

# 有価証券のペーパーレス化の基礎理論

もりた ひろき  
森田宏樹

## 要 旨

有価証券のペーパーレス化を実現した社債・株式等振替法においては、有価証券上の権利の発生、移転、消滅等について、振替口座簿上の口座振替によりその法的効力が生ずるといった基本的な仕組みが採られているが、振替口座簿の記録には、法的にみて、いかなる意義ないし機能が認められるのか。本稿は、いわゆる直接保有方式を採用する点で、日本法と制度の基本構造において共通するフランス法との比較研究に基づいて、「口座の記録」を基礎とした権利移転の法的仕組みについて、理論的な観点から分析・検討を行うことによって、有価証券のペーパーレス化を実現したわが国の立法の基礎にある理論の析出を試みたものである。

有価証券法理は、伝統的には紙媒体の券面の存在を前提とした有価証券に即して形成されたものであるが、それに特有な法理を超えて、ペーパーレス化された有価証券を包摂するような有価証券の一般理論を構想することが可能である。

本稿の検討によれば、有価証券の権利移転のメカニズムの基礎にあるのは、有価証券上の権利に対する「占有」であり、有価証券のペーパーレス化というのは、紙媒体の券面に対する物理的支配から、「口座の記録」を基礎とした有価証券上の権利に対する事実上の支配権限へと「占有」概念が機能的に拡張したことを通じて実現されたものと捉えることができる。

キーワード：有価証券法理、ペーパーレス化、証券決済制度、社債・株式等振替法、電子債権（電子登録債権）、フランス法

.....  
本稿は、筆者が日本銀行金融研究所客員研究員の期間に行った研究をまとめたものである。本稿に示されている意見は、筆者個人に属し、日本銀行の公式見解を示すものではない。

森田宏樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授

## 1．有価証券のペーパーレス化に関する立法

有価証券のペーパーレス化（無券面化）に関しては、近年の一連の証券決済制度改革の立法によって新たな制度が構築されたところである。

まず、2002年4月1日に施行された「短期社債等の振替に関する法律」（平成13年法律第75号。以下、「短期社債等振替法」という。）によって、CPのペーパーレス化を実現し、これを短期社債（いわゆる電子CP）と位置づけたうえで、その発行から償還までのすべての過程を振替決済制度の下で取り扱うことが可能となる法制度が創設された<sup>1</sup>。

次いで、2003年1月6日に施行された「社債等の振替に関する法律」（以下、「社債等振替法」という。）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」（平成14年法律第65号）によって、短期社債等振替法が改正され、法律名が改められたものである。これにより、振替決済制度の対象が社債、国債等に拡大されるとともに、証券の振替決済を多層構造（階層構造）により行うことが可能となった<sup>2</sup>。

さらに、「社債、株式等の振替に関する法律」（以下、「社債・株式等振替法」という。）は、「株式等の取引に係る決済の合理化を図るための社債等の振替に関する法律等の一部を改正する法律」（平成16年法律第88号）によって、社債等振替法が改正されたものである。この改正により、それまで議決権等の共益権の取扱いに関する検討課題が存することから残されていた株式等のみならず、「有価証券に表示されるべき権利」全般が振替決済制度の対象に含まれることとなった<sup>3</sup>。

以上のような一連の立法によって、「すべての有価証券を対象とした統一的な証券決済法制」がまさに「完成」されたわけである<sup>4</sup>。

## 2．課題の設定

### （1）本稿の課題

以上に概観したような有価証券のペーパーレス化を実現させた証券決済制度においては、振替口座簿の記載ないし記録（以下、「記録」という。）により権利の帰属が定まることとされており、有価証券に表示されるべき権利の発生、移転、消滅等について、振替口座簿上の口座振替によりその法的効力が生ずるという基本的な仕組みが採られている。

1 短期社債等振替法に関する立案担当者による解説として、高橋編（2002）がある。

2 社債等振替法に関する立案担当者による解説として、高橋編ほか（2003）がある。

3 社債・株式等振替法に関する立案担当者による解説として、高橋編ほか（2004）、始関編著（2005）がある。

4 高橋編ほか（2004）3頁。

それでは、「振替口座簿の記録により権利の帰属が定まる」というのは、法理論的に見ると、いかなる意味を有するのであろうか。換言すれば、振替口座簿の記録には、法的に見て、いかなる意義ないし機能が認められるのであろうか。

本稿は、主として、振替口座簿の記録を基礎とした権利移転の法的仕組みについて、理論的な観点から分析・検討を加えることによって、有価証券一般のペーパーレス化を実現した一連の立法の基礎にある法理論とはどのようなものであるのかについて考察することを目的とする。

このような観点から、ペーパーレス化された有価証券一般の基礎理論を探究するという営みには、次のような意義があろう。証券決済制度に関する一連の立法によって、一定の場合について妥当すべき具体的な帰結が示されたわけであるが、それらを通じて実現されたものが何であるかについて、より広い視野に立って、制度の統一的な像を描き出すことによって、個々の法律規定の意義をよりよく理解することができるはずである。そのみならず、いかなる法律も、問題となりうるすべての局面について具体的な解決を予め示すことは困難であり、解釈論によって補うべき点も少なからず存するのが常である。それらの解釈論を行うさいには、もちろん実務的な観点から政策的に望ましい解決は何かを検討することも必要であるが、それと併せて、ある法律の基礎に存する理論を把握しておくことは、個々の局面における解決が全体として調和のとれた整合性を有しているのかを検証するうえで有益であろう。

## (2) 検討の対象

以上のような課題を遂行するに当たり、本稿では、フランス法におけるペーパーレス化された有価証券の決済制度についての検討を行うという方法を採用する。その理由は、次のとおりである。

フランス法では、本論で検討するように、1981年12月30日法律第1160号およびその適用デクレである1983年5月2日デクレ第359号によって、1984年から株式、社債、国債等の有価証券についての義務的なペーパーレス化が実現され、その後も数度にわたる法改正によってその制度の継続的な形成が図られている。その意味では、フランスは、有価証券のペーパーレス化に関しては、主要先進国の中でも、先駆的な取り組みを行った国である。その結果として、フランス法においては、完全なペーパーレス化の導入から現在に至るまでのほぼ20年の間に、振替口座簿の記録を基礎とするペーパーレス化された有価証券の一般理論について、学説上に豊かな議論の蓄積が見られるところである。

また、有価証券のペーパーレス化を実現するさいに、日本法が基本構造として採用した考え方は、「加入者（口座名義人）が、自己が口座を開設する振替機関等（振替機関または口座管理機関）の振替口座簿に記録された額の権利（発行会社に対する権利）を直接保有する」という、いわゆる直接保有方式であり、振替機関等の階層構造も、直接保有方式を前提としたものとなっている<sup>5</sup>。この点で、比較法的に

5 この点につき、高橋編ほか（2003）20-21頁を参照。

見ると、アメリカの統一商法典（U.C.C.）第8編に代表される考え方は、「発行会社に対する権利を振替機関等に信託として帰属させ、加入者は振替機関等に対する権利の束（セキュリティ・エンタイトルメント）を保有する」という間接保有方式（信託方式）を採っており、日本法とは、制度選択の基本的な考え方において相違が見られる。その意味では、制度の基本構造において共通するという点で、ペーパーレス化された有価証券についてフランス法を参照することは、日本の実定法に整合的な基礎理論を構築するうえで、貴重な知見をもたらすものであろう。しかし、有価証券のペーパーレス化に関する従来の学説の検討においては、英米法やドイツ法と比べて、フランス法の検討はあまりなされていないのが現状である。フランス法の検討は、従来の比較法研究の欠落を補うという意味でも、一定の重要性が認められよう。

## ．フランス法におけるペーパーレス化された有価証券の権利 移転に関する規律

### 1．フランス証券決済法制の変遷

#### (1) 有価証券の義務的ペーパーレス化の実現

フランス法では、1981年12月30日法律第1160号およびその適用デクレである1983年5月2日デクレ第359号によって、1984年11月3日から株式、社債、国債等の有価証券についての義務的な「ペーパーレス化（*dématérialisation*）」<sup>6</sup>が実現された<sup>7</sup>。

1981年12月30日法律94条（現行・通貨金融法典（*Code monétaire et financier*）L.211-4条<sup>8</sup>）1項は、「フランス領内で発行され、フランス法が適用される有価証券（*valeurs mobilières*）は、その形式のいかんにかかわらず<sup>9</sup>、発行者または認可仲介機関（*intermédiaire habilité*）の口座に記録されなければならない」と規定する。

さらに、1981年12月30日法律94条の適用を定める1983年5月2日デクレの1条1項は、「有価証券は、その所有者の口座の記録（*inscription au compte*）によらなければ、もはや実在化（*matérialisés*）されない」と規定する。これらの規定は、これ以降、口座の記録が有価証券という権利を提示する唯一の義務的な方法であることを定めたものである<sup>10</sup>。

6 直訳すれば、有体的な媒体（*support*）をなくすことという意味での「非物質化」である。

7 フランス法における有価証券のペーパーレス化を検討したものとして、大武（1990、1991、1992）、山田（1998）、神田ほか（2000）20-27頁等がある。また、フランスの証券決済制度については、金融情報システムセンター（2001）も参照。

8 1981年12月30日法律94条は、2000年12月14日オルドナンス第1223号によって通貨金融法典の中に取り込まれてL.211-4条となった。なお、商法典L.228-1条6項にも、同旨の規定が置かれている。

9 商事会社に関する1966年7月24日法律第537号の263条（現行・商法典L.228-1条）1項は、「株式会社の発行する有価証券には、無記名証券（*titres au porteur*）および記名証券（*titres nominatifs*）の形式がある」と規定しており、ペーパーレス化された証券にもこれらの2つの形式がある。もっとも、その法的な相違は、発行人に対する匿名性の有無にあるにすぎない（*Ripert et Roblot*（1996）n° 1783, p.42）。

10 *De Vauplane et Bornet*（2001）n° 48, p.45.

## (2) ペーパーレス化された有価証券の権利移転に関する立法の展開

1981年12月30日法律94条 および1983年5月2日デクレは、有価証券の譲渡が口座の記録を基礎とした口座間の振替（virement）によって行われるという権利移転の方法について定めたものであり、権利移転の時期については民法の一般原則に従うものと解されていた。

その後、有価証券の権利移転の時期についての立法は、2つの段階に区分することができる。

### イ．1993年および1998年の法改正

1つは、1993年および1998年の法改正から2004年の法改正がなされるまでの時期である。

1993年12月31日法律第1444号の10条は、投資の発展および貯蓄の保護に関する1983年1月3日法律第1号に47bis条を加えて、1項で、規制市場で譲渡された上場証券の権利移転の時期を譲受人の口座に記録された時点と定める。

次いで、1998年7月2日法律第546号の23条は、1983年1月3日法律47bis条に5項を加え、上場証券が、規制市場外の譲渡であるが、証券決済システムを通じて譲渡が行われる場合についての新たな規律を定める。

### ロ．2004年および2005年の法改正

さらに、近年に至り、商事会社によって発行される有価証券制度に関して、2004年6月24日オルドナンス（政府命令）第604号によって大きな改正がなされたが、その改正内容の1つとして、ペーパーレス化された有価証券の権利移転時期の規律の統一が含まれている。

さらに、2005年3月31日オルドナンス第303号は、有価証券の権利移転時期に関する上記の規律の適用対象を拡張し、この点に関する国際標準との調和を実現する。

以下では、この2つの段階に分けて、ペーパーレス化された有価証券の権利移転時期についての立法の展開を概観しておこう。

## 2．ペーパーレス化された有価証券の権利移転に関する立法(1) 1993年および1998年の法改正

2004年改正前においては、ペーパーレス化された有価証券の権利移転については、民法の一般原則によって規律される場合と、上に概観した特別法によって規律される場合とに規律領域が分かれていた。そこで、以下では、その規律内容について検討しておこう<sup>11</sup>。

11 ペーパーレス化された有価証券の権利移転時期について検討するものとして、De Vauplane (1994); Merkin et Saint Mars (1994a); De Lapasse (1995) p.18; Goutay (1999); Gissingier et Gauvin (1999); Le Nabasque et Reygrobelle (2000) n<sup>os</sup> 1-27, pp.262-266; Prieur et Bienvenu-Perrot (2000) pp.80-82; De Vauplane et Bornet

## (1) 民法の一般原則による規律 非上場証券の場合

ペーパーレス化された有価証券の決済は、通常、いくつかのプロセスを段階的に経て行われるものであり、その開始から完了までには一定の時間を要する。まず、当事者間で有価証券の譲渡の合意がなされ、それを受けて、譲渡人が認可仲介機関に対して振替指図を行い、それに基づいて認可仲介機関は口座振替を実行し、譲受人の口座に記録がなされる。このプロセスのうち、いつの時点で有価証券上の権利が移転するのか。

### イ．判例の立場

これについては、上述した特別法が異なる規律を定めている場合のほかは、民法の一般法の規律である意思主義の原則（民法典1583、1591条）に服すると解されてきた。これによると、譲受人の口座の記録は、不動産登記と同じく、譲渡の事実を第三者に知らせるといった情報提供機能を担うものとされ、第三者対抗要件としての機能を有するとされた。その結果、非上場証券（titres non cotés）について認可仲介機関の関与なく行われる相対譲渡（cession de gré à gré）は、民法の一般原則の規律に服することになる。

これが従来からの破産院の立場であり、ペーパーレス化された有価証券の権利移転は、当事者間で譲渡の合意が成立した時点に生ずるとの立場を採ってきた<sup>12</sup>。

### ロ．種類物の特定時期との関係 「引渡し」による権利移転

もっとも、この点に関して、上述した破産院の主流に反するかに見える第一民事部が下した2つの判決<sup>13</sup>をめぐって、学説上議論が存する。これらの2判決は、ペーパーレス化された有価証券が「代替性（fongibilité）」を有することから、種類物に関しては「特定（individualisation）」がなければ権利は移転しないこと（民法典1585条）を理由として、口座振替による場合には、譲受人の口座の記録が完了した時に権利が移転するとしたものである。

この2判決が、ペーパーレス化された有価証券の代替性を理由に、口座の記録による特定時に権利が移転するとした点については、学説の評価は分かれる。

一方で、種類物の特定に関する民法の原則は、有体物に関する規律を定めたものであって、無体物であるペーパーレス化された有価証券については妥当しないとする見解がある。これによると、ペーパーレス化された有価証券は均一かつ代替性のある権利であり、その性質上、本来的に個別化がなしえないものであって、特定性がないことは権利行使の妨げにならないと主張する<sup>14</sup>。そして、上記の2判決につい

(2001) n<sup>os</sup> 71-77, pp.77-82; Nizard (2004); Bonneau et Drummond (2005) n<sup>os</sup> 661-670, pp.563-571; Robine (2005) n<sup>os</sup> 1-11, pp.49-53等を参照。

12 Cass.com., 22 nov. 1988, Bull.civ., IV, n<sup>o</sup> 322, p.216; Cass.com., 23 nov. 1993, Bull.civ., IV, n<sup>o</sup> 431, p.313等。

13 Cass.civ.Ire, 27 oct. 1993, Bull.civ., I, n<sup>o</sup> 299, p.205; Cass.civ.Ire, 6 mars 1996, Bull.civ., I, n<sup>o</sup> 119, p.85。

14 以下の学説状況の詳細については、後述22頁以下も参照。

ては、いずれも現実贈与（don manuel）の事案に関するものであり、有価証券の口座振替による引渡しは贈与契約の効力発生要件となっていること<sup>15</sup>によって結論が正当化しうるとする。

これに対し、代替性のある無体物についても、権利移転のためには特定が要件となるとする見解が存する。これによると、ペーパーレス化された有価証券については、口座の記録によって個別化されることによって特定するとされ、口座の記録時に権利が移転すると解すべきであると主張される<sup>16</sup>。この見解によれば、ペーパーレス化された有価証券についても、合意のみによる権利移転を認める伝統的な判例の立場は、批判されるべきことになる。

## （２）特別法による規律 上場証券の場合

以上に見たような民法の一般原則による権利移転に対する例外として、いくつかの特別法によって、当事者の合意の時点と有価証券の権利移転の時期とを分離する規律が導入される。その主たる目的は、上場証券（titres cotés）について、証券決済と資金決済を条件づけて行うDVP（delivery versus payment）決済を確保するために、認可仲介機関において発展した証券決済の実務と証券取引所によって自主的に採用された取引規律に対し、法的根拠を与えることにあったとされる。

### イ．上場証券の規制市場における譲渡

#### （イ）譲受人の口座の記録時における権利移転

判例および通説が採用する意思主義による権利移転は、「規制市場（marché réglementé）」<sup>17</sup>における譲渡が認められた上場証券については実務上不都合があることを理由に、立法によってその特則を定めたのが、1993年12月31日法律10条によって1983年1月3日法律に付加された47bis条（現行・通貨金融法典L.431-2条）である。同条1項は、発行者または認可仲介機関の口座に記録された有価証券の規制市場における譲渡に関して、その権利の移転は、譲受人の口座に記録された時点であるという原則を定める。

15 フランス法では、「現実贈与」は、贈与の合意の成立だけでなく、目的物の引渡しを効力発生要件とするものとされる。機能的に見れば、日本法において履行完了によって贈与が撤回不可能となる（民法550条但書）の共通する。

16 口座の記録による特定を要件とする見解においても、具体的な特定の時点については見解が分かれる。譲受人の口座の増額記録の時点とする見解が多いが、譲渡人の口座の減額記録の時点とする見解もある。

17 「規制市場」とは、公的機関から直接的または間接的に監督を受ける証券市場である。市場を組織する証券取引所は、取引の適正な実行を保障するため、取引所規則によって、「市場参加および上場承認の要件、取引の編制に関する規定、金融手段の取引停止の条件、取引の登録および公示の条件」を定めて、金融市場監督局（AMF）の認可を受けることを要する（通貨金融法典L.421-3条）。そして、「規制市場」としての資格認定は、金融市場監督局の提案に基づき、経済担当大臣のアレテ（省令）によってなされる（同法典L.421-1条）。この点につき、Bonneau et Drummond (2005) n° 10, p.15を参照。

## (口) 1993年法改正の目的

1993年12月31日法律による改正は、実際には引渡しを受けていない証券について口座の記録がなされることを回避することを目的としたものである。すなわち、譲渡人の認可仲介機関と譲受人の認可仲介機関との間で「振替決済機関 (dépôt central)」<sup>18</sup>を通じてなされる証券決済よりも前に、譲受人の口座の増額記録がなされることによる不都合である。このことから、実務上、同一種類の証券に関して権利の衝突が生じたり、反対に、人為的な「証券のインフレーション」が生ずることの問題点が指摘され、これを回避すべく証券の権利移転と譲受人の口座の記録の時点とを一致させる必要があると主張された<sup>19, 20</sup>。

そこで、1993年12月31日法律10条 によって付加された規律が、1983年1月3日法律の47bis条 (現行・通貨金融法典L.431-2条) である。同条1項は、「発行者または認可仲介機関の口座に記録された証券が規制市場において譲渡された場合には、これらの証券の所有権の移転は、取引所規則によって定められた日付および諸条件に従って、それらが譲受人の口座に記録されることによって生ずる」と規定する。

この改正の射程は、かなり謙抑的なものとされる。それは、口座の記録が実行される日付およびその条件については、立法者は、単に「取引所規則 (règles de place)」 具体的には、証券取引所評議会 (CBV)<sup>21</sup>の一般規則 (règlement

18 1993年改正当時における振替決済機関は、1941年設立のCCDVTを前身として1949年に設立されたシコバム (SICOVAM) であったが、2000年9月に国際証券決済機関であるユーロクリア (Euroclear) と合併し、ユーロクリア・フランス (Euroclear France) となっている。

19 具体的には、譲渡の合意の時点と振替決済機関における証券決済の時点との乖離によって、次のような実務上の問題が生じているとされた。

まず第1に、合意によって譲受人に権利が移転したとしても、口座の記録を欠く状態では第三者に対抗しえず、その結果、有価証券上の権利を行使しえないのに対し、譲渡人は権利を失っても口座の記録による権利推定を受けて、従前どおり権利行使が可能である。

第2に、証券の決済がされない場合に生ずる問題である。譲渡人の口座への減額記録は、現金取引の場合は同日に、月ごとに決済される月末決済取引の場合はその月の最後の取引日になされるが、振替決済機関における認可仲介機関の口座の記録は、それよりも一定期間の後にしかなされないため (現金取引の場合にはT+3日、月末決済取引の場合はT+5日)、譲受人の口座に増額記録しない間は、「証券のインフレーション (inflation de titres)」が生じ、「権利の競合 (concurrence de propriété)」が生じることが問題であるとされた。特に、月末決済取引の場合には、証券の空売買 (opération à découvert) が認められているために、譲渡時から譲渡人が有していない証券の権利が譲受人に移転することを認めると、人為的に権利を創造することになるとされる。要するに、当事者の合意のみによる権利移転の考え方は、認可仲介機関における譲受人の口座の増額記録と、振替決済機関における譲受人の認可仲介機関の口座の増額記録という「二重の記録 (double enregistrement)」を考慮していないことによって不適応が生じているというわけである。

以上につき、Lassalas (1997) n°s 641-644, pp.219-220; De Lapasse (1995) p.19; Bonneau et Drummond (2005) n°s 662-663, pp.564-565等を参照。

20 1993年法改正に大きな影響を与えたのは、1992年に証券取引所評議会 (CBV, Conseil des bourses de valeurs) に提出されたコットの報告書である (Cotte (Y.), Négotiation de valeurs mobilières et transfert de propriété, Rapport présenté au Conseil des Bourses de valeurs, déc. 1992 (筆者未見))。

21 証券取引所評議会 (CBV) は、証券取引所に関する1988年1月22日法律第70号 (5-11条) によって設立された組織であるが、その後、金融活動の現代化に関する1996年7月2日法律第597号 (27-31条) によって、金融市場評議会 (CMF, Conseil des Marché Financier) に改組された。



général) にゆだねているからである<sup>22</sup>。

その結果、現金取引 (marché au comptant) では、譲渡の時点と口座の記録の時点とは乖離しないとされる<sup>23</sup>。これに対し、月ごとに決済される月末決済取引 (marché à règlement mensuel) においては、証券市場の月末日に口座の記録がなされることから<sup>24</sup>、譲渡人の口座に減額記録がなされたとしても、譲渡人は同日までは証券の権利者であるとされる<sup>25</sup>。

#### (八) 証券の引渡しがない場合における当然解除のメカニズム

他方で、証券決済における当事者間のDVP決済を確保するために、1993年12月31日法律の10条 によって加えられたのが、1983年1月3日法律の47bis条2項および3項に定める「法律上の当然解除 (résolution de plein droit)」のメカニズムである。すなわち、同法47bis条2項は、「当該証券が、譲受人の認可仲介機関の証券口座に、取引所規則によって定められた日付および諸条件に従って、増額記録されなかった場合には、その権利移転は解除される」と規定する。

これは、譲渡人および譲受人の当事者間における口座振替がなされた場合でも、それぞれの認可仲介機関の口座間における証券の引渡しが行われないときには、当事者間の権利移転が法律上当然に解除されるというものである。これにより、譲渡当事者間における口座振替が、それぞれの認可仲介機関間の証券決済より先行して

---

さらに、証券監督機関の再編・統合に伴い、金融の安全に関する2003年8月1日法律第706号 (1~21条) によって、金融市場評議会は、証券取引委員会 (COB, Commission des opérations de bourse) と統合され、金融市場監督局 (AMF, Autorité des Marchés Financiers) に改編されている (現行・通貨金融法典L.621-1~L.621-35条)。

通貨金融法典L.431-2条は、「金融市場監督局の一般規則」と規定しているが、金融市場監督局によって認可された、私企業である証券取引所の定める規則 具体的には、ユーロネクスト (Euronext) の規則がこれに相当する (同法典L.421-3条)。

22 Le Nabasque et Reygrobellet (2000) n° 23, p.265; De Vauplane et Daigre (2004) p.66.

23 金融市場評議会の一般規則4-1-34条によれば、現金取引の場合は、譲受人の口座の増額記録は、譲渡人の振替指図の日または遅くともその翌日 (TまたはT+1) とされる。

また、現行のユーロネクスト譲渡規則 (Règles de négociation Euronext) P.2.1.1条2項によれば、「金融手段の口座の増額または減額の変動は、振替指図の実行の日に生ずる」と規定される。したがって、証券の譲渡時と譲受人の口座の増額記録時との乖離は生じていないとされる (Le Nabasque et Reygrobellet (2000) n° 23, p.265; Bonneau et Drummond (2005) n° 666, p.567)。

24 金融市場評議会の一般規則4-1-35条2項によれば、月末決済取引の場合は、譲受人の口座の増額記録は、月末になされる (Le Nabasque et Reygrobellet (2000) n° 23, p.265)。

25 月末決済取引の仕組みは、フランスのパリ証券取引所に特有なものであり、他国の証券市場では存在しなかったため、パリ、アムステルダムおよびブリュッセルの3つの証券取引所を統合したユーロネクストの創設に伴い、2000年9月をもって廃止された。しかし、月末決済取引の存続を希望する投資家のために、ユーロネクスト・パリ (Euronext Paris) ではそれに代替する取引として、「決済繰延べを伴う指図 (Ordre avec Service de Règlement différé (OSRD))」を導入した。これは、顧客の振替指図は、その認可仲介機関が顧客に代わって現金取引として譲渡時に実行されるが、顧客に対する関係で、その引渡し・決済が月末に繰り延べされて実行されるものである。したがって、機能的には月末決済取引に代替するものであるが、法的には現金取引として実行されるものであり、月末決済取引に見られた不都合はもはや存しない。

なお、「決済繰延べを伴う指図」について詳しくは、De Vauplane et Bornet (2001) n°s 430-1-430-3, pp.421-424; Bonneau et Drummond (2005) n°s 671-674, pp.571-575を参照。

実行される場合であっても、法律上の当然解除のメカニズムにより、後者の実行を条件として前者の実行がなされるという関係が実現されることになる。

例えば、譲受人の口座が増額記録されたとしても、譲渡人が譲渡した証券の権利を有していなかった場合<sup>26</sup>や、譲渡人の認可仲介機関が振替決済機関に有する口座に相当する証券の記録を有していなかった場合には、譲受人の認可仲介機関が振替決済機関に有する口座に当該証券に係る増額記録をすることができない<sup>27</sup>。これらの場合には、口座振替による証券の権利移転は、法律上当然に解除され、遡及的に無効となる<sup>28</sup>。

他方、1992年7月16日法律第666号の13条によって加えられた規律が、1983年1月3日法律の47ter条（現行・通貨金融法典L.431-3条）<sup>29</sup>である。同条は、資金の決済と引換えに証券の引渡しが行なわれる場合に関して、証券の引渡しまたは資金の決済が行なれないことが確認された場合には、不履行の相手方が不履行をした者に対して負うすべての債務から当然に解放されると規定する。これにより、譲受人の口座の増額記録前において、その認可仲介機関が証券決済の不履行を確認した場合において、同時履行関係が確保されている<sup>30</sup>。

#### ロ．上場証券の規制市場外における相対取引

規制市場における譲渡が認められた証券が規制市場外で譲渡された場合の権利移転時期は、民法の一般原則の規律にゆだねられていたことから、当事者の合意のみによって権利移転が生じ、譲受人の口座の記録は第三者に対する対抗要件であると解されてきた（1983年5月2日デクレ2条）。

26 このような譲渡人の不履行としては、譲渡人が譲渡時に保有していない金融手段を譲渡し、所定の追完期間内に金融手段を入手しえなかった場合が想定しうる。

27 Bonneau et Drummond (2005) n° 667, pp.568-569.

28 ここで「法律上の当然解除」のメカニズムによって遡及的に無効となるのは、金融手段の権利移転のみであって、譲渡の原因行為ではないと解されている。よって、当然解除の効果は、譲受人とその認可仲介機関との間でのみ生じ（譲受人の証券口座が減額記録され、資金口座が増額記録される）、譲渡を撤回しえない譲渡人には影響を及ぼさないとされる。もっとも、譲受人の口座の増額記録から解除条項の効力発生までの間に生じた法律関係がどうなるか等の解釈論上の問題が残されている。

なお、1983年1月3日法律47bis条（現行・通貨金融法典L.431-2条）2項但書は、法律上の当然解除によって、譲受人が有する他の請求は妨げられないと規定する。この点もそれほど明確ではないが、履行能力保証をした譲受人の認可仲介機関に対する請求が最も実効的であると指摘される。

以上について、Bonneau et Drummond (2005) n° 667, pp.568-569; Merkin et Saint Mars (1994b) pp.166-167; De Vauplane (1994) p.15; De Vauplane et Bornet (2001) n° 75-1, p.81; Robine (2005) n° 7, p.51等を参照。

29 1983年1月3日法律47ter条は、1992年7月16日法律の制定時には、47bis条であったが、1993年12月31日法律によって新たに47bis条が加えられた結果、47ter条に移行したものである。

30 1983年1月3日法律47ter条（現行・通貨金融法典L.431-3条）によって解放される債務とは、第1に、譲受人とその認可仲介機関との法律関係を対象とするのか、あるいは、当事者の認可仲介機関相互の法律関係のみを対象とするのか、また第2に、「解放される」というのは、一時的に履行拒絶権が認められるにすぎないのか、あるいは、確定的に債務から解放されることを意味するのか等、解釈論上の問題が残されている。

以上につき、Bonneau et Drummond (2005) n° 668, pp.569-570; De Vauplane (1994) pp.14-15; De Vauplane et Bornet (2001) n° 75-1, p.81等を参照。

1998年7月2日法律の23条は、1983年1月3日法律47bis条に5項および6項を加えることにより、従来の扱いを変更し、規制市場外の譲渡であるが、振替決済機関を通じた証券決済システムの枠内で行われる譲渡についての規律を新たに定めるものである。この改正の目的は、後述のように、認可仲介機関によって譲受人のために取得した金融手段についての与信を可能とするために、上記の場合における権利移転の時期を定めることにある<sup>31</sup>。

#### (イ) 証券決済の撤回不可能な決済の時点における移転

1983年1月3日法律の47bis条5項（現行・通貨金融法典L.431-2条4項）は、「規制市場の外で行われ、金融機関の活動および監督に関する1984年1月24日法律第46号93-1条に掲げる金融手段の資金決済および証券引渡のシステム（système de règlement et de livraison）<sup>32</sup>に参加する認可仲介機関の口座に記録された金融手段を対象とする取引の場合には、所有権の移転は、当該資金決済および証券引渡システムの運用規則が定めるような取引の撤回不可能な決済（dénouement irrévocable）によって生ずる」と規定する。

ここでいう「決済・引渡システム」は、資金の決済と引換えに証券の引渡しを実行するプロセス全体を指すものである。資金決済は、認可仲介機関がフランス銀行に有する預金口座を通じて実行されるのに対し、証券の引渡しは、認可仲介機関が振替決済機関に有する証券口座を通じて実行される。振替決済機関は、譲渡人が十分な証券を保持していること、および、譲受人が十分な資金を有していることを確認したうえで、資金の決済および証券の引渡しを実行する。このプロセスの中で、認可仲介機関が資金の決済および証券の引渡しを確定的に義務づけられた時点が、取引の「撤回不可能な決済」の時点であり<sup>33</sup>、譲受人の口座への増額記録に論理的に先行する前段階の時点において権利移転が生ずるわけである<sup>34</sup>。

31 Bonneau et Drummond (2005) n° 669, pp.570-571; De Vauplane et Bornet (2001) n° 76, p.82.

32 以下では、「決済・引渡システム」と略称する。

33 フランスの現行の「決済・引渡システム」に即して、いつの時点が「撤回不可能な決済」の時点に相当するかについては詳しくは、Karyotis (2004) p.49; Bonneau et Drummond (2005) n° 880, pp.696-697を参照。

34 なお、実務上は、資金決済については、認可仲介機関がフランス銀行から、いわゆる「レボ形式による与信（pension livrée）」の方法により信用供与を受けることによって行われている。

ここで「レボ形式による与信」とは、資金供与を受ける担保として金融手段の引渡し、すなわち担保目的での権利の一時的移転を行うものである。1990年7月以降、フランス銀行が「レボ形式による与信取引に関する枠組規約（convention-cadre）」を定めるとともに、通貨金融法典L.432-12～L.432-19条によって規律される（フランス銀行、保険、信用および金融市場に関する諸措置を対象とする1993年12月31日法律第1444号12条およびその適用を定める1994年5月2日デクレ第350号（新たな経済調整に関する2001年5月15日法律第420号29条 によって改正））。通貨金融法典L.432-12条1項によれば、「〔レボ形式による〕与信（pension）とは、それにより、法人、共同投資資金（fonds commun de placement）または共同債権資金（fonds commun de créances）が、合意された代価と引換えに、次項に定める有価証券、証券または手形の完全な権利を共同投資資金または共同債権資金に譲渡し、かつ、譲渡人および譲受人が、合意された代価および日付で、譲渡人が有価証券、証券または手形を受け戻し、譲受人がそれを再譲渡することについて、相互にかつ撤回不可能な形で義務を負う取引である」と定義される。

(ロ) 譲受人の認可仲介機関の代金支払を確保する手段

以上から、上記の場合においては、譲受人の口座の記録の前段階である「撤回不可能な決済」の時点が権利移転時ということになる。しかし、この時点で、証券の権利が譲渡人の帰属から離れるが、権利が譲受人に移転するわけではない。決済・引渡システムにおいては、譲受人が証券の代金の支払を完了するまでの間は、認可仲介機関に証券の権利が帰属することが想定されているからである。

そこで、47bis条6項（現行・通貨金融法典L.431-2条5項）は、「顧客は、金融手段の代金を支払った時点で、その所有権を取得する。顧客が代金を支払うまでの間は、当該金融手段を受け取った仲介機関がその権利者となる」と規定している。

このことは反対に、譲受人が予め認可仲介機関に対して証券の取得代金を支払っていた場合には、証券の権利は直ちに譲受人に帰属することを意味する。正確には、決済・引渡システムにおいて認可仲介機関が撤回不可能な形で義務を負った時点で、証券の権利は譲受人に移転するわけである。

そうすると、この場合には、譲受人の認可仲介機関における口座の増額記録は、証券の権利移転のメカニズムにおいて重要な役割を担わされていないように見える。もっとも、ここでも、証券の権利移転が口座の記録とまったく無関係に認められるわけではない。「撤回不可能な決済」の時点から譲受人が証券の取得代金を支払うまでの間は、譲受人の認可仲介機関に証券の権利が帰属するとしても、それが口座の記録とまったく独立に「法的に第三者に対抗しうる」わけではないからである。資金の決済および証券の引渡しに関して、認可仲介機関が確定的に義務を負うということは、フランス銀行の預金口座における決済資金の振替と引換えに振替決済機関における認可仲介機関の口座に当該証券の増額記録がなされることを前提とする。よって、認可仲介機関の権利取得は、振替決済機関における認可仲介機関の口座の増額記録と結びついているわけである。もちろん、ここでは、認可仲介機関はあくまでも譲受人の受任者として行動しているが、あたかも自己の名義で権利を取得したのと同じように（振替決済機関における認可仲介機関の口座のシステムでは、それに記録された証券が認可仲介機関の固有の名義で取得されたものなのか、認可仲介機関の顧客のために取得されたものなのかを区別することはできない）、担保のために一時的に証券の権利を取得するわけである<sup>35</sup>。

---

「レボ形式による与信」の法的仕組みについて詳しくは、Bonneau et Drummond (2005) n° 654, pp.552-561; De Vauplane et Bornet (2001) n°s 842-857, pp.784-790; Lucas (1997) n°s 67-79, pp.35-42; Mercier (2005) n° 722-740, pp.331-339を参照。

35 以上につき、Le Nabasque et Reygrobellet (2000) n°s 25-27; Prieur et Bienvenu-Perroux (2000) p.81を参照。

### 3. ペーパーレス化された有価証券の権利移転に関する立法(2) 2004年および2005年の法改正

#### (1) 2004年6月24日オルドナンスによる改正

##### イ. 2004年改正の目的

商事会社によって発行される有価証券制度に関しては、2004年に改正がなされた。この改正は、法形式としては、2004年6月24日オルドナンスによってなされたものである。この2004年6月24日オルドナンスは、商事会社の有価証券に適用される制度を簡略化し、統一する権限を政府に授与する2003年7月2日法律第591号の26条に基づくものである。

2004年改正の主要な目的は、商事会社による有価証券(株式、社債等)の発行による金融手法の自由化にあるが、この改正内容の1つとして、有価証券の権利移転時期の統一が含まれている<sup>36</sup>。

##### ロ. ペーパーレス化された有価証券の権利移転時期の統一

2004年6月24日オルドナンスの24条<sup>2</sup>は、商法典L.228-1条に9項を加えて、次のように規定する。すなわち、「規制市場における取引が認められた有価証券、または規制市場における取引は認められていないが通貨金融法典L.330-1条に掲げる決済・引渡システムに参加する認可仲介機関の口座に記録された有価証券が譲渡された場合は、所有権の移転は、同法典L.431-2条に定める諸条件に従って行われる。その他の場合には、所有権の移転は、コンセイユ・デタのデクレが定める諸条件に従い、譲受人の口座に有価証券が記録されることにより生ずる」<sup>37</sup>。

この商法典L.228-1条9項が掲げる2つのタイプの有価証券のうち、前者の上場証券については、通貨金融法典L.431-2条が同様の規律を定めていたところであり、立法者が改正を意図したのは、後者の「規制市場における取引が認められていない」非上場証券であるが、「決済・引渡システム」すなわち振替決済機関を通じて証券決済が行われる有価証券である<sup>38</sup>。すなわち、同項は、2004年改正前は、上場証券について認められていた譲受人の口座の増額記録の時点で権利移転が生ずるという規律を、非上場証券についても一般化するものである。これにより、有価証券の取引のほとんどの場合について権利移転の規律が統一され、フランスにおける規律が整合的で分かりやすいものになった点に意義があるとされる<sup>39</sup>。

36 2004年6月24日オルドナンスによる改正全般については、Bissara (2004); Germain (2004); Couret et Le Nabasque (2004); De Vauplane et Daigre (2004)等を参照。

37 2004年6月24日オルドナンスによる有価証券の権利移転の規律に関する改正内容について検討を行うものとして、Nizard (2004); De Vauplane et Daigre (2004) n° 4, pp.65-66; Blanluet (2004) pp.81-82; Goutay (2005) n°s 9-24, pp.48-49等を参照。

38 De Vauplane et Daigre (2004) n° 4, p.66; Nizard (2004) n° 27, p.629.

39 De Vauplane et Daigre (2004) n° 4, p.66; Robine (2005) n° 2, p.49. 同じく、Nizard (2004) n°s 4-6, p.620は、2004年改正法の意義を、ユーロネクストおよびユーロクリアの領域内における有価証券の権利移転の規律の統一にあるとする。

## (2) 2005年3月31日オールドナンスによる改正

さらに、2005年3月31日オールドナンスは、口座の（増額）記録時の権利移転の原則を拡げる。この2005年3月31日オールドナンスは、振替決済機関における取引が認められ、または決済・引渡システムにおいて引渡しがなされる金融手段の権利移転の規律を簡略化する権限を政府に授与する2004年12月9日法律第1343号の34条に基づくものである。

### イ．2005年改正の目的

2005年3月31日オールドナンスは、金融業界が金融市場監督局（AMF）およびフランス銀行の協力を得て行っている重要な改革を具体化するものであり、その目的はフランスの金融手段の決済・引渡システムを国際標準に適合させることにある<sup>40</sup>。

すなわち、現在、決済・引渡システムは、規制市場（例えば、ユーロリスト（Eurolist d'Euronext）<sup>41</sup>）において譲渡される金融手段と、非規制市場であるが市場運営者によって管理される市場（例えば、ユーロネクスト・パリ（Euronext Paris）によって管理される自由市場）とで共通のものである。証券市場の改革は、金融手段の権利の移転は、取引の決済の時点、すなわち、実務上譲渡日から3日後（T+3）に生ずるという規律を課することで、これらの金融手段の権利移転の統一的な制度を定めることを目的とする。

この改革は、金融市場監督局の一般規則の改正によって具体化されるが、それを完全に実現するためには、2つの権利移転の制度を明瞭に区別している通貨金融法典L.431-2条の改正が必要であると判断された。したがって、2005年3月31日オールドナンスは、金融手段の権利移転について、法律上唯一の制度しか存しないことを示し、その具体的な適用形態については金融市場監督局の一般規則にゆだねることを

40 2005年3月31日オールドナンスの改正趣旨については、Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2005-303 du 31 mars 2005 portant simplification des règles de transfert de propriété des instruments financiers admis aux opérations d'un dépositaire central ou livrés dans un système de règlement et de livraison Rapport au président de la République, J.O., n° 76 du 1<sup>er</sup> avril 2005, p.5883, text n° 41を参照。

2005年改正について検討したものと、De Vauplane et Daigre (2005) pp.50-51; Goutay (2005) n°s 25-40, pp.48-49; Pietrancosta (2005) pp.42-44; Robine (2005) p.49; Robine (2006) n° 5, p.711等を参照。

41 ユーロネクストでは小型・中型株式の透明性と流動性を高めるために、2005年2月21日より、パリでは、第1部市場（Premier Marché）第2部市場（Second Marché）新興企業向け市場（Nouveau Marché）という上場区分を廃止し、企業をアルファベット順および資本規模に応じて分類する単一市場である「ユーロリスト（Eurolist d'Euronext）」と称される市場を発足させた。さらに、同年4月4日には、アムステルダム、ブリュッセルおよびリスボンに単一市場を拡大させた（[http://www.euronext.com/editorial/anchors/wide/0,5371,1732\\_2672722,00.html](http://www.euronext.com/editorial/anchors/wide/0,5371,1732_2672722,00.html)）。

金融市場監督局は、2004年11月30日決定により、フランスの規制市場に特に適用されるユーロネクストの証券市場規則第2編の改正を行った（[http://www.amf-france.org/documents/general/5856\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/5856_1.pdf)）。同証券市場規則P.1.0条は、パリ証券市場は、通貨金融法典L.421-1条に定める規制市場であり、ユーロネクスト・パリによって管理される市場である「ユーロリスト」と改称する。さらに、2005年4月15日アレテによって認可された金融市場監督局の一般規則の改正（J.O., n° 94 du 22 avril 2005 p.7039, texte n° 30）を行い、ユーロリスト市場を創設し（livre II）、第1部市場、第2部市場、新興企業向け市場の区分を廃し、新興企業向け市場のユーロリスト市場への移行に関する規定等を定める（[http://www.amf-france.org/documents/general/6053\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/6053_1.pdf)）。

規定するものである。

改正L.431-2条は、1項で、規制市場における金融手段<sup>42</sup>の権利の移転は、「金融市場監督局の一般規則によって定められる日付および諸条件に従って、それが譲受人の口座に記録されることにより生ずる」と規定する。他方、4項で、規制市場外で譲渡がなされる取引についても、決済・引渡システムを通じて決済がなされる場合における金融手段の権利の移転は、「金融市場監督局の一般規則が所有権移転の特別な諸条件を定める」と規定して、取引の決済の時点で生ずることを定める。以上から、振替決済機関における取引が認められ、または決済・引渡システムにおいて引渡しがなされるすべての金融手段は、金融市場監督局の一般規則が定める日付と諸条件に従って、譲受人の口座の増額記録の時点で生ずることを明確にすることにより、2つの制度を統一している。

#### ロ．解釈上の疑義の解消

2005年改正前の通貨金融法典L.431-2条は規制市場における譲渡しか対象としていなかったが、そのことが、2004年6月24日オルドナンスが商法典L.228-1条に9項を創設した後に困難をもたらした。なぜなら、同条は通貨金融法典L.431-2条に準拠することを指示しているが、そこでは、規制市場で譲渡される有価証券ではなく、規制市場における取引が認められた有価証券（上場証券）を対象としているからである。後者は、必ずしも規制市場で譲渡されるわけではない。通貨金融法典L.421-12条は、いわゆる取引所集中義務を課しているが、この義務の例外が規定されており<sup>43</sup>、上場証券が規制市場外で譲渡される場合がありうる。

ここから、商法典L.228-1条が通貨金融法典L.431-2条に準拠することを指示している意味が問題となる。同法典L.431-2条の制度を規制市場外でなされる有価証券の譲渡にも拡張する趣旨であったのか<sup>44</sup>、それとも、同法典L.431-2条への準拠は、権利の移転について、決済・引渡システムが定める方法による取引の撤回不可能な決済という他の時点を定める同条4項を対象としたものと解すべきなのかが不明確であった。

2005年3月31日オルドナンスによって通貨金融法典L.431-2条が改正されて以降は、この問題は消滅した<sup>45</sup>。すなわち、改正L.431-2条が定める単一の規律は、規制市場における譲渡が認められているが、同様に他の市場における譲渡も認められている証券についても広く適用対象に含むものとされる。よって、その他の非上場証券の権利の移転の規律は、商法典L.228-1条の適用によるデクレによって定められることになる<sup>46</sup>。

42 正確には、「L.211-1条Iの1項、2項および3項に掲げられ、かつ、振替決済機関における取引が認められ、または、L.330-1条に掲げる決済・引渡システムにおいて引渡しがなされる金融手段」を指す。

43 2つの例外につき、Robine (2005) p.52, note (29).

44 学説では、Nizard (2004) n° 26, p.629は、このような解釈を否定する。

45 Robine (2005) p.52.

46 Rapport au président de la République, supra note 40.

## 1. ペーパーレス化された有価証券における「口座の記録」の法的性質

において概観したようなフランスにおける有価証券のペーパーレス化に関する一連の法改正が展開したことを受けて、学説上、それらの立法によって実現された有価証券の概念、そして、その法的性質をめぐる議論の蓄積が見られる。すなわち、有価証券のペーパーレス化の出発点となった1981年12月30日法律から今日に至るまで、いわゆる「有価証券の新たな一般理論 (une nouvelle théorie générale des valeurs mobilières)」<sup>47</sup>の構築をめぐる学説の議論である。

### (1) 問題の設定 実体説と形式説の対立

学説において設定された問題とは、「口座の記録に《よって (par)》、または口座の記録に《基づいて (sur)》表される権利の法的性質は何なのか」<sup>48</sup>ということにある。

この問題は、学説上一般に、民事法の基礎概念を用いて、次のような形で設定される。すなわち、「口座の記録 (inscription en compte)」とは、権利の「形式 (instrumentum)」にすぎないのか、それとも「権利の実体 (negotium)」を表すものなのか。あるいは、口座の記録による権利移転には、「実体的な性質 (caractère substantiel)」<sup>49</sup>ないし「実体的な射程 (portée substantielle)」<sup>50</sup>を認めることができるのか、それとも単なる証明手段にすぎないのか。

このような問題をめぐって、フランスの学説は、口座の記録に「権利の実体」としての性質を認める実体説と、口座の記録の実在性を否定し、それは単なる証明手段にすぎないとする形式説とに大別することができる。もっとも、最近では、この2つの潮流を止揚するような学説が有力になっており、両説は相対化しつつあるともみうる。

以下では、それぞれの学説の立論について分析を加えて、口座の記録の理論的な把握について、いかなる点をめぐって思考方式の対立があるのかを検討することにしたい。

### (2) 実体説

口座の記録は、単なる証明手段ではなく、実体法上、有価証券上の権利それ自体の存在を条件づけるものと捉えるのが実体説である。これによると、口座の記録なくして権利は存在しえない以上、口座の記録は権利それ自体の存在形式であると説かれる。

47 De Vauplane et Bornet (2001) n° 44, p.41.

48 Le Nabasque et Reygrobellet (2000) p.261.

49 Prieur et Bienvenu-Perrot (2000) p.84.

50 Marly (2004) n° 265, p.213.



この見解は、「形式（instrumentum）に権利の実体（negotium）が化体する」と捉えるものであり、その論理は、有体物である紙媒体の券面を前提とした有価証券について、19世紀末以降、ドイツ学説の影響によって形成された有価証券理論、すなわち、「証券が権利を化体する」という理論（théorie de l'incorporation du droit dans le titre）の発想を継承したものと位置づけることができる。

「証券が権利を化体する」という理論は、権利がそれを確認する券面と完全に同一化することによって、権利は有体物としての法的性質を獲得することを説明するものである。その帰結として、証券が有体動産としての権利移転の規律に服するとともに、善意取得（民法典2279条）の適用が正当化されるというものである<sup>51</sup>。

この実体説も、その論理を異にする2つの見解に大別される。

#### イ．有体動産説

口座の記録が有価証券それ自体であると説くのが、マルタンの見解である<sup>52</sup>。これによると、ペーパーレス化とは、技術の進歩によって紙媒体の券面が口座の記録に媒体が代わったにすぎず、そこではコンピュータ上の記録から成り立つ「軽減された実在性」が問題とされているとする。したがって、その意味では、ペーパーレス化は、「非実在化（dématisation）」というよりも、むしろ「無券化（detitrisation）」と捉えるのが正確であり、これによって権利の性質が変わったわけではないとする。そこから、口座に記録された有価証券は、有体動産と性質決定すべきであると説く<sup>53</sup>。

しかし、この見解に対しては、実体説に立つ論者からは一定の肯定的評価を示すものがある一方で、有価証券上の権利とその媒体である口座の記録とを混同するものであり、また、そこには「有体性（corporalité）」を見出すことは困難であるとの批判があり<sup>54</sup>、有体動産とする性質決定は、学説上は少数説にとどまっている<sup>55, 56</sup>。

#### ロ．無体動産説

そこで、実体説に立つ論者の多くは、有価証券というのは、権利という無体物であるが、口座の記録は、権利を実在化するものであって、「無体動産権（droits mobiliers incorporels）」としての性質を付与するものであると主張する。

51 Carbonnier (2004) n° 914, p.1904.

52 Martin (1996) n°s 6-9, pp.48-49; Martin (1998) pp.17-18.

53 マルタンの提唱する有体動産説を支持する見解として、Prieur et Bienvenu-Perrot (2000) pp.83-84.

54 Péliissier (2001) n° 309, p.146. 有価証券は、発行時から存在するのであり、口座の記録はその存在を確認するものにすぎない。口座の記録それ自体は、有価証券上の権利の媒体であって、有価証券上の権利と口座の記録とをきちんと区別するのが適切である。口座およびコンピュータによる情報処理は非物質的なものであり、他方、有価証券は経済的利益の非物質的な投影にすぎず、いずれについても実在性を見出すことはできない、と批判する。これと同旨の批判として、Trébulle (2002) n°s 588-592, pp.415-418.

55 Libchaber (2000) p.90.

56 もっとも、マルタンは、ペーパーレス化された有価証券の権利移転の時点を口座の記録時に統一した2004年改正を受けて、改めて自説の正当性を再論している（Martin (2004) pp.2285-2287）。

以下では、このような観点から、実体説を詳細に展開するラサラスの学位論文『価値の口座記録：口座記録所有権の概念』<sup>57</sup>に拠りつつ、その論理を見ておこう。

#### (イ) 口座の記録によって「実在性」を付与された権利としての有価証券

有価証券は、確かにペーパーレス化によってこれを有体動産と性質決定するのは困難であるが、完全に実在性のない財産ではないことを強調すべきであると、口座の記録は、「実在性 (matérialité)」の概念の再考を要請するとする<sup>58</sup>。

有価証券では、権利が証券に化体しており、そこから学説は、instrumentumが権利と融合したものと捉えてきた。ペーパーレス化は、このinstrumentumを紙から口座の記録へと置き換えたものにほかならない。口座の記録は有体物ではないが、よって、マルタンのように有体動産とは性質決定しえないが、純粋に具体性のない想像上の抽象観念 (pures abstractions mentales) ではなく、権利の新しい表現である。したがって、ペーパーレス化によって有価証券の法的性質が変更されたとみるべきではなく、口座の記録は、それが表章する権利の「実在性」を変性するものではない<sup>59</sup>。

以上から、ラサラスは、権利と「証券 (titre)」との関係について、有価証券上の権利は、口座の記録という「証券」と結びつけられることによって「実在性」が与えられるとする<sup>60</sup>。その結果、口座の記録と結びついたペーパーレス化された権利は、「無体動産権」と性質決定される<sup>61</sup>。

#### (ロ) 口座記録上の権利ないし価値に対する所有権

このような口座の記録の法的性質決定を前提として、ラサラスは、口座記録上の価値に対する権利の法的性質の分析へと向かう。

ここでは、株式や社債等の口座の記録に表章された有価証券上の権利 口座の記録によって「実在性」を付与された権利 である「口座記録上の権利 (droit scriptural)」と区別されたものとして、そのような口座記録上の権利ないし価値に対する権利 (所有権) を抽出し、これを「口座記録所有権 (propriété scripturale)」と称する<sup>62</sup>。ここでいう「口座記録所有権」と称されるのは、口座記録上の権利が誰に排他的な権利として帰属するのかという、権利の帰属の面を取り出して、その意義ないし性質を論ずるうえで、析出された概念であるとみてよいであろう。その意味では、債権も財産権の1つとしてある法主体に排他的に帰属するという面を

57 Lassalas (1997).

58 Lassalas (1997) n° 234, pp.84-85.

59 破毀院判例にも、口座の記録は「新たな実在化」であると判示するものがあり (コルジリウス (Korzilius) 判決 (Cass.com., 22 nov. 1988, Bull.civ., IV, n° 322, p.216)) 実体説に1つの根拠を与えている。

60 これと同旨を説く見解として、Guyon (1998) n° 728, p.778; Reygrobellet (1999) pp.305-316; Libchaber (2000) p.90等。

61 Lassalas (1997) n° 258-265, pp.92-94.

62 Lassalas (1997) n° 348, p.120.

捉えて、債権の「所有権」と称されることがあるが、そこでいう「所有権」と同列に位置づけられる概念として理解することができる。ここでは、「所有権」概念は、「排他的権利 (droit privatif)」と同義に用いられている<sup>63</sup>。

ラサラスが、この「口座記録所有権」という概念を抽出する目的は、その法的機能を明らかにするという点にある<sup>64</sup>。そして、そこから口座の記録には2つの機能があることを示そうとする。1つは、多くの学説が認めるものであるが、口座の記録のinstrumentumとしての側面、すなわち、それが権利の新たな「形式 (formalité)」であることに由来するものであり、権利の帰属を推定するという証明手段としての機能である。これに対し、もう1つは彼女によれば、学説があまり解明してこなかったとされる点であるが、口座の記録が口座記録上の権利を「実体化する (corporalisant)」という機能である。よって、一般に「無券化」と称される「口座記録化 (scriptualisation)」の真の性質は、まさに「実体化」にあり、「口座記録化」は、口座の記録という、よりコストの安価なinstrumentumである別の証券に代えることで、紙の証券を消滅させたにすぎないと帰結される<sup>65</sup>。

#### (八) 権利の存在形式としての口座の記録

ラサラスによれば、口座記録上の権利は、口座の記録とは独立に存在することはできない。そこから、口座の記録は、口座記録上の権利という財産の存在を条件づけるものであるとされる<sup>66</sup>。

立法者が有価証券の義務的なペーパーレス化を強制したが、そのことによって、口座の記録という形式は、有価証券の存在にとって本質的要件となり、その形式が欠けると無効となる<sup>67</sup>。確かに、口座によって表象される権利は合意から生ずるものであるが、口座の記録なくしては、有価証券として存在しえず、よって、口座の記録はその効力発生要件である<sup>68</sup>。

#### 八．占有説 「占有」としての口座の記録

以上に見た無体動産権説は、口座の記録を従来の紙媒体に代わる新たな媒体と捉えて、紙媒体の有価証券について形成された「証券が権利を化体する」という理論をペーパーレス化された有価証券についても継承しようとする見解であると評価することができる。それゆえ、それ自体は観念的な存在である株式や社債等の有価証券上の権利は、口座に記録されることによって「新たな実在性」がそれに付与され

63 Lassalas (1997) n° 406, pp.140-141.

64 Lassalas (1997) n°s 350-352, p.121.

65 Lassalas (1997) n° 341, p.117.

66 Lassalas (1997) n°s 500-503, pp.175-176. レグロベレも、口座の記録それ自体を有価証券上の権利を化体する証券と捉えて、口座の記録 = 証券は口座名義人の権利の存在にとって不可欠の条件であると説く (Reygrobellet (1999) n° 9, pp.308-309 )

67 Lassalas (1997) n° 522, p.180.

68 Lassalas (1997) n° 523, p.181.

て「口座記録上の権利」となり、さらに、このような「口座記録上の権利」が、排他的な帰属を表現する「所有権」の客体となる、という二段階の論理を採っている。したがって、ここでは、所有権の客体とされるのは、あくまでも口座の記録によって実在化された権利 = 有価証券であって、株式や社債等の有価証券上の権利そのものではないと構成されている<sup>69</sup>。

これに対しては、口座に記録された有価証券については、「証券が権利を化体する」という理論を採る必要はないとする見解からの批判がある<sup>70</sup>。このような見解によれば、排他的な帰属という意味での「所有権」という概念を用いるとしても、ここで所有権の客体とされるべきは、株式や社債等の有価証券上の権利（債権）それ自体であると捉えるべきであると説かれることになる<sup>71</sup>。

以上のような前提に立ちつつも、近時では、口座の記録が実体法上有する意義ないし役割について解明しようとする見解が有力に説かれている<sup>72</sup>。次にこれを見よう。

#### (イ) 口座の記録の2つの機能

ペリシエは、口座の記録には2つの機能があるとする。すなわち、口座の記録は、証券を確証する機能を有すると同時に、証券を対象とする権利を推定させる機能を有する。前者は、権利者が発行者に対して有する権利という無体財産に関わるのに対し、後者は、この無体財産に対する権利に関わるものであり、権利者、認可仲介機関および第三者との関係において実現されるものであるとする<sup>73</sup>。ペーパーレス化された有価証券をめぐっては、この2つの法律関係が交錯する。

このうち、権利の移転は後者の機能に属する。ここで口座の記録に認められた役割は、「証明機能 (rôle probatoire)」であるが、口座の記録は、有価証券に対する「占有」という「事実上の権限」を表すものであるとされる<sup>74</sup>。

69 有価証券に対する「所有権」の観念が、「証券が権利を化体する」という理論との関連性を有することについて、De Vauplane et Bornet (2001) n° 71, p.77を参照。

70 トレビュルは、ペーパーレス化された有価証券について「証券が権利を化体する」という理論を採るラサラスの見解は、口座の記録が有価証券上の権利の媒体 (support) であると構成するものであるが、もはや媒体を観念する必要はないと批判する。そして、有価証券上の権利は、理論的には口座の記録に先行して存在するものであり、口座の記録は権利の存在形式ではなく、端的に権利の「引渡し (délivrance)」を実現するものであると説く (Trébulle (2002) n°s 589-591, pp.416-418)。

なお、「証券が権利を化体する」という理論に対する批判については、Mercier (2005) n°s 99-130, pp.61-72を参照。

71 このような意味で、有価証券上の権利に対する「所有権」の観念を承認する学説は、今日少なくない (Dubertret (2004) n° 19, note 31, pp.150-151) 。なお、Trébulle (2002) n°s 669-678, pp.474-482も参照。

72 この点に関して、トレビュルは、口座の記録に「有体性」が認められないとしても、口座の記録の実体的な意義を否定するものではなく、形式 (instrumentum) と権利の実体 (negotium) の融合が見出されるとし、口座の記録に権利の「占有」ないし「引渡し」としての意義が認められるとする (Trébulle (2002) n° 592, p.418, n° 651, pp.457-458 et n°s 731-733, pp.514-516) 。

73 Pélissier (2001) n° 310, p.147.

74 このほか、口座の記録に「占有」機能を認める見解として、レグロベレは、口座の記録は、譲受人に対する有価証券の引渡し (remise) を具体化するものであるとする (Reygrobellet (1999) n° 25, p.315) 。

## (ロ) 無体財産に対する「占有」

ここで、有価証券とは、発行者に対する権利という無体財産であり、占有はそのような無体財産に対する「事実上の権限」という意味での「占有」である。

ペリシエは、占有概念を再定義することを通じて、無体財産についても「占有」が肯定されることを論証する<sup>75</sup>。

伝統的理解によれば、占有は、客観的要素である「所持 (corpus)」と、主観的要素である「占有意思 (animus)」という2つの要素から構成される。占有概念の理解において、主観的要素を重視する主観説と、客観的要素を重視する客観説の古典的な対立図式は、フランスでもよく知られているが、ここで問題としている無体財産 (無体物) に対する「占有」に関する限りは、占有意思は、有体物と無体物とは相違がない。無体財産に対する「占有」を肯定するうえで障碍となるのは「所持」である。それは、伝統的学説は、この「所持」を物に対する直接の物理的接触 (contact physique directe) を通じた支配に限定して定義するからである。しかし、有体物と並んで、経済的価値を有する無体財産がますます増加するという財産概念の発展に伴い、このような物質的な所持概念は現実に適合しなくなってきたという認識に基づき、この「所持」概念を拡張して、無体財産を包摂するような形で、再定義することが試みられる<sup>76</sup>。

このような見地から、ペリシエは、占有概念を「事実上の権限 (pouvoir de fait)」と定義する。もっとも、「事実上の権限」という概念規定は、従来の学説においても広く見られたところであるが<sup>77</sup>、実際には物理的な接触に限定して捉えられてきた。

それでは、人と物との物理的な接触から解放された「所持」概念は、どのような法的性質をもつのであろうか。一方で、「事実上の権限」は、「法律上の権限 (pouvoir de droit)」<sup>78</sup>、すなわち、権利 = 所有権と対置される。換言すれば、「事実上の権限」は、法的権利から分離することが可能なもの、権利の所在とは独立に認められるものである<sup>78</sup>。他方で、ある権限が、「事実上の権限」であるためには、その権限が第三者 = 社会によって承認されていなければならない<sup>79</sup>。以上から、「事実上の権限」とは、「その存在が第三者による意識的な承認によって当然に表現される、物に対する意識的な支配関係」と定義される。すなわち、占有者・物・第三者の三面関係において示されるのが、「占有」なのである<sup>80</sup>。

75 このほか、ペリシエと同じく、有価証券上の権利 (債権) という無体財産についての「占有」概念の再検討を行い、口座の記録には「占有」という実体法上の意義が認められると説くものとして、Trébulle (2002) n<sup>os</sup> 706-730, pp.498-514; Mercier (2005) n<sup>os</sup> 375-412, pp.170-189.

76 Péliissier (2001) n<sup>o</sup> 25, pp.18-19 et n<sup>o</sup> 56, p.32.

77 Péliissier (2001) n<sup>o</sup> 183, pp.86-87.

78 Péliissier (2001) n<sup>o</sup> 218, pp.99-100.

79 Péliissier (2001) n<sup>o</sup> 219, p.100.

80 Péliissier (2001) n<sup>o</sup> 224, p.102 et n<sup>o</sup> 231, p.105.

このような第三者 = 社会による権限の承認という要素から、次のことが導かれる。「事実上の権限」が社会によって承認されるためには、それが第三者から見て明らかでなければならない。このような占有の「明白性 (visibilité)」を獲得するためには、何らかの「徴表 (signe)」によって権限が表現される必要が生ずる<sup>81</sup>。かかる徴表は、物理的形式をとる場合もあるが、抽象的な形式 = 法的行為によることもありうる。そのうえで、上記のような「徴表」を第三者が解釈することを通じて、「事実上の権限」が、社会的承認 (conscience sociale) を獲得するに至るわけである<sup>82</sup>。

以上のような見解によれば、無体物に対する「占有」 = 「事実上の権限」概念を基礎として、ペーパーレス化された有価証券をめぐる法律関係を分析すると、口座の記録には、まさに「占有」としての役割が付与されていると帰結される。ここでは、口座の記録には権利推定機能があるとされるが、これは訴訟法上の証明手段というにとどまらず、実体法上の効果を導くものとして捉えられているといえる。

### (3) 形式説 証明手段としての口座の記録

他方、ペーパーレス化された有価証券に関して、口座の記録は、権利の存在を証明する「形式 (instrumentum)」にすぎず、単なる権利移転の証明手段としての機能しか認められないと主張する見解も有力に主張されている<sup>83</sup>。

形式説の立場からすれば、紙媒体の有価証券であればともかく、ペーパーレス化された有価証券については、口座の記録が権利を化体していると捉えることはできない。その理由は、確かに口座の記録には一定の「実在性」が認められるとしても、そこにもはや「体 (corpus)」を見出すことはできず、「有体性 (corporalité)」を欠いた媒体に権利が「化体 (incorporé)」されるというのは矛盾であると解することにある<sup>84</sup>。そして、形式説は、破毀院判例は、口座の記録に証明手段としての性質しか認めていないこと<sup>85</sup>を援用する。

## 2. ペーパーレス化された有価証券をめぐる論点の具体的諸相

次に、実体説と形式説の論理が、ペーパーレス化された有価証券をめぐる具体的な論点について、どのような帰結をもたらすのかについて検討を加えておこう。

81 Pélissier (2001) n<sup>os</sup> 228-229, pp.104-105.

82 Pélissier (2001) n<sup>os</sup> 230-231, p.105.

83 形式説を探る見解として、Causse (1992) n<sup>os</sup> 14-28, pp.532-534; Causse (1993a) n<sup>os</sup> 649-665, pp.320-331; Causse (1999) pp.90-93; Lucas (1997) n<sup>o</sup> 414, p.212; Goutay (1997a) pp.210-212 et 217-218; Goutay (1997b) pp.1173-1174; Goutay (1999) pp.416-422; Nizard (2003) n<sup>os</sup> 517-709, pp.216-330等。

84 Marly (2004) n<sup>o</sup> 265, pp.213-214.

85 Cass.com., 10 juin 1997, Bull. Civ., IV, n<sup>o</sup> 186, p.163; Cass.com., 22 oct. 2002, JCP, 2003, éd. É, II, 398, note Anne Danis-Fatôme.

## (1) 権利の移転時期

で概観したように、1983年1月3日法律47bis条（現行・通貨金融法典L.431-2条）1項は、口座に記録された有価証券の規制市場における譲渡に関して、その権利の移転は、譲受人の口座に記録された時点であるという原則を定めている。

## イ．形式説による評価

口座の記録は、有価証券上の権利についての単なる証明手段にすぎないとする形式説の立場からは、1983年1月3日法律47bis条1項は、民法の一般原則である意思主義に対する例外として、権利の移転時期を口座の記録時まで遅らせたものにすぎず、口座の記録は、権利移転の1つの態様にすぎないと捉える。したがって、同条は、口座の記録に「権利設定的な役割（rôle constitutif de droit）」を認めたものではないとする<sup>86</sup>。

もっとも、形式説に立ったとしても、口座に記録された有価証券がその代替性から種類物に当たると解するときには、権利移転の効果が生ずるには目的物の特定が必要となる。この観点から、当事者の合意のみでは権利は移転せず、譲受人の口座の増額記録が必要とされる場合があることは否定されない<sup>87</sup>。

## ロ．実体説による評価

## (イ) 有価証券の口座の記録の法的意義

これに対し、口座の記録に有価証券上の権利の「実在性」を見出すことによって、それに実体的な性格を認める見解によれば、権利移転の時期を口座の記録時と定める1983年1月3日法律47bis条1項は、「口座の記録に最も重要な役割（rôle primordial）を認めたもの」との評価がなされる<sup>88</sup>。

口座記録上の権利は、紙媒体の証券のように個々を識別する符号（marque）もなく、すべてまったく均一であり、相互に「代替性（fongibilité）」を有する。したがって、例えば小麦のように、有体物としての種類物におけるのと同様に、個別の権利を時と空間において「特定＝個別化（individualisation）」することはできない。つまり、口座記録上の権利は、個別にみれば、その性質上、特定可能なもの（individualisable）ではない。しかし、認可仲介機関の口座の残高というのは、総体（entité）として特定されうる<sup>89</sup>。ここでは、口座の記録というのが、代替物である権利を実在化させることによって、それを特定する手段の役割を有しているというのがその主張である。

86 Nizard (2003) n°s 578-580, pp.248-252; Nizard (2004) n° 14, pp. 623-624.

87 Nizard (2003) n°s 553-554, pp.234-236; Nizard (2004) n°s 33-34, pp.631-633. もっとも、譲受人の口座の増額記録より以前に特定が生ずる場合もありうるとする。

88 De Vauplane (1994) p.15, note (45).

89 Lassalas (1997) n° 333, p.114 et n° 343, p.117.

## (ロ) 種類物の特定との関係

ところで、一般に、種類物については、対象の特定性がなければ、権利は移転しえないとされる。実体説からは、譲受人の口座の記録によってこの特定がなされると説かれる。

ペーパーレス化された有価証券について、いかなる方法によって、いつの時点で特定するのかという問いに対しては、論理的にはいくつかの考え方が成り立ちうる<sup>90</sup>。この点で、譲渡の対象となる有価証券を、譲渡人の特別口座 (compte spécial) に移して分離するという方法を別にすれば<sup>91</sup>、譲受人の口座に増額記録する時点がそれに相当するとされる<sup>92</sup>。これに対しては、譲渡人の口座の減額記録の時点と解することも考えられるが、この時点では、いまだ譲渡人の認可仲介機関の支配から離れていないので、特定されたとはいえない<sup>93</sup>。そうすると、譲渡人の下では譲渡対象が個別化されない以上、譲受人の口座の増額記録という「引渡し (tradition)」によって特定化が生ずることになる<sup>94</sup>。換言すれば、口座振替は、口座記録上の権利の移転について、「引渡し」の一方法と捉えることができる<sup>95</sup>。

以上から、1983年1月3日法律47bis条1項が、上場証券について、権利移転時を口座の記録時と定めたのは、立法者が默示的に上に述べたのと同様の分析を行ったからであると評価しうるとされる<sup>96</sup>。そして、非上場証券に関して、合意のみによって権利の移転を肯定する破産院判例には問題があると批判し<sup>97</sup>、上場証券に関する立法内容は、上場・非上場証券とを問わず、一般化されるべきことが主張される<sup>98</sup>。2004年および2005年の法改正は、このような観点からは実体説に接近するものと評価されよう。

90 Lassalas (1997) n<sup>os</sup> 670-679, pp.229-231; Trébulle (2002) n<sup>os</sup> 681-699, pp.483-493.

91 民法典1585条は、種類物の計量売買について、所定の数量の計量等を行った時点で特定が生ずることを定める。よって、譲渡人の特別口座に移すことによって計量・分離がなされたと解すれば、これにより特定が生じたと解することが可能である。

92 なお、ポノオ=ドゥリュモンは、ペーパーレス化された有価証券は代替性のある種類物であることから、その権利移転は特定の時点まで遅れるとするラサラスの見解に対して、次のように批判する。すなわち、口座に記録された有価証券については、その口座の内部では権利の代替性から特定は不可能であるとしても、口座全体として一括売買 (vente en bloc) がなされる場合には、既に特定性を満たされており、当事者の合意のみによる権利移転は可能であるとする (Bonneau et Drummond (2005) n<sup>o</sup> 661, pp.563-564)。しかし、ラサラスにおいても、特定の口座に記録された有価証券の一括売買 (民法典1586条) の場合であれば、目的物が全体として特定されていることに異論はない (Lassalas (1997) n<sup>o</sup> 673, p.230)。これに対し、ポノオ=ドゥリュモンは、口座に記録された有価証券の一部が譲渡された場合であっても、同じく一括売買に当たるとするが、そういってよいかは疑問が残る。

93 Lassalas (1997) n<sup>o</sup> 675, pp.230-231.

94 Lassalas (1997) n<sup>o</sup> 676, p.231.

95 Lassalas (1997) n<sup>os</sup> 680-695, pp.232-236.

96 Lassalas (1997) n<sup>o</sup> 678, p.231.

97 Lassalas (1997) n<sup>o</sup> 671, pp.229-231.

98 Lassalas (1997) n<sup>o</sup> 725, p.243. これと同旨を主張する見解として、De Vauplane (1994) p.16; Trébulle (2002) n<sup>o</sup> 684, p.486等。



## 八．占有説からの把握

口座の記録に「占有」という権利の徴表機能を認める見解によると、権利移転時期はどのように捉えられるのか。

### (イ) ペーパーレス化された有価証券の特殊性によって説明する見解

ペリシエによれば、権利移転は、原則としては合意のみによって生ずる。もっとも、有価証券は代替物であるから、権利の移転はその特定の時点となるが、口座振替によって特定がなされると解すると、その時点まで権利移転は遅れると解することになる。いずれにせよ、権利移転については、他に公示手段が存在しない場合には、口座の記録が「事実上の権限」を表す機能を果たすわけである。

他方で、上場証券については、特別法によって権利移転が口座の記録時と定められている。この場合には、口座の記録による占有移転は、単なる権利の推定にとどまらず、権利移転の効力発生要件 (ad validitatem) に高められている。つまり、意思主義の原則を修正して、形式主義ないし要物契約 (contrats se formant *re*) のカテゴリーに加わるものである<sup>99</sup>。

これと同じく、ブランリュエは、一般に、合意のみによる権利移転は有体物についてのみ妥当するものであり、無体物の権利移転については、取引の安全をより保障するためには何らかの形式主義 (formalisme) を伴うことになるという理由で、口座の記録時を権利移転時期と定める立法を評価する<sup>100</sup>。

### (ロ) 無体動産の移転には特定が不要であるとする見解

他方で、権利移転の効力が発生するためには種類物の特定が必要であるという規律は、有体動産についてのみ適用されるべきものであって、無体動産である有価証券上の権利には妥当しないと説く見解もある。

ル・ナバスク＝レグロベレによれば、代替性は、ペーパーレス化された有価証券の「本質的な性質」であって、たとえ口座に記録されたとしても、その代替性は失われるものではないとされる。有価証券は、均一かつ代替性のある「一定保有量 (stock)」として発行され、権利者に対して均一の集合体の中の一定数量として、まったく同一内容の権利を付与するものである。したがって、有価証券は、ペーパーレス化されたことにより、もはや「特定可能 (individualisables)」なものではなくなったとされる。その結果、有体物とは異なり、無体物であるペーパーレス化された有価証券においては、その代替性を理由に権利移転の時期を遅らせる必要性はないとされる<sup>101</sup>。

99 Pélissier (2001) n° 310, pp.148-149 et n° 398, p.206. ペリシエと同じく、口座の記録に「占有」という「実体的な性質」を認める立場から、現行法上の有価証券の権利移転の規律を正当化する見解として、Mercier (2005) n°s 415-439, pp.190-204.

100 Blanluet (2004) p.81.

101 Le Nabasque et Reygrobellet (2000) n°s 9-10, p.263; Le Nabasque (2003) p.37; Blanluet (2004) p.81も同旨を指摘する。

以上のような見解によれば、証券市場の特殊性を考慮した特別法によって、口座の記録が権利移転を決定する要素と定められたとしても、そのことはペーパーレス化された有価証券の法的性質を変容させるものではないと捉えられることになる<sup>102</sup>。

## (2) 口座に記録された有価証券の善意取得

有価証券一般について善意取得を認める明文の規定は存在しない。そこで、この点は民法の一般原則の適用という形で問題となる。

民法典2279条1項は、「動産に関しては、占有は権原（titre）に相当する」と規定するが、これは動産取引の安全を図るために、善意・無過失で動産を取得した者について「占有」を基礎とした善意取得を定めたものである。この2279条1項の適用が問題となる典型的な事例は、AがBに有価証券を譲渡し、さらにBがCにこれを譲渡した後に、AB間の譲渡が遡及的に無効となった場合に、Cが有価証券上の権利を取得しうるかというケースが挙げられる。

2279条に関する伝統的な通説によれば、債権等の無体動産については物理的な支配を要素とする「占有」を観念しえないことを理由に、2279条が適用されるのは有体動産に限られるという見解が一般に採られてきた<sup>103</sup>。

このような解釈を前提として、その例外として、紙媒体の有価証券に善意取得が認められることを正当化したのが、有価証券上の権利が証券に化体するという化体理論である。これにより、本来は債権である有価証券上の権利が紙媒体の証券と同一化することによって有体動産としての性格が認められるというわけである。

しかし、有価証券がペーパーレス化されることにより、紙媒体に化体することにより有体動産と扱うという論理はもはや妥当しなくなる。この点から、「証券が権利を化体する」という化体理論は、紙媒体の証券が消滅するに伴い消滅すべきものと解する見解が主張される。この見解によれば、2279条は無体動産に適用される適性を欠いているので、口座に記録された有価証券については2279条を適用する基礎に欠けると帰結されることになる<sup>104</sup>。

## イ．実体説

これに対し、無体動産である有価証券上の権利についても、口座の記録に有体動産の「占有」に相当する機能が認められるとし、それを基礎として2279条の適用を

102 ドゥ・ヴォブレヌ＝ボルネは、有価証券の権利移転のメカニズムを説明するために、実体説のように口座の記録に所有権を見出す必要はないとしたうえで、譲受人の増額記録時に権利移転が生ずるとする特別法は、株式市場の特殊性を考慮して権利移転時を遅らせたにすぎず、ペーパーレス化された有価証券の法的性質を何ら変更するものではないとする（De Vauplane et Bornet (2001) n° 53-2, pp.51-52）。もっとも、他方で、口座に記録された有価証券は種類物に当たるから、当事者の合意のみでは権利は移転せず、目的物の特定には民法典1585条にいう計量を必要とし、それは有価証券については引渡しと一致すると説いているが（De Vauplane et Bornet (2001) n° 46-1, p.42）、両者の関係は明らかでない。

103 De Vauplane et Bornet (2001) n° 49, p.47.

104 Goutay (1999) p.420.

肯定する見解も有力に主張されている<sup>105</sup>。

そのような学説が主張されるに至った契機の一つには、1983年5月2日デクレ1条1項が「有価証券は、口座の記録によってしか実在化されない」（傍点筆者）と定めたことがある。すなわち、同条によれば、口座の記録は、従来の紙媒体に代わるところの、有価証券の新たな「実在化（matérialisation）」を構成すると解する学説の実定法上の根拠となりうるものである<sup>106</sup>。

もっとも、このような学説の潮流も、その論理から大別すると、次の2つの見解を区別することができる。

（イ）権利の存在形態としての口座の記録（実在説） 口座の記録が権利を化体とする見解

1つは、紙媒体に代わる口座の記録それ自体が、「実在する」客体として占有の対象となりうるという見解である。

a. 有体動産説

このような見解のうち、有体動産説を主張するマルタンは、有価証券上の権利がそれを確認する口座の記録によって実在化されることにより「有体性」が付与されると説く。口座名義人として口座に記録することで、口座に記録された権利をその帰属主体として享受することが認められ、また、口座に記録された権利は、それを基礎づけ、有体化する口座の記録と独立に権利を移転しえないということは、口座の記録によりそれを所持し、「占有」することを含意するとする<sup>107</sup>。

この見解の特徴は、口座の記録が権利を化体するだけでなく、それに「有体性」を肯定する点にある。

しかし、この見解に対する評価は、まさにこの点において批判がなされる。確かに、口座の記録は有価証券上の権利を確認するものであって、それを「実在化」としても、そのことから口座の記録に「有体性」を付与されたとはいえないという批判である。口座の記録がなされる媒体であるコンピュータの記憶装置等は物理的存在であるが、口座の記録という「記録されたもの（écriture）」それ自体には「有体性」を見出すことはできないからである<sup>108</sup>。

105 このように主張する学説も、より厳密に分類すれば、2279条が動産の「占有」に付与したのと同様の法的機能を口座の記録に付与することが可能であるとする見解と、より直截に口座の記録に2279条が適用されるとする見解とに区別しようが（Nizard (2003) n° 600, p.260; Le Nabasque et Reygrobellet (2000) n° 70, p.272を参照）以下ではこの点は区別せずに扱う。

106 Frison-Roche et Jockey (1994) n° 2, pp.172-173は、1981年12月31日法律によって有価証券の義務的ペーパーレス化がなされたが、実在性を有する口座の記録は、有価証券上の権利を化体しその所有を実現するのに十分な媒体であって、ペーパーレス化は有価証券の「実在化」の方法を変更したにすぎず、それによって生じた混乱はそれほどラディカルなものではないことを指摘する。

107 Martin (1996) p.47; Martin (1998) pp.17-18; Martin (2004) pp.2285-2287.

108 Nizard (2003) n° 610, pp.265-266; Le Nabasque et Reygrobellet (2000) n° 70, p.272; Robine (2005) n° 15, p.54. なお、De Vauplane et Bornet (2001) n° 49, p.47は、口座の記録に有体性を見出すことについて、現時点では疑問を呈しつつ、議論はなお開かれているとする。

## b. 無体動産説

他方、権利を実在化する口座の記録を無体動産と性質決定するラサラスの見解がある。

既に詳しく見たように、この見解によれば、有価証券上の権利はそれが口座の記録と結びつくことによって「実在性」が付与されるが、それに「有体性」を見出すことはできないとし、無体動産と性質決定する。

これによると、かりに口座の記録が権利を化体するという理論を承認したとしても、それだけでは2279条が適用されることにはならない。従来通説によれば、2279条が適用の基礎とする「占有」とは、「物質的な所持 (détention matérielle)」を意味するから、2279条の適用対象は有体動産に限定される。これを前提とする限りは、口座の記録は権利を実在化するといっても、紙媒体の証券のように、それを物質的に所持するとはいえないから、口座に記録された有価証券の善意取得は認められないことになる<sup>109</sup>。

そこで、無体動産説は、2279条をその法的根拠に遡って再検討を行い、有体動産のみならず、無体動産についても同様に「占有」が認められるべきことを論ずる。占有は、「占有意思」という主観的要素に加えて、「所持」という客観的要素を伴って表現される必要がある。従来通説は、「所持」を有体物に対する物理的な支配に限定するが、無体物であっても、口座に記録された権利については、口座名義人のみが振替指図によって記録された権利の行使をすることが可能なのであるから、そこに「所持」の要素を見出すことは十分に可能であるとする<sup>110</sup>。

ところで、2279条が「占有」を基礎として善意取得を認めているのは、流通が予定された動産においては、譲渡人が譲受人に対して自らが真の所有者であることを正当化することは困難であることから、取引安全を図るために、正当に「占有」の移転を受けた者に対する真の所有者の返還請求を否定することを認めたものである。このような2279条の法意に鑑みれば、同条にいう「占有」には、口座の記録による占有を含めるべきであるとする<sup>111</sup>。

## (ロ) 有価証券上の権利に対する「占有」としての口座の記録 占有説

以上に見た実体説は、口座の記録が有価証券上の権利を化体するという理論を前提とするものであり、「占有」の対象は口座記録上の権利であると捉えられている。

これに対し、口座の記録が権利を化体するという理論を否定しつつ、より直裁に有価証券上の権利についての「占有」を認めることによって、2279条の適用を正当化する見解がある。この見解は、口座の記録には、有体動産に対する「占有」と同一の機能が認められることを論証することによって、2279条の適用を導くものである。

109 Nizard (2003) n° 611, p.267; Robine (2005) n° 15, p.54.

110 Lassalas (1997) n°s 557-570, pp.194-195.

111 Lassalas (1997) n°s 580-594, pp.198-202.

「証券が権利を化体する」という理論は、有価証券上の権利に「有体性」を付与することによって2279条の適用を導く点にその意義があったといえる。そうだとすると、2279条の適用対象を有体動産に限定する通説を前提とするときは、口座の記録それ自体が有体動産を構成すると解するのでない限り、口座の記録が有価証券上の権利を化体するという理論を採用することに実益は認められないことになる。そして、このような化体理論を承認しなくとも、口座の記録に有体動産の「占有」と同一の法的機能を認めることは可能であるとされる<sup>112</sup>。

ル・ナバスク＝レグロベレは、「占有」は有価証券上の権利についても適用するかという問題を設定し、次のように論ずる<sup>113</sup>。すなわち、従来の学説が、2279条の適用対象を有体動産に限定してきたのは、同条にいう「占有」とは、占有者に保護が与えられる程度の「何人にとっても明白な（visible）」所有権の推定を作り出すことにある。しかし、この観点からは、今日では有体動産と無体動産とで2279条の適用を区別すべき理由はない。有価証券上の権利は無体動産であるとしても、口座名義人には、無体物に対する外形上明白な「事実上の権限（pouvoir de fait）」の行使を見出すことができ、そのような意味での「占有」を肯定することは十分に可能である。したがって、2279条の善意取得のメカニズムはこの場合にも承認することができる<sup>114</sup>。

これと同じく、ペリシエは、既に見たように、占有概念を「事実上の権限」と再定義することによって、無体物についても「占有」を認めるが、この占有には、2279条が定める権利取得機能（fonction acquisitive）が認められるとし、口座に記録された有価証券についても2279条の適用を肯定する<sup>115</sup>。すなわち、有価証券上の権利は、当事者間では合意のみによって移転したとしても、第三者に対しては隠れており、譲受人の口座に増額記録がなされることによって、権利に対する「事実上の権限」が譲受人に移転したことが第三者に対して外形上明らかになる。ここに2279条が基礎とする「占有」が認められるとされる。

#### ロ．形式説（証明説）

他方、口座の記録を有価証券上の権利についての証明手段と捉える立場からは、2279条の適用は否定されることになる。もっとも、このような見解に立つ論者にも、立法論として、口座に記録された有価証券についても、その流通性を保障するために善意取得を認めるべきことを主張する見解がある。

ニザールは、善意・無過失で、かつ有償の権利取得者を保護することを新たな立

112 Robine (2005) n<sup>os</sup> 21-22, p.55-56.

113 Le Nabasque et Reygrobellet (2000) n<sup>o</sup> 47, p.269 et n<sup>os</sup> 70-73, p.272. これと同旨として、Reygrobellet (1999) n<sup>o</sup> 24, pp.314-315.

114 ペリシエと同旨を説く見解として、Trébulle (2002) n<sup>os</sup> 749-759, pp.529-536; Mercier (2005) n<sup>os</sup> 440-447, pp.204-209; Robine (2005) n<sup>o</sup> 18, p.55.

115 Pélissier (2001) n<sup>os</sup> 389-398, pp.199-206.

法として提案する<sup>116</sup>。もっとも、そのさいの論理は、口座の記録による「占有」に基づく善意取得とは一線を画しており、むしろ権利外観法理を基礎としつつ、政策的な考慮を理由とするものである。

すなわち、ニザールは、有価証券の口座の記録が権利者らしい外観を呈するものであり、それを正当に信頼して有価証券を取得した点に権利取得の基礎があるとする<sup>117</sup>。確かに、善意・無過失で有償の取得者が口座の増額記録を受けることは2279条にいう「占有」と同様の機能を果たしているが、しかし、それは権利取得のプロセスにおいて要保護性を示す要件の1つにすぎないとする。さらに、権利の安定性を付与する必要があるのは、振替決済機関を通じた取引が認められた金融手段のみであるとし、この場合に適用領域を限定する<sup>118, 119</sup>。

### (3) 譲受人に対する抗弁の切断

#### イ．証券の「流通性」と抗弁の切断

有価証券上の義務者が、譲渡人との人的関係において主張しえた抗弁を、譲受人に対抗することができるのか。これは、「抗弁の切断 (inopposabilité des exceptions)」<sup>120</sup>といわれる問題である<sup>121</sup>。権利移転に関しては、「何人も自己の有する以上の権利を譲渡することはできない (nemo plus juris ad alium transferre potest quam ipse habet)」のが原則であり、抗弁の切断は、この一般原則に対する例外をなすものとして位置づけられる。

フランス法においては、為替手形、約束手形および小切手に関して抗弁の切断を認めた明文の規定は存在するが<sup>122</sup>、ペーパーレス化された有価証券ないし有価証券一般に関して、同様の規定は存在しない<sup>123</sup>。

しかし、学説は一般に、有価証券 (valeurs mobilières) ないし流通証券 (titres négociables) に共通の性質である「流通性 (négociabilité)」から導かれるものとして、抗弁の切断の効果付与を説明している<sup>124</sup>。「流通性」は、「譲渡可能性 (cessibilité)」

116 Nizard (2003) n<sup>os</sup> 627-644, pp.274-293.

117 Nizard (2003) n<sup>o</sup> 631, p.277.

118 Nizard (2003) n<sup>o</sup> 630, pp.275-276.

119 以上から、ニザールは、通貨金融法典L.431-2条に続けて次のような規定を置くとともに、デクレによってその詳細を定めることを提案する (Nizard (2003) n<sup>o</sup> 633, p.281)。すなわち、「口座に記録された証券については、善意で有償の権利取得は、それが信頼性を備えた手続に従って実行された口座の記録によって第三者に対抗しうようになった時から権利に相当する」。

120 直訳すれば「抗弁の不对抗」となるが、日本法でいう「抗弁の切断」に相当するといえるので、本稿では「抗弁の切断」の訳語を充てる。

121 抗弁の切断に関しては、De Vauplane et Bornet (2001) n<sup>os</sup> 53-53-1, pp.50-52; Le Nabasque et Reygrobellet (2000) n<sup>os</sup> 36-46, pp.267-268; Lassalas (1997) n<sup>os</sup> 798-817, pp.266-271; Trébulle (2002) n<sup>os</sup> 607-628, pp.427-444等を参照。

122 商法典L.511-12条 (旧112条)。判例は、紙媒体の有価証券に同条を拡張して適用している (Cass., 27 mai 1913, D.1913, 1, p.529; S., 1916, 1, p.153 (証券の善意 (または無過失) の所持人に対し、当該所持人に対する人的な抗弁または証券の内容から生ずる抗弁しか対抗しえないとする))。

123 ただし、商法典L.225-131条1項 (旧1966年7月24日法律第537号282条1項)。

124 De Vauplane et Bornet (2001) n<sup>o</sup> 53, pp.50-51; Le Nabasque et Reygrobellet (2000) n<sup>o</sup> 36, p.267.

とは区別された概念であり、取引の迅速と安全に対する商法上の要請から生ずるものであるとされる。商取引の分野では、権利の迅速な流通のみならず、権利の譲受人の取引安全が重要であり、債権譲渡に関する一般法（民法典1689条以下）に対する特則を形成するものとして、有価証券の譲渡に関する特別な規律が妥当すると解されている。

#### ロ．抗弁の切断の正当化根拠

それでは、抗弁の切断は、理論的にはどのように正当化されるものなのか。

証券の譲受人が、譲渡人が有する以上の権利を取得するのは、譲受人が証券の義務者または発行者に対して「固有の権利（droit propre）」を取得するからであると説明される<sup>125</sup>。それでは、なぜ「固有の権利」が認められるのか。

この点についての説明を試みる近時の学説は、その理論的な根拠を特定の方式に従って証券上に表示された債務者の義務負担の意思に求めている。

まず、ラサラスは、証券の所持人がそれぞれ発行者に対して直接の権利を取得するのは、証券の発行契約において、発行者が予め権利者の人的要素を考慮することを放棄したことによって導かれるとする。そして、このような抗弁の放棄の意思は、証券に流通性を付与する条項と結合しており、当該証券が流通性を有することから定型的に判断される。したがって、証券の所持人は、当初の契約にとって第三者であるが、発行者に対して直接の権利を取得し、その権利関係は、それ以前の所持人との関係を捨象して評価されなければならないとされる<sup>126</sup>。

さらに、抗弁の切断の原則の理論的基礎づけについて詳細な検討を加えるのが、デュベルトレである。デュベルトレによれば、従来の学説においては、証券の「流通性」とは、記名式、指図式または無記名式といった証券の形式的属性を意味するものであり、それにより裏書または交付という特定の方法によって権利移転を可能とする性質として捉えられてきたとされる。そして、このような証券の「流通性」から、その取得者には抗弁の切断の原則が適用されることが認められるものと解されてきた<sup>127</sup>。

これに対し、デュベルトレは、次の2点において、証券の形式的属性から抗弁の切断が正当化されるという考え方が妥当しないことを論証する。

第1に、証券の「流通性」とは、記名式、指図式または無記名式証券といういわゆる「流通可能な（négociables）」形式とは結びついていないことを指摘する<sup>128</sup>。

125 判例も、「固有の権利」によって説明する（Cass., 27 mai 1913, D.1913, I, p.529; S., 1916, I, p.153（証券の所持人が抗弁を対抗されないのは、発行者に対して固有の権利を有するからとする）, Req., 25 nov. 1946, JCP., 1947, éd.G., II, 3533, note Bastian（原告株主は固有の権利を取得し、譲渡人に対する抗弁を対抗されないとする）等）。「固有の権利」論については、Trébulle (2002) n<sup>os</sup> 618-621, pp.437-440も参照。

126 Lassalas (1997) n<sup>o</sup> 813, p.270.

127 Dubertret (2004) n<sup>os</sup> 31-32, p.157.

128 Dubertret (2004) n<sup>o</sup> 32, pp.157-158. 例えば、民事組合（会社）の持分権は、記名証券の形式をとるが、譲渡可能であるにとどまり、流通性はない（民法典1865条）。他方で、証券の「流通可能な」形式によつ

第2に、証券の「流通性」によって説明しうるのは、権利の帰属の瑕疵に関する抗弁の切断のみであると主張する<sup>129</sup>。

デュベルトレは、抗弁の切断と称される問題一般のうち、所有権（権利の帰属）の瑕疵に関する抗弁の切断と、財産に内在する瑕疵に関する抗弁（*exceptions inhérentes au bien*）の切断の問題とをまず明確に区別すべきことを主張する<sup>130</sup>。

このうち、権利の帰属の瑕疵に関する抗弁の切断というのは、有体動産について民法典2279条が定める善意取得に相当するものである。そして、善意取得の規律は、有体動産のみならず、紙媒体の有価証券、さらにはペーパーレス化された有価証券についても妥当しているが、それらにおいて、善意取得の効果が付与されているのは、有体動産の占有、証券の正当な所持、口座の記録というように多様であるけれども、それらに共通して見出される要素とは、流通性のある財産の「占有」であるとする。権利の譲受人が善意・無過失であり、かつ、適法に「占有」を取得した場合に、譲渡人の権利の瑕疵についての抗弁が対抗されえないのは、ここでの「占有」というのが、「それによって外面化された所有権の特定の公示方法（*mode spécifique de publicité*）」を構成すること<sup>131</sup>によると説明される<sup>132</sup>。そうであるがゆえに、それは権利の瑕疵にしか関係しないわけである。

以上のような検討から、善意取得の問題と区別された意味での抗弁の切断、すなわち、権利内容に関わる抗弁の切断の原則は、証券上の権利の譲渡の形式やその「流通性」から導かれるものではないとすれば、理論上、どのように説明されるのだろうか。

証券上の権利に内在する抗弁の切断というのは、証券上の債務者が証券上の権利の譲渡人に対してそれまで主張しえた抗弁をその譲受人に対抗しえなくなるということであり、それは、証券上の債権関係の内容の変更（*modification*）をもたらずのものである。この点に着目すれば、このような債務者の義務内容を加重する変更というのは、債務者の意思的関与なくしては理解することはできないとされる<sup>133</sup>。

もっとも、債務者の意思が抗弁の切断という効果をもたらすとしても、それが生ずるメカニズムやそれが生ずる範囲というのも、権利によって多様である。

---

て権利が移転する場合であっても、抗弁の切断の原則が妥当しない場合が存することが指摘される。例えば、民事会社の持分の記名証券や、不適式な指図式の為替手形（記名式または指図式の形式の証券であるが、その取得者はいかなる抗弁の切断も享受しない）が挙げられる。

129 Dubertret (2004) n° 33, pp.158-159.

130 Dubertret (2004) n°s 15-25, pp.148-154.

131 デュベルトレによれば、流通性のある財産の「占有」が所有権の特定の公示方法であることの特別な性質は、公示された権利を第三者に対抗可能とするというよりも、公示された権利と両立しない権利を対抗しえなくする（失権させる）という点にあるとされる。もっとも、この点では、不動産の公示と相違ないが、不動産の公示は、あくまで権利移転の合意を公示するものであって、譲渡人の権利の瑕疵を治癒するものではない。これに対し、流通性のある財産の「占有」は、権利移転の合意を公示するというよりも、権利それ自体を「外面化（*extériorise*）」する点に相違があり、公示された権利と両立しないあらゆる権利を対抗不能（失権）とすると説かれる（Dubertret (2004) n° 34, p.159）。

132 Dubertret (2004) n°s 28-31, pp.155-157 et n°s 33-35, pp.158-159.

133 Dubertret (2004) n° 36, pp.159-160.



第1に、抗弁の切断が債務者の意思に基づくといっても、その法的メカニズムは多様である<sup>134</sup>。この点について、手形や小切手等の商業証券 (effets de commerce) の場合と、ダイ明細書 (bordereau Dailly) による債権譲渡<sup>135</sup>の場合とを比較しよう。ともに債権に内在する瑕疵について抗弁の切断が生ずるのは、まさに証書に対する債務者の署名の効果であり、債務者の意思に基づくものである。いずれにおいても、債務者が「承諾する (accepter)」ことによって債権の譲受人の権利を確実なものとし、債務者が融資を円滑に受けることを可能とする。しかし他方で、債務者の承諾の効果は同一ではない。ダイ明細書における債務者の承諾は、債務者が譲受人に対して抗弁を対抗しえなくなるにすぎないが、為替手形は、当初の債務はそのままに存続させつつ、債務者に、それとは独立に新たな、手形法の特別な規律に服する「手形上の債務」を負担させる。以上のように、同じく抗弁の切断といってもその法的メカニズムは異なっている。

第2に、抗弁の切断は、権利移転の形式とは必ずしも結びついていない<sup>136</sup>。なぜなら、証券の形式や権利移転の方法は同一であっても、抗弁の切断が認められていない証券が存するからである<sup>137</sup>。

したがって、抗弁の切断が債務者の意思のみに基づくといっても、その意思は、抗弁の切断という効果をもたらすものと定められた「厳格な要式 (formalisme strict)」に従って証券上表示されること。これにより、債務者はその債務の射程を明確に認識しうようになる。これを要する。抗弁の切断を生じさせるメカニズムは多様であるけれども、「特定の方式に従った債務者の義務負担 (engagement formel)」という点が、それらに共通する要素として抽出できると結論づけている<sup>138</sup>。

#### (4) 認可仲介機関との関係

ペーパーレス化された有価証券は、認可仲介機関の口座に記録されるが、口座名義人と認可仲介機関との法律関係についても、いくつかの法的な論点が存在する。

##### イ．口座名義人と認可仲介機関との契約の性質決定

まず、口座に記録された有価証券を管理する認可仲介機関と口座名義人との間に存する契約は、寄託契約なのか、それとも委任契約または請負契約なのかという契

134 Dubertret (2004) n° 36, p.160.

135 ダイ明細書は、民法典1690条が定める債権譲渡の対抗要件具備の方法によらずに、債権の譲渡を簡易に行うために発行される債権を表章する証券であり、通貨金融法典L.313-23条以下の規律に服する。この証券には、譲渡債権の債務者による「承諾 (acceptation)」がなされた場合には、債権の譲受人は、譲渡債権について債務者が譲渡人との人的関係に基づく抗弁を対抗されないという利益を享受するという特性が認められている (通貨金融法典L.313-29条)。

136 Dubertret (2004) n°s 36-37, pp.160-162.

137 その例として、民事組合 (会社) の記名式持分権 (民法典1865条)、指図式の海上保険証券、不適式な指図式の為替手形、不適式な約束手形等。

138 Dubertret (2004) n°s 38-40, pp.162-163.

約の性質決定の問題がある。

紙媒体の有価証券の場合には、認可仲介機関に対して寄託する対象物である証券が物理的に存在したから、認可仲介機関との契約は寄託契約であると性質決定しえたのに対し、ペーパーレス化された有価証券については、もはや寄託契約と性質決定することは困難である。なぜならば、有価証券を受寄者に引き渡すことも、また、契約終了後にその返還を受けることも想定しえないからである<sup>139</sup>。

ペーパーレス化された有価証券に関しては、認可仲介機関は、口座を管理し、記録された有価証券の口座振替を行う等の役務の提供義務を負っているのみであって、保管義務は負わない。したがって、認可仲介機関との間の契約は、場合に応じて、委任契約または請負契約と性質決定されるべきことになる<sup>140</sup>。

この点は、形式説の立場からも、ペーパーレス化された有価証券は、紙媒体という有体物と分離されたことから、口座名義人と認可仲介機関との契約を寄託契約と性質決定することはできないとされる<sup>141</sup>。第1に、要物契約における効力発生要件としての「引渡し」を充たすことはできないこと、第2に、認可仲介機関は財産それ自体を保有することはなく、その証明手段を提供するのみであるから、受寄者としての保管義務を負っていないこと、というのがその理由である。したがって、認可仲介機関と口座名義人との契約は、委任契約および請負契約であるとされる。

## ロ．有価証券上の権利の帰属

### (イ) 口座名義人の取戻権

次に、口座に記録された有価証券上の権利は、口座名義人と認可仲介機関のいずれに帰属するのかという問題がある<sup>142</sup>。この問題は、認可仲介機関が破綻した場合に、口座名義人が有価証券の取戻権を有するのかという点に関わる。

この点に関し、1983年1月3日法律30条<sup>143</sup>は、ペーパーレス化された有価証券の認可仲介機関の倒産手続が開始した場合の規律について定めている。同条によると、認可仲介機関が破綻した場合には、口座名義人は、認可仲介機関が管理する口座に記録されていた有価証券について、他の認可仲介機関に口座振替を請求する権利を

139 Lassalas (1997) n<sup>os</sup> 461-463, pp.160-162.

これに対し、ペーパーレス化された有価証券についても、口座名義人と認可仲介機関との関係を寄託契約と性質決定する見解もある。レグロベレは、口座名義人の排他的な権利を保持するという意味において、認可仲介機関は、財産を保管し、現物で返還するという債務を負っていることを理由として寄託契約と捉える (Reygrobellet (1999) n<sup>o</sup> 15, p.311)。また、リブシャペールは、無体動産説を支持しつつも、口座に記録された有価証券も無体財産という財産の1つであって、寄託契約の客体たりうると主張する (Libchaber (2000) pp.90-93)。

140 Lassalas (1997) n<sup>os</sup> 464-474, pp.162-166.

141 この点については、Marly (2004) n<sup>o</sup> 264, pp.212-213; Causse (1993b) n<sup>o</sup> 16, p.393等を参照。

142 Lassalas (1997) n<sup>o</sup> 436, pp.151-152.

143 1983年1月3日法律30条は、その後、2000年12月14日オールドナンスによって通貨金融法典の中に移されてL.431-6条となったが、通貨金融法典を改正する2005年5月6日オールドナンス第429号111条8<sup>o</sup>によって削除された。

認めている<sup>144</sup>。そして、この口座振替請求権は、口座名義人の取戻権の行使手続を定めたものであるとされる<sup>145</sup>。したがって、口座に記録された有価証券は口座名義人に帰属し、認可仲介機関の責任財産を構成しない。

#### (ロ) ペーパーレス化された有価証券の代替性と権利の帰属

もっとも、口座に記録された有価証券の「代替性 (fongibilité)」を理由に、有価証券上の権利は認可仲介機関に帰属すると考えることもできなくはない。一般に、特定性のない代替物については、それを他人に(混蔵)寄託する場合には、その所有権は、他人のために占有する場合であっても、一時的所持者 (détenteur précaire) である直接占有者に帰属するとされるからである<sup>146</sup>。

この点は、先に見たような口座名義人と認可仲介機関との契約の性質決定の問題とも関連性がある。これが寄託契約であるとする、認可仲介機関は、有価証券の受寄者として直接占有者であることになり、有価証券の代替性から受寄者にその権利は帰属すると解する余地があるからである。しかし、寄託契約という性質決定は採りえない。

もっとも、別の観点から、ペーパーレス化された有価証券は、認可仲介機関に帰属すると解すべきではないかと考えることもできるとされる。その理由は、ペーパーレス化された有価証券については、その権利を「実在化」するのは、「instrumentumとしての口座」であり、認可仲介機関はその口座を直接「管理 (gérer)」していることからすると、認可仲介機関が有価証券の直接占有者であり、口座名義人は、認可仲介機関を介して間接に占有を有するにすぎないというべきではないのか。そうすると、代替物については、直接占有者に帰属することになるのではないのか、という論理である。

ここで問題となるのは、ペーパーレス化された証券の「所持 = 直接占有 (détention)」の概念である。紙媒体の有価証券の場合には、物理的に証券を占有する保管機関がその直接占有者であり、口座名義人はその間接占有を有するにすぎないというのは正しい。しかし、ペーパーレス化された証券については、instrumentumとしての証券との物理的な接触を語ることはできず、そこでの「所持」というのは、抽象的な支配にすぎない。そして、認可仲介機関は、口座情報を記録するコンピュータシ

144 ただし、認可仲介機関が管理する口座に記録された有価証券の総数が、認可仲介機関が振替決済機関に有する口座に記録された有価証券の総数を超えて不足する場合には、不足分については、口座名義人は口座振替請求権を有しない。この場合には、口座名義人は、当該認可仲介機関の口座に存する有価証券の銘柄ごとに、同種の権利を有する複数の口座名義人の中で比例配分された数額についてのみ口座振替請求権を有する。口座振替がなされなかった不足する有価証券に相当する債権額については、口座名義人は、当該認可仲介機関の倒産手続において、他の一般債権者と競合して配当を受けることになる。なお、口座名義人は不足分について債権届出を要しない(以上につき、Bonneau et Drummond (2005) n° 376, p.340, De Vauplane et Borne (2001) n°s 1160-1162, pp.1040-1042)。このほか、この点について検討するものとして、Causse (1993b) n°s 12-14, p.393も参照。

145 Bonneau et Drummond (2005) n° 376, p.340.

146 Lassalas (1997) n°s 437-439, pp.152-153.

テムを物理的に管理しているが、口座に記録された財産を直接占有しているわけではないとされる<sup>147</sup>。

それでは、認可仲介機関が階層構造を採っている場合にはどうか。この場合には、口座の記録は、認可仲介機関の口座とこの認可仲介機関が振替決済機関に有する口座の双方に二重になされる。そして、認可仲介機関が振替決済機関に有する口座では、当該認可仲介機関が管理する有価証券は一体として記録されるのであって、ここでは、認可仲介機関の口座名義人の個々の権利は特定性を失っていることからすると、それらは認可仲介機関に帰属しているとみるべきではないかという疑問が生ずる。しかし、有価証券という権利の特定は、認可仲介機関の口座によってなされていれば足りるのであり、振替決済機関の口座というのは、単なる「勘定上の手段 (instruments comptables)」にすぎない。

以上から、ペーパーレス化された証券を所持（直接占有）し、その権利が帰属するのは、口座名義人であるとされる<sup>148</sup>。

## 日本法における有価証券のペーパーレス化の基礎理論

以上で行ったフランス法の検討を踏まえて、わが国の証券決済制度改革に関する一連の立法によって創設された、振替口座簿の記録を基礎とした権利移転の法的仕組みについて、理論的な観点からの分析を行うこととしたい。

### 1. 振替口座簿の記録による権利帰属の意義

フランス法では、口座の記録の法的意義をめぐって、「権利の実体 (negotium)」なのか、それとも、「権利の形式 (instrumentum)」にすぎないのか、という形で大別して2つの学説の潮流の対立が見られるところである。

この点については、日本法では、権利の帰属それ自体が振替口座簿の記録によって定まるものとされており、権利の実体であるという見解と親和的であるように見える。

#### (1) 有価証券の「券面」に代わる振替口座簿の「記録」

このことは、有価証券のペーパーレス化に向けての論議の過程を振り返っても、そのような発想が見られたことから確認しえよう。

短期社債等振替法の制定に先立って行われた「CPのペーパーレス化に関する研究会」の報告書を見ると、そこでは、基本的な方向として、「券面に代わる電子的

147 Lassalas (1997) n° 483, pp.168-169.

148 Lassalas (1997) n°s 484-486, p.169.

な記録を基礎として、権利の発生、移転、消滅等が決定されるものとするのが適当であり、このような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法制度の整備が必要である」との見解が示されていたところである<sup>149</sup>。ここでは、振替口座簿の記録を、「券面に代わる電子的な記録」として法的に位置づけ、それに有価証券としての法的効果を付与するという考え方が端的に示されている。

このように、有価証券のペーパーレス化の論議においては、紙媒体の有価証券に関して形成されてきた有価証券法理を、券面に代わる振替口座簿の記録に継承させるというスタンスが存したことは確かであり<sup>150</sup>、この点では、従来の有価証券法理との連続面を見出すことができる。

しかし、他方において、従来の有価証券法理というのは、紙媒体の有価証券の存在を前提としたものであるという点も強調されていたところである<sup>151</sup>。そうだとすると、紙媒体の存在を前提とした有価証券法理を、ペーパーレス化によって紙媒体がなくなった後にも、なにゆえに継承することができるのかという疑問が生じよう。

これを総合的に理解するならば、ここでは、有価証券法理という場合にも、厳密に言えば、紙媒体の存在を前提としたそれに固有の有価証券法理と、券面や振替口座簿の記録といった媒体の相違を超えて成立するいわば高次のレベルにおける有価証券法理というレベルの異なる2つの意味で用いられていると理解しなければならない。券面に代わる振替口座簿の記録を基礎に付与される有価証券法理というのは、後者の意味における、媒体を超えて成立するものであるとみるべきであろう。

この2つの区別を前提とすると、1984年に制定された「株券等の保管及び振替に関する法律」(昭和59年法律第30号。以下、「株券等保管振替法」という。)に対して指摘された問題点というのは、帳簿化によって株券のペーパーレス化を図ったのにもかかわらず、証券の交付を擬制するという紙媒体に固有の有価証券法理を残存させていた点であり、これに対して、端的に帳簿化にふさわしい形で有価証券法理を再構成すべきことが主張されていたとみることができよう<sup>152</sup>。

## (2) 振替口座簿の記録の法的意義

それでは、いかなる論理を基礎として、券面に代わる振替口座簿の記録に対し、権利の発生、移転、消滅等の有価証券としての法的効果を付与することが可能で

149 「CPのペーパーレス化に関する研究会」は、1999年から法務省・大蔵省の共催で行われたものであるが、その報告書として、「コマーシャル・ペーパーのペーパーレス化のための法制度の整備について」(2000年3月)([http://www.fsa.go.jp/p\\_mof/singikai/cp/houkoku/cp01.pdf](http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/cp/houkoku/cp01.pdf))が公表されている。

150 神田(1994)164-165頁では、証券の物理的な特質はそのままの形では継承することはできなくなるが、新たな優れた技術の下で、有価証券法理の利点を継承する努力が必要であることが強調されていた。

151 神田(1994)165頁は、「そもそも有価証券法理は有価証券あつての有価証券法理であることに留意すべきである」と述べる。

152 神田(1994)161-162頁は、株券等保管振替法等の特別立法のスタンスに対し、「帳簿上の書換えによる権利譲渡を正面から承認し、これに有価証券法理と同様の法律効果を付与するという方法がなぜ採用されなかったか」と批判する。

あったのか。換言すれば、媒体の性質を超えて、両者に共通して妥当する有価証券法理の基礎とは何であろうか。

#### イ．権利の存在形式としての振替口座簿の記録 「証券が権利を化体する」という理論の継承

券面に代わる振替口座簿の記録といっても、それが紙媒体の券面のように権利の客体となるのであろうか。

この点については、フランス法においても、口座の記録に実体的性格を認める見解においては、「権利が証券に化体される」というのと同様に、「権利が口座の記録に化体される」といった表現がなされることが少なくない。

株式や社債等の有価証券上の権利が、券面という証券に化体されることによって、あたかも動産のように流通する法的性質が付与されるというのが、券面を前提とした有価証券法理である。かりに、それとパラレルに考えるならば、電子データである振替口座簿の記録は、紙媒体の券面に代わる新たな権利の媒体であって、有価証券上の権利は、振替口座簿の記録と結びつけられることによって「実在性 (matérialité)」が付与されて、観念的な権利から有価証券へとその法的性質が転換する。振替口座簿の記録というのは、そのような有価証券上の権利の新たな存在形式であると捉えられることになる。

このような見解は、「証券が権利を化体する」という理論を継承する考え方であり、ペーパーレス化というのは、紙媒体の券面から電子データである振替口座簿の記録へと媒体が代わったにすぎず、有価証券の本質的性質を何ら変更するものではないと理解するものである。

それでは、わが国において、振替口座簿の記録を基礎としたペーパーレス化された有価証券について、「証券が権利を化体する」という理論を継承する必要はあるのだろうか。

この理論の実益は、券面を前提とした有価証券においては次の点にあったことができる。すなわち、券面という紙媒体に権利が化体されると構成することによって、有価証券上の権利に「有体動産」としての法的性質が付与され、有価証券上の権利の法的性質が「無体動産」である債権から「有体動産」へと転換する。これによって、権利移転や善意取得等について、有体動産の「占有」を基礎として妥当する法的規律が、券面を前提とした有価証券についても同じように適用されることが導かれるというわけである。

しかし、かりに振替口座簿の記録という電子データに有価証券上の権利が化体されると構成しても、電子データそれ自体には、紙媒体の券面のような「有体性」を見出すことはできない。したがって、このことから、紙媒体について妥当したのと同様の論理で、振替口座簿の記録と結びついた権利に「有体動産」性を付与することはできないことになる。換言すれば、「権利が証券に化体する」という理論は、紙媒体の券面を基礎とした有価証券を前提としてその意義が肯定されるものであって、いわば紙媒体に固有の有価証券法理にすぎないといえるのである。

本稿において検討したように、かりに券面を前提とした有価証券について「証券が権利を化体する」という理論を採用するとしても、義務的ペーパーレス化が実現した後は、もはやこの理論を継承する必要はないと主張する学説がフランス法において有力であることは、このような観点からよく理解することができる。

そうだとすれば、振替口座簿の記録を基礎とした有価証券については、端的に、株式や社債等の有価証券上の権利それ自体が口座名義人に帰属し、譲渡によって移転すると構成すれば足りる。

#### ロ．「占有」としての振替口座簿の記録

以上の検討によると、振替口座簿の記録に対し、権利の発生、移転、消滅等の実体法上の効果が付与されるということは、理論的にどのように捉えることができるのか。

フランス法の分析検討を踏まえると、ここでは、口座の記録が、株式や社債等の有価証券上の権利に「実在性 (matérialité)」を付与するということは、次のように説明することができよう。

株式や社債等の有価証券上の権利というのは、それ自体は抽象的・観念的な存在であるから、それがある者に帰属しているとしても、そのことを何らかの形式を通じて外形的に認識しえなければ、実際にその権利を行使することには困難が生ずる。抽象的な権利が振替口座簿の記録という形式をまとうことによって、その者の具体的な権利の行使が実際に可能となる。ここで、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。そのような権利に対する「占有 = 事実上の支配権限」を取得することを通じて、権利の「実在化」がなされるわけである。

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。

以上の検討から、紙媒体の券面と電子データである振替口座簿の記録という媒体の性質を超えて、有価証券に共通して存在する基本的な要素として、有価証券上の権利の「占有」という概念を抽出することができよう。高次のレベルにおける有価証券法理は、まさにこの権利の「占有」概念を基礎として成り立っているといえる。そして、有価証券のペーパーレス化によって券面から電子的記録へと媒体が変わっ

ても、そこに共通する権利の「占有」という要素が見出されるがゆえに、有価証券法理の継承が可能となったといえよう。

したがって、理論的な観点からすれば、従来は、有体動産に対する物理的な支配（所持）を通じてのみ認められていた「占有」が、株式や社債といった権利（無体動産）についても「事実上の支配権限」として認められるとした点に、新たな意義があるといえよう。換言すれば、有価証券のペーパーレス化というのは、「占有」概念の無体化を通じて実現されたと捉えることができるのである。

以上を前提にすれば、「券面に代わる電子的な記録」に、有価証券上の権利の発生、移転、消滅等の効果を付与するというのは、理論的に捉えるならば、有価証券上の権利の「（準）占有」に対し、権利の発生、移転、消滅等の実体法上の効果を付与することにほかならない<sup>153</sup>。

## 2. 有価証券上の権利の移転時期 引渡主義

以上の検討を踏まえて、有価証券上の権利の移転時期について検討を加えておこう。

### (1) 引渡主義の採用 有価証券法理の継承

社債・株式等振替法は、有価証券上の権利の譲渡に関して、譲受人の振替口座簿の増額記録をもって、譲渡の効力発生要件と定めている<sup>154</sup>。このことの意義から確認しておこう。

有価証券の券面の廃止に伴い、紙媒体を前提とした有価証券法理も消滅すると考えるときには、有価証券上の権利の移転時期は、権利の移転に関する民法の一般原則である意思主義（民法176条）に従って規律されることになりそうである。そうすると、権利の移転時期は、譲渡当事者間の合意時 または、後に検討するように、譲渡の目的たる権利の特定時 となる。このような考え方によるときは、譲受人の振替口座簿の増額記録は、権利移転の証明手段、すなわち、実体法上は、当事者以外の第三者に対して権利移転の事実を知らせる公示方法としての機能を担うことになり、振替口座簿の増額記録は、第三者対抗要件として位置づけられることになる<sup>155</sup>。

以上からすれば、振替口座簿の増額記録をもって、権利移転の効力発生要件として位置づける社債・株式等振替法の立場は、民法の一般原則である意思主義を修正する特別の規律ということになる。そして、振替口座簿の記録は、理論的にみれば、

153 先に見た株券等保管振替法に対する批判は、振替口座簿の記録によって権利の（準）占有を制度化しておきながら、「証書の交付」という、紙媒体を前提とした物理的な意味での占有に付与されるべき効果をそれに結びつけている点で、迂遠であるというものとして言い換えることができよう。

154 社債・株式等振替法73条〔振替社債〕、98条〔振替国債〕、148条〔振替株式〕、180条〔振替新株引受権〕、203条〔振替新株予約権〕、233条〔振替新株予約権付社債〕。

155 高橋編（2002）168頁参照。



有価証券上の権利に対する「(準)占有」に相当するという本稿が示した分析を重ね合わせるならば、ここでは、譲受人への「占有」の移転によって権利が移転するという仕組みが採用されているといえることができる。すなわち、民法の意思主義に対して、権利移転に関する引渡主義(形式主義)が採られているといえる。

## (2) 振替口座簿の増額記録による権利移転の有効要件 「占有」移転意思および譲渡合意の必要性

ここで、振替口座簿の増額記録という「占有」移転によって有価証券上の権利が移転するという意味を、もう少し正確に見ておこう。占有移転によって権利が移転するといっても、論理的には、さらにいくつかの選択肢がありうるからである。

第1は、振替口座簿の増額記録が譲渡人の意思に基づくものであることを要するかという問題がある。裏からいえば、譲渡人の意思に基づかない増額記録、すなわち、振替機関等が一方的に増額の記録をした場合や、第三者が振替口座簿の記録を修正し増額の記録をした場合であっても、権利が移転するのかという点である。

しかし、この点は、社債・株式等振替法は、「振替の申請により」増額の記録を受けることを明文で要求しており、譲渡人の意思=振替の申請に基づくことが要件となっている<sup>156</sup>。したがって、譲渡人の意思に基づかない占有移転では、権利は移転しない<sup>157</sup>。振替口座簿の記録によって権利の帰属が定まるといっても、振替口座簿の記録それ自体に権利移転の効力が付与されているわけではない。

第2に、振替口座簿の増額記録が譲渡人の意思に基づくものであることに加えて、当事者間に有効な譲渡契約が存在することを要するかという問題がある。すなわち、権利移転の原因行為が有効に存在することが、譲渡の効力発生要件となるのかという点である。

この点は、社債・株式等振替法の規定上は必ずしも明確ではないが、譲渡の原因行為の有効性が前提となるというのが立案担当者の考え方<sup>158</sup>であり、学説も一般にそのように理解している<sup>159</sup>。

以上を要するに、有価証券上の権利の移転それ自体は、当事者の合意という法律行為に基づいて生ずるものであり、譲渡の効力発生が、譲渡人の意思に基づく占有移転=振替口座簿の増額記録を要件としていると解すべきことになる。

したがって、振替口座簿の増額記録によって権利移転の効果が生ずるといっても、それが、占有移転についての譲渡人の意思や譲渡当事者間の譲渡契約の有効性とは独立に、つまり、いわば無因的に権利移転の効果が生じるわけではない。このことは、後述するように、有価証券上の権利が口座名義人に直接に帰属し、同一性を保ちながら移転するという直接保有方式を日本法が採用していることと一定の関係がある。

156 高橋編ほか(2003)180-181頁。

157 譲渡人の錯誤に基づく振替申請による場合(誤振替)にも同様に解されよう。

158 金子(2002)26-27頁。

159 証券取引法研究会編(2004)6頁〔黒沼悦郎報告〕、86頁〔河野秀喜報告〕。

### (3) ペーパーレス化された有価証券における引渡主義の意義

次に、ペーパーレス化された有価証券について、振替口座簿の増額記録を権利移転の効力発生要件と定めることの理論的な意義について、いくつかの観点から検討を加えておこう。

#### イ．有価証券法理の継承

有価証券法理というのは、有価証券上の権利に対する事実上の支配権限であるところの「占有」の移転を効力発生要件として権利移転を認めるものであると捉えることができる。

先に見たように、社債・株式等振替法が、譲受人の振替口座簿の増額記録によって権利が移転するとした理由は、ペーパーレス化された有価証券においても、譲受人への「占有」移転の時点で権利が移転するという有価証券法理における引渡主義を継承させようとしたことにあると理解することができる。ペーパーレス化という媒体の変更を超えて、有価証券法理を継承しようとする見地からすれば、権利移転の時期については、引渡し（占有移転）の時点を選択すべきことになろう。

このことの意義は、比較法的にみると、別の時点を権利移転時とする立法例が見られることと対比すると、より明らかになろう<sup>160</sup>。フランスの立法および判例においても、これとは別の時点到権利移転時が求められる場合があることは、既に見たとおりである。また、学説上、ペーパーレス化された有価証券一般については、譲受人の振替口座簿の増額記録の時点で権利が移転すると解すべきことを主張しているのは、券面に代わる振替口座簿の記録に有価証券上の権利の「実在性」を認める見解であったことに鑑みると、日本法が採用した立場はこれに親和的である。

#### ロ．代替性のある権利の「特定」との関係

口座管理機関が管理する同一種類の有価証券上の権利は、すべて均一の内容であって、個々の権利を識別することはできない。このような口座に記録された有価証券の「代替性」に着目すると、有価証券上の権利が移転するためには、譲渡の対象が特定することが必要ではないか（民法401条2項）が問題となろう。かりに、意思主義の原則に従って、譲渡当事者の合意のみで権利が移転するとした場合であっても、譲渡人の振替口座簿に記録された有価証券の中で譲受人に移転する対象が他から識別可能な形で特定されなければ権利移転の効果を認めることはできないことになるからである。

160 アメリカ法では、統一商法典第8編は、譲受人の口座に増額記録がされた時と、譲受人の口座管理機関がその振替口座簿に増額記録する義務を負う時、のいずれか早い方の時点で、権利が移転するとしている（U.C.C. § 8-501(b)）。したがって、アメリカ法では、日本法よりもより早い時点で権利が移転する場合があります。これは、後に述べるように、日本法が採用する直接保有方式とは異なり、アメリカ法は間接保有方式を前提としたセキュリティ・エンタイトルメントの考え方に拠っていることと一定の関係がある。

この点に関しては、譲渡人の口座の減額記録がなされたうえで、譲受人の口座の増額記録がなされた時点で、有価証券上の権利が譲渡の客体として特定されたと解することができる。したがって、特定性との関係からも、譲受人の振替口座簿の増額記録の時点が権利移転時と必然的に結びつく関係にあるということができよう<sup>161</sup>。

#### 八．証券決済システムにおける決済のファイナリティとの関係

ところで、有価証券上の権利の移転時期の問題は、証券決済のファイナリティの問題にも関係する。

この点からは、かりに譲受人の振替口座簿の増額記録よりも前の時点において、譲渡当事者間における権利移転が生ずると定めた場合には、その後、権利に対する占有移転（引渡し）がなされないことがありうるから、譲受人の権利は不安定なものにならざるをえない。社債・株式等振替法が権利移転時期を引渡し時と定めたことは、この観点からも正当化することができよう。

もっとも、他面において、社債・株式等振替法の定める権利移転時期には、次のような問題点が存することが既に指摘されている<sup>162</sup>。

第1に、譲渡人の振替申請によって口座振替の手続が開始されても、譲受人の振替口座簿の増額記録がなされるまでの間は、譲渡人に有価証券上の権利が帰属していることを意味するが、その間に、譲渡人が倒産した場合等には証券決済が完了しないことになるのではないかという問題がある。

第2に、証券決済におけるリスク管理策として、証券決済と資金決済とをコンピュータシステム等により条件づけて実行するDVP決済を行う場合において、資金決済と条件づけられるのが、譲受人が口座管理機関に有する口座の振替ではなく、口座管理機関が振替機関等に有する顧客口座の振替である場合には、譲受人への権利移転に先行してDVP決済が実行されることになり、譲受人またはその口座管理機関が一定のリスクを負うのではないかという問題がある。

これらの問題は、いずれも有価証券法理のみによっては解決しえない問題であり、適切な解釈論ないし制度的な対応によって、ファイナリティの不確実性を除去するように努める必要があろう。

161 ところで、既に見たように、譲受人の振替口座簿の増額記録がなされた場合であっても、それが譲渡人の意思に基づかないものである場合や、有効な譲渡契約が存在しない場合には、権利移転の効果が生じていないとされる。これらの場合においては、譲受人の振替口座簿に記録された権利のうち、特定していない一部がなお譲渡人に帰属しているという法律関係がありうることになる。もっとも、これは、譲受人から譲渡人に対して復帰的な権利変動が生じた場合ではないから、そこから権利移転一般において特定を要しないことが導かれるわけではないであろう。

162 坂本・渡邊（2003）がこれらの問題点について詳細に検討する。

### 3. 誤記録による善意取得の法的根拠

社債・株式等振替法では、振替口座簿に記録された有価証券上の権利については、口座振替により増額記録された者が当該記録に係る有価証券を取得することを原則とする善意取得制度を採用している<sup>163</sup>。

#### (1) 善意取得制度の概要

ペーパーレス化された有価証券の善意取得が問題となるのは、次の2つの場合である。第1は、不適法な振替の申請に基づいて口座振替がなされたために、口座の増額記録がなされた場合である。振替の申請があっても、それが法的に効力を有しない場合には、それに基づく増額記録も法的には無効であって、不実の記録となる。第2は、振替機関等の過誤により、実際よりも多額の過大記録がなされた場合である。

いずれの場合も、口座の誤記録は実際の権利の数額を超えるものであるという点では共通であるが、取引の相手方に善意取得が認められるときの帰結は異なるところがある。すなわち、第1の場合には、当該増額記録に対応して減額記録がなされた者が善意取得による損失を被ることになるだけであって、権利の得喪によって有価証券の発行総数は変わらない。これに対し、第2の場合には、減額記録はなされずに増額記録のみがなされた場合であるから、善意取得が認められると、その分だけ有価証券の発行総数が増加することになる。いわば「無から有が生ずる」わけである<sup>164</sup>。

よって、第2の場合には、誤記録による善意取得によって有価証券の発行総額を超える分の処理が問題となる。社債・株式等振替法は、誤記録を行った振替機関等に超過分について消却または解消義務を負わせることにより、有価証券の発行数額の回復を確保している。そして、当該振替機関等が消却または解消義務を履行するまでの間は、有価証券の発行者は超過分について義務を負わず、または超過分について発行者に対抗しえないものとするとともに、誤記録を行った振替機関等にそれに対応する賠償義務を負わせている。また、有価証券の超過分について発行者が免責される部分については、誤記録をした振替機関等の傘下にある加入者の権利が按比例的に縮減する形で負担することとされている<sup>165</sup>。

#### (2) ペーパーレス化された有価証券の善意取得の理論的基礎

それでは、このようなペーパーレス化された有価証券について、善意取得を認め

163 社債・株式等振替法77条〔振替社債〕、102条〔振替国債〕、152条〔振替株式〕、184条〔振替新株引受権〕、207条〔振替新株予約権〕、237条〔振替新株予約権付社債〕。

164 「無から有が生じる」との表現は、証券取引法研究会編（2004）8、86-87頁〔黒沼悦郎〕、109頁〔北村雅史〕、高橋編ほか（2004）139頁、始関編著（2005）233頁等に見られる。

165 社債・株式等振替法78-81条〔振替社債〕、103-106条〔振替国債〕、153-156条〔振替株式〕、185-188条〔振替新株引受権〕、208-211条〔振替新株予約権〕、238-241条〔振替新株予約権付社債〕。

る理論的な根拠は、何に求められるのであろうか。

この点については、上に述べた善意取得が問題となる2つの場合を区別して論ずるのが適切であろう。第1の場合は、善意取得者が有価証券上の権利を取得する反面で、原権利者がそれに対応する権利を失うという関係が見出されるのに対し、第2の場合には、善意取得に対応する超過分について、善意取得者に新たに「権利」が付与されるものであり、後者の場合を、権利移転に関する私法上の一般法理としての通常の意味における善意取得の考え方によって正当化するのには困難である。第2の場合については、誤記録に起因する善意取得について法的責任を負うのは、誤記録を行った振替機関等であり、理論的には、振替口座簿の記録に対する信頼性を確保するという制度的観点から、振替機関等に善意取得者に対する「保障責任」を課したものと捉えることができよう<sup>166</sup>。以下では、上述の第1の場合に対象を限定して検討することにしよう。

#### イ．権利推定効との関係

社債・株式等振替法は、振替口座簿の記録に加入者の権利推定効を付与している<sup>167</sup>。この権利推定効が善意取得の法的根拠となるのだろうか。しかし、権利推定効は、振替口座簿の記録が権利移転の証明手段であるという側面に由来するものであるが、権利推定効から実体法上の権利の取得をもたらす善意取得が当然に導かれるとはいえない<sup>168</sup>。また、振替決済制度にあっては、振替口座簿の記録を積極的に信頼することは考えられないとされるから<sup>169</sup>、記録内容に対する取引相手方の信頼のみから善意取得を導くことには無理がある。

#### ロ．善意取得と動産の「占有」

そもそも、理論的には、善意取得制度は、動産の「占有」に対して認められるものである。「動産に関しては、占有は権原（titre）に相当する」（フランス民法典

166 第2の場合には、誤記録を行った振替機関等が超過分について消却または解消義務を履行するまでの間は、超過分については発行者に対する有価証券上の権利行使が認められるわけではないから、誤記録を原因とする善意取得が成立するといっても、善意取得者は、それだけで完全な権利を取得するわけではなく、当該振替機関等の消却または解消義務の履行を条件として有価証券上の権利を取得するにすぎない。そうすると、第2の場合の善意取得というのは、理論的には、その原因となった誤記録を行った振替機関等に善意取得者に対する保障責任を負わせたとうえで、その賠償方法として、金銭賠償に代えて、消却または解消義務の履行によって完全な権利を取得させる履行責任（現実賠償）を負わせたものと捉えることができよう。

この点で、証券取引法研究会編（2004）87頁〔黒沼悦郎〕が、「『無から有が生じる』といっても、厳密な意味での社債権が生じるのではなく、社債権類似の権利が生じるというべきではないか」とし、「消却義務の履行は、過誤記載をした振替機関等がいわば真正の社債権を取得してきて顧客の有する疑似社債権と交換する行為と見ると理解しやすい」と指摘するのは、正鵠を射ている。

167 社債・株式等振替法76条〔振替社債〕、101条〔振替国債〕、151条〔振替株式〕、183条〔振替新株引受権〕、206条〔振替新株予約権〕、236条〔振替新株予約権付社債〕。

168 不動産の登記簿には、権利推定効が付与されているが、善意取得は認められていない。

169 証券取引法研究会編（2004）8頁〔黒沼悦郎〕。

2279条1項) という法原則は、善意取得の基礎にある考え方を凝縮して表現したものである。善意取得とは、流通を予定した動産について認められる法制度である。

そして、紙媒体を前提として形成された有価証券法理というのは、「券面に権利が化体する」と擬制することによって、観念的存在にすぎない権利に対し、有体動産としての法的性質を付与する。その結果、券面の占有をもって権利の「占有」としての効果が付与することによってその意義が認められたものである。しかし、既に述べたように、振替口座簿の記録を基礎とした有価証券においては、たとえ「証券が権利を化体する」という理論を採ったとしても、有価証券の「有体性」を肯定することは困難である。そこで、有価証券のペーパーレス化に伴い、善意取得の適用対象を、有体動産から債権等の無体動産についても拡張することが必要となるわけである。

既に見たように、有価証券のペーパーレス化によって、有体動産としての紙媒体は消滅したが、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の行使が認められるのと平行に、振替口座簿の記録は、振替口座簿に記録された加入者に対し、その者のみに権利行使が認められるという「事実上の支配権限」を付与するものであるといえる。

このように考えると、理論的にみれば、紙媒体も、振替口座簿の記録も、ともに観念的存在である有価証券上の権利に対して「実在性」を付与し、有体動産または無体動産としての「占有」を認めるための手段としての実体法上の意義を有するものと捉えることができるのである。

そして、株券等保管振替法においては、帳簿化によってペーパーレス化を図りながら、振替口座簿の記録に「占有」性を付与するためには、紙媒体の有価証券の存在を前提とするはずの株券の交付を擬制するという法技術を用いざるをえないと考えたのに対し、社債・株式等振替法においては、より直截に、振替口座簿の記録に対し、有価証券上の権利の「(準)占有」を認めたいと、無体動産に対する「占有」を基礎とする善意取得を正面から承認したという点に、民法の一般法理との関係では、重要な理論的意義が存するといえよう。まさにこの点に、紙媒体を超えた有価証券法理の形成を見出すことができるわけである。

#### 八．紙媒体の券面を前提とした有価証券法理との異同

社債・株式等振替法が善意取得を認めたことについては、振替決済制度にあっては、口座振替は譲渡人の振替申請に基づいて行われ、口座の減額または増額の記録を行うのは口座管理機関であることから、譲受人が振替口座簿の記録を積極的に信頼することは考えられず、外観信頼に基づく善意取得を認める理論的な根拠に欠けるとの批判がある<sup>170</sup>。

170 振替口座簿の記録についての外観信頼に基づいて善意取得を基礎づけることは困難であると指摘する見解として、早川(2002)27頁、椽川(2002)208-209頁、森下(2002)218頁、森下(2004)194-192頁、コーエンズ(2004)46頁等。

しかし、券面の占有およびその記載内容に対する信頼に基づく善意取得というのは、紙媒体を前提とした有価証券法理であって、上記の批判は、ペーパーレス化された有価証券には、紙媒体に固有の有価証券法理が妥当しないというにすぎない。

ここで問題とすべきは、媒体の相違を超えたより高次のレベルにおける有価証券法理の一般原則であって、その考え方は、上に述べたとおりである。

これによれば、振替の申請をなしうるのは、制度上、振替口座簿の記録を有する者のみであるから、口座振替が、譲渡人の振替口座簿の減額記録という前主の「占有」と、譲受人の振替口座簿の増額記録という・取引相手方の善意無過失による「占有」取得を不可欠の要素とする点において、善意取得の一般原則が適用される基礎を十分に見出すことができよう。以上からすれば、上記の批判は、当たらないというべきである。

## 二．「占有」性が認められる振替口座簿の記録

ところで、社債・株式等振替法では、振替口座簿の記録について権利の推定効および善意取得の効果が認められるのは、加入者の口座および口座管理機関の自己口座のみであって、口座管理機関の顧客口座については認められていない。

このことは、後で見るように、社債・株式等振替法が採用する直接保有方式の下では、振替口座簿の記録に従って権利が定まるといっても、そこでいう振替口座簿の記録には、口座管理機関の顧客口座は含まれないことと関係している。口座管理機関は、顧客口座に記録された有価証券については、何らの処分権限を有していないから、有価証券上の権利に対する「占有」を見出すこともできないわけである。

以上のように、社債・株式等振替法における善意取得制度は、階層構造を前提とした振替決済制度における振替口座簿の記録一般についての信頼を保護するものではないことが確認されよう。

## 4．人的抗弁の切断効の付与

一般に有価証券については、有価証券上の義務者は、譲渡人に対して主張しうる人的抗弁をもって譲受人に対抗しえない、という人的抗弁の切断効が承認されているといえる。ペーパーレス化された有価証券についても、券面を前提とした有価証券と同様に、有価証券法理を継承するという見地からは、同じく人的抗弁の切断効が付与されるべきであるといえそうである。

それでは、以上に検討した論理の延長上で、人的抗弁の切断効も、振替口座簿の記録に対して付与された実体法上の効果といえるだろうか。この点について、フランス法の検討から得られた知見を踏まえて検討すれば、次のようにいえることができよう。

およそ一般に、抗弁の切断というのは、譲渡人に認められない権利主張を譲受人に対して肯定するものであって、その意味で、「何人も自己の有する以上の権利を譲渡しえない」という民法の一般原則に対する例外則を形成するものである。

そして、有価証券上の権利の譲受人が、譲渡人が有する以上の権利を取得するのは、譲受人が有価証券上の義務者に対して「固有の権利」を取得することによる。このことは、譲渡がなされるごとに権利内容の変更をもたらすものであるから、理論上、有価証券上の義務者の何らかの意思的な関与なくして、その義務負担を正当化することはできないはずである。このように解するときには、人的抗弁の切断効は、有価証券上の権利を設定するさいに、当該証券に高度の流通性を付与するために、義務者が予め人的抗弁の対抗を放棄する意思を定型的に示していることに求められることになろう。

そうだとすると、人的抗弁の切断効は、振替口座簿の記録を基礎とした権利移転に関する有価証券法理とは切り離して捉えられるべきことになろう。

このことは、振替口座簿の記録を基礎として、権利の発生、移転、消滅等が決定されることから、当然に人的抗弁の切断効が認められるとはいえないことを意味する。すなわち、人的抗弁の切断効というのは、振替口座簿の記録による権利移転の法的メカニズムと結びついたものではなく、むしろ振替口座簿に記録される有価証券上の権利それ自体に付与された法的効果といえる。したがって、一般的にいえば、有価証券の制度設計上、人的抗弁の切断効を付与するか否か、さらにはいかなる要件と範囲においてこれを付与すべきかについては、いくつかの選択肢が存在しうるわけである。

## 5. 口座管理機関との法律関係

次に、振替口座簿に記録された有価証券上の権利は、加入者と口座管理機関との関係において、どのように位置づけられるべきかについて検討しよう。

### (1) 有価証券上の権利の帰属

階層構造を前提とした振替決済制度を創設するに当たっては、加入者と口座管理機関との間の法律関係の法的構成について、基本的な方向として、次のような2つの異なる考え方が存したところである。

#### イ. 直接保有方式と間接保有方式

1つは、振替口座簿に記録される有価証券上の権利は、加入者に直接帰属し、口座振替によってそれが同一性を保ったまま移転するという考え方である（直接保有方式）。フランス法におけるペーパーレス化された振替決済制度が前提とするのが、このような考え方である。

もう1つは、加入者は口座管理機関を通じて間接的に有価証券上の権利を保有するという考え方であり、有価証券上の権利（金融資産）は口座管理機関に帰属し、加入者が有するのは、金融資産を保有する口座管理機関に対する・それとは別個の権利であるとするものである（間接保有方式）。アメリカの1994年に改正された統



一商法典第8編が採用するのが、このような考え方である<sup>171</sup>。そこでは、加入者が有するのは、口座管理機関および当該口座管理機関が保有する金融資産に対して有する優先的な権利の束として構成される「セキュリティ・エンタイトルメント (security entitlement)」とされている。これによると、証券の振替決済による権利の移転は、同一性を保ったままで移転するというものではなく、譲渡人の口座管理機関に対する権利の消滅と、譲受人の口座管理機関に対する権利の成立という形で実現され、権利の同一性は保持されていない<sup>172</sup>。このような法律構成の基礎にあるのは信託法理である。すなわち、加入者が有する有価証券上の権利は、信託財産として口座管理機関に移転し、加入者はそれに代わって信託財産からの給付を受ける権利の束（一種の受益権）を有するというものであり、信託の権利転換機能を用いたメカニズムである。

以上の2つの法的構成のうち、日本法が選択したのは、後者ではなく、前者の立場である<sup>173</sup>。すなわち、2002年改正の社債等振替法によって階層構造が導入されたが、そこでは、「顧客が所有している物権の同一性を保ったままの譲渡」<sup>174</sup>という構成が採用されたと理解されている。

それでは、間接保有方式と対比して、直接保有方式という法的構成を社債・株式等振替法が採用したことの法的意義はどのような点にあるのだろうか。

#### ロ．有価証券上の権利の移転のメカニズム

まず、直接保有方式と間接保有方式とで異なるのは、権利移転のメカニズムである。

直接保有方式においては、有価証券上の権利は、振替口座簿の記録によって同一性を保ったまま移転するものと構成される。そのことから、既に見たように、譲受人の振替口座簿の増額記録がなされた場合であっても、それが譲渡人の振替申請の意思に基づかない場合には、譲渡人の振替口座簿の減額記録に法的効果が認められないだけでなく、それに連動して譲受人の振替口座簿の増額記録にも法的効果が認められないことになる。また、譲渡人と譲受人の間に、有効な譲渡契約が存在しな

171 統一商法典第8編の法的構成について詳しくは、木南（1998）を参照。

172 この点については、岩原（2003）78-81頁のほか、本多（2001）838-839頁、坂本・渡邊（2003）3頁注6等を参照。

173 高橋編ほか（2003）20-21頁。

174 岩原（2003）79頁。これに対し、日本法が採用する直接保有方式と、アメリカの統一商法典第8編が採用する間接保有方式とを対置させる見方に対して、疑問を呈する見解もある（嶋（2004）53頁）。この見解は、「口座振替」といっても振替元の投資家の口座の減額記録と振替先の投資家の口座の増額記録によって処理されるだけであることから、そこにモノや権利の同一性・特定性を認めるためには、解釈論上は何らかの工夫を講じる必要があると述べる。

しかし、権利それ自体は観念的な存在であるから、その同一性が認められるというのは、法的にみて同一性があるものと観念されているか否かによって決定される関係にある。したがって、この点は、わが国の実定法が権利移転についてどのような法的構成を採用したのかによって判断すべきことであろう。社債・株式等振替法において、口座振替が権利の消滅および権利の成立と構成されていないことは明らかである。

い場合には、権利移転の原因が欠けることによって、譲渡人の振替口座簿の減額記録と譲受人の振替口座簿の増額記録がともに法的効力を生じていないことになる。これらはすべて、権利が同一性を保って移転すると構成されていることから導かれる論理的な帰結であるといえる。

これに対し、間接保有方式においては、証券の振替決済による権利の移転は、譲渡人の口座管理機関に対する権利の消滅と、譲受人の口座管理機関に対する権利の成立を通じて実現されるが、両者の間では法的に権利の同一性は保持されていないものと観念されている。そのことから、譲渡人の口座管理機関に対する権利の消滅の法的効果が認められない場合であっても、それとは独立に、譲受人の口座管理機関に対する権利の成立の法的効果を認めることが可能である。それゆえに、譲渡人の振替申請の意思に基づかない場合や有効な譲渡契約が存在しない場合であっても、譲受人の振替口座簿の増額記録によって、譲受人が口座管理機関に対する権利を有効に取得するという帰結を導くことが可能となる。

このような間接保有方式による権利移転は、金融機関に対する預金口座を基礎とした金銭の「振込取引」において採られている法的構成と共通のものである<sup>175</sup>。すなわち、振込取引においては、振込依頼人の仕向銀行に対する預金債権の消滅と、受取人の被仕向銀行に対する預金債権の成立を通じて、預金債権の移転が行われるが、振込依頼人の預金債権の消滅と受取人の預金債権の成立との間には法的にみて同一性が認められていない。上述した法的な帰結は、振込取引について判例法上認められている帰結とまったく同一である<sup>176</sup>。

以上に見たように、間接保有方式では、譲渡人の振替申請の意思の瑕疵や権利移転の原因行為である譲渡契約の瑕疵から、振替口座簿の記録を通じた権利移転の有効性が遮断されているという意味において、取引安全により資する法的構成である。その結果として、善意取得制度によって取引の安全を確保する必要性はないことになる。

これと対比すると、直接保有方式では、上述した場合のように、譲受人の振替口

175 わが国の実定法および判例法を前提にすれば、振替口座簿を基礎とした有価証券の移転については直接保有方式が採られているのに対し、預金口座を基礎とした金銭の振込取引については間接保有方式が採られていると表現することができよう。両者において権利移転のメカニズムが異なるのは、それらが前提とする法的構成の相違に起因するものである。

この点に関して、森下（2002）216頁は、ペーパーレス化された証券の取引（証券の振替決済）は、ともに口座の記帳をもって価値や権利の帰属を表そうとするシステムを用いて行われることから、金銭の取引（振込）と基本的に同一の規律が妥当すると主張する。しかし、口座システムを用いた取引といっても、振込取引と証券の振替決済とは、わが国の実定法上、権利の帰属ないし権利移転のメカニズムに関する法的構成が異なっているのであって、上記の指摘は、このような基本的な相違を考慮していない点で適切な見方とはいえない。

176 判例（最判平成8年4月26日民集50巻5号1267頁）は、振込依頼人の振込指図に錯誤があった場合（誤振込）において、振込依頼人と受取人との間に振込の原因となる法律関係が存在するか否かにかかわらず、受取人は振込金額相当の預金債権を取得するとの立場を採っている。この点に関して、「振込取引」の法的構造について詳細な検討を行ったものとして、森田（2000）を参照。

座簿の増額記録がなされてもその法的効果が認められない場合があるから、その限りでは、取引安全が害される場合がありうる。この場合において、取引安全の保護は善意取得によって確保されることになるう。

#### 八．口座管理機関が破綻した場合における加入者の保護

次に、振替口座簿に記録された有価証券上の権利が、加入者と口座管理機関のいずれに帰属すると構成するかによって帰結が大きく異なるのは、口座管理機関が破綻した場合の処理である。フランス法においてもこの点が問題とされていたことは、既に検討したとおりである。

口座管理機関が破綻した場合に、有価証券上の権利が加入者に物権的に帰属するという構成の下では、口座に記録された有価証券は口座管理機関の責任財産を構成せず、加入者は有価証券上の権利の取戻権を有する。フランス法では、認可仲介機関が破綻した場合には、認可仲介機関が管理する口座に記録されていた有価証券について、口座名義人は他の認可仲介機関に口座振替を請求する権利を認めるという形で、解決が図られていたところである。

これに対し、有価証券上の権利が口座管理機関に帰属するという構成の下では、加入者が口座管理機関に対して有する権利が単なる債権的権利にすぎないと解するときには、加入者は他の一般債権者と同列に扱われることになり、その保護は極めて弱くなる。そこで、当該金融機関が保有する有価証券上の権利に対する先取特権類似の優先権を付与する等、物権的な保護を講ずることが必要となるう<sup>177</sup>。

#### (2) 口座管理機関の下での権利の特定性

次に、上に見た2つの構成において、理論的にみて、基本的な相違があるのは、口座管理機関に口座を有する複数の加入者相互の同一種類の有価証券に関する権利関係である。

口座管理機関が管理する同一種類の有価証券は、すべて同一の内容であって、個々の権利を識別することはできない。このような口座に記録された有価証券の「代替性 (fongibilité)」に着目すると、当該口座管理機関が、ある種類の有価証券を保有する加入者全体のために管理する有価証券の総額のうち、ある数額が特定の加入者に帰属しているという関係を、理論的にみて果たして認めることができるのか、という問いを立てることは可能である<sup>178</sup>。

177 なお、破綻した口座管理機関が振替機関等の口座に有する加入者分の有価証券の総額が、当該口座管理機関の加入者が有する有価証券の総額に不足する場合には、いずれの構成によっても、その不足分については、当該口座管理機関の加入者全体の間で比例的に負担せざるをえないことになるう。この点は、わが国の社債・株式等振替法においても、フランス法においても同様である。

178 金融資産の移転に関する法制のうち、口座振替型の仕組みに乗せられる権利は、個性に着目しないで、観念的な数額で表される「代替性のある (fungibleな) 権利」であるという観点から検討を試みるものとして、本多 (2001) 821-847頁がある。

## イ．有体動産である紙媒体の有価証券の混蔵寄託

一般に、有体物である動産（有体動産）については、複数の所有者から代替物の寄託を受け、それらを分別せずに管理する混蔵寄託においては、寄託物全体の中での特定性が失われることから、その数量的な一部について、各人の所有権が存続することは認められていない。その結果、混蔵された寄託物全体が特定の者に帰属し、他の所有者は所有権を喪失するか、または、混蔵された寄託物全体が複数の所有者の共有状態となるのか、いずれかの法律関係に転換することになる。

有体物としての券面の存在を前提とした株券等保管振替法においては、このうち、後者の法律構成、すなわち、寄託された株券は全寄託者の共有物となり、口座上には各加入者が有する株券の共有持分が表示される、という構成が採られていた（混蔵寄託方式）。この共有持分権は、特定の株券に対する権利（所有権）ではなく、寄託物全体に対する観念的な割合にすぎない。そして、共有持分権は、共有物分割請求を行い、全部または一部の現物分割がなされることによって、特定の株券に対する権利が回復されることになる。

よって、株券等保管振替法の下では、理論的には、口座振替によって移転するのは、特定の株券に対する権利ではなく、それに代わる共有持分権にすぎない。この観念的な権利を振替口座簿の記録によって移転するという仕組みが採られていたとみることができる。そうすると、株券等保管振替法は、口座管理機関が保有する有価証券上の権利の特定性を否定し、それに代わる別個の権利（共有持分権）が移転するという構成を採っている限りでは、統一商法典第8編に近い構成を採用していたとみることでもできよう<sup>179, 180</sup>。

以上のように有体動産である紙媒体の有価証券の混蔵寄託を前提とする場合には、寄託物の代替性により、特定の数額の有価証券（の所有権）がある加入者に帰属するという状態を認めることには、理論的な困難がある。

## ロ．ペーパーレス化された有価証券の直接保有と特定性

それでは、ペーパーレス化された有価証券については、これと同じ論理が妥当するのであろうか。

先に見たように、わが国の社債・株式等振替法は、振替口座簿に記録される有価証券上の権利は、加入者ごとに直接かつ個別に帰属するという方式を採っており、口座管理機関に口座を有する加入者全体の有価証券の総体が口座管理機関に帰属するという間接保有方式や、加入者全体の共有に属し、各加入者はその共有持分を有

179 もっとも、このような法的構成を直裁に表現すれば、振替口座簿の記録を株券の占有や交付と同一視するという擬制を媒介させる必要はなく、振替口座簿の記録をもって共有持分権という観念的権利の移転の効力発生要件とすれば足りたともいえよう。

180 なお、社債等振替法制定前の国債については、株券等保管振替法のような特別法の手当てなくして、解釈論によって振替決済制度を実現するために、混蔵寄託された国債の共有持分権という権利の譲渡の對抗要件を、有体動産に関する「指図による占有移転」によって代替させようとした点で、理論的な困難を内包していたことは否定しがたい。「ウルトラC的な法律構成」と評されたゆえんである（神田（1994）161頁）。

するという構成を採っていない。そうすると、わが実定法は、ペーパーレス化された有価証券については、紙媒体の有価証券の混蔵寄託とは異なる権利帰属の考え方が、少なくとも成り立ちうるとの前提に立っていることになる。果たして、そのような考え方は理論的に正当化が可能であろうか。

この点については、次のような説明が可能であろう。有体動産である紙媒体の有価証券が混蔵寄託された場合には、その一部をある加入者に帰属させるためには、例えば、空間的に分離するとか、記番号を付する等、その部分を他から識別しうるようにして、権利の客体を特定しなければならない。かりに、混蔵寄託された有価証券の観念的な一部が特定の加入者に帰属していることを認めると、その一部を物理的に取り出した場合に、それが誰に帰属しているのかが判別不能な状態が生ずるからである。

これに対し、ペーパーレス化された有価証券は、数額で示される抽象的・観念的な権利にすぎないから、口座管理機関が加入者分として管理する同一種類の有価証券は、すべて均一の内容であって代替性がある。特定の権利を他から識別することはそもそも不可能であり、また、その一部を他から物理的に分離することも不可能である。したがって、口座管理機関が加入者分として管理する有価証券の総額は、個々の加入者が有する数額に応じて当然に分割されて帰属すると解することが可能である<sup>181</sup>。したがって、代替性のある観念的な権利については、加入者ごとに個別に帰属させるために、他から識別可能な形で客体を特定するという操作を介在させる必要はないといえることができるのである。

以上のように考えると、有価証券のペーパーレス化の意義の1つは、権利の客体を紙媒体という有体動産から、振替口座簿に記録される観念的権利に転換することによって、階層構造を前提とした口座管理機関制度の下で、加入者の直接保有方式を可能にしたという点にあるといえることができる。

#### 八．振替口座簿の記録と有価証券上の権利の特定性

ペーパーレス化された有価証券にあっては、振替口座簿に記録された数額に応じて、個々の加入者に有価証券上の権利が帰属することからすると、振替口座簿の記録というのは、観念的権利である有価証券上の権利に、個別性ないし特定性を付与するという機能を有しているとみることができる。

これに対し、口座管理機関が振替機関ないし上位の口座管理機関の口座において加入者分として有する数額というのは、権利の帰属には直接関係しない。

ただし、口座管理機関が管理する証券の総額が、当該口座管理機関に口座を有する加入者が有する数額の合計額に不足する場合には、各加入者の権利は、数額に応じて割合的に縮減したものにならざるをえない。その意味で、口座管理機関が管理

181 社債権の直接保有方式について、債権は可分であるから、個別性はなくとも、債権の共有とはならず、顧客は観念的数額についての排他的な権利を取得していることを認める見解として、証券取引法研究会編（2003）18頁〔黒沼悦郎〕。

する証券の総額は、権利の帰属には関係しないが、権利全体に対する制約として機能するものということができる。

### (3) 加入者とその口座管理機関との契約の性質決定

以上を踏まえると、ペーパーレス化された有価証券については、加入者が口座管理機関に有価証券を寄託(預託)しているという法律関係を見出すことはできない。同じく、階層構造を前提とするときも、口座管理機関は振替機関ないし上位の口座管理機関に対し、加入者から寄託された有価証券を再寄託(再預託)しているということもできない。有価証券上の権利は、観念的存在であって、加入者がそれを口座管理機関に引き渡すことも、その返還を受けることも想定しえないからである。

したがって、加入者とその口座管理機関との契約は、要物契約である寄託契約と性質決定することはできず、加入者の振替申請に基づいて、振替口座簿の記録を行うことにより加入者の権利を管理することを内容とした委任契約と捉えることになる<sup>182</sup>。

## 結 語

いわゆる有価証券法理は、商取引の迅速性を図るため、権利の移転に関する民法の一般原則に対する特則として、債権その他の権利に「流通性(négociabilité)」を付与する機能を果たすべく形成された法理論である。

有価証券法理は、わが国の伝統的学説においては、紙媒体の券面の存在を前提とした有価証券に即して、主としてドイツ学説の強い影響の下で形成され、理論の精緻化が図られてきたところであるが、情報技術の進展に伴う有価証券のペーパーレス化によって新たな局面を迎えている。このような問題状況を踏まえて、本稿は、紙媒体の券面を前提とした有価証券に特有の法理を超えて、ペーパーレス化された有価証券をも包摂しうるような高次のレベルにおけるいわば「有価証券の一般理論」の存在を析出したうえで、ペーパーレス化された有価証券の基礎理論とは、理論的にどのようなものとして構成することができるのかを検討したものである。

本稿の検討によれば、有価証券の権利移転のメカニズムの基礎にあるのは、有価証券上の権利に対する「占有」であり、有価証券のペーパーレス化というのは、紙媒体の券面に対する物理的支配から、振替口座簿の記録を基礎とした事実上の支配権限へと「占有」概念が機能的に拡張したことを通じて実現されていると捉えることができる。

ところで、このような有価証券の一般理論というものは、上述のように、債権その他の権利に高度の「流通性」を付与する法的機能を果たすものであるから、従来、紙媒体の券面を基礎とした有価証券をペーパーレス化するという文脈においてのみならず、これまで紙媒体の有価証券が存在していなかったが、取引市場において流

182 坂本・渡邊(2003)11頁は、加入者と口座管理機関との契約を(準)委任関係と捉える。

通することを予定して、口座の記録を基礎として移転するものと構成される新たな権利についても広く応用が可能なものである<sup>183</sup>。その意味において、現在、立法に向けた検討が進められている電子債権（電子登録債権）についても、本稿で論じた一般理論の射程は及ぶものといえよう。

もっとも、ペーパーレス化された有価証券を法的にどのようなものとして捉えるかについては、理論的には、いくつかの異なる方向性がありうるどころであり、比較法的にみても、いくつかの基本モデルを見出すことができる。近年の一連の証券決済制度改革の立法が検討された過程においても、有価証券のペーパーレス化をめぐる多様なモデルが検討の対象とされたのは、周知のところである。

本稿のめざす方向は、その中で、フランス法の議論から着想を得つつも、わが国の実定法である社債・株式等振替法を基礎として、それと整合的な理論の構築を志向するものである。わが国における証券決済法をどのようなものとすべきであるかが検討される段階では、その基本的な制度設計について多様な選択肢がありえたとしても、立法によりその1つが選択され、それが実定法として結実した段階においては、それに整合的な解釈理論を構築することが、法制度の安定的な解釈・運用を確保し、その問題点を解釈論によって補完することに資すると考えるからである。「学説」の重要な任務の1つはそのような解釈理論の形成にある。既に、一連の証券決済制度立法を踏まえて、学説上、ペーパーレス化された有価証券の解釈理論をめぐる議論が進展しつつあるが<sup>184</sup>、本稿が今後の議論の深化に資することがあれば幸いである。

183 その具体例として、温室効果ガスの排出量取引に関する口座振替制度を挙げることができる。

フランスでは、温室効果ガスの排出量取引システムの創設に関する2004年4月15日オールドナンス第330号が、排出量取引に関して口座振替のシステムを導入している。改正された環境法典L.229-15-1条は、1項で「排出割当量（quotas d'émission）は、……もっぱらその所持者の口座の記録によって実在化された（matérialisés）動産である」と定義したうえで、2項で「排出割当量の移転は、デクレの定める日付でかつその条件に従い、国の登録機関によって、それが譲受人の口座に記録されることによって生ずる」と規定している。2004年4月15日オールドナンスによる排出量取引の仕組みについて検討するものとして、Le Bars (2004)を参照。

わが国でも、「地球温暖化対策の推進に関する法律の一部を改正する法律」（平成18年法律第57号）によって「割当量口座簿制度」が創設された。これは、温室効果ガスの排出量取引に関して、算定割当量の取得および移転を割当量口座簿の振替手続によって実現するものであるが、その権利移転に関しては、社債・株式等振替法とほぼパラレルな法的規律が導入されている。

この算定割当量の法的性質については、法制化の検討の過程において、「無体物ではあるが、動産類似の性質をもつものと観念すべきである」との考え方が示されていたところであるが（京都議定書に基づく国別登録簿の在り方に関する研究会「京都議定書に基づく国別登録簿制度を法制化する際の法的論点の検討について（報告）」7-10頁（2006年1月）（[www.env.go.jp/council/28kyoto-gitei/y280-kentou.pdf](http://www.env.go.jp/council/28kyoto-gitei/y280-kentou.pdf)）この点についての理論的な検討は、今後の課題とされている（芳野（2006）78-79頁）。

184 もっとも、学説の中には、上述の観点からすると、基本的なスタンスにやや問題があると感じられるものがある。すなわち、従来の学説には、階層構造の振替決済制度についてアメリカの統一商法典第8編が採用したセキュリティ・エンタイトルメントの法的構成を基礎とした間接保有方式（信託方式）をあるべき方向であると指定して、これを読み込んで日本法を再解釈しようとする者が少なくない。アメリカ法が、実務上および理論上、示唆に富んだ1つのモデルを提供するものであることはいうまでもないが、それが唯一の「正しい」理論であるわけでもないことも確かであり、それと異なるモデルとの対比によって相対化される必要がある。そして、社債・株式等振替法が間接保有方式の法的構成を採用しなかったことは事実であり、それを前提とした規定の構造となっている。したがって、わが国の実定法上の解釈理論としては、そのことを踏まえて展開される必要がある。

## 【資料】有価証券のペーパーレス化に関する法律の関連規定

### 1. 改正の経緯

1982年財政法（1981年12月30日法律第1160号）

#### 94条

フランス領内で発行され、フランス法が適用される有価証券（valeurs mobilières）は、その形式のいかんにかかわらず、発行人または認可仲介機関（intermédiaire habilité）の口座に記録されなければならない。

証券取引所の公式市場（cote officielle）または場外市場（marché hors cote）の特別区分に記録されていない可変資本投資会社（S.I.C.A.V.）以外の株式会社の証券は、発行会社によって、その保持する口座に、証券の所有者の名義で、義務的に記録されなければならない。

前2項の規定は、それらの適用を定めるデクレの公布の日から18ヵ月後に効力を生ずる。

前項に定める日から、その前に発行された有価証券の保有者は、発行人または認可仲介機関に対して、それらの口座に記録するために提出された場合でなければ、当該有価証券に結びついた権利を行使することができない。発行人は、デクレによって定められた日以降、およびデクレによって定められた条件で、提出されていない有価証券に対応する権利の売却を執り行わなければならない。当該売却の収益は、権利者に対するありうべき返還の時まで供託される。

2項に掲げる会社において、業務執行者または取締役会もしくは業務執行役員会の会長は、本条の規定が実際に適用されることを保証するためにあらゆる注意を尽くしたことを証明しないときは、反証のない限り、死亡譲渡税および高額財産税の課税について、前項に定める条件で、提出されなかった、または売却されなかったであろう有価証券の所有者であると推定される。

1982年財政法（1981年12月30日法律第1160号）の94条 の適用を定め、有価証券制度に関する1983年5月2日デクレ第359号

1条 デクレの公布の日から18ヵ月後には、有価証券は、その所有者の口座の記録（inscription au compte）によらなければ、もはや実在化（matérialisés）されない。

口座は、証券が記名式で要求された場合には、発行者によって保持され、無記名式で要求された場合には、経済財務予算大臣によって認可された仲介機関によって保持される。

2条 口座に記録された証券は、口座間の振替によって譲渡される。

3条 発行者が、それに義務が課された口座の保持について代理人を選任したときは、義務的な法定公告誌に、その代理人の任命および住所を公告する義務を負う。



4条 記名証券の名義人は、発行者の下に開設されたその口座の管理を認可仲介機関に委任することができる。この場合において、当該口座に記載された記録は、認可仲介機関の管理口座にも転載され、名義人は、もはや認可仲介機関に対してしか振替指図を行わない義務を負う。

5条 義務的に記名式の証券は、管理口座に置かれた後でなければ、証券市場で譲渡することができない。

義務的に記名の形式をとらない有価証券は、無記名の形式によらなければ、証券市場で譲渡することができない。

[以下略]

投資の発展および貯蓄の保護に関する1983年1月3日法律第1号

30条 口座の管理者である仲介機関の裁判上の整理または財産の清算の手続が行われた場合は、口座に記録された有価証券の口座名義人は、その有する権利の全体を他の仲介機関または発行人の管理する口座に振り替えさせる。監視裁判官は、この振替について通知される。

口座の記録が不足する場合には、口座名義人は、その権利の不足分について破産管財人にゆだねる。

貯蓄実行計画に関する1992年7月16日法律第666号

13条 投資の発展および貯蓄の保護に関する1983年1月3日法律第1号に、47bis条を加え、次のように定める。

「47bis条 資金の決済と引換えに証券の引渡しとなされる場合において、取引所規則（règles de place）によって、または、それが欠ける場合には当事者の合意に基づく日付および諸条件によって証券の引渡しまたは資金の決済となされないことが確認されたときは、これに反するいかなる立法規定にかかわらず、不履行の相手方は不履行をした者に対して負うすべての債務から当然に解放される。」

（注）47bis条は、1993年12月31日法第1444号により47ter条に移された。

フランス銀行、保険、与信および金融市場に関する諸方策を定める1993年12月31日法律第1444号

10条 投資の発展および貯蓄の保護に関する1983年1月3日法律第1号は、次のように改められる。

・ 47bis条は、47ter条となる。

・ 47条の後に47bis条を加え、次のように定める。

「47bis条 発行者または認可仲介機関の口座に記録された証券が規制市場（marché réglementé）において譲渡された場合には、これらの証券の所有権の移

転は、取引所規則によって定められた日付および諸条件に従って、それらが譲受人の口座に記録されることによって生ずる。

当該証券が、買主の認可仲介機関の証券口座に、取引所規則によって定められた日付および諸条件に従って記録されなかった場合は、これに反するいかなる立法規定にかかわらず、〔所有権の〕移転は当然に解除される。ただし、買主の請求する権利 (recours) を妨げない。

複数の買主について前項の解除が生じた場合は、当該解除は、各人の権利の割合に応じて実行される。

本条の規定は、場外市場において行われた証券の譲渡にも適用される。」  
本条は、1994年7月1日から行われる取引に適用される。

経済および金融秩序の様々な方策に関する1998年7月2日法律第546号

### 23条

・ 投資の発展および貯蓄の保護に関する1983年1月3日法律第1号47bis条は、次のように改められる。

1° 1項について、「証券の」の文言を「金融活動の現代化に関する1996年7月2日法律第597号1条の1°、2°および3°に掲げられた金融手段 (instruments financiers)」の文言に改め、「証券」の文言を「金融手段」の文言に改める。

2° 2項について、「証券の」の文言を削除し、「証券」の文言を「金融手段」の文言に改める。

3° 47bis条に2つの項を補充し、次のように定める。

「 規制市場の外で行われ、金融機関の活動および監督に関する1984年1月24日法律第46号93-1条に掲げる金融手段の資金決済および証券引渡のシステム (système de règlement et de livraison) に参加する認可仲介機関の口座に記録された金融手段を対象とする取引の場合には、所有権の移転は、当該資金決済および証券引渡システムの運用規則が定めるような取引の撤回不可能な決済 (dénouement irrévocable) によって生ずる。」

「 顧客は、金融手段の代金を支払った時点で、その所有権を取得する。顧客が代金を支払うまでの間は、当該金融手段を受け取った仲介機関がその所有権を有する。

・ 上記1983年1月3日法律第1号47ter条は、次のように改められる。

1° 「証券の」の文言を「上記1996年7月2日法律第597号1条の1°、2°および3°に掲げられた金融手段」の文言に改める。

2° 「証券の」の文言を「金融手段」の文言に改める。

商事会社によって発行される有価証券制度の改革および商事法を改正する諸規定の海外拡張に関する2004年6月24日オールドナンス第604号

24条〔商法典〕L.228-1条を次のように改める。

1° 1項を以下の諸項に改める。

「株式会社は、いかなる有価証券も本編に定める条件の下で発行する。

株式会社によって発行される有価証券は、通貨金融法典L.211-2条において定義される。

株式会社によって発行される有価証券は、無記名証券または記名証券の形式をとる。ただし、法律または定款が、資本の全部または一部について、もっぱら記名の形式によることを義務づける場合は、この限りでない。

いかなる反対の合意にかかわらず、無記名証券および記名証券の双方を含む発行の一部をなす証券のいかなる所有者も、その所有する証券を他の形式に転換する権能を有する。

前項の規定にかかわらず、法律または定款が資本の全部または一部について記名の形式を義務づけている会社に関しては、記名証券を転換することはできない。」

2° 9項を加え、次のように定める。

「規制市場における取引が認められた有価証券、または規制市場における取引は認められていないが通貨金融法典L.330-1条に掲げる資金決済および証券引渡のシステムに参加する認可仲介機関の口座に記録された有価証券が譲渡された場合は、所有権の移転は、同法典L.431-2条に定める諸条件に従って行われる。その他の場合には、所有権の移転は、コンセイユ・デタのデクレが定める諸条件に従い、譲受人の口座に有価証券が記録されることにより生ずる。」

振替決済機関の取引を認められた、または資金決済および証券引渡のシステムにおいて引き渡される金融手段の所有権移転の規律の簡素化に関する2005年3月31日オールドナンス第303号

1条 通貨金融法典L.431-2条を次のように改める。

1° 1項を次の諸規定に改める。

「L.211-1条の1項、2項および3項に掲げられ、かつ、振替決済機関（dépôt central）における取引が認められ、または、L.330-1条に掲げる資金決済および証券引渡のシステムにおいて引渡し可能な金融手段の所有権の移転は、金融市場監督局の一般規則（règlement général）によって定められる日付および諸条件に従って、それが譲受人の口座に記録されることにより生ずる。」

2° 2項について、「証券市場の規律によって」の文言を、「金融市場監督局の一般規則によって定められる」の文言に改める。

3° 4項および5項を、次の規定に改める。

「前3項の例外として、資金決済および証券引渡のシステムが、連続する撤回不可能な決済を予め定めることにより金融手段の引渡しを保証する場合は、金融市場監督局の一般規則が所有権移転の特別な諸条件を定める。当該〔所有権〕移転は、買主が取引の代金を決済した場合にしか、買主のために生じない。買主が代金を決済するまでの間は、当該金融手段を受け取った仲介機関がその所有権を保有する。」

2条 同法典L.431-3条を次のように改める。

1° 1項について、「証券市場の規律によって」の文言を、「金融市場監督局の一般規則によって定められる」の文言に改め、「合意の」の文言を「合意によって」の文言に改める。

2° 2項について、「第2章」の文言を削除する。

## 2. 現行規定

### 通貨金融法典

#### 第2編 産出物 (produit)

##### 第1章 金融手段 (Les instruments financiers)

##### 第1節 定義および一般原則

##### 第1款 有価証券に適用される一般原則

##### 第2准款 口座の記録 (Inscription en compte)

#### L.211-4条

フランス領内で発行され、フランス法が適用される有価証券は、その形式のいかんにかかわらず、発行人または認可仲介機関の口座に記録されなければならない。

規制市場における譲渡が認められていない株式会社の証券は、発行会社によって、その保持する口座に、証券の所有者の名義で、義務的に記録されなければならない。但し、可変資本投資会社または可変資本不動産優位投資会社の株式は、この限りでない。

前項に定める義務に違反して、証券が振替決済機関の取引が認められるときは、当該証券は、資本証券の場合には発行人の定款において、または、それ以外の証券の場合には発行契約において、それが規定されている場合には、認可仲介機関の口座に記録することができる。振替決済機関は、第5編 第6章 第2節が定める義務に服する。

前3項の規定は、1984年11月3日より前に発行され、番号の抽選により償還可能な債券には適用されない。当該規定は、同日より前に発行され、記名式で保持された永久国債についても適用されない。

前項に定める日より前に発行された有価証券の保有者は、発行人または認可

仲介機関に対して、それらの口座に記録するために提出された場合でなければ、当該証券に結びついた権利を行使することはできない。発行法人は、1988年5月3日以降、デクレによって定められた条件で、提出されていない有価証券に対応する権利の売却を執り行わなければならない。当該売却の収益は、権利者に対するありうべき返還の時まで供託される。

2項に掲げる会社において、取締役会または業務執行役員会の会長は、本条の規定が実際に適用されることを保証するためにあらゆる注意を尽くしたことを証明しないときは、反証のない限り、死亡譲渡税および高額財産についての連帯税の課税について、前項に定める条件で、提出されなかった、または売却されなかったであろう有価証券の所有者であると推定される。

#### R.211-1条

有価証券を構成する証券は、その所有者の口座の記録によらなければ、もはや実在化されない。

口座は、証券が記名式で要求された場合には、発行者によって保持され、無記名式で要求された場合には、L.542-1条(1)に掲げる認可仲介機関によって保持される。

#### R.211-2条

口座に記録された証券は、口座間の振替によって譲渡される。

#### R.211-3条

発行者が、それに義務が課された口座の保持について代理人を選任したときは、義務的な法定公告誌に、その代理人の任命および住所を公告する義務を負う。

#### R.211-4条

記名証券の名義人は、発行者の下に開設されたその口座の管理を認可仲介機関に委任することができる。この場合において、当該口座に記載された記録は、認可仲介機関の管理口座にも転載され、名義人は、もはや認可仲介機関に対してしか振替指図を行わない義務を負う。

#### R.211-5条

義務的に記名式の証券は、管理口座に置かれた後でなければ、証券市場で譲渡することができない。

義務的に記名の形式をとらない有価証券は、無記名の形式によらなければ、証券市場で譲渡することができない。

## 第4編 市場

### 第3章 金融手段の流通

#### 第1節 一般規定

##### 第1款 証券の所有権の移転および質権の設定

##### 第1准款 証券の所有権の移転

#### L.431-2条

L.211-1条 の1項、2項および3項に掲げられ、かつ、振替決済機関における取引が認められ、または、L.330-1条に掲げる決済・引渡システムにおいて引渡しが行なわれる金融手段の所有権の移転は、金融市場監督局の一般規則によって定められる日付および諸条件に従って、それが譲受人の口座に記録されることにより生ずる。

当該金融手段が、買主の認可仲介機関の口座に、金融市場監督局の一般規則によって定められる日付および諸条件に従って記録されなかった場合は、これに反するいかなる立法規定にかかわらず、〔所有権の〕移転は当然に解除される。ただし、買主の請求する権利を妨げない。

複数の買主について前項の解除が生じた場合は、当該解除は、各人の権利の割合に応じて実行される。

前3項の例外として、資金決済および証券引渡のシステムが、連続する撤回不可能な振替決済を予め定めることにより金融手段の引渡しを保証する場合は、金融市場監督局の一般規則が所有権移転の特別な諸条件を定める。当該〔所有権〕移転は、買主が取引の代金を決済した場合にしか、買主のために生じない。買主が代金を決済するまでの間は、当該金融手段を受け取った仲介機関がその所有権を保有する。

#### L.431-3条

金銭の決済と引換えに、L.211-1条 の1項、2項および3項に掲げられた金融手段を引き渡す場合において、金融市場監督局の一般規則において定められる日付および諸条件によって、または、それが欠ける場合には当事者間の合意によって確認される引渡しまたは資金決済が行なわれないときは、これに反するいかなる立法規定にかかわらず、不履行の相手方は、不履行の当事者に対するあらゆる債務から当然に解放される。

口座の管理仲介機関 (intermédiaire teneur de compte) または保管機関 (conservateur) が、不履行をなしたその顧客に代わって、金銭の決済と引換えに金融手段を引き渡すことにより、取引の決済を行った場合には、本条の規定を主張することができる。この場合は、当該機関は、金融手段またはその反対給付として受け取った金銭の完全な所有権を取得する。商法典第4編の諸規定は、本条の適用を妨げない。不履行をなした顧客のいずれの債権者も、金融手段または金銭について何らかの権利を対抗することができない。

### 商法典

#### 第2編 商事会社および経済利益団体

##### 第2章 各種の商事会社に関する特別規定

##### 第8節 株式会社によって発行される有価証券

##### 第1款 有価証券に関する通則規定

## L.228-1条

株式会社は、いかなる有価証券も本編に定める条件の下で発行する。

株式会社によって発行される有価証券は、通貨金融法典L.211-2条において定義される。

株式会社によって発行される有価証券は、無記名証券または記名証券の形式をとる。ただし、法律または定款が、資本の全部または一部について、もっぱら記名の形式によることを義務づける場合は、この限りでない。

いかなる反対の合意にかかわらず、無記名証券および記名証券の双方を含む発行の一部をなす証券のいかなる所有者も、その所有する証券を他の形式に転換する権能を有する。

前項の規定にかかわらず、法律または定款が資本の全部または一部について記名の形式を義務づけている会社に関しては、記名証券を転換することはできない。

株式会社によって発行される有価証券は、その形式のいかににかかわらず、1982年財政法（1981年12月30日法律第1160号）が定める条件の下で、その所有者の名義で口座に記録されなければならない。

前項の規定にかかわらず、会社の資本証券が規制市場における譲渡を認められ、かつ、その所有者が民法典102条に定めるフランス領内にその住所を有しないときは、あらゆる仲介機関は、当該所有者の口座について記録を受けることができる。この記録は、集合口座の形式により、または各々の所有者に対応する複数の個別の口座において行うことができる。

記録を受けた仲介機関は、発行会社の口座であれ、口座を保持する認可金融仲介機関の口座であれ、口座の開設時に、デクレが定める条件の下で、他人の口座について証券を保持する仲介機関の資格を自ら有することを届け出る義務がある。

規制市場における取引が認められた有価証券、または規制市場における譲渡は認められていないが通貨金融法典L.330-1条に掲げる資金決済および証券引渡のシステムに参加する認可仲介機関の口座に記録された有価証券が譲渡された場合は、所有権の移転は、同法典L.431-2条に定める諸条件に従って行われる。その他の場合には、所有権の移転は、コンセイユ・デタのデクレが定める諸条件に従い、譲受人の口座に有価証券が記録されることにより生ずる。

## 参考文献

- 岩原紳作『電子決済と法』(有斐閣、2003)
- 大武泰南「DÉMATÉRIALISATIONにおける株式の譲渡および株主権の行使(一)(二)(三・完) フランスの株式登録管理制度」撰南法学4号29-54頁(1990)、6号1-32頁(1991)、7号29-54頁(1992)
- 金子直史「社債等の振替に関する法律の概要」民事月報57巻10号9-40頁(2002)
- 神田秀樹「ペーパーレス化と有価証券法理の将来」岸田雅雄・森田章・森本滋編『河本一郎先生古稀祝賀 現代企業と有価証券の法理』155-169頁(有斐閣、1994)
- ・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』(証券保管振替機構、2000)
- 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8編による扱いについて」林良平先生献呈論文集刊行委員会編『現代における物権法と債権法の交錯』119-148頁以下(有斐閣、1998)
- 金融情報システムセンター『証券決済システムの整備に関する調査報告書 証券決済に関する海外法制度調査報告』(金融情報システムセンター、2001)
- コーエンズ久美子「口座振替決済システムにおける証券の特定性 アメリカ法の追及の法理を手がかりとして」名大法政論集203号1-50頁(2004)
- 坂本哲也・渡邊誠「社債等振替法の下で決済のファイナリティとDVPに関する一考察」日本銀行信用機構室ワーキングペーパーシリーズNo.03-1(2003)
- 始関正光編著『Q&A 平成16年改正会社法 電子公告・株券不発行制度』(商事法務、2005)
- 嶋拓哉「国債振替決済制度をめぐる実体法上の考察〔IV・完〕 社債等振替法に準拠した新制度への移行を踏まえて」商事法務1695号52-57頁(2004)
- 証券取引法研究会編『証券のペーパーレス化の理論と実務(別冊商事法務272号)』(商事法務、2004)
- 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)
- 編著・長崎幸太郎・馬渡直史著『逐条解説 社債等振替法』(金融財政事情研究会、2003)
- 編著・尾崎輝宏著『逐条解説 社債、株式等振替法』(金融財政事情研究会、2004)
- 椽川泰史「有価証券の無券化について」神奈川法学35巻3号201-222頁(2002)
- 早川徹『『短期社債等の振替に関する法律』と証券決済システム』ジュリスト1217号24-30頁(2002)
- 本多正樹「金融資産の移転に関する法制 カネとモノの横断的考察」民商法雑誌123巻6号811-864頁(2001)
- 森下哲朗「電子社会と金融 ペーパーレス化時代の私法理論試論」中里実・石黒一憲編『電子社会と法システム』205-228頁(新世社、2002)
- 「国際証券決済法制の展開と課題」上智法学論集47巻3号214-172頁(2004)



- 森田宏樹「振込取引の法的構造 『誤振込』事例の再検討」中田裕康・道垣内弘人編『金融取引と民法法理』123-198頁（有斐閣、2000）
- 山田誠一「フランスにおける有価証券の券面廃止」北村一郎編集代表『現代ヨーロッパ法の展望』309-322頁（東京大学出版会、1998）
- 芳野行気「温室効果ガスの排出量取引に関する法的論点について」ジュリスト1318号76-80頁（2006）
- Bissara, Philippe, “Présentation générale de l’ordonnance portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés par actions,” *Revue des Sociétés*, pp.461-478 (2004)
- Blanluet, Gauthier, “Le transfert de propriété des actions,” *Droit et patrimoine*, n° 130, pp.81-82 (2004)
- Bonneau, Thierry et France Drummond, *Droit des marchés financiers*, Economica (2<sup>e</sup> éd., 2005)
- Carbonnier, Jean, *Droit civil, vol. II, Les biens, Les obligations*, P.U.F. (1<sup>er</sup> éd., 2004)
- Causse, Hervé, “Principe, nature et logique de la «dématisation»,” *JCP*, 1992, éd., É., I, 194, pp.530-534 (1992)
- , *Les titres négociables, Essai sur le contrat négociable*, th. Montpellier I, 1991, Litec (1993a)
- , “Faillite et «dématisation»,” *JCP*, 1993, éd., É., I, 269, pp.391-395 (1993b)
- , note sous Cass.com., 10 juin 1997, D., 1999, pp.89-93 (1999)
- Couret, Alain et Hervé Le Nabasque, *Valeurs mobilières -Augmentations de capital, Nouveau régime Ordonnances des 25 mars et 24 juin 2004*, Éditions Francis Lefebvre (2004)
- De Lapasse, Patrice, “Le moment du transfert de propriété lors de la vente des valeurs mobilières et d’autres droits incorporels,” in *Faut-il retarder le transfert de la propriété ?*, *JCP*, 1995, *Cahiers de droit de l’entreprise, Suppléments*, n° 5, pp.18-21 (1995)
- De Vauplane, Hubert, “Le régime juridique du transfert de propriété des titres cotés,” *Banque et Droit*, n° 35, pp.11-16 (1994)
- et Jean-Pierre Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec (3<sup>e</sup> éd., 2001)
- et Jean-Jacques Daigre, “Réforme du régime des valeurs mobilières,” *Banque et droit*, n° 97, pp.64-67 (2004)
- et      , “Ordonnance du 31 mars 2005,” *Banque et droit*, n° 101, pp.50-51 (2005)
- Dubertret, Matthieu, “La dualité des mécanismes d’opposabilité en matière de transmission de titres,” in Hubert de Vauplane et Jean-Jacques Daigre (sous la direction de), *Droit bancaire et financier, Mélanges AEDBF-France IV*, pp.141-163 (2004)
- Frison-Roche, Marie-Anne et Michel Jockey, “Pourquoi existe-t-il encore des titres au porteur ?” *JCP*, 1994, éd. É., I, n° 344, pp.172-177 (1994)
- Germain, Michel, “L’ordonnance N° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales,” *JCP*, 2004, éd. G., Actualité 440, pp.1566-1567 (2004)
- Gissinger, Pierre et Alain Gauvin, “Bréviaire sur le régime du transfert de propriété d’instruments financiers,” *Revue de droit bancaire et de la bourse*, n° 75, pp.132-135 (1999)

- Goutay, Philippe, "Titre négociable et opposabilité," in *Mélanges AEDBF-France, Droit bancaire et financier*, vol. 1, pp.201-220 (1997a)
- , "Dématérialisation des titres: la portée de l'inscription des actions sur le registre des transferts de la société (à propos de Cass.com., 10 juin 1997)," *Dalloz Affaires*, pp.1173-1176 (1997b)
- , "La dématérialisation des valeurs mobilières," *Bulletin Joly Sociétés*, §89, pp.415-435 (1999)
- , "Le transfert de propriété des instruments financiers: de l'aboutissement d'une réforme décennale," *Revue de droit bancaire et financier*, septembre-octobre 2005, pp.47-50 (2005)
- Guyon, Yves, *Droit des affaires, tome I, Droit commercial général et Sociétés*, 11<sup>e</sup> éd., Economica (1998)
- Karyotis, Catherine, *20 ans de retrospective dans les titres en France: De la dematerialisation au Single Settlement Engine*, Revue Banque Édition (2004)
- Lassalas, Christine, *L'inscription en compte des valeurs: la notion de propriété scripturale*, th. Clermont-Ferrand I, 1996, Presses Universitaires de la Faculté de Droit de Clermont-Ferrand: L.G.D.J. (1997)
- Le Bars, Benoit, "La nature juridique des quotas d'émission de gaz à effet de serre après l'ordonnance du 15 avril 2004 : Réflexions sur l'adaptabilité du droit des biens," *JCP*, 2004, éd. G., I, 148, pp.1267-1272 (2004)
- Le Nabasque, Hervé et Arnaud Reygrobellet, "L'inscription en compte des valeurs mobilières," *Revue de droit bancaire et financier*, n° 4, juillet-août 2000, pp.261-275 (2000)
- , "Portée de l'inscription en compte de valeurs mobilières," *Revue de droit bancaire et financier*, n° 1, janvier-février 2003, pp.36-37 (2003)
- Libchaber, Rémy, "Le dépôt d'instruments financiers," *Droit et Patrimoine*, n° 82, pp.89-95 (2000)
- Lucas, Francois-Xavier, *Les transferts temporaires de valeurs mobilières: pour une fiducie de valeurs mobilières*, th. Nantes 1995, L.G.D.J. (1997)
- Marly, Pierre-Grégoire, *Fongibilité et volonté individuelle, Étude sur la qualification juridique des biens*, th. Paris I, 2002, L.G.D.J. (2004)
- Martin, Didier R., "De la nature corporelle des valeurs mobilières (et autres droits scripturaux)," *D.*, 1996, chron. pp.47-52 (1996)
- , "De l'inscription en compte d'actifs scripturaux," *D.*, 1998, chron. pp.15-18 (1998)
- , "Du corporel," *D.*, 2004, chron. pp.2285-2287 (2004)
- Mercier, Virginie, *L'apport du droit des valeurs mobilières à la théorie générale du droit des biens*, th. Aix-Marseille III, 2004, Presses Universitaire d'Aix-Marseille (2005)
- Merkin, Claude et Bertrand de Saint Mars, "Transfert de propriété sur le marché des valeurs mobilières, Le nouvel article 47 bis de la loi du 3 janvier 1983," *Revue de droit bancaire et de la bourse*, janvier-février 1994, n° 41, pp.2-3 (1994a)

- et , “Clause résolutoire et transfert de propriété sur le marché des valeurs mobilières ou la difficile adaptation d’un mécanisme de droit civil au droit boursier,” *Revue de droit bancaire et de la bourse*, juillet-août 1994, n° 44, pp.163-168 (1994b)
- Nizard, Frédéric, *La notion de titre négociable*, th. Paris II, 2000, Economica (2003)
- , “Le tranfert de propriété des valeurs mobilières: une réforme inachevée,” *Revue des Sociétés*, pp.619-637 (2004)
- Pélissier, Anne, *Possession et meubles incorporels*, th. Montpellier, 2000, Dalloz (2001)
- Pietrancosta, Alain, “Une ordonnance du 31 mars 2005 réforme les règles de transfert de propriété des instruments financiers admis aux opérations d’un dépositaire central ou livrés dans un système de règlement et de livraison,” *Revue de droit bancaire et de la bourse*, mai-juin 2005, pp.42-44 (2005)
- Prieur, Jean et Annick Bienvenu-Perrot, “Le transfert de propriété dans le cession d’instruments financiers,” *Droit et Patrimoine*, n° 82, pp.79-85 (2000)
- Reygrobelle, Arnaud, “Le droit de propriété du titulaire d’instruments financiers dématérialisés,” *R.T.D.Com.*, pp.305-316 (1999)
- Ripert, Georges et René Roblot, *Traité de droit commercial*, tome 2, 15e éd., par Philippe Delebecque et Michel Germain (1996)
- Robine, David, “La réforme du transfert de propriété des valeurs mobilières,” *Petites affiches*, n° 189, pp.49-56 (2005)
- , “Simplification des règles de transfert de propriété des instruments financiers,” *JCP*, 2006, éd. É, 1603, p.711 (2006)
- Trébulle, François Guy, *L’émission de valeurs mobilières*, th. Paris I, 1999, Economica (2002)

