する」という規定の仕方ではなくて、法の規定の効力により、株券の現実的交付がある場合と同一の規定の適用があるということを認識せしめる形で規定すべきであらう。
- (21) Zöllner, „Die Zurückdrängung des Verkörperungselements bei den Wertpapieren“, in Festschrift für Raiser, S. 249 ff.
- (22) Zöllner, Festschrift für Raiser, S. 269 ff.
- (23) 下記の関じは、参照、Alfred Hueck, Recht der Wertpapiere, 10. Aufl., 1967, S. 7 f.; Jacobi, Das Wertpapier als Legitimationsmittel, 1906, S. 3f.; Haag, Die Begriffsbildung der Wertpapiere, S. 92 f. 下記の問題に關じは、河本「記名証券の有価証券性」、『神戸経済大学五十周年記念論文集法学篇』、四六七頁以下が詳しく、とりわけ、四九六頁以下、五〇二頁参照。更に、上柳「有価証券の定義と特徴」、『会社法・手形法論集』、三三四頁以下、とくに、三三七頁が有益である。
- (24) Zöllner, Festschrift für Raiser, S. 271, 285.
- (25) 同、Hueck-Canaris, Recht der Wertpapiere, 11. Aufl., S. 18.
- (26) Hueck-Canaris, a. a. O. S. 18.
- (27) Zöllner, Festschrift für Raiser, S. 272 ff.
- (28) Zöllner, Festschrift für Raiser, S. 284.

- (29) Zöllner, Festschrift für Kaiser, S. 285. 以上については、S. 275 ff とくに指図証券に関しては、S. 278 ff.
- (30) Hueck-Canaris, a. a. O. S. 18. 同様に、木内「L・ライター七〇歳誕生日祝賀論文集「私法制度の機能の変遷」より(下)」中大法学新報八三巻一・二・三号一七〇頁。
- (31) そのような見解をとる者としては、Canaris, Zöllner, Fabricius, Peters をあげることができよう。
- (32) Canaris, a. a. O. Rdn. 2042 は、「それは、法的状況の隠蔽を意味する」と述べる。Fabricius, a. a. O. 481 は、「それは回り道にしかすぎない」とする。Zöllner, Festschrift für Kaiser, S. 285 は、「それは、有価証券取引の歴史のおよび実際の基盤とはもはや折り合うことのない不要の思考的助けにすぎず、精神的支柱であるにすぎない」と言う。
- (33) Koller, Gutachten, Bd. II, S. 1495
- (34) Canaris, a. a. O. Rdn. 2047.
- (35) Canaris, a. a. O.
- (36) 前出の注(1)に示したフランス立法を参照。
- (37) Peters, Effektsystem, S. 130 ff.; derselbe, „Bucheffekten—eine Alternative zum Wertpapier?“, WM 1976, 890 ff.
- (38) 参照、河本、研究、九三頁。
- (39) 参照、河本、研究、九四頁以下。
- (40) 株券は設権証券ではなく、既に成立した株主権を表象する証券にすぎない。また、記名株式について株主名簿中への登録によって、株主権が成立するわけでもない。株主権の成立にとって決定的なのは、基礎資本額の引受 (§§ 2, 29 AktG)、すべての株券の券面額の四分の一以上の正規的な払込 (§§ 36 II, 54 III AktG)、および、株式会社の商業登記簿への登記 (§§ 41 I S. 1, IV S. 1, 2, AktG) であり、更には、資本の増加による新株発行に關しても、株主権は、資本の増加の実行の商業登記簿への登記と共に成立する (§ 189 AktG)。したがって、株券への表象が全く生じないことは、株主権成立にとってなんら疑問を生ぜしめるものではない。

- (41) 脱稿後に入手した Peters, Ritzeliche Entwicklungsmöglichkeiten im Effektenbereich, 1983, S. 39 では更に WSB をも登録簿管理機関に加える。WSB だけが、その有するノウハウ、技術的設備、絶大な信用に基づき、管理機関に対する要請を直々に満了せしめとする。
- (42) この関係を、授権信託関係と見てみるべきであろう。關於しては、Peters, Effektensystem, S. 71 ff.; WM 1976, 893 ff.
- (43) Kümpel, „Ablösung der „Wertrechte“ durch (Dauer) Globalinkunden? - Zu den Reformvorschlägen für das Wertpapierrecht,“ WM 1982, 730. 参照、河本、金法八七二号二六頁以下。
- (44) Koller, Gutachten, Bd. II, S. 1496.
- (45) Peters, Entwicklungsmöglichkeiten, S. 41 ff. Hypothekbankgesetz §§ 29 ff. に倣った WSB の元への独立的受託者の設置などの予防措置による危険性の除去を提言する。
- (46) Koller, Gutachten, Bd. II, S. 1496 f.; Kümpel, WM 1982, 735 f.
- (47) Koller, Gutachten, Bd. II, S. 1498; Kümpel, WM 1982, 735.
- (48) Kümpel, WM 1982, 737.
- (49) Koller, Gutachten, Bd. II, S. 1498 は、個別証券の全面的な排除を伴う集合証券を最も適切なものであると認めるが、立法によって永続的集合証券の利用を強制すべきではないとする。当然に、WSB の手数料は、いずれの方式をとるかで相違してくるであろうが、その場合に、個別証券の選好性が極めて高いのに対応して、高い手数料または劣った条件を甘受するかどうかは、発行者に、そして終局的には投資者に委ねられていると述べる。
- (50) Koller, Gutachten, Bd. II, S. 1499; Kümpel, WM 1982, 738.
- (51) Kümpel, WM 1982, 738.
- (52) 無記名株券についてだけでなく、記名株券についても、集合証券の制度を利用することは可能であろう。勿論、その際に、我国の株券等保管振替法のとる実質株主名簿の制度が有益である。同法一九条に倣って、株式の発行と共に、集合証券が保管振替機関 (WSB) に預託され、それにより保管振替機関 (WSB) がすべての株主の代理人として集合証券を受取って、株券

は発行されたことになり、保管振替機関 (WSB) が株主名簿に登録されればよい。

(53) Vgl. Peters, Entwicklungsmöglichkeiten, S. 41.

(54) Baumbach-Hefemann, Wechselgesetz und Scheckgesetz, 14. Aufl., WPR Rdn. 92.

(55) Kumpel, WM 1982, 730 ff., 735 f. は、永続的集合証券の価値権に対する優れた点は、それに有価証券法的機能を認めることができることにあるとする。そして、永続的集合証券について、資格授与力、免責的効力の認められることを証明しようとする。更に、寄託者の間接占有に基づく充分な権利外観により (発行された集合証券が権利外観を基礎付けるとして)、抗弁制限 (人的抗弁の制限および有効性の抗弁の広範な制限) をも、伝統的な有価証券法理によって説明しようとしている。しかし、このように、永続的集合証券が、伝統的な有価証券法理と観念的な形で結び付きうるということ、また、それを結び付けることに成功するということも、価値権自体の評価には殆んど意義を有してはいないであろう。なぜなら、価値権の目的、意義においては、非表象的な権利を表象的な権利 (Effekten) と同一的に取り扱うことが求められているからである。なお、この非表象的な権利についてだけに止まらず、更に、Effekten および集合証券についても言えることだが、記帳を通しての振替取引に当り、記帳につき認められる表象的 Effekten との同一視は、記帳 (振替記帳) による取引の有する特異性によって影響を蒙るであろうという点は、当然に認められるべきである。

おわりに

本稿で取り上げた、有価証券振替決済制度の下の Effekten, 集合証券、更には価値権は、その本質において、伝統的な有価証券法理とは相入れない。この場合に、有価証券法理との調和を図るために、精緻な理論構成によって、これらの諸現象を説明するという方向も取りうるものであろうが、そのような議論の実際的意義ははなはだ乏しいものと言わざるをえない。それらが、本質において、本来的な表象的 Effekten に代わるものであることに着目して、法的効果において、それらのものと本来的な表象的有価証券との同一視で満足することが、かえって、それら以外の多

くの種類の有価証券には妥当する伝統的な有価証券法理との調和を可能にすると考えるべきであろう。このような方向において、この問題を考えることは、また、有価証券振替決済制度の一層の合理化を実現する集合証券、価値権といった制度においては、帳簿への記載自体がまさに証券それ自体に代替するという事柄を正しく認識することを可能にし、更に、この記載（記帳）に依拠した新しい証券取引の法理の展開への可能性を切り開くであろう。

本稿で取り上げた問題は、その現象において複雑な様相を示しており、それは、伝統的な有価証券法理の基盤にもかかわるものである。このような問題の性質の故に、本稿は、実質においては、西ドイツでの議論の整理に重点を置いた、問題点の明確化を図り、大まかな展望を得るための、いわば研究ノートと言うべきものとならざるをえなかった。より詳細かつ厳密な研究は他日を期することとしたい。