

早稲田大学審査学位論文（博士）

株式の「所有権」性に関する小考
—英米法の株式概念の検討を通じて—

早稲田大学大学院法学研究科

四方藤治

目次

序章	5
1)問題の所在	5
2)検討の方法	12
3)本論文の構成	12
第1編 イギリス会社法における株式の法的性質	14
第1章 株式会社および株式の性質	14
はじめに	14
第1節 ジョイント・ストック・カンパニー	16
第2節 コーポレーション	17
第3節 株式の法的性質	19
第4節 無体動産としての株式の性質	22
第5節 イギリス会社法の規定—株式の動産性と譲渡可能性	25
第6節 株式の法的性質の変化の契機	25
第1款 株式市場の発達・株式の地位の外部化	25
第2款 市場適格性の獲得	26
第7節 政治的・社会的環境の影響	27
第1款 株主の会社意思決定への参加	27
第2款 イギリス東インド会社のクロムウェル改組の含意	28
第3款 統治章典	29
第4款 ジョン・ロックの Property 概念	29
第5款 ジョン・ロックの Property 概念のアメリカによる継受	30
第8節 小括	31
第2章 株主は part owner か	32
はじめに	32
第1節 イギリスにおける part owner と proprietary	34
第2節 ジョイント・ストック・カンパニーにおける part owner	35
第3節 船舶共有関係における part owner	37
第1款 船舶共有組合	37
第2款 船舶の part owner の判例	38
第3款 判例の含意	43
第4款 1890年 Partnership Act	43
第5款 商船法上の船舶持分	45
第4節 コーポレーション概念の定立	45
第5節 小括	46
第2編 アメリカ会社法における株式の法的性質	48
はじめに	48
第1章 株式はプロパティか	48
第1節 株式の多様な特徴	48
第2節 アメリカ法上のプロパティ	51
第1款 物的財産の使用価値から権利の交換価値へ (連邦最高裁判例の変遷の含意)	51
第2款 株式の交換価値と自由譲渡性・流動性	54
第3款 プロパティの4要件と多様性	54
第2章 人的財産としての株式	56
第1節 株式の脱物質化(dephysicalized)と流通性の要求	56
第2節 人的財産の意味と集団的關係	58
第3節 無形人的財産	61
第4節 株式の自由譲渡性	63

第1款	プロパティ概念の抽象化の完成	63
第2款	無体動産	64
第3款	譲渡性の制限	66
第4款	「所有と所有の分離」	66
第3章	株式の法的性質から生じる法的諸問題	67
第1節	課税対象の認定	67
第1款	所在地の決定（株式と株主との遮断、株式と会社財産との遮断）	67
第2款	二重課税問題	69
第2節	現物資産を持たない会社や持株会社における株式の所有関係の変容	70
第3節	株主権の変容	71
第1款	種類株式による議決権制限と proprietary	71
第2款	バーチャルオンリー型株主総会における株主権の保護	74
第4節	小括	77
第3編	日本の会社法において株式の所有関係の変容を示唆する事例	80
第1章	明治23年商法前における株式会社の公募設立にみる株式の法的性質	80
はじめに		80
第1節	明治初期における会社設立	82
第1款	日本における株式会社の成立	82
第2款	株式会社に対する法規制	82
第3款	ロessler草案	85
第2節	京都織物3社の設立	86
第1款	京都織物会社	86
第2款	京都染物会社	89
第3款	京都燃糸会社	90
第4款	3社合併	90
第3節	公募の実態	91
第1款	公募の意味	91
第2款	分割払込み	92
第3款	京都株式取引所	93
第4款	公募、ジャーナリズムの発達と株式の所有関係・社会性	96
第4節	小括	97
第2章	株式の法的性質 —トヨタ AA 型種類株式	100
はじめに		100
第1節	AA 型種類株式の概要	102
第1款	優先配当	103
第2款	残余財産分配	104
第3款	議決権	104
第4款	株主による取得請求（普通株式への転換、現金償還）	104
第5款	会社による取得請求（現金償還）	105
第6款	譲渡制限	105
第2節	AA 型種類株式の法的問題	105
第1款	AA 型種類株式の複合性と株式の所有関係の変容	105
第2款	株式と社債との法的異同	107
第3款	株式の所有関係を根拠としない議決権付与	109
第3節	本来あるべき AA 型種類株式の種類株主総会	111
第4節	小括	113
第3章	株式買取請求権制度における「非流動性ディスカウント」の示唆	114
はじめに		114
第1節	株式買取請求権制度と株式の法的性質	117
第1款	資本多数決による退出の事実上の強制	117

第2款	経済的利益の補償	118
第3款	非経済的利益の補償	120
第4款	会社の基本的変更と株式の所有関係・社会性	121
第2節	「非流動性ディスカウント」	121
第1款	「非流動性ディスカウント」の実務上の理解	122
第2款	支配権プレミアムとの違い	122
第3款	学説の態度	123
第4款	最高裁決定（最一小決平 27・3・26）の概要と評価	124
第3節	小括	128
終章		132
1)	本論文の要約	132
2)	株式の所有権性の再検討の方向性	134

参考文献リスト

序章

1)問題の所在

株式会社において、株主は、「出資者として、出資義務以外に事業に関与することは義務づけられない」¹。そして、「株主は、いかなる出資方法をとるにしても、会社が法人格を有する以上、企業に対して、何らの所有権も持ちえない。故に、この「所有」とは、カルネル(Karner)の巧妙な表現によれば、「経済的所有権」、あるいは「資本的所有権」とも呼ばれるものに相当する」²と、株主が法律上、会社企業も会社の資産も所有することがなく、従って、所有が観念される場合も、それは「経済的」ないし「資本的」所有権であるに過ぎない。もっとも、このカルネルの言説に対してすら反論があったのであり³、経済学においても「会社は株主のものでしかない」とするアメリカ型の株主権論は法理論上の誤りであると論じられた⁴。

にもかかわらず、わが国では株式の法的性質を所有権と関連付けて論じられることが少なくなかった。「株主は会社企業の所有者であり、法人たる株式会社の実体である」と、会社企業を目的した株主の所有者性、ないし株式の所有権性が様々に論じられた⁵。株式の法的性質についての土台となった感があるものの、その論じられる内容や方向は、均一ではなかった。

すなわち、会社は法形式的には独立した主体でありその財産も会社自体のものであるとする伝統的な法人論の結論を前提として、会社は法形式的には独立した主体でありその財産も会社自体のものであるが、会社財産の出資者である株主が、究極的な危険負担者であるから、会社は株主のものであるといった議論がなされた。そして、「株主は本来…基本的事項の決定権と最小限度の監督是正権を自己の手に留保し、他はすべて経営の専門家に委ねることに

¹ 田中耕太郎「株式会社法序説」田中耕太郎編『株式会社法講座 第一巻』(有斐閣、1945)3頁。

² 竹内敏夫「株式会社法における「支配」概念」田中耕太郎編集代表『松本先生古稀記念会社法の諸問題』(有斐閣、1951)213頁。

³ 我妻榮『近代法における債権の優越的地位』(有斐閣、1968)298頁。「カルネルの如く、所有権の本體はいわゆる剰餘価値の取得に在りとなし、法律上の債権にして剰餘価値の取得を作用となすものを以て、なほこれを「経済的所有権」乃至「資本的所有権」と称するならば、株主は、社債権者と共に、企業の所有者であらう」しかし、所有権の作用が「次第に債権に代はられ、所有権はその姿を没することを明かにせんとしてゐるのであるから、(略)株主を以て企業所有者と見る態度に與しない」。

⁴ 岩井克人『会社はだれのものか』(平凡社、2005)9頁。株式を所有するということは、会社を本来ヒトではないが法律上ヒトとして扱われるモノ(株式)として所有することになり、「株主権論は、本来二階建て構造(筆者注：二階部分では株主が会社を所有し、一階部分ではその株主に所有される会社が会社資産を所有する)をしている会社という仕組みの二階部分のみしか見ていない、法理論上の誤り」と論じる(同書21～23頁)。

⁵ 田中(耕)・前掲注(1)12頁。他方「会社企業は単に一時期の株主の私有物ではなく、それは将来の株主、(略)対し、密接なる利害関係を有するのみに止まらず、広く公衆にも重大なる影響を及ぼす公のものであるからである」と論じられた(田中耕太郎「株式会社法改正の基本問題」『商法学 特殊問題 上』(春秋社、1965)77頁)。「株式の法的性質および株式の権利の譲渡性については、昔、さまざまな見解が唱えられた」(神田秀樹「株式の性質および社債との比較」(浜田道代=岩原紳作編『ジュリスト増刊 新・法律学の争点シリーズ 5 会社法の争点』(2009)25頁)。

した…体制は企業の所有者である株主がその所有権に基づいて有する共同経営権を自己の利益を考えて合理化したもの」であると論じられた⁶。その結果、「株主は株式会社なる企業の所有者として当然企業の経営およびその結果たる利益に参加する権利を有するが、それが彼一人が単独に所有する企業ではなく、個性を喪失した多数の者と相ともに所有する企業であるために、右の企業所有者の権利もおのずから極度の団体的変貌をとげ、会社に対する各種の権利となって現れる」と論じられた⁷。

一方、株主は株式の所有者であることは否定しようがないところから、株式所有を資本所有と読み替え、「企業所有者であるが、法律的には物的企業所有の主体は会社であり、株主は間接的・観念的に資本を所有し、企業を所有している」⁸といった学説や、「社員権＝株主権とする通説は、株式の実体を「企業所有権」としてとらえている」とした上で、「株式会社は「所有」と「経営」が一応分離されつつ究極的に統一されている形態であり現実資本と貨幣資本が一応擬制的に分離されながら統一されている形態であって」、株式は、「高次の企業所有権に他ならないと論じられた⁹。

また、株主が共同所有者であるとする概念操作もなされた。すなわち、「株主は実質的にみれば会社企業の共同所有者であるが、この会社企業における共同所有者としての株主の分け前は、会社の社団法人性に即応して、会社に対する法律上の地位の形に引き直され」、「株式の実体をなすものは、株主のこのような法律上の地位である」と論じられた¹⁰。

さらに、経済的・実質的所有といった、間接的所有性が論拠にされた。すなわち、株式は、「所有権でも債権でもなく、会社の資本の一定部分の引受（約束又は給付）によりこの部分の割合によって」¹¹取得される社員権であると説くのが、社員権論¹²であった。この社員権論では、「経済実質的な所有者は株主であると考えられる」ものの¹³、株式は、企業財産に対する所有権ではなく、かつ、所有権そのものでもなく、所有権的、ないし所有者的性格を有する法律上の地位であると説かれた。株主が有する株主権のうち、自益権は、「いわば所有権の収益権能の変形物であり」、共益権は、「いわば所有権の支配権能の変形物にほかならない」

6 鈴木竹雄＝竹内昭夫『会社法〔新版〕』（有斐閣、1988）28頁。

7 鈴木竹雄「改正法における株主の共益権」法協 68巻6号(1950)4頁。

8 中村一彦「株式財団説をめぐって」富大経済論集 10巻4号(1965)18頁。

9 富山康吉「株式と資本所有の論理的構造」民商法雑誌 39巻4・5・6号(1959)723頁。

10 鈴木竹雄『新版 会社法 全訂第5版』（弘文堂、2000）8頁。

11 服部栄三『株式の本質』田中耕太郎編『株式会社法講座 第三巻』（有斐閣、1945）372頁。

12 社員権とは、単一の、しかも多くの権能を有する権利（鈴木＝竹内・前掲注(6)89頁）、ないしは、権利・義務の発生の基礎たる会社との法律関係とされる（大隅健一郎＝今井宏＝小林量『新会社法概説』（有斐閣、2009）13頁注(6)）。株式の法的性質について、わが国では、当初、ドイツでの通説的議論の影響の下で、社員権説と、そのうち株主の同意なくしては奪うことのできない固有権を巡って、株式の性質論がさかんに議論された（服部栄三『株式の本質と会社の能力』（有斐閣、1972）1頁）。

13 「株式を社員権（または、債権）として構成しその所有権性を否定するのは現代法学上の定説である」としながら、「株式は実質的所有＝経済的所有＝擬制的所有ではありうる。実質的所有は企業を客体とする擬制的な所有であって、株主こそその主体である。その内容は企業に対する支配力を意味し…株式によって会社を支配できる限り、株主は会社の所有者（実質的）であるといえる」と論じる見解もあった（西山忠範「株式会社と「所有と支配」の概念(2)」奥村宏他『21世紀の日本の株式会社像』（東洋経済新報社、1985）120頁）。

14と民法上の所有権概念を、いわば援用した論理構成であった。

これに対して、「会社の資産が株主の出資を基礎にして形成され、所有者らしいリスクを負担するのが株主であることに照らすと、経済的・実質的にはそのようにとらえるべきだろう」と肯定的に論じられた¹⁵。その上で、株式会社において、「法形式的には、株主は会社資産に対して所有権をもたない。共有持分すら持っていない。株主が所有するのは株式であり、「構成員（社員）とは別個独立の法人格を持つ会社が、独自の資産を所有する」とする一方、「株主は企業の所有者だといわれる」と、所有権の目的を会社資産から企業に代えて論じられた。

また、「株主は法律적으로는その投下した貨幣資本の所有権を喪失する。しかし、経済的にみれば、株主は会社資本の所有者であり、したがって同時に株主は会社の所有者でもあるのであって、会社に対してその投下した貨幣資本の割合に応ずる分前をもつのである」とし¹⁶、あるいは、「この経済的分前が法律적으로는株主権としてあらわれる。この意味で株主権は所有権の一種の変形物であるといってもよい」と論じられた¹⁷。さらに、共同企業の形態としての株式会社は、「企業の実質的所有者たる複数人を一つの団体関係に結合し、かつその団体を法人として、これに企業の所有権を単一的に帰属せしめると同時に、その企業における取引関係をもこれに統一的に帰属せしめようとする仕組である。会社の法人性はかかる法律関係の統一的帰属を可能ならしめるための法技術であって、これにより経済的には全体としての株主に属する会社事業が、法律적으로는法人たる会社の所有に属することになる。株式はこの法律的・形式的には会社の所有に属し経済的・実質的には株主の全体に属する会社事業について株主の有する観念的な分け前を示すものであって、それが法律적으로는株主権として現れるのである」と論じられた¹⁸。

昭和 25 年商法改正で、制度的に所有と経営の分離が進行したが、「それにもかかわらず株主は依然として会社の所有者としての地位を法的に確保している」と評された¹⁹。現在の、「通説は、株主の株式会社に対する法律関係の総体が株式の実体を形成し、合名会社の社員の地位と実質を同じくすると考え」、「株主・社員を会社企業の実質的所有者とする株主・社員オーナー論を基礎に、会社の管理機構および株主・社員の権利を構築しているというのである」²⁰とした上で、「商法は、株主を会社企業の実質的所有者であると明定していない。株主オーナー論は、現行法を合理的に説明する一つの理論構成」でしかないと、株主を所有権者とみることは、実定法に根拠のない説明概念であると論じられた²¹。また、株主は、会社

14 大隅健一郎「いわゆる株主の共益権について」『新版 会社法の諸問題』（有信堂高文社、1983）149 頁〔初出、田中耕太郎編集代表『松本先生古稀記念 会社法の諸問題』（有斐閣、1951）150 頁〕。

15 龍田節「株式会社と所有の序論的考察」京都大学法学部百周年記念論文集刊行委員会編『京都大学法学部百周年記念論文集 第 3 巻』（有斐閣、1999）261 頁。

16 池田直視＝中村一彦『株式会社支配の法的研究』（評論社、1959）24 頁。

17 池田＝中村・前掲注(16)24 頁。

18 大隅健一郎『新版株式会社法変遷論』（有斐閣、1992）170 頁。

19 木内宜彦「変貌する株主の地位」法時 60 卷 9 号(1988)7 頁。

20 森本滋「株主平等原則と株式社員権論」商事 1401 号(1995)2 頁。

21 森本・前掲注(20)2 頁。また、株主オーナー論は、「株主の民主的コントロールを強調し、大企業の経営権力の正当化根拠として機能する」ことを指摘された。

企業の実質的所有者であったが、その所有対象である会社が法人化されることで、「所有者としての権利は会社に対する株主の法律上の地位に変容」したと論じられた²²。

また、「会社の財産は、会社が法人格をもつために形式的には会社に帰属するとしても、実質的には株主がその所有者であるとみざるをえない」と法人の法技術性を背景とする学説²³や、株式は、「実質的にいえば、いわば個人企業における企業主が、企業財産に対して有する所有権と同様な、所有権的性格を有する権利ないし所有者的性格を有する法律的地位である」と説く学説があった²⁴。とりわけ、「会社はだれのものか」といった、いわゆるコーポレート・ガバナンス論において、株主は「株式会社の実質的所有者」であり、「実質的オーナーである」と論じられるのは、「すべての出資者がそれぞれ与えられている経営コントロール権を、自ら自覚的に行使する自立した賢明な株主像を理念的に措定した制度」であるからであるとされた²⁵。

株式の法的性質について、通説・判例²⁶は社員権の立場から株式上の権利（私権）にとらえる。株式会社私有物観に立つ社員権論によれば、株式の本質は、「観念的な所有権」²⁷となる。株式会社における株主は、「会社企業の実質的共同所有者として」、「会社に対する法律上の地位として把握される」、「細分化され個性のない割合的単位の形で表す」株式を有している²⁸。株式の本質はなにかということについては、社員権（株式会社私有物観）によれば、「観念的な所有権」²⁹になる。これに対して、株式債権論（株式会社公共物観）によれば「株式は自益権そのものであり、自益権である剰余金の配当請求権および残余財産請求権は団体的に変容された債権の一種である」³⁰ということになる。

現在の判例は、社員権論に立つが、かつて判例³¹は、株式を債権と同視していたことがあった³²。すなわち、「株式を一種の財産権なりと謂い」、「株主即ち株主権は社員権として単なる一個の権利にして、數個の権利の集合に非ず…単なる株主権より生ずる権能たるに過ぎず。恰も所有権が、一個単一の権利にして、物の使用権、収益権及び處分権等の集合に非ざると同じ」と論じられた³³。

わが国の会社法は、株式の法的性質を明定してないが、会社法 105 条に、「株主権の根拠

²² 小島康裕他『会社法 第2版』（成文堂、2003）22頁。

²³ 鳥山恭一「株式の性質論」法時 71 卷 7 号(1999)46頁。

²⁴ 新山雄三編著『会社法講義』（日本評論社、2014）104頁。

²⁵ 新山雄三『論争“コーポレート・ガバナンス”』（商事法務研究会、2001）268、269頁。

²⁶ 最高決昭 45・7・15 民集 24 卷 7 号 804 頁。

²⁷ 奥島孝康「I 総論」奥島孝康監修『企業の統治と社会的責任』（金融財政事情研究会、2007）6頁。

²⁸ 木内宜彦『会社法』（勁草書房、1988）64頁。

²⁹ 奥島・前掲注(27)6頁。

³⁰ 奥島・前掲注(27)7頁。

³¹ 大審院大正 2・11・19（民事判決録 19 輯 974 頁）。もっとも、大審院は、議決権についてではなく、株主が会社に対してもつ利益配当請求権は、株主が株式を保有することで当然有する一種の債権であって、利益配当に関する株主総会決議によって初めて発生するのではなく、その決議以前においても後日配当金の支払を受領できる債権の性質を具有する、差押可能債権だと判示した。

³² 松本丞治『商法解釋の諸問題』（有斐閣、1965）267頁。

³³ 松本・前掲注(32)269-270頁。

規定として、①剰余配当請求権、②残余財産分配請求権、および③議決権をまとめて1カ条設け、それ以外の権利は改正前の商法³⁴と同様に個別に分散して規定することにした³⁵。会社法105条は、株主の固有権³⁶を株主の権利として定め、会社法106条は、株式が共有に属するときの、この権利の行使方法について定める。さらに、106条は、株式が共有の目的となる財産権である³⁷ことを前提としている（この共有は準共有であって、株式は所有権以外の財産権であると解されている³⁸）ことから、株式を財産権と考えると、消極的にはあるが、株式の性質決定について所有権概念の影響を看取することができる。

近時の裁判では、最一小判平10・11・26（金判1066号18頁）の事案で、「株主は株式会社の所有者として、総会において選任した取締役会社に経営と業務執行を委ねる」との上告理由における陳述のように、下級審を中心に、当事者が株主は会社の所有者であると主張することが少なくなかった³⁹。また、東京高決平17・6・15（判時1900号156頁）〔ニレコ

³⁴ 剰余金分配請求権、残余財産分配請求権、議決権のほか会社法が定める各種の権利を株主が有することについては、改正前商法は議決権を除いて具体的に規定しておらず、その存在を前提として、財源があることを条件に会社が分配権限を有することを定めているにすぎなかった（酒井太郎「株式の内容と種類」『新しい会社法理論と実務』別冊金融・商事判例(2006)50頁）。

³⁵ 近藤光男＝志谷匡史『改正株式会社法Ⅳ』（弘文堂、2005）657頁。

³⁶ 「現代の日本の学会で、固有権論の役割は否定されている」と評されている（高橋英治「ドイツと日本における固有権論の発展と課題」徳本穰他編『会社法の到達点と展望—森淳二郎先生退職記念論文集』（法律文化社、2018）312頁）。固有権論は多数決原則の限界を画するものとして意義があったところ、「会社法が従来は会社法上の不文の根本原理とされていた株主の固有権を明文化し」、そして「多数権濫用に関する法規定がある程度整っている株式会社においては、固有権論が少数派株主の権利保護の法理として機能する場面は極めて限定されている」（同323頁）と論じられている。

³⁷ 岩原伸作「新会社法の意義と問題点」商事1775号(2006)14頁。

³⁸ 奥島孝康他『新基本法コンメンタール 会社法1』（日本評論社、2010）〔鳥山恭一〕187頁、酒巻俊雄＝龍田節編集代表『逐条解説会社法 第2巻株式・1』（中央経済社、2009）〔森淳二郎〕35頁。

³⁹ 株主は会社の所有者と判示する裁判例と該当の文言部分を抜粋すると次のようになる：東京地判昭和33・9・25（判時168号12頁）〔会社の所有者である株主が承認した報酬額〕、東京高決昭47・3・15（判時666号83頁）〔会社の所有者たる株主の意思を問うことが妥当〕、神戸高決平2・4・10（判時1364号112頁）〔有限会社の社員は会社の所有者として会社の経営の監督、経理処理の監視をなす〕、大阪高決平6・12・26（判時1535号90頁）〔いわば会社の所有者である株主が破産決定に対して不服申立ができないとの判断は法感情に全くそぐわない〕、東京地判平14・4・22（最高裁判所民事判例集58巻5号1246頁）〔株式会社の所有者たる株主に対する、会社財務内容に関する情報開示の必要性〕、山口地判平19・3・22（税務訴訟資料257号順号10663）〔その株主も、会社の所有者ともいふべき支配株主の他、従業員株主などのような少数株主が存在〕、東京地判平19・6・14（判時1982号149頁）〔取締役の報酬（退職慰労金を含む。）の額の決定は、（略）会社の所有者（出資者たる株主）の意思を反映して決定するというのが、わが国の会社法制〕、東京地判平19・12・6（判タ1258号69頁）〔会社法120条1項は、（略）の趣旨は、取締役は、会社の所有者たる株主の信任に基づいてその運営にあたる執行機関〕、東京地判平25・5・30〔所有と経営の分離という株式会社の大原則からすると、会社の所有者である株主が経営の主体である取締役の職務に不当に干渉〕、東京地判平26・5・28（税務訴訟資料264号順号12479）〔会社の所有者ともいふべき株主から、従業員株主などのような少数株主まで様々である〕、奈良地判平26・7・17（労働判例1102号18頁）〔会社の所有者である株主が、その当時の経済状況や将来の見通し（略）などを総合的に勘案

事件]で、裁判所は新株予約権の発行等のプランの問題点を認定する際に、「取締役は会社の所有者である株主と信認関係にある」と判示したところ、「本質的に所有者である株主が会社経営を誰に委任するかは基本的に株主が決定すべき」と論じられた⁴⁰。裁判所は信認関係の存在を認めるにあたって、株主の所有者性を援用していると解することができる。

もともと、こうした所有を介して株式の性質を論じることに対して、異論がなかったわけではなかった。企業所有という概念に対して、古くから疑問が呈されていた。すなわち、「企業所有と経営との分離」とは本来経済学上の考察であって、**Trennung von Unternehmungsbesitz und Unternehmungsleitung**の訳語であり、そこにいう「企業所有」とは、法律的の「所有」を意味する言葉でない。従って、これより法律的の意味における株主の企業所有権を導きだすことはできない」と、法理論上の企業所有について批判があった⁴¹。さらに、「目に見えないが、生命・人格を有するものを“法的に”所有することはできない」から、「企業の所有とか所有者というものはありえない」と論じられた⁴²。「一個の株式自体が」「いわば擬人的に企業の所有主体であるかのように観察することは適切ではない」というのである⁴³。

また、株式に、会社企業についての直接的所有性を認めることは困難であると批判された。すなわち、株主とは「株式の所有者」ということまでであり、「会社の所有者」であるとするには大きな飛躍があるからである⁴⁴。さらに、「株主を会社企業の実質的所有者であるとするのではなく、従業員、会社債権者その他の利害関係の一人であるとして、白地のキャンパスに大企業の経営管理機構と経営の健全性と効率性を確保するスキームを構築することが理論的課題となる」と、社員権説に対して根本的問いかけがなされた⁴⁵。そして、「たとえば所有権なる一個単一の権利から、物の使用权、収益権、処分権の機能をように」、「一個単一の社員権から、議決権、利益配当請求権、残余財産分配請求権等の機能を生ずるとみる」⁴⁶のは、所有権と社員権との権利内容と機能の構成上の類似性を説明するものであるが、社員権と所有権との法的同一性の論証として十分であるかには疑問が残る。

むしろ、「株主の現実を直視するとき、極論すれば、われわれはまったく異なる2つのタイプの株主の存在を、しかも大量にそこに発見するであろう。それは、一方で所有者たる性質をまったく失ってしまった株主、すなわち投機や投資にのみその株主地位を利用している者と、他方で所有者地位を確実に有しているが、それはもはや「株主」としてではなく、名実ともに(実質的に無限責任すら負う)企業所有者としてである、というような株主である」

して判断する]、東京地判平26・9・26(金判1468号18頁)[株式会社は、(略)、会社の所有者である株主の利益を図ることを目的としている。取締役が、職務上の地位を利用して、会社の所有者である株主の共同利益を犠牲にすることによって]。

⁴⁰ 山田剛志「判批」野村修也他編別冊金融・商事判例『M&A判例の分析と展開』96頁。

⁴¹ 松田二郎『株式会社法の理論』(岩波書店,1962)175頁。

⁴² 宮島司『会社法概説〔第3版補正2版〕』(弘文堂,2015)187頁。その一方、宮島教授は、「企業所有者として株主を位置づけることを放棄してはならないとの説を引用されるので、あるいは、所有の目的に違いがあると考えられているのであろうか。

⁴³ 宮島・前掲注(42)109頁

⁴⁴ 山下友信編『会社法コンメンタール 3株式[1]』[上村達男](商事法務,2013)21頁。

⁴⁵ 森本・前掲注(20)6頁。

⁴⁶ 北沢成啓「株式性質論の展開」『株式会社法研究』(有斐閣,1976)118頁。

47といった株主の所有属性の違いに着目した興味深い指摘がなされた（もっとも、ここでの「所有者たる性質」や「所有者地位」の内容は必ずしも明らかではない）。

さらに、会社の社団性も組合性も、権利主体の組織的な集団関係の捉え方の違いにすぎない⁴⁸とすれば、会社の性質も一様ではなく、この相対的な濃淡（グラデーション）があることを認めざるを得ない。従って、株式の法的性質にも濃淡があり、単純に「単色で」想定することは必ずしも適当ではないかもしれない。こうした濃淡はまた、時々、社会的状況によっても影響を受けるものと考えられ、「地理的および時代的背景に色濃く拘束され、相対的なものでしかない」⁴⁹。つまり、株式（株主の地位）の法的性質は、一定の時代的、社会的背景を視野にいれ、現実と理念の乖離を生じさせないような理論構成を試みる必要があるように思われる。

同時に、出資の意義についての想定にも疑問がある。すなわち、自益権は所有権の収益権能の変形物で、議決権その他の共益権は支配権能の変形物とすることによって、「出資によって会社に移った所有とのつながり」が説明された⁵⁰。つまり、出資と所有との間には直接的関係（出資が株式の所有を超え、会社自体を所有する関係）があると措定されている。そして、「出資者たる株主が企業の実質的所有者である以上、所有の対象たる企業を支配するのは当然であるということになる」とされる⁵¹。ここでは、株式の受益権の側面に着目し、株主は受益権者を意味するに留まり、当然に企業の支配権を取得するかは疑問であろう。

株主は「会社の資本を出した出資者、すなわち会社の所有者」であると解するとき⁵²、株主を「会社企業の実質的オーナーとすることが現在の公開会社を前提になお維持されるべきかを検討課題とし、資金の出捐が所有を根拠づけ、所有が「支配」を正当化する理論構造を問題とすべきで、株主を実質的所有者とするのではない」との問題提起がなされた⁵³。

株式の所有権の目的として企業や共同企業、会社事業等が措定され、株式の間接的・抽象的・経済的・実質的所有権性、さらには、観念的な所有権性や所有者的性格を有する法律的地位が論じられた。しかしなお、様々な内容が表現されるものの、株式の所有権性については、必ずしも明確ではない。株式は、高度に発達した所有形態として構成されているといえるにしても、株式の法的性質における所有の意義について、十分に論じ尽くされてはいな

47 木内・前掲注(19)6頁。

48 宮島司『新会社法エッセンス 第4版補正版』（弘文堂、2015）5頁。

49 松井秀征『株主総会制度の基礎理論』（有斐閣、2010）407頁は、そのような歴史的状況を背景として、「所有の契機」、「契約の契機」、「政治的契機」の間の相対性を論じる。

50 龍田・前掲注(15)275頁。

51 前田重行「株主の企業支配と監督」竹内昭夫＝龍田節編『現代企業法講座 第3巻』（東京大学出版、1985）頁。

52 藤田友敬「企業形態と法」落合誠一他『岩波講座 7』（岩波書店、1998）は、「企業の「所有者」とは、企業の最終的支配権と残余財産請求権とを形式上与えられている者という意味で用い（40頁）、株式会社・有限会社は「所有者」は資金提供者に限定する「比較的はっきり枠をはめるタイプの企業形態」（42頁）と、形式性・人為性を示唆する。

なお、岸田雅雄『ゼミナール会社法入門 第6版』（日本経済新聞社、2006）52頁は、「会社の資本を出した出資者、すなわち、会社の所有者である株主」とし、同『ゼミナール会社法入門 第7版』（日本経済新聞社、2012）128頁は、「会社の所有者である資本家」とする。

53 森本・前掲注(20)6頁。

いように思われる。

2) 検討の方法

本論文は、上記の問題意識に基づいて、株式の法的性質における所有権の内容、ないし所有と構成されることの意義について検討する。まず英米法の判例の中に現れた事例を検討するとともに、理論・実証の両面から株式概念の展開の検討を試み、株式の法的性質の特徴を明らかにする。ついで、日本の企業行動の事例を分析し、そこから示唆される株式の所有関係の変容について論じる。わが国の平成17年会社法が、アメリカの影響を受け、「もっともアメリカ化を進めた立法」と評価されていることから、日本の現在の企業行動による株式の法的性質への影響を検討するにあたって、アメリカ会社法の判例に注目した⁵⁴⁵⁵。

3) 本論文の構成

本論文は、3編の構成である。第1編では、イギリス会社法における株式の法的性質を論じ、第2編ではアメリカ会社法における株式の法的性質を論じ、そして、第3編では、日本の企業行動が株式の法的性質の形成・変容を示唆する具体的場面について論じた。

第1編では、イギリスにおいて、株式は、株主の会社についての割合的経済的持分と資本拠出義務を意味し、会社についての株主の権利の物差(measure)であり、無体動産という人的財産権(property)だと説明されるが、その意味は必ずしも自明ではないことから、イギリス会社法において、ジョイント・ストック・カンパニーにおける株式を中心に、株式の法的性質がどのように論じられてきたかを概観し、株式市場の発展が株式の法的性質へ与えた影響および、ジョン・ロックの Property 概念が株式の法的性質の議論に与えた影響について考察した。

株式の法的性質を論じるときに、単独又は集合的に所有する株主の諸権利の目的が会社資産の持分(shares)なのか、あるいは、株主が結合して経営する会社事業(undertaking)の持分なのかといったことが、株式会社制度の沿革上の重要な論点であった。「株主(shareholders)は、法の視点からは、事業の part owners ではない。1948年の判例⁵⁶では、「事業(undertakings)は、株式所有(shareholdings)の総体とは異なるものである」とされ、株主を part owner とすることの法的意義は、株主が経済的利益の部分的な受益者であることにあり、全株式の所有が事業の所有を直ちには意味しないことが明らかにされた。イギリス会社法における株式の法的性質の解明へ接近するため、「株主は会社事業の part owner である」とする場合の part owner の法的意味を、船舶共有を手がかりに学説・判例を検討した。

第2編では、アメリカにおいて論じられる株式の法的性質について、判例の分析を通して、その代表的概念を概観した。具体的にはプロパティ概念、および株式の法的性質の代表的概念である無体動産概念についての議論を整理した。株式の法的性質から生じる具体的法的問

⁵⁴ 北沢・前掲注(46)133頁。

⁵⁵ 岩原・前掲注(37)6頁、玉井利幸「会社立法の日米比較(1)」商学討究 58巻1号(2007)59頁。

⁵⁶ Short v. Treasury Commissioners 1 K.B. 116 (1948).

題の検討を手がかりに、譲渡可能性こそが、固有権性ととも、現代の株式の法的性質の根幹に存在すること、及び、実際の企業行動が、従来の株式の本質論の再検討を迫る現代的課題を提示していることの指摘を試みた。

第3編では、日本の企業行動の中で株式の法的性質の変容を示す具体的事例を論じた。まず、京都織物会社の設立事例をてがかりに、明治23年商法前の明治中期の株式会社の募集設立における公募の実質についての検討を試みた。そして、公募が便利な調達手段であったという経済効率性だけから選択されたのではなく、一定の社会的使命をはたすことが期待されていたことを論じた。すなわち、所有と経営の分離は不完全でありながら、公募によって支配株主の専横に対する牽制が期待されていたのであり、公募自体が会社法理の本質的理解に関係し、株式の法的性質における社会性の認識とそのことについての社会的理解が会社法制定前にすでに形成されていたことを論じた。そして、いわゆるAA型種類株式の複合的種類株式としての特徴的内容を整理し、その具体的問題を検討した。このAA型種類株式が種類株式の法的性質についての本質的問題をかえって混乱させたこと等を論じ、株式の法的性質を考えるにあたっての示唆を指摘した。さらに、株式買取請求権制度における、「非流動性ディスカウント」の法的問題を指摘した。株式買取請求権制度は、会社の経営に参与する意思を有している株主が会社の基本構造の変更反対し、会社関係から離脱せざるを得ない場合に、その反対株主への補償がもっぱら経済的利益の補償であり、しかも「非流動性」という外的経済的評価によって決定されることの法的評価に問題があることを論じた。

第1編 イギリス会社法における株式の法的性質

第1章 株式会社および株式の性質

はじめに

イギリスにおいて、株式は、第1に、会社資本の一部であり、株主の会社についての割合的経済的持分と株主の資本拋出義務を意味し、第2に、株主の会社についての権利の物差であり、社員権・議決権の基礎となり、第3に、無体動産という人的財産(personal property)だと説明される。

株式の法的性質についての包括的な定義は存在しないとされる⁵⁷が、株式の法的性質として最も広く引用される⁵⁸代表的判例は、次のように判示する。

a. *Borland's Trustee v. Steel Bros & Co.* 1 Ch. 279 (1901)

1980年創立の私会社において、定款の強制譲渡規定は不当な制限であり株式に人的財産性を認める法的性質観に相違し無効であること等を理由に、破産管財人が会社に対して、破産者の保有する株式に対する強制譲渡手続きの差止を求め訴訟を提起した。破産者は、会社創立時、4000株のうち200株を所有していた。1897年の定款変更によって資本構成が変更された結果、破産者が保有する当初の株式200株は、160株の優先株および80株の普通株へ転換された。変更後の定款58条は、「普通株が、(在外の事業運営者である) manager、又は assistant でない者によって保有されているとき、取締役会は、その者に、保有する株式の全部又は一部の譲渡を強制することができる」等を規定していた。1900年2月、破産決定が下され、破産管財人が選任された。破産者は優先株の全てを手放していたが73株の普通株をなお保有していた。破産者は、managerでも assistantでもなかった。翌3月、強制譲渡についての通知が発せられた。仲裁手続を経て、同年11月、高等法院大法官府部は、定款の制限条項は無効ではないとする旨の判決を下した。

Farwell判事は、「株式は、第1に、(筆者補注：会社清算時の分配等の)負担責任とし

⁵⁷ L.S. SEALY, *CASES AND MATERIALS IN COMPANY* (7th ed. 2001), at 442; SEALY & WORTHINGTON'S *CASES AND MATERIALS IN COMPANY LAW* (10th ed. 2013), at 493, 556; EILIS FERRAN, *COMPANY LAW AND CORPORATE FINANCE* (1999), at 315.; 竹田壽紀「イギリス会社法における株式の本質」法政論叢 26 卷(1990)138 頁; イギリス会社法研究会「<新版>英法系諸国の会社法 [12]」 [菊田秀雄] 際商 43 卷 7 号(2015)991 頁。

なお、小町谷操三『イギリス会社法概説』(有斐閣、1978)113 頁は、「イギリスで株主権について、かように見解が別れているのは、社員権という概念がないためであろう」、「株主権を所有権的利益であると断定しても、それだけでは、説明ができない種々の場合が生じる」とされる。一方、武市春男『イギリス会社法』(国元書房、1970)246 頁は、「社員権は、有限責任の株式所有の会社においては株主権に他ならず」、「会社に対する包括的な権利義務をいう」とされ、社員権概念から説明される。

⁵⁸ PAUL DAVIES=SARAH WORTHINGTON, *GOWER & DAVIES PRINCIPLES OF MODERN COMPANY LAW* (9th ed. 2012), at 861.

て、第2に、(筆者補注：配当等分配受領の)権利として、金銭の額に換算される、株主の会社についての持分であると同時に、全ての株主間に形成された一連の相互誓約関係であり、「定款の規定は、破産者その他の株主との間の契約以外のなにもものでもない。破産者は、設立時株主の一人であり、破産者および破産管財人はこの契約に拘束される」と判示した。さらに、「基本定款に含まれる契約は、株式の原初的性質の一つである」こと、および、株式の法的根拠が基本定款に存する契約関係にあることを指摘した上で、株式の法的性質について、「株式は、金銭の合計額ではなく、金銭の合計額で測定されるところの持分であり、契約に含まれる諸権利から構成される」と判示した。

判決は、株主権の契約的性質を強調し、同時に、会社財産についてではなく会社自体についての *proprietary* としての権利であることを明らかにした⁵⁹。株式という *interest* とは、絶対的なものではなく、株主の合意によって制限でき、また、*interest* は、ある金額を要求できる権利を含み、株主は収益の稼得を目的として金銭を出捐する投資家であることを明確にしている⁶⁰。

また、株主は、会社財産について何らの法的権利も有さないことを、より明確にしたものとして次の判例がある。

b. *Macaura v. Northern Assurance Co. A.C. 619(1925)*

売主（買主会社の大口債権者、本売買契約によって買主会社の全株式を保有する株主となった）が、買主会社と全ての保有材木を売却する売買契約を締結した後、目的の材木の大半が火災で毀損した。当該の材木について火災保険契約を有していた売主が、保険金による補償を求めて保険会社に対して訴訟を提起したところ、株主・債権者が会社の資産について被保険利益を有するかどうか争われた。保険契約の条項に従い選任された仲裁人は、保険契約の目的となった材木について、買主会社の株主である売主は何らの被保険利益も有さない等とする仲裁裁定を下した。高等法院の合議法廷も北アイルランド控訴裁判所も、裁定を支持した。そこで、売主は、裁定は不当であるとして上訴し、貴族院は、上訴を棄却する旨の判決を下した。

Buckmaster 卿は、「株主は、会社所有の財産に何等の権利も有さない。なぜなら、コモン・ロー上も衡平法上も権利を有さないからである。株主は、会社事業が継続している場合は会社の利益の一部分に権利を有し、会社清算の場合は超過資産の一部分に権利を有する」と判示した。*Sumner* 卿は、株主は会社自体に経済的権利を有するのであって、会社財産に直接的権利をもつことはなく、材木に被保険利益を有さないことは明らかであるから、「材木は、上訴人ではなく、会社に帰属する。上訴人は、優先弁済権も担保権も持たない。材木は上訴人の許可の下、上訴人の土地に置かれていたにも関わらず、上訴人は材木の安全についてその所有者としての責任を負っておらず、上訴人が材木を保有することを可能にする何らの契約もない」と認定し、「上訴人は、会社のほとんど全部

⁵⁹ *Id.*

⁶⁰ *FERRAN, supra note 57, at 315; 竹田・前掲注(57)138頁。*

の株式を保有し、会社は上訴人に多額の金銭の弁済義務を負っているが、株主としても、債権者としても、上訴人が会社の資産に保険を付保することはできない」と判示した。「上訴人は、材木と何等のコモン・ロー上も衡平法上も関係がなく、保険目的物と何等の関係もない。上訴人が関係するのは会社であって、商品ではない。上訴人は、火災による会社財産の滅失により損害を被ったのであり、火災によって損害を被ったのではない」と述べた。Wrenbury 卿も、「会社の社員は、たとえ一人で全株式を保有しているとしても、会社自体ではなく、また、株主も会社債権者も会社の財産について、コモン・ロー上も衡平法上も権利をもたない」と判示した。

この2つの判例は、株主権の法的根拠と機能に言及するが、株式の法的性質を包括的に論じてはいない。イギリス会社法は、社員の株式その他の持分(The shares and other interest of a member in a company)の動産性と譲渡可能性といった株式の法的性質を明定する(会社法 541 条、544 条)。この規定は、イギリスにおいては chose in action、又は intangibles であることを意味すると解されている⁶¹。株式は、株主が各株を単位とした会社との関係において持っている、一連の権利と義務(株主権)を表すものとされるが、その説明は多岐にわたり必ずしも明確ではない。つまり、会社法の明文規定によっても、株式の法的性質を明らかにし尽くしてはいない。アメリカ会社法は、一般的にイギリス会社法の土台(法概念や法制度)を継受したが、株式の法的性質についての議論での両者の異同も、必ずしも十分に論じられてきていないように思われる。

そこで、本章では、イギリス会社法における株式の法的性質について、現代の株式会社における株式の基礎が形成されていったジョイント・ストック・カンパニーにおける株式を中心に、株式の法的性質がどのように論じられてきたかを概観し、株式市場の発展が株式の法的性質へ与えた影響を考察し、最後に、ジョン・ロックの property 概念が、重要な政治的・社会的背景として、株主の経営参画の側面における株式の法的性質の議論に与えた影響について考察する。

第1節 ジョイント・ストック・カンパニー

カンパニーと一般的に称される最初のイギリスの組織形式は、商人の外国貿易に用いられたものであった⁶²。国王の勅許によって特権を与えられた組織が 14 世紀の初めに存在し、16

⁶¹ PALMER'S COMPANY LAW ANNOTATED GUIDE TO THE COMPANIES ACT 2006 (David A. Bennett et al. eds. 2009), at 515; PALMER'S COMPANY LAW (Clive M. Schmitthoff et al. eds. 24th ed. 1987)は、たとえば、株式(a share)を a proprietary relationship の表現(the expression)であるとする。この a proprietary relationship とは、株主が会社の割分的所有者(the proportionate owner)であるが、会社資産は、株主とは別の独立した法主体である会社に帰属し、株主はこの会社資産を所有しない関係である(522 頁)。又、株式会社の場合、member は会社の株式を有する者であり、株式保有を介してのみ会社と membership (の関係)、すなわち proprietary relationship が存在する。そのため、member と株主とは同意語であると解されるとする(ただし、例外的に、無記名株式(share warrant)の所有者は shareholder だが、member として登録されていない場合は、member ではない)(791 頁)。

⁶² PAUL DAVIES, GOWER'S THE PRINCIPLES OF MODERN COMPANY LAW (6th ed. 1997), at 20.

世紀に普遍的になった。初期の形式は、国内のギルドを外国貿易に拡大適用した制規会社 (regulated company、成員が自治法に服し、自己の資本と計算において各自の取引をする法人格のある商人団体⁶³)であった。法人設立は決定的な要素ではなかった。なぜなら、団体の規則に従うものの、自分の資本と計算で取引を行っており、個々の構成員が負担する貿易上の債務は、会社や他の構成員から峻別されていたからである。それにもかかわらず、専ら、会社の構成員のための貿易独占と会社自身のための管理権限を獲得する必要から、勅許が取得された。その後、制規会社は、貿易上の保護を与えられた団体から共同商業企業にその性格が代わっていくと同時に、いわゆるパートナーシップ原理が侵食していった。すなわち、当初は、構成員の自己の資本と計算によって、後には、それらに代え、共同計算(joint account)及び共同資本(joint stock)によって貿易が行われるようになっていった。ジョイント・ストック・カンパニーは、海事パートナーシップのような古い商事パートナーシップの要素を借用して始まり、法人概念と結びつくことで、のちの株式会社の形成へとつながっていった⁶⁴。

この過程は、イギリス東インド会社の発展に見ることができる。当初、構成員が個々に私的取引を行うことは自由であった。1653年に永続共同資本が設けられ、1692年までには、私的貿易は禁止されることになった。イギリス東インド会社の設立規約は、特定の貿易管理のために政府によって設立された制規会社と、構成員の営利目的の貿易のために設計されたより現代的な会社形式との妥協の産物であった(ここでの stock は、在庫品、手持ち商品(stock-in-trade)という意味での資本であった)⁶⁵。そして、ジョイント・ストック・カンパニーは、法人格のない無登録タイプから、Royal Charterに基づく法人タイプ、議会の特別法に基づく法人タイプ、開封勅許状(Letters Patent)で付与された特権に基づく登録タイプ、ないしは、会社法上の登録に基づく法人タイプへと発展していった⁶⁶。

第2節 コーポレーション

個人からなる団体を、財産権の固有な保有者として観念することによって、この団体に共通して帰属する権利を捉えることが可能になる。コモン・ローはこのような団体を、コーポレーションと称した。この用語の使用は15世紀の初めに遡ることができる⁶⁷。しかし、17世紀より19世紀初頭までの間、独立の法的主体であるコーポレーションは、法的に分離された単一の団体に個人が構成員として集合したものであって、法的観点からは未だ充分には実質化されておらず、それがため一般的には複数形の「theys」で表示されていた⁶⁸。

法人を認める基準は歴史的に変遷してきた。法人の種類・性質に応じて、特許主義、許可

⁶³ 八木弘「英国会社法発展史序説」論叢 35 卷 2 号(1936)360 頁、大隅・前掲注(18)25 頁他。なお、星川長七『英国会社法序説』(勁草書房、1960) 55 頁は制規組合とする。

⁶⁴ ロン・ハリス、川分圭子訳『近代イギリスと会社法の発展』(南窓社、2013) 146 頁。

⁶⁵ *Id.*

⁶⁶ GEOFFREY POITRAS, EQUITY CAPITAL (2016), at 135.

⁶⁷ ERNST FREUND, THE LEGAL NATURE OF CORPORATIONS (Batoche Books 2000)(1897), at 7.

⁶⁸ Paddy Ireland, *Capitalism without the capitalist: The joint stock company and the emergence of the modern doctrine of separate corporate personality*, The Journal of Legal History Vol.17 (1996), at 67.

主義、認可主義、認証主義、準則主義、自由設立主義、強制主義、当然設立主義に区別される⁶⁹。法人設立は、団体に法人格を付与し、法的主体者として扱うことによって、取引社会と団体をめぐる法律関係を処理しようという法的技術の問題であるが、法人格付与と団体形成が不可分に結びついていたイギリスの絶対王制のもとでは、王による特許の付与が必要であり、団体の独占的利益や特権の享有という弊害が生じていた⁷⁰。団体構成員の地位は、法人格の付与が特権の付与を意味する特許主義においては、特許の定めによって規定され、自治法(by-law)又は決議等の会社の内部組織に関する一般規定に委ねられている場合は、その自治法や決議等の定めによって規定され、準則主義においては、団体の性質、種類だけではなく、国家の政策によっても規定された。

コーポレーションを定義することは、極めて難しい⁷¹。コーポレーションについておそらく世界で最初に英語で著された論文において、Kyd は、コーポレーションは、固有名称の下に、一体に結合した多くの個人の集合であり、人為的態様での継続的継承があり、法の政策によって授権された、一つの独立した主体（個人）として、行為能力をもち、特に、財産を取得し、譲渡し、債権債務についての契約を締結し、訴えをなし、訴えを受け、共同の特許を受け、又は免責を享受し、それらを、設立時、又は存続中に、制度設計された権限、又は授権された権限に従い、拡張可能な各種の政策的権限を行使する権能を有するものであったと定義した⁷²。営利目的の団体の場合の最も明確な定義とされる Lindley 卿の定義は、コーポレーションを「金銭もしくは金銭的価値のあるものを出資し、それを商行為もしくは営利行為のために用いる多数の人々が組織する1つの団体であって、そして、その団体を組織する人々は、その出資をもって企業を経営し、それより生ずる利益を、また、場合によっては損失を分担する」とした⁷³。この定義は、多数の個人からなる団体であるという基本的性格を維持しつつ、出資者が企業経営を担い、利益又は損失を引受けることを明らかにしている。しかし、社員の法的地位が出資によって会社の構成員となったこと以外に、どのように評価されるかは明らかではなかった。

Blackstone は、①永久継続性、②団体として訴え・訴えられ、抗弁をなし・抗弁を受け、③土地を取得・保有し、④共通印章を有し、および、⑤自治法(by-laws)を制定しうる権利の、5つのコーポレーションの属性を説いた⁷⁴。しかし、この指摘は、コーポレーションの本質的特色を示すものではなく、「結局、legal entity, legal personality であるという以外に、これを定義づけることができない」と評された⁷⁵。ここでも、社員の団体に対する地位やその法的性質については明らかではなかった。

その一方、ジョイント・ストック・カンパニーの場合、設立によって株主がその構成員として保有していたプリンシパルの地位は変更され、株主はコーポレーションに対する地位を

⁶⁹ 森泉章『新・法人法入門』（有斐閣、2004）36-40頁。

⁷⁰ 森泉章『団体法の諸問題』（一粒社、1971）8頁。

⁷¹ 蓮井良憲「米国法におけるいわゆる「コオポレイション」の概念（一）」香川大学経済論叢 26巻4号(1954)36頁。

⁷² STEWART KYD, A TREATISE ON THE LAW OF CORPORATIONS (Vol.1, 1793), at 13.

⁷³ 武市・前掲注(2)9-10頁。

⁷⁴ 蓮井・前掲注(71)38頁。

⁷⁵ 蓮井良憲「米国法におけるいわゆる「コオポレイション」の概念（二）」香川大学経済論叢 27巻1号(1954)124頁。

喪失すると Robert Flannigan は論じる⁷⁶。つまり、株主は、会社事業について、共同所有者（プリンシパル）でなくなると、引き続き株式を私的財産として所有するが、会社の事業や財産をもはや所有することはない⁷⁷。残された shareholder のラベルの下で、株主は、新たな法定の地位を得て、その地位には、残余請求ベースで利益を受領する契約上の権利が含まれるというのである。取締役の選・解任権とともに、株主間の相互誓約関係を前提とした、このエクイティへ参加する地位こそが、株主が「真の所有者」としてその地位を享受すべきことを示しているとする論者⁷⁸に対し、Flannigan は、「真の所有者」としてその地位を認めることは、会社の法人としての地位を直接否定するものであると否定的である⁷⁹。確かに、株主を「真の所有者」とする比喩的表現は法的厳密性に欠け、法人の地位を厳密に考えると、Flannigan の言うように、株主が事業の所有者となることがデフォルトになることはないと考えらるべきであろう。

第3節 株式の法的性質

イギリス法において、株式の法的性質については、自由譲渡性、財産性（不動産か動産か）、諸権利は法人に対するものか法人資産に対するものか、ないし、コモン・ロー上の権利か衡平法上の権利か、衡平法上の権利は会社の残余財産についてか、個々の財産についてかといった問題が繰り返し議論された⁸⁰。

株式資本のコモン・ロー上の所有権は会社に帰属するため、株主によって拠出された資本は会社の所有に帰属し、株主は残余財産に対する衡平法上の権利のみであるとの考えが支配的であった。この衡平法上の権利の他に、管理信託、人的財産、ないし無体動産等の説が唱えられたが、いずれも抽象的でその本質的内容を十分に究明するにはいたらなかった⁸¹。通常のパートナーシップでは認められなかった株式の譲渡性は、特許が明示的に付与する場合を除いて、その合法性についての疑念は拭えるものではなかった⁸²。なぜなら、コモン・ロー上、無体動産は譲渡可能ではなかったからであるが、もっとも、株式が無体動産であることは十分に認識されてはいなかった。例えば、New River Company は、1606年に設立法が制定され、1619年に勅許取得後、関連制定法が1902年 Metropolitan Water Act として統合されたのだが、その株式の法的性質は、20世紀にいたるまで不動産とされていた⁸³⁸⁴。すなわち、裁判所は、不動産の権利は株主に属し、会社は水道供給業の管理者でしかないと解し、株式は、不動産の持分であり、従って、不動産譲渡証書によって譲渡可能であるか、又は不動産の遺贈のための正規の手続を踏んだ遺言によって遺贈可能でなければならず、そう

⁷⁶ Robert Flannigan, *Shareholder Fiduciary Accountability*, *Journal of Business Law*, Issue 1 (2014), at 5, 10.

⁷⁷ *Id.*, at 10.

⁷⁸ *Id.*

⁷⁹ *Id.*

⁸⁰ ハリス・前掲注(64)145頁。

⁸¹ 竹田・前掲注(57)144頁注(3)。

⁸² DAVIES, *supra* note 62, at 21.

⁸³ *Id.* at 21 & its note 10.

⁸⁴ 星川・前掲注(63)218頁註 25。

した手続の履践によって、本人の死亡時には、被相続人の代理者（遺言執行人、遺産管理者）に所有権は移転せず、その相続人によって相続されるとした⁸⁵。つまり、会社は不動産を所有し、株主はその不動産の一部を「所有」するが、会社は事業を管理し、株主は、その事業についての権利を人的財産として所有すると考えられた。事業がより重要視されていく中で、不動産の所有関係以上に事業管理の重要性を認める流れが定着した。不動産と事業の対応関係は、19世紀の半ばまで判例の中には現れなかったが、会計上は、資産と負債の対応関係として既に18世紀に認識されていた。会社清算時に、株主は、会社の全体資産の一部についての権利を有することは明らかであるものの、不動産を不動産として所有する以外に、他の資産を人的財産として所有しているとするのは、事業が負債を上回る超過を生み出すものであると理解されていたからである⁸⁶。もっとも、会社が、不動産をもつ場合でも、事業資産として運営管理するようになると、会社財産に対する権利の性格に変化が生じ、株式の法的性質は人的財産と考えられるようになった⁸⁷。

しかし、株式は依然、それ自体として財産権の地位を欠いており、会社財産についての衡平法上の権利とされつつも、その法的性質は会社財産の法的性質に従い、株式は不動産であり、又は動産であった。18世紀を通して、株式の法的性質についての判例は数少なく、曖昧で、互いに矛盾していた。前述の *New River Company* の例のように、水運業、水道業等の土地が重要な法人において、株式は不動産とされることもあった⁸⁸。結局、株式の法的性質は、「1820年代まで、法廷では直接的な問題としても抽象的概念としても検討されなかった」⁸⁹。

もっとも、17世紀より19世紀初めを通して、ジョイント・ストック・カンパニーの株主を会社財産の衡平法上の所有者と見なし、株式を、法人格の有無に関わらず、会社財産についての衡平法上の権利とする有力説があった⁹⁰。会社財産のコモン・ロー上の権利が信託され、いわば拡大されたパートナーシップと観念された⁹¹。株主は信託受益者と考えられたのであるが、この衡平法上の権利の正確な法的性質は必ずしも明らかではない。株主は、個別財産上に権利を主張できず、また、取締役による個別財産の処分の差止を請求できなかった⁹²。受託者の財産権と受益者の衡平法上の財産権は、いわば限定された権利として重畳かつ並列的に存在するとされた⁹³。当初、裁判所も、会社がその株主のために財産を信託として保有した結果、株式はその財産の衡平法上の権利を体現していると考えられる傾向にあった。すなわち、株主の会社に対する債務のため、会社には株式についての先取特権が付与されると論じた1723年の事案において、裁判所は、「全ての stock の法的利益は、その株主にとって

⁸⁵ C.A. COOKE, CORPORATION TRUST AND COMPANY, AN ESSAY IN LEGAL HISTORY (1950), at 70.

⁸⁶ *Id.*, at 71.

⁸⁷ 本間輝雄『英米会社法の基礎理論』（有斐閣、1986）126頁。

⁸⁸ *Townsend v. Ash*, 3 Atk. 336 (1745); *Buckeridge v. Ingram*, 2 Ves. Jun. 652 (1795); *House v. Chapman*, 4 Ves. Jun. 542 (1799).

⁸⁹ ハリス・前掲注(64)145頁。

⁹⁰ Ireland, *supra* note 68, at 49.

⁹¹ DAVIES, *supra* note 62, at 299; DAVIES=WORTHINGTON, *supra* note 58, at 859.

⁹² *Id.*

⁹³ 海原文雄『英米法信託』（有信堂高文社、1998）122－123頁。

の受託者となる会社に帰属する」と判示していた⁹⁴。この考え方は、会社は実質的に株主の共有財産であるとする現代の考え方と異なるものであった⁹⁶。古い観念では、会社の財産所有権を認め、株主のコモン・ロー上の法的所有権を認めることができないので、衡平法上の信託理論によって株主を衡平法上の受益者であるとすることによって、会社財産に対する株主の権利を認めることができる信託の衡平概念がより重要であった。この古い観念は、イギリス法上、いまだ団体法理が存在せず、会社の法律関係が個人法理で律されていたことを示す⁹⁷。会社は一般に信託保有をなさないとする当時の判例理論の理由は、会社がさらにその構成員以外の受益者のための信託関係に入ることを許すと、法律関係は著しく複雑になるからであった⁹⁸。

しかし、衡平法上の持分が、より広く使われる財産の保有形態へと発展し（近時には、1925年の不動産法の改正で、物的財産権と衡平法上の財産権が融合した）、会社は株主のための信託だとする説は後退し、実務的にも早い時点で、一般論としても、会社は信託を構成し得ないとされるようになり、18世紀末までにこの説は衰退した⁹⁹。衡平法上の信託構成では、信託証書によって株主の受益者としての地位が恒久的に決定されるため、株式の自由譲渡性が阻害されるといった側面もあったからである。

19世紀初頭より、株主はコモン・ロー上も衡平法上も会社財産の所有者ではないとする判決が繰り返し下された。外国人株主の存在する会社について、その保有船を英国籍に登録することを通関担当官が拒否したことの正当性が争われた1846年の事案において、株主が会社財産の増減による利益や損失を被ることは疑いようがないが、個々の株主は、法的な意味で会社財産の所有者とはならず、仮に会社はその財産を信託として保有している場合でも、それは会社定款に基づく財産の単なる管理信託であり、株主の権利は信託受益権に限られると判示された¹⁰⁰。さらに、不動産はMortmain（死手）譲渡の対象となることから紛争になった。すなわち、1835の事案では、遺贈された東インド会社の株式は不動産の持分であって、従って、Mortmainになると主張された。それに対して、不動産は会社の財産の僅かな部分しか占めず、また株式は議会の法律によって人的財産と宣言されていた¹⁰¹と抗弁された。これに対し、Pepys卿は、当初会社は貿易の便宜のためにだけ土地を保有し、そして、その貿易の利益から配当(dividends)が支払われなければならないとの理解の下で、「配当を受領する資格のある者は、会社が保有する土地の不動産権(real estate)を保有する」と判示した。その意味は、株式が本来、配当受領権であり、会社財産についての権利ではないということ

⁹⁴ Child v. Hudson's Bay Co., 2. P. Wms. 207(1723).

⁹⁵ 本間・前掲注(87)126頁。

⁹⁶ COOKE, *supra* note 85, at 69.

⁹⁷ 本間・前掲注(87)127頁。

⁹⁸ 本間・前掲注(87)127頁。COOKE, *supra* note 85, at 70.

⁹⁹ COOKE, *supra* note 85, at 70.

¹⁰⁰ Reg. v. Arnaud, 9 Q.B. 806, 818 (1846).

¹⁰¹ 当時、船渠(dock)や運河(canal)の会社では、それぞれの設立法に、「会社のジョイント・ストックの全て(all and every)の部分(part and shares)は、人的財産(personal estate)であり、そう見做され、移転(相続)可能(transmissible)かつ分配可能(distributable)である、そして、株式(stock)およびその部分(shares)は、いかなる意味においても、物的財産(real property)の性質を有さない」との趣旨を定めていた。Walker v. Milne S.C. 18 L. J. Ch. 288(1849), at 914.

あった¹⁰²。この東インド会社の株式の慈善目的の遺贈は、会社がその貿易のために国内に倉庫等を持っていたとしても死手法(Mortmain Act)に服さないとする Pepys 卿の判決以降、単にその貿易の正当な目的のために土地は保有する貿易会社の株式は、同法には服さないと同様に考えられた¹⁰³。

かくして、株式の法的性質は、会社財産の性質に従って決定されるとする見解は放棄され、衡平法上の受益権とする見解もその適用範囲が縮減していった。会社の株式は、会社財産についての直接的な権利を構成せず、むしろ、明確に区分され独立した動産の一形式であると考えられるようになった。1860年初めまでには、ジョイント・ストック・カンパニーの株式のこのような再概念化は概ね完了し、会社財産と株式とは峻別された。さらに、現在では、株式それ自体が財産形態の一つとなった¹⁰⁴。

第4節 無体動産としての株式の性質

株式は、無体動産(chose in action)であるとされる¹⁰⁵。元来財産は、その自然的性質の差異に基づいて、動産と不動産に分けられるが、イギリス法は、古くから財産を物的財産と人的財産とに区分していた。人的財産は、物的動産(chattels real)と純粹動産(chattels personal)に分かたれる。その純粹動産は、さらに無体動産と有体動産(chose in possession)とに分かたれていた¹⁰⁶。物的財産と人的財産の区別は、事実上、不動産と動産の区別に合致しているものの、その区別は、専ら物的訴訟(real action)が認められるか否かに由来していた¹⁰⁷。すなわち、その財産権が、物自体に対して強行することができ特定物の回復を請求する物的訴訟の目的となるかどうか、又は、人に対して強行することができ金銭賠償を請求する人的訴訟の目的となるかについての区別であった。これは、コモン・ロー上、すでに13世紀の頃から、物的訴訟を提起しうるのは、不動産物権中の一部である土地の自由保有権に限られ、動産はもとより自由保有権以外の物権については物的訴訟を提起することが許されないとの法理が確立していたからである。訴訟形式の分類が財産権そのものの分類に転用されたので、人的財産と物的財産の区別は、動産と不動産との区別とは同一ではないと解されていた¹⁰⁸。ここに、イギリスの法制が実体法的な考え方からではなく、専ら訴訟形式から発達したものであることが現れている¹⁰⁹。

もともと、1925年の不動産法の大改正により、物的財産と人的財産の区別の重要性は減じた¹¹⁰。株式の法的性質をより具体化するために、無体動産概念が打ち出された。無体動

¹⁰² Ireland, *supra* note 68, at 51.

¹⁰³ Walker v. Milne 50 E.R.913(1849).

¹⁰⁴ Ireland, *supra* note 68, at 61.

¹⁰⁵ DAVIES, *supra* note 62, at 300.

¹⁰⁶ 岩崎一生『英国動産売買法』(海事研究所、1961) 219頁。

¹⁰⁷ 有泉亨「英国動産法に於ける占有と所有」『不法行為理論の操作的構成』(勁草書房、1957) 62頁〔初出、法学協会雑誌 58巻2・3号(1904)〕。

¹⁰⁸ 武市・前掲注(2)219頁。

¹⁰⁹ 有泉・前掲注(107)106頁およびその注(一)。

¹¹⁰ 田中和夫『英米私法概論』(寧樂書房、1949) 111頁。

¹¹¹ 人的財産と物的財産の旧法上の違いについては、高柳賢三＝末延三次『英米法辞典』(有斐閣、1961) 355頁参照。

産概念は、株式を土地に関する財産から区別し、それをさらに有体動産から区別するところに意義があった¹¹²。すなわち、無体動産は、所有者が占有せず、占有のために訴訟を提起する権利であり¹¹³、「訴訟により動産、又は金銭を回復する権利」、「その権利の目的物たる動産そのもの」、又は「権利と物品とを併せ称する」ものである¹¹⁴。株式の法的性質が争われた多くの訴訟は、株式の相続適格性に関するものである。イギリス法が株式を動産とするのは、古くから、株式が、金銭に引き直した財産から負債を控除した残余（エクイティ）とされていたからである。たとえ財産が不動産により構成されていても、社員間で動産とすることを排除する特段の契約がない限り、その財産は社員の相続人に対して動産となると解されていた。イギリス法においては、不動産が長子相続（ないし限嗣相続）の対象に帰するため、株式が動産であるか不動産であるかの違いは、相続人に対して重大な利害関係があったのであろう¹¹⁵。また、コモン・ローにおける妻の財産法上の地位とも関係していた。すなわち、妻は、夫の生存中には夫から与えられた動産を処分することができない一方、夫が死亡した際には、これらの動産は妻に帰属することになった。そのため、無体動産の場合、夫が婚姻中にそれを回復せずに死亡すれば、妻はこれに対して絶対的に権利が与えられた。それは、株式が移転されることと金銭が支払われることの間には大きな差異があり、この株式に対する権利は、普通、買戻しに服する永続的年金を受け取る権利以外のなものでもないと考えられたからであろうとされる¹¹⁶。この株式の権利継承性と人的財産性は、その後の英国会社法に継承され、実定法上の規定として定められた。

18世紀初めには、コモン・ロー上の無体動産と認識されるものの、衡平法上の譲渡の有効性が承認されるようになった。また、ジョイント・ストック・カンパニーの法人性が十分に認識されるようになると、法人形態の利益として、本来、コモン・ロー上譲渡しえない会社の持分（株式）の譲渡性が明確になった¹¹⁷。また、会社財産は会社自身に帰属し、株主の会社財産に対する直接的権利がなくなった結果、株式は、無体動産と解されることも、より明確になった¹¹⁸¹¹⁹。18世紀末から19世紀になると、stockやshares in companiesは、無体動産に含まれるとする判決(Dundas v. Dutens, Ves. Junior 196(1790))や譲渡証書によってのみ譲渡可能な法人のsharesは、1883年破産法上の無体動産であるとする判決(Colonial Bank v. Whinney, 11 App. Cas. 426, 439(1886))が現れた。

衡平法とコモン・ローが衝突した場合に衡平法が優先することに関して、1873年最高法院法(The Supreme Court of Judicature Acts)25条b項における「その他の法的無体動産(other legal chose in action)」の解釈が問題となった事案では、無体動産の意義が明確にさ

¹¹² 竹田・前掲注(57)144頁注(3)、145頁注(4)。

¹¹³ 竹田・前掲注(57)144頁注(3)。

¹¹⁴ 1893年英国動産売買法について、穂積重威『英国動産売買法』（三省堂、1934）参照。

¹¹⁵ 山田喜之助訳『麟氏英国会社法』（東洋館書店、1885）162頁参照。

¹¹⁶ 浅見公子「イギリスにおける妻の財産法上の地位（一）」北大法学論集12巻3号（1962）463頁。

¹¹⁷ 星川・前掲注(63)211-212頁。

¹¹⁸ PALMER'S COMPANY LAW ANNOTATED GUIDE, *supra* note 61, at 515.

¹¹⁹ W.S. Holdsworth, *The History of the Treatment of Choses in Action by the Common Law*, 33 HARV. L. REV. 8, 997 (1920).

れた (Torkington v. Magee 2 K.B.427, 430-431(1902))¹²⁰。すなわち、無体動産とは、同法の立法趣旨から「物理的占有によってではなく、訴訟によってのみ請求ないし執行が可能とされる、その財産についての全ての人的権利を表す法的表現として知られているものである。十分広範な表現であり、「例えば、本項の規定によって譲渡可能とされる権利ではなく、会社法の規定に基づくときにのみ譲渡可能とされる株式も含まれる」ことが明確になった。当初より、あらゆる債務についての権利、契約上の管理や契約不履行を理由とした損害賠償請求権、不法行為他の不当な行為を理由として生じる権利、および不動産又は動産の所有又は占有を回復する権利を含むものとされていた結果、無体動産は、金銭債権だけを意味するものから、著作権、特許権、商号、営業上の得意先関係(goodwill)そして株式も含むようになった¹²¹。その範囲はさらに拡大され、訴権の存在を証明し、証拠となる債券等をも含むようになった¹²²。株式は、無体動産に含まれるものと観念されるようになった。

Blackstone はかつて、人的財産を chattels (choses, things) in possession と chattels (choses, things) in action に 2 分した。前者は、ある「もの」(thing)の「現の占有」から成り立つのに対し、後者(無体動産)は、ある「もの」の「将来の占有する権利」のみから成り立つと説いた。つまり、Blackstone にとっては、無体動産は、「in esse」(実在)ではなく、「in potentia」(潜在)であった¹²³。つまり、対象とする権利の目的物の属性による区分ではなく、対象とする権利の時制によって区分をしたのであった。権利が相続財産となった場合の有体(corporeal)と無体(incorporeal)の区別のように、この区分は、property を「もの」(thing)とすることへの Blackstone のこだわりを表していた。いわば、相続財産という抽象概念を区分し、具象化したのと全く同じように、無体動産という抽象概念を具象化してみせた。しかし、プロパティは「もの」(thing)に対する支配(dominion)だとする Blackstone の概念化は、「知的完全性」(intellectual integrity)の犠牲によってのみ、かろうじて維持されているとの批判がある¹²⁴。つまり、権利を「もの」(thing)と呼んでは、整合性を保てないだけでなく、「もの」(thing)が権利であるならば、全ての法的権利をプロパティとすることが可能となり、人についての権利と「もの」(thing)についての権利という Blackstone の基本的区分は、雲散霧消(evaporate)してしまうからである¹²⁵。

今日、英国以外の判例法国の会社法でも無体動産と解釈されている¹²⁶。しかし、一群の権利を記述する説明概念ではあるものの必ずしも説明的ではなく、包含される諸権利の間には、物理的占有についての権利が何ら付着していないこと以外には、ほとんど共通点がない。そして、純粋な人的権利だけでなく特許権等の無体財産権までも含む「悪名高いほどに曖昧」

¹²⁰ *Id.*, at 1021.

¹²¹ 竹田・前掲注(57)145 頁注(4)。

¹²² Holdsworth, *supra* note 119, at 998.

¹²³ Kenneth J. Vandeveld, *The New Property of the Nineteenth Century: Development of the Modern Concept of Property*, 29 Buffalo L. Rev. 325(1980), at 332.

¹²⁴ *Id.*

¹²⁵ *Id.*

¹²⁶ ニュージーランド会社法 35 条(WALTER KLUWER, COMMERCIAL APPLICATIONS OF COMPANY LAW IN NEW ZEALAND (5th ed. 2015) at 405)、スリランカ会社法 49 条(ARITTHA WIKRAMANAYAKE, COMPANY LAW IN SRI LANKA(2007), at 69)、インド会社法 44 条(THE COMPANIES ACT, 2013, at 68)。

(notoriously vague)な概念であると評されている¹²⁷。

第5節 イギリス会社法の規定—株式の動産性と譲渡可能性

1845年のイギリス会社法(the Companies Clauses Consolidation Act 1845)7条は、「企業の全ての株式は人的財産(personal estate)であり、そのようなものとして(as such)移転可能(transmissible)で、かつ、物的財産としての性格をもたない」と定め、株式の人的財産としての性質を明文で示した。同条は、株式の人的財産性を明確にするために、物的財産(real estate)と区別するところに意義があった。1862イギリス会社法22条は、「株式会社の構成員の持分は、本法においては会社の規則が定める方法によって譲渡可能な人的財産であり、物的財産の性質を有さない」と定めた。1948年イギリス会社法73条は、株式は、会社の定款に定められた方法によって承継可能な人的財産であって、物的財産ではないと定めた。1985年イギリス会社法182条は、社員の株式他の持分は、人的財産であり(スコットランドでは、動産)、かつ物的財産(又は、相続不動産)の性質を有しないと定め、株式は承継可能であると定めた。

2006年イギリス会社法は、541条ないし546条に、株式に関する一連の政策的規定を置いているものの¹²⁸、株式についての包括的な法的定義は存在しない¹²⁹。その中で、「株式(share)は会社の株式資本(share capital)の部分(share)である」(540条1項)、および「株式(share)又は会社の社員の他の持分(interest)は、人的財産(personal property)であり(スコットランドでは、動産(movable property))、かつ物的財産(real estate)(又は、相続不動産(heritage))の性質を有さない」(541条)と株式が人的財産であること及び物的財産ではないことを定め。もっとも、これは単なる宣言的規定であって¹³⁰、解釈上、株式は無体動産とされる。「株式又は社員の持分は、会社の定款に従い、譲渡することができる」(544条1項)と譲渡可能性を定める。

すなわち、少なくとも1845年会社法以降、株式は人的財産であること、物的財産ではないこと、および承継可能であることが等しく定められている。

第6節 株式の法的性質の変化の契機

第1款 株式市場の発達・株主の地位の外部化

会社の財産は、会社によってのみ所有されるものとなった一方、無形資産である会社の株式資本だけが、株主の唯一の財産となった¹³¹。株式の法的構成が完全に自立した財産形式となることで、株主は、自らが構成員となる会社、および他の構成員から遠ざかり、外部化された。すなわち、株主は生産の場から、収益についての権利が売買される交換の場に位置づ

¹²⁷ DAVIES=WORTHINGTON, *supra* note 58, at 860.

¹²⁸ ANDREW MCGEE, SHARES AND SHARE CAPITAL UNDER THE COMPANIES ACT 2006 (2009), at 3.

¹²⁹ PALMER'S COMPANY LAW ANNOTATED GUIDE, *supra* note 61, at 514-515.

¹³⁰ MCGEE, *supra* note 128, at 4.

¹³¹ Ireland, *supra* note 68, at 68.

けられ、会社は、産業資本の衡平法上の唯一の所有者となり、株主は、金銭資本の唯一の所有者となった¹³²。株式の自由譲渡性の確保には、一定規模の公開された株式市場が必要であり、取引される株式の匿名性および株式の規格商品性(パッケージ性)を必要とするが、株主の外部化は、株式市場の発展のための不可避的要素であり、株式市場の発展によって一層完成された。この株主の外部化が、現代における株式の法的性格を基礎づけていると考えられ、株式の法的性質を論じるときに捨象できない重要な観点なのである。

第2款 市場適格性の獲得

16世紀後半に登場したイギリスのジョイント・ストック・カンパニーは、閉鎖的で、会社の構成員も少数であり、その株式は貿易品と同時に売買されていた¹³³。しかし、株式の移動の自由は絶対的ではなく相対的であった。個人が証券投資によって金融的関係を取り結ぶと、株式会社等の経済・社会上の諸制度が構築され、投資は客観化され、予測可能性が付与され、その様式が社会的に承認されていった¹³⁴。

イギリス東インド会社は、少なくとも当初は、会社企業ではなく、むしろ組合であり、東インド貿易企業に出資する権利をもついわゆるフリーマンを包括する永続的な団体として、まず外郭たる組合が存在し、その全メンバーが繰り返しその出資を結合して当座の会社企業を設立するという二層関係にあった¹³⁵。株式が市場適格性を獲得するには、社員の地位の譲渡制限とこの企業の当座性が克服されなければならなかった。

企業の永続性と(資本金を分割しない)配当制が確立し、売買自由な証券の現出によって、株式の流通は著しく容易になった。イギリス東インド会社についても、クロムウェルの改組によって、それまでの航海ごとの当座企業制から永続的資本制へ移行し、元本と利益ではない利潤のみの分配である配当制(現物ではない金銭分配)が採用された。もっとも、それ以前の16世紀には、知り合いではない者の間で譲渡可能な株式が登場していた¹³⁶。17世紀には、東インド会社の株式は、売買取引所において入札方式で売買されていた。買主は会社のフリーマンでなければならないが、ジョイント・ストック・カンパニーにおいては、(制規会社のような)入社資格の審査はなく、資格違反への罰則は緩やかなものであった。17世紀の後半、株式の発行量が増加し、取引も頻繁になり、主要な産業会社の株式が取引されることによって株式取引の仕組みが発展した。17世紀末までには、ロンドンに、会社の持分及び株式の、公開された高度に組織化された市場が存在していた¹³⁷。イギリス東インド会社への出資は、持分・株式とよばれ、それを表章するものとして *Bill of Adventure* と称する株券が交付され、それが総会の決議を経て譲渡できる慣行がすでにみられ、私的には自由に譲渡されており、その譲渡方法もかなり容易化されていた¹³⁸。

18世紀後半から19世紀初頭には、ジョイント・ストック・カンパニーの数も株式数も急

¹³² *Id.*

¹³³ POITRAS, *supra* note 66, at 205.

¹³⁴ 坂本優一郎『投資社会の勃興』(名古屋大学出版会、2015)9頁。

¹³⁵ 大塚久雄『大塚久雄著作集 第一巻 株式会社発生史論』(岩波書店、1969)480頁。

¹³⁶ WILLIAM R. SCOTT, *THE CONSTRUCTION AND FINANCE OF ENGLISH, SCOTTISH AND IRISH JOINT-STOCK COMPANIES TO 1720* (Vol. 1, 1912), at 345, 442-443.

¹³⁷ 大塚・前掲注(135)501-502頁。

¹³⁸ 本間・前掲注(87)107頁。

速に増大したものの、株式市場での取引はほとんど公益資本(public fund)によるものであった¹³⁹。しかし、その後の社会的、経済的發展とあいまって、1830年半ばまでには、多くの小口の貯蓄者が市場に参入し、株式市場は、株式を容易に売買が可能な市場性を備えた形態へと変わり、投資家への魅力を増加させ、株式保有に向う人の範囲と数を著しく増大させた¹⁴⁰。株式市場の勃興まで、ジョイント・ストック・カンパニーの株式の法的性質は、多額な単位額、少ない数量、および流動性の欠如が主たる特徴であった。株式市場の發展なくして、株式は、売却によって瞬時に現金化される能力を持ちえなかったのである¹⁴¹。株式は、いまだそれ自体の権利の内容によって存在が認められていた訳ではなかった。

株式市場の高度で急速な發展は、ジョイント・ストック・カンパニーの株式の経済的現実だけでなく、その法的性質を変化させた。すなわち、1850年までには、株式は、市場性を備えた商品であり、流動性のある財産として株主が容易に金銭に交換できる権利となった。この質的変化が、株式の法的性質を劇的に変化させたのである¹⁴²。すなわち、株式は、会社財産から独立した財産権となり、基本的に、利益についての権利となっただけでなく、それ自体に価値が認められ、その法的意義が再定義されていった¹⁴³。

イギリス法では、share と stock とは、株主の出資を示す異なる形態として観念されている。元来、share は、その会社の資産の一部(a share)の所有を意味していた(当初の市場取引における実務では、stocks として上場されている証券が stocks で、公開会社の stocks や政府債務証券の持分が shares であった¹⁴⁴)。しかし、株主は、コモン・ロー上、事業の共同所有者ではないことから、株主はもはやいかなる財産も共有(share)せず、せいぜい、配当、会社清算時の資本償還、議決権等の特定の権利を共有(share)するだけであることから、share の用語は誤称に類するものとなった¹⁴⁵。しかし、小規模の投資家を惹きつけ、株式の市場性を向上させることを狙いとして株式を単位株へ分割しておくという新たな技術的手法が出現した。すなわち、イギリス東インド会社の設立後、資本を、発行株式総数が未確定な一方、額面価額が等額に固定された株式に分割するという、現代の方式に似た手法が導入された¹⁴⁶。つまり、stock から share への分岐は、株式が市場適合性を獲得する契機の一つであった。

株主が有する会社企業の運営・成果に多大の利害関係が、株式市場を介して法的承認を得ることによって、投資家は株主となり、株主は株主たる地位に基づいて、会社に対してさまざまな権利を取得し¹⁴⁷、株式それ自体の価値が次第に認識されていった。

第7節 政治的・社会的環境の影響

¹³⁹ Ireland, *supra* note 68, at 63.

¹⁴⁰ *Id.*, at 65.

¹⁴¹ *Id.*, at 67.

¹⁴² *Id.*, at 68.

¹⁴³ *Id.*

¹⁴⁴ POITRAS, *supra* note 66, at 207.

¹⁴⁵ DAVIES=WORTHINGTON, *supra* note 58, at 300.

¹⁴⁶ FERRAN, *supra* note 57, at 313-314.

¹⁴⁷ 長浜洋一『株主権の法理』(成文堂, 1980)10頁。

第1款 株主の会社意思決定への参加

株式は、株式会社制度と同様に、法律上ではなく、金融上の発明だったと論じられる¹⁴⁸。すなわち、株式は、もっぱら、利息および利益の分配をうけ、また、会社の解散時には資本の分配をうける、会社に対する権利としての経済的持分であると観念される限り、株式の法的性質は、株主がその属する集団の意思決定に参画する地位を直接的には導かない。換言すれば、株式会社の場合に、株主総会において会社の意思決定に参画する議決権の正当性を根拠づけるには、別の契機が必要であった。それは、株式市場の発展によって株式の出資者・株主が大衆化され、その議決権の行使資格も民主化されていったという、政治的・社会的・経済的雰囲気¹⁴⁹ではなかったかと考えられる。

第2款 イギリス東インド会社のクロムウェル改組の含意

イギリス東インド会社が特許状を得て設立されたのは、1600年のことであったが、その本格的な貿易はピューリタン革命¹⁵⁰のクロムウェル改組以後のことであった¹⁵¹。設立当初より1640年頃にいたるまで、イギリス東インド会社は、専制的構成をとっていた¹⁵²。当初自由貿易志向の強かったクロムウェルが、のちに態度を軟化させ、1657年に特許状が下付された結果、イギリス東インド会社は、その永続性を強めるにいたった¹⁵³。

ピューリタン革命とともに、株主総会民主化の傾向が現れ、クロムウェル改組によって、株主は、総会に出席し、その出資額に応じて損益を分担し、資本と取引の管理について投票する権利（以前の挙手制ではない無記名投票制）を得た¹⁵⁴。その結果、イギリス東インド会社は、世界で最初の近代的民主型株式会社に転化した（クロムウェル改組のときに持株の大きさによるスライディング・スケール・システムができあがり、出資者総会での一人一票の多数決制がとられたのは1698年に特許状が下付された東インド会社の新会社のとときであった）¹⁵⁵。革命陣営は、国王派との間で選挙権規定を議論し、社会契約による人民主権の実現を主張していた¹⁵⁶。

ジョイント・ストック・カンパニーの構造も一段と民主化され、近代的民主型の会社組織が確立されたのは、まさしく、「ピューリタン革命とクロムウェルの共和制の下において、社会経済の各部面に民主制の確立が行われたのに照応」¹⁵⁷していた。クロムウェル改組をもたらした専制的支配に反対した一般政治社会における民主主義の発達は、同時に、株式を売買自由な証券にしていった。

¹⁴⁸ ハリス・前掲注(64)145頁。

¹⁴⁹ ハロルド・ジョセフ・バーマン、宮島直機訳『法と革命Ⅱ』（中央大学出版、2010）511頁注(10)。

¹⁵⁰ 渋谷浩『ピューリタニズムの革命思想』（御茶の水書房、1978）。

¹⁵¹ 浅田実『商業革命と東インド交易』（法律文化社、1984）153頁。

¹⁵² 大塚・前掲注(135)482、492頁注**。

¹⁵³ JOHN MICKLEHWAIT, ADRIAN WOOLDRIDGE, *The COMPANY* (2005), at 32; 日高弘一郎他監訳『株式会社』（ランダムハウス講談社、2006）48頁）。

¹⁵⁴ 浅田・前掲注(151)39頁。

¹⁵⁵ 大塚・前掲注(135)489頁。

¹⁵⁶ 大澤麦『自然権としてのプロパティ』（成文堂、1995）145-169頁。

¹⁵⁷ 大隅・前掲注(18)37頁、本間・前掲載注(87)108頁同旨。

第3款 統治章典

1653年に成立した、イギリス史上唯一効力を持った成文憲法と擬せられる統治章典(The Instrument of Government)は、議員の選挙権資格について、200ポンド以上の保有財産による制限選挙権を定め(18条)、被選挙権資格については、21才の年齢制限を定めていた(17条)¹⁵⁸。17世紀のイギリス法が前提にしていたのは、共同体主義(communitarianism)であり、そのよい例がジョイント・ストック・カンパニーであった¹⁵⁹。株式会社は、私的な利益をあげるだけでなく、公共の目的(public cause)を実現することを目的としており、グリーンランド会社やイギリス銀行等数多くの株式会社が設立された¹⁶⁰。つまり、株式会社は、株主に利益をもたらし、株主の資金提供上のリスク分散のために考え出されたものだが、公共の目的の実現のために多くの同志が協力するための制度でもあった¹⁶¹。この公共目的の承認も、当時の政治的・社会的雰囲気の一部であった。

第4款 ジョン・ロックのProperty概念

会社法は、伝統的に、株主総会での投票は、株主のproperty権であるとしてきた¹⁶²。しかし、propertyが単なる財産権を意味するかは疑わしい。英語のpropertyという語は、日本語の財産権あるいは所有権に限定されるものではなく、「事物ないし人間に属している属性あるいは特性」という語義を併せ持っている¹⁶³。propertyという原語の日本語訳として、一般に、所有権、財産、私的所有、私有財産等の訳語があてられるが¹⁶⁴、propertyのニュアンスは、必ずしも十分に表現されえないと指摘されている¹⁶⁵。

ジョン・ロックは、統治二論¹⁶⁶において(ピューリタン革命以前に執筆され¹⁶⁷、クロムウェル改組の30年後の1690年に出版された)、propertyは、人間が他者によって侵害されてはならない権利として、資産や財産だけではなく、人間の生命、健康、人格に関わる自由までを包摂する独自の意味をもつと説いた。この広義のproperty概念は、自然権概念であり、17世紀に広く使用されていたproprietyである¹⁶⁸。1645年頃に形成された政治運動団体で

¹⁵⁸ SAMUEL RAWSON GARDINER, CONSTITUTIONAL DOCUMENTS OF THE PURITAN REVOLUTION 1625-1660 (2nd ed. 1906), at 410-411.

¹⁵⁹ バーマン・前掲注(149)377頁。

¹⁶⁰ Samuel Williston, *History of the Law of Business Corporations before 1800*, Harv. Law Rev. 2(1888) 111.

¹⁶¹ バーマン・前掲注(149)377頁。

¹⁶² DAVIES=WORTHINGTON, *supra* note 58, at 485.

¹⁶³ 大澤・前掲注(156)23頁。

¹⁶⁴ 松浦嘉一訳『政治論』(東西出版社、1948)は、所有権(私有財産)とし、伊藤宏之訳『全訳 統治論』(柏書房、1997)は、所有権とし、ジョン・ロック、加藤節訳「完訳 統治二論」(岩波文庫、2015)は、固有権と訳す。

¹⁶⁵ 田中庄司『ジョン・ロックの研究』(未来社、1968) 189頁注(6)。

¹⁶⁶ JOHN LOCKE, SECOND TREATISE OF GOVERNMENT(Watchmaker Publishing, 1921). ロック、加藤節訳・前掲注(164)。

¹⁶⁷ Jeffrey M. Gaba, *John Locke and the Meaning of the Takings Clause*, 72 Mo. L. Rev. 525-579 (2007), at 531 note 24.

¹⁶⁸ *Id.*, at 549 & its note 89.

あるレヴェラーズは、自然権＝社会契約説を最も精力的に唱導した集団であった¹⁶⁹。もっとも、この説は、革命派だけでなく、当時のイギリスの全ての陣営に支持され、多数意思に対する唯一の制限は、共同団結の目的である個人の *property* の保護にあるという観念であった¹⁷⁰。これはロックと同じ自然権の観念に他ならない¹⁷¹。人間の自然権全体を構成する概念であり、「選挙権における *property*」という表現や「財産ということでわれわれはほとんど *propriety* を持ったことはなかった」という主張が示しているように、選挙権と財産権がともに、自然権に依拠する *property* や *propriety* に関係付けて表現されていた¹⁷²。ジョン・ロックが、地主層や商人層の共通認識となっていた *property* 概念を哲学的鑄型に注入したこうした見解は、ピューリタン運動の中でクロムウェルらによって表明されていた¹⁷³。クロムウェル改組によって、民主的総会制度の端緒が築かれ、議決権の大衆性が確認されていた17、18世紀こそ、法秩序全体を形成する力が自然法に認められた時期であり、そうした力の発揮が求められる時期であった¹⁷⁴。イングランド絶対主義の清算を現実的かつ理論的に推進してゆくにあたって用いられた思想的武器こそが社会契約説に他ならず、したがって、その前提となる自然権としての *property* こそ、単なる所有権の弁証に止まらず、何よりも、絶対主義に代わる新たな政治社会の構成原理を構築しようとする革命の言葉に他ならなかった¹⁷⁵。ジョン・ロックの *Property* 概念が、西洋の *Property* 概念および民主制度の発展においての中心概念であった¹⁷⁶。当時のイギリスにおける時代的な「民主的制度を希求する雰囲気」を形成する重要な要素の一つであったと思われる。

第5款 ジョン・ロックの *Property* 概念のアメリカによる継受

このジョン・ロックの *Property* 概念が、アメリカにおいて継受された。ロックは、新世界に中世のヨーロッパ封建制を移植しようと試み、具体的には、アメリカに土地を封与されたイギリスの領主たちのために、*Constitution* を起草していた。同時に、アメリカ独立の前後から、ロックの著書を通じてイギリス法が摂取されるという現象がみられた。Blackstone は、*property* を、生命(*life*)とおよび自由(*liberty*)とともに、全てのイギリス人 (*Englishmen*)に備わった3つの「固有権」(“*absolute rights*”)の一つであるから、法は、たとえコミュニティ全体にとっての善のためであっても、僅かな権利の侵害をも許さないと説いていた。この自然法思想がアメリカに入ってきたのは、大陸の自然法学者の影響もあったが、なによりもロックを通じてであったとされている¹⁷⁷。

たとえば、*Slaughter-House* 事件判決には、このロックの *Property* 概念の影響をみて取ることができる。同事件の判決において、*Field* 裁判官はその反対意見の中で「当時のコモ

¹⁶⁹ 大澤・前掲注(156)107頁、108頁注(3)参照。

¹⁷⁰ 美濃部達吉『人権宣言論』(日本評論社、1946)102頁。

¹⁷¹ 田中(庄)・前掲注(165)205頁。

¹⁷² 大澤・前掲注(156)156頁。

¹⁷³ R.H. TAWNEY, *RELIGION AND THE RISE OF CAPITALISM*(1998, orig. 1926), at 257-285.

¹⁷⁴ クヌート・ヴォルフガング・ネル、村上淳一訳『ヨーロッパ法史入門』(東京大学出版会、1999)91頁。

¹⁷⁵ 大澤・前掲注(156)27頁。

¹⁷⁶ Gaba, *supra* note 167, at 579.

¹⁷⁷ 田中英夫『アメリカ法の歴史 上』(東京大学出版会 1999)63頁。

ン・ローとイギリスの制定法による利益は、経験上植民地の状況に適用可能と判断された範囲で保証され、United Colonies の Congress は、1774 年に、その権利は、「疑いを入れない権利と自由(indubitable rights and liberties)」の一部であると宣言した」と述べた。これは、第 1 回大陸会議(Continental Congress)で採択された 10 項目の決議(Declaration and Resolves)を指していると思われる。実際、その第 5 決議の前段は、「それぞれの植民地は、英国のコモン・ローの適用を受ける権利を有する」と謳っており、また、第 6 決議は、「これら植民地は、その植民地の時に存在していた英国の制定法中、経験より、それぞれ彼等の現地の状況やその他の状況に適応可能と認められたものの適用を受ける権利を有する」と謳っていた。もっとも、Field 裁判官は、Slaughter-House 事件判決での反対意見の中で、「コモン・ローではなく、市民法がルイジアナ州の法制度の土台だとするならば、1776 年のルイ 16 世の布告が、全ての取引独占および法人、ギルド、取引会社の全ての特権を廃止し、かつ、全ての人々が自由に、工芸、商売、職業に従事することを許可して以来、それが、フランスおよびフランスの植民地の法であったのであり、そして、アメリカ合衆国へ諸権利を譲渡した当時のルイジアナに一般的に適用されていた法であった」と述べた。このような、法源としてのフランス法が強調されたことがあったように、アメリカにおける外国法の継受は単純な一方向の現象ではなかった。

いずれにしても、プロパティ自体が政治以前から存在する、ロック的な自然権(Lockean natural right)であり、法によって作られたものではなかったという理解が、アメリカに継承されていたと考えられる。

第 8 節 小括

イギリス会社法において、より現代的な新種の財産権として株式が産みだされた¹⁷⁸。一方、株式についての包括的な法的定義が存在しないことから、その法的性質については様々に議論されてきた。

株式の法的性質は、株主の財産所有における地位の継承手段としての法的根拠を株式に与える理論として発展してきた。株式の法的性質の議論には、イギリスの相続制度の影響がある。当初は、株式の背後にある個々の財産についての実体的権利を継承の目的として、株式に独自の権利性が認められて以降は、財産としての株式自体を継承の目的として、権利継承性が重要視され、株式は人的財産だとされた。

株式の法的性質は、株式の客体である発行会社の法的性質に従って決定されるとする時期から、物的財産との対比上、無体動産ないし人的財産を観念するものへと変遷していった。会社の法人化は、会社の財産が株主とは別個の法人である会社に帰属することをより明確にした。株式の承継性が重要になるにつれ、株式の無体動産性が強調され、株主たる地位が、会社の構成員としての地位から会社資本に対する持分権へと自覚されたことで、株式は会社資本に対する割合的単位を示すものであると観念された¹⁷⁹。権利継承性と人的財産性とが株式の法的性質の要素となり、実定法に反映された。現行 2006 年イギリス会社法では、株式

¹⁷⁸ Colonial Bank v. Whinney, 11 App. Cas. 426, 439 (1886).

¹⁷⁹ 本間・前掲注(87)130 頁。

は、物的財産ではなく人的財産であり、譲渡可能であることが定められている。

株式の法的性質には、承継性のある無体動産という原則的法的性質に、新たな性質が外挿された契機の一つが株式市場の発達であり、もう一つは社会的政治的環境の変化であった。株式市場の発達によって、株式の継承性は、株式の自由譲渡性だけでなく、市場適格性として一層強調されることとなった。株式の発行会社の性格にも市場適格性が内包され、株式と株式会社との間には、互いの性質が相互規定されるという関係が存在している¹⁸⁰。同時に、株式の法的構成が完全に自立した財産形式となることで、株主は、外部化され、会社の企業実体や財産から遮断された。この株主の外部化は、株式市場の発展によって、一層完成され、現代における株式の法的性格を基礎づけていると考えられる。ピューリタン革命で具体化された自然権観念やジョン・ロックの Property 概念を承認した当時の社会的政治的状况を背景に、株式の自然権性が支持された結果、株式の人格権的性格が強く認識された¹⁸¹と考えられる（株式の議決権を property とする根拠は、株主に付与された自主決定性に求められる¹⁸²）。

第2章 株主は part owner か

はじめに

株式の法的性質を論じるときに、株主が、単独又は集合的に所有する諸権利の目的が、直接的又は間接的に、会社資産の持分(shares)なのか、あるいは、株主が結合して経営する会社事業(undertaking)の持分なのかといったことが、株式会社制度の沿革上の重要な論点であった。現在でも、その重要性は失われず、また、法律論上では、一定の見解の違いがあるように思われる。この見解の違いをもたらす異なる視座は、「会社は株主のもの」とする素朴な株主所有者論から、株主の受益的所有者性や所有権の債権化に注目するもの、そして、株式債権論や財団論までをその背景に含んでいる。

イギリス会社法における、株式の目的が会社資産か会社事業かについての、比較的近時の判例として、1948年の Short v. Treasury Commissioners 事件判決¹⁸³がある。本判決は、株主の所有者性を否定した代表的判例と位置付けられ¹⁸⁴、また、株主が会社の part owner

¹⁸⁰ 上村達男「会社法制と法分野間のボーダレス」江頭憲治郎＝増井良啓編『融ける境 超える法3 市場と組織』（東京大学出版会、2005）153頁参考。

¹⁸¹ 本間・前掲注(87)130頁。

¹⁸² ROBERT PENNINGTON, COMPANY LAW(8th ed. 2001), at 66.

¹⁸³ 上訴審 Short v. Treasury Commissioners, A.C. 534 (1948); 控訴審 Short v. Treasury Commissioners, 1 K.B. 116 (1948).

¹⁸⁴ この判決はその後の事案でも引用され、株式会社の全株式を取得した者の配当所得についての優遇税制の妥当性が争われた事案(Her Majesty's Commissioners of Inland Revenue v. Laird Group Plc., No. SESSION 2002-02 UKHL54(2003)では、「株式の性質を描写するのは難しい。株式は、会社事業(company's undertaking)の share ではない。なぜなら、会社は自らのものとして、その資産を所有し、株主のために受託するのではないからである。『株主は、法の視点からは、事業の part owner ではない』。株式は、chose in action に分類されるが、それは単に無形の人的資産の一種類であることを語っているにすぎない。慣習的に、株式は『諸権利と諸義務の束』として記述され、契約上の諸権利の束以上のも

であるかどうかについて判示した最も興味深い判例であると評されている¹⁸⁵。もっとも、**part owner** については、上訴審で原告がその陳述で言及していたものの、裁判所は上訴審判決では直接言及せず、控訴審判決の中で言及していた。

事案は、第二次大戦時に、航空機製造会社の事業支配とその効果的統制のため、1938年防衛一般規則令(Defence (General) Regulations, 1939)に従い、所管官庁が会社の全株式を指定名義人に譲渡することを命令したところ、その譲渡価額の相当性について株主(原告)と国・大蔵委員会(被告)との間で争いになった。裁判所は、一審より上訴審まで、原告の主張を一貫して支持しなかった。

裁判では、株式の譲渡価格の決定方法に関連して、**part owner** としての株主の所有性が争点の一部となった。命令が指定した株式の譲渡価格に異議が出され、規定に基づき首席裁判官(the Lord Chief Justice of England)が任命した仲裁人によって譲渡価格の妥当性が検証され、仲裁裁定が下された。被告は、株式市場の時価を基礎に株式価値を決定すべきであると主張し、原告は、全事業の価値を確定し、そこから株式の種類ごとに比例的に株式価値を決定すべきであると主張した。仲裁裁定についての聴聞が行われた高等法院で **Morris** 裁判官は、被告の主張が正当であると判断した。原告は控訴したが、控訴審は再度その判断を支持した。そこで、原告は、貴族院に上訴した。

上訴人(原告)は、全株式が譲渡されるので、証券取引所での株価は真の基準とならず、関連規則令が全株式の公用収用(expropriation)を定めていないので株式の譲渡命令は認められない、そして、株価決定の適切な方法は、まず、事業全体の価値を算定し、その後、各々の種類ごとに株式の比例的価値を決定する方法であることを繰り返し主張した。つまり、全株式の譲渡を事業の譲渡と同視したとみられる。その一方、被告も、従来の主張を繰り返し、規則令が株式の価値評価は株式が個々の株主から購入されることを基礎としていることや株式価値が株式市場での時価によってもっとも適切に確認できることを前提としているなどとし、すなわち、原告が強制買取りによって「喪失する価値は、個々の株式の価値であり、会社資産の全体の一部分の価値ではない」と主張した。全株式の譲渡と事業全体の譲渡と同視しなかったと思われる。このため、個々の株主から取得する場合の最適な価値は、株式市場での時価であると主張することになったのである。

裁判では、株式の強制買取りに対する経済的補償が市場時価を基礎とし算定できるかといった評価方法の違いや全株式を取得し会社のコントロールを獲得することによる潜在的追加的価値の評価が、最終的には具体的争点となった。しかし、裁判所は、規則令が「継続事業体としての事業全体の売却を前提とした株式価値を補償すべきだということを明記しておらず」、「対象とする全株式は、全体としての株式ではなく、個々の株式を指す」(**Porter** 卿)と判示し、また、規則令には、「株式の価値が企業全体を基礎とした一つの集合(mass)として評価される」ことについての規定の欠缺があり、「株式を集合で評価する規定と個々に評価する規定とが規則令に併存する」とすることは規定の矛盾となる(**Morton of Henryton** 卿)と判示した。このように、個々の株主に対する経済的補償においては、全株式の譲渡が、会

のであると考えるならば、この記述が、おそらく、株式の性質に最も接近するものであろう」と判示された。

¹⁸⁵ **DAVIES**, *supra* note 62, at 301-302.

社資産や事業の全体の譲渡ではなく、部分(shares)としての株式の譲渡の総体であることが真の焦点であったことを意味する。なぜなら、原告は、株式の価値算定において、株主が持分に応じて補償されるべき対価は、その事業全体の評価の一部分だと主張し、被告は、控訴審では「株主が有する権利は、(法律・定款によって)付与された特定の諸権利であるから、いかなる意味においても、事業の相当部分の所有者ではない」と抗弁し、上訴審においても、「上訴人が補償されるべきものは、会社財産の一部分の価値ではなく、株式の価値だ」と主張したからである。控訴審の Evershed 裁判長は、「株主(shareholders)は、法の視点からは、事業の part owners ではない。事業(undertakings)は、株式所有(shareholdings)の総体とは異なるものである」と判示し¹⁸⁶、株主を part owner とする法的意義は、株主が経済的利益の部分的な受益者であることにあり、全株式の所有が事業の所有を直ちには意味しないことを明らかにしている。この判示へ至る過程を辿ることで、イギリス会社法における株式の法的性質の解明への接近を図ることができるように思われる。

そこで、次節以降では、「株主は会社事業の part owner である」とする場合の part owner の法的意味を、主に、船舶共有についての学説・判例をてがかりに、確認を試みる。

第1節 イギリスにおける part owner と proprietary

イギリスでは、今日でも、「会社は実質的にみて各株主の共有財産であるとの考え方が一般的にとられている」とされる¹⁸⁷。他方、学説では、会社の株式は、proprietary 関係の表現であり、すなわち、「株主は、会社の proportionate owner であるが、会社が所有する資産の所有者ではない」とされる¹⁸⁸。あるいは、株主は、「会社の owners であり、従って、会社の諸事項を究極的にコントロールする」と説くのが有力説である¹⁸⁹。近時の判例でもこの傾向は変わらないように思われる¹⁹⁰。また、いわゆるコモン・ロー国の中には、株主は、会社事業の part owner であるので会社の成長に応じて会社利益の分配に与る権利を享受できるという利点があるとする学説がみうけられる¹⁹¹。

そこで、proprietary と ownership ないし part owner との関係が問題となる。一般に、part owner の用語は、「共有者、合有者」、また、その類似語として「joint tenancy (合有不動産権), tenancy in common (共有不動産権), coparcenary (相続財産共有)」¹⁹²、あるいは、

¹⁸⁶ *Id.*, at 84 note 40.

¹⁸⁷ 本間・前掲注(87)126頁。

¹⁸⁸ PALMER'S COMPANY LAW, *supra*, note 61, at 522.

¹⁸⁹ ROBIN HOLLINGTON, SHAREHOLDERS' RIGHTS (7th ed. 2013), at 9.

¹⁹⁰ 株主はその集団的権能(collective capacity)において owners of company であるとした1989年の控訴院判決(Caparo Industries Plc. v. Dickman and Others Q.B. 653(1989))、婚姻財産の分割にあたって、株主は単に会社の proportionate owner であるとした1993年のスコットランド控訴院外院判決(Timothy Richard Whittome v. Beverly Whittome S.C.L.R. 137(1993))、および、株主が有する取締役の選解任権に関し、会社の諸利益は、会社の owners としての株主の諸利益と同視するのが基本原則だと判示した2019年の控訴院判決(BTI 2014 LLC v. Sequana S.A., EWCA Civ 211(2019))がある。

¹⁹¹ スリランカについて、WIKRAMANAYAKE, *supra*, note 126, at 70.

¹⁹² 高柳=末延・前掲注(111)348頁。

「共同所有（権）者」¹⁹³を意味するとされる¹⁹⁴。しかし、この part owner を株主の性質に援用した場合、株式会社の財産が株主の共有財産ではないことから、part owner の法的意味は曖昧になる。

一方、part owner は、事業についての持分・株式や動産・不動産等の財産権の所有ないし相続に関する多くの判例がある。その圧倒的多数は、船舶の所有に関連していた。すなわち、1680 年ないし 2018 年の間における、part owner が関係する判例を管見する限り、そのうちの約半数が船舶の持分(shares)に関連していた。その他には、事業の持分・株式に関するもの、および、その他の財産権(土地、家屋、知財権他)に関するものが大半であった。判例は、この part owner の意味するところを必ずしも明示していないが、船舶共有における part owner を前提としているように思われる。船舶共有自体が民法上の共有とは異なるので、船舶共有における part owner の意味の解釈が、株主を part owner とする意味を明らかにする手がかりとなると思われる。

第2節 ジョイント・ストック・カンパニーにおける part owner

商業の発展によって、商人の活動範囲が拡大され、大資本の形成が必要となった。それに応じて、株式会社の形態が発生し、その初期のジョイント・ストック・カンパニーは、欧州以外の諸大陸との貿易や植民地建設を目的とし、イギリスでは、Russia 会社、Muscovy 会社、African 会社、東インド会社、Hudson Bay 会社、Virginia 会社、および New England 会社等が設立された¹⁹⁵。

このイギリスのジョイント・ストック・カンパニーにおいて、株主は事業の一部分を所有する part owner であると観念されたときがあった。たとえば、1568 年に特許状を得たマインズ・ロイヤル会社(the Governors, Assistants and Society of the Mines Royal)にその例がみられる。同社は、始めてパートナーシップからジョイント・ストック・カンパニーに発展したものとされる¹⁹⁶。しかし、資金調達 の便宜から、その事業は 24 の持分に分かたれ、当時の株式(shares)は、その倍数で資本を表示する単位ではなく、事業の一部分という意味であり、同社「における 1 株の所有者は、自らをその会社事業の 24 分の一の所有者と考えていた」¹⁹⁷。すなわち、会社の資本は部分に分割され、部分を意味する share や portion、part は、現在の株式を意味する share の一般的な理解とは違って、より単純に、文字通り一部分を意味していた。

株式は、現在のようにその単位が固定され資本増減には株式数が増減するのは異なり、16 世紀半ばの会社では、株式総数が固定される方法であり、株式の発行総額は、時々のコール（追加出資）によって増加した¹⁹⁸。コールには、会社の統治者が必要と判断する場合に、

¹⁹³ 小山貞夫『英米法律語辞典』（研究社、2011）809 頁。

¹⁹⁴ 田中英夫編集代表『英米法辞典』614 頁は、part owner は取り上げられていないが、owner は、多義的であり、用いられる文脈で異なる意味を含みうると指摘する。

¹⁹⁵ 八木・前掲注(63)360 頁。

¹⁹⁶ 八木・前掲注(63)362 頁。

¹⁹⁷ 大隅健一郎「英國における株式會社法の發展(二完)」法学論叢 52 卷 2 号(1946)15 頁。

¹⁹⁸ イギリス会社法上のコールについて、四方藤治「スリランカ会社法の株式」際商 46 卷

株主に追加出資を求めるといった徴収権¹⁹⁹の実質があった。このことから、初期のジョイント・ストック・カンパニーの全株主が「特殊イギリス的」な徴収という形態で無限責任を負っており、重役団以外の株主は、コンメンダ的無機能出資者であったと評された²⁰⁰。この方法では、コール額が予想以上に高額になり、また、高額な払込額の株式は売却が困難となるおそれがあるため、出資の便宜のため、小割株や株式の分割が考え出された²⁰¹。

また、会社は、拡張されたパートナーシップであり、個々の構成員が事業の相当部分を保有していたと考えられていた²⁰²。このため、全体の事業は少数の shares に分割され、一株あたりの払込額は高額になり、出資を引受ける株主が富裕層に限定されることを避けるため、この事情からも、株式の分割とコールを受ける匿名出資者(under-adventure)の仕組みが採用された²⁰³。たとえば、1618年まで法人格を与えられなかったものの、African 会社²⁰⁴は、大規模パートナーシップがジョイント・ストックへ発展したいわゆる法人格なき会社であり²⁰⁵、会社とパートナーシップとがより明確に区別されるようになっていった²⁰⁶。同社では、主要出資者(chief adventure)とコンメンダ的出資者に酷似した匿名出資者との階層分化が存在するようになり、出資者総会の構成員である5人の主要出資者は、それぞれその背後に匿名出資者を有し、匿名出資者の出資を自己の名において会社に出資していた²⁰⁷。

会社の株主は、事業をコントロールする資本家でありながら、重役団や主要出資者以外は、経営に関与することはなかった。一方、株式の自由譲渡市場のようなものが存在し、株式の譲渡は相対的ではあるが可能であったものの、マインズ・ロイヤル会社の場合では、一定の額の物的財産を保有しない者は株主にはなれないという資格制限があった²⁰⁸。また、初期の会社の殆どの株式の売買は、おそらく、知人の間でなされたという意味で閉鎖的であった。もっとも、追加出資が必要になると、株式は、最も引受資力のある者に売却されるようになり、その限りでは、取引数は多くないものの、相対的な株式売買の自由市場が存在したといえよう²⁰⁹。ジョイント・ストック制度によって、資本を投下(adventure)することを望む誰もが、株式を購入することによってそれが可能であったのであり、株式の売買は、想定された以上にありふれたことであった。実際、ピューリタン革命の直後、イギリス東インド会社の株主は、平均して2年に1度の割合で入れ代わっていたことが報告されている²¹⁰。株式の売買市場の発展が、株主の所有者性をより希薄にし、抽象化すると同時に、株式の法的性

12号(2018)1688頁参照。

199 浜田道代「企業金融と多数決の限界」商事1398号(1995)31頁および33頁注(1)。

200 大塚・前掲注(135)89頁。かくして、大塚教授は、「株式会社発生の実体的基礎は、機能資本家の共同企業を中核として、その周囲に夥しい数のコンメンダ出資の集中したものの、いわば大規模な端緒的合資会社であった」とされる(同書89頁)。

201 SCOTT, *supra* not 136, at 44.

202 *Id.*, at 45.

203 *Id.*, at 155.

204 八木・前掲注(63)362頁。

205 大隅・前掲注(17)28頁。

206 SCOTT, *supra* note 136, at 44.

207 *Id.* なお、八木・前掲注(63)362頁、大隅(変遷論)・前掲注(17)28頁、大隅(発展)・前掲注(197)74頁、本間・前掲注(87)103頁。

208 SCOTT, *supra* note 136, at 44.

209 *Id.*

210 *Id.*, at 453-454.

質も抽象化され、請求権化していった。また、株主は、会社の資本を株式として観念的に所有するとされるが²¹¹、株式市場における取引の発展は、会社事業との直接的関係を著しく希薄化させ、株式の性格を一層社会的なものにしていったと考えられる。

第3節 船舶共有関係における part owner

第1款 船舶共有組合

中世から近世にいたるまで、大資本の必要性和危険分散から、株式会社制度に取って代わられるまで、船舶共有制度が海上事業を最も容易にする企業形態として採用されていた²¹²²¹³。すなわち、船舶共有は、実質的には共同企業の形態なのである²¹⁴。この船舶共有は、船舶の所有権を法律上、当然に持分(share)に分けた組合組織であった。

よく知られているように、船舶共有関係については、船舶共有組合が株式会社制度の母体であり株式制度の由来とする学説を巡って議論がなされた²¹⁵。カール・レーマンは、株式の本質的特徴は、「単なる資本金への出資持分関係でもなければ、また単なる譲渡可能性でもなく、むしろ配当証券たる特質」が根本的事実だとし²¹⁶、株式会社発生の母体が船舶共有組合だと推論した。そして、船舶共有組合が「各出資者の持分は一隻ないし数隻の船舶の共有における持分という物権的關係を財産法的基礎として成立している」と説き²¹⁷、初期の株式会社は、まさしく「法人にまで高められた船舶共有組合」に他ならなかったと断定した²¹⁸。船舶共有は、航海による営利を目的とする船舶所有の組合であって、共有者は船舶上に持分を有した。すなわち、船舶共有者とは、船舶を共有するだけでなく、それを海上企業に利用する者であった²¹⁹。その持分は譲渡および相続が可能であり、利益は持分に比例して分配され、比較的重要でない事項は持分の多数決をもって決せられた²²⁰。

そして、「船舶共有を株式会社と同視することはできないが、右の諸点において株式会社の萌芽的なものを包含していた」と評されていた²²¹。もっとも、株式会社の起源とよばれる

²¹¹ 川島武宜『所有権法の理論』(岩波書店、1963)340頁。

²¹² 小町谷操三「船舶共有の諸問題」民商70巻6号(1974)914頁、小町谷操三＝窪田宏『海商法 上巻』(青林書院、1959)48頁、志津田氏治『現代海商法の諸問題』(成文堂、1994)7-8頁。

²¹³ 石井照久「海商法」石井照久＝伊沢孝平『海商法・航空法』(有斐閣、1964)163頁、中村眞澄＝箱井崇史『海商法〔第2版〕』(成文堂、2013)74頁)、箱井崇史『基本講義 現代海商法〔第2版〕』(成文堂、2015)38頁。

²¹⁴ 石井・前掲注(213)37頁。

²¹⁵ カール・レーマンの船舶共有組合説(大塚・前掲注(135)56-71頁)。

²¹⁶ 大塚・前掲注(135)58頁。

²¹⁷ 大塚・前掲注(135)60頁。

²¹⁸ 大塚・前掲注(135)62頁。

²¹⁹ 石井・前掲注(213)163頁。

²²⁰ Partnership Act, 1890, sec.24-(8)は、「パートナーシップの事業に関連する通常の事項に関して生じる意見の相違は、複数のパートナーによる多数決で決することができる。ただし、パートナーシップの事業の性質についての変更は現に存する全てのパートナーの同意を必要とする」と、重要事項についての全員一致原則を定める。

²²¹ 大隅・前掲注(17)5頁注(4)。

オランダ東インド会社の設立に関しては、レーマン説に代わって、コンメンダ起源説²²²や合名会社起源説²²³が比較的多くの支持を得るにいたった。

個人ないしコーポレーションの財産が shares に分割されることから、登録された船舶と株式会社とは類似性が認められる。しかし、株式会社とは異なり、分かたれた持分は、船舶共有者の共有する総財産に対する直接の持分である²²⁴。この個別の持分の所有者が part owner となる。判例²²⁵は、「スコットランドのニシン漁産業では、船舶は共有され、個々の part owner は、船舶の shares を所有する。かかる shares の数は、通常、合計で 64 個である」と、一定数の分数に分かつ慣習があったとする。この持分以外に、船舶には、会社との類似点が他にもある。船舶共有は、数人の者が船舶を共有する以外に、商行為を成す目的で航海の用に供する組合であった²²⁶。すなわち、船舶を主要な目的とする所有権を単に共有しているというだけでなく、共同して航海企業を経営するといった企業目的を共有した人的結合であることである²²⁷。他方、船舶共有は、民法の組合とは無関係に、独立して発達したものであるから、その内部関係において、各組合員の人的要素が重視されず、資本団体的色彩が濃厚であり、組合や人的会社に接近するよりも、物的会社に接近したと評価されている。これらの点から、船舶共有制度は株式会社制度の萌芽であった評されるのである²²⁸。

この船舶共有も、その共有者数が 320 名(持分数 64 個 x 5 名/個)を上限とすることから多数の出資者を予定する場合には適切な形態ではなくなり、それに代わる株式会社制度の発達によって、共同企業形態としての重要性は失われていった²²⁹。

第 2 款 船舶の part owner の判例

船舶共有は、単なる船舶の所有関係にとどまらず、一つの企業形態として、19 世紀半ば頃までは、イギリスにおいても一般の慣習であった²³⁰。このため、イギリスには古くから船舶の part owner の範囲や責任に関しての裁判があり、次のように判示されていた。

a. *Boson v. Sandford*, 83 E.R. 678(1689)

イギリス国内の海上物品運送における物品の毀損について、船舶の part owner の責任が争われた。貨物を傭船に積み込んだ織物業者(原告)が、目的地までの運送を約した proprietor でもある船の複数の part owner(被告)が、その義務を果たさず、貨物の積載と運送に不注意があり、到着した貨物が毀損していたことは財産侵害であるとして訴えを提

²²² 大塚・前掲注(135)68 頁。

²²³ 大塚・前掲注(135)69 頁。

²²⁴ 小町谷操三『海商法要義 上巻』(岩波書店、1954) 143 頁。

²²⁵ *Inland Revenue v. West* S.L.T. 337(1950).

²²⁶ 小町谷・前掲注(212)916 頁。

²²⁷ 小町谷・前掲注(212)918 頁。

²²⁸ 小町谷・前掲注(212)920 頁。

²²⁹ 1 単位の Share は、5 名の所有者を超えることが許されず、総数が 320 名を超える者が登録船舶を所有しようとする場合は、コーポレーションが設立される。

²³⁰ 小島昌太郎「海運要論」小林行昌他『経済学全集第 13 巻部門経済学』(改造社、1931) 95 頁。

起した。陪審は、特別評決²³¹をくだし、次のような事実認定をした。すなわち、被告の他に 10 名の **proprietor/part owner** が存在した。船長(master)は、**part owner** によって任命され、定められた報酬を得ていた。貨物は、船長に引き渡され、**part owner** の立会いはなかった。**part owner** が当事者となる契約は存在せず、**part owner** と原告との間にも契約はなかった。貨物は、不注意等によって毀損した。この特別評決については、①船長に帰責性がある場合の、何らの契約もない **proprietor** の責任、および、②他に被告ではない **part owner** が存在する場合の、被告だけを相手とした訴えの有効性、が争点となった。前者について、船長の使用人(servant)としての地位も問題となったが、Holt 裁判官は、船長はその賃金に応じて責任を負うが、原告の選択によって、**proprietor** が運送の対価として得た運賃に応じて責任を負うと述べた。原告の請求は認容されたが、後者について、全ての **part owner** は、運送によって得た共同利益の限度で責任を負うものの、全ての **part owner** に訴訟が提起された場合の他は、被告ではない **part owner** に対する訴えは存在しない等と述べた。

本判例の頃のイギリスでは、コモン・ロー上、船舶所有者の無限責任が原則であった²³²。船舶所有者の船舶についての物権的支配がまだ直接的であったことが伺われる。一航海毎に損益分配と責任を清算する当座性が存在する下では、無限責任を前提とする構成員間の船舶共有関係であっても、その事業の比較的小規模性とあいまって、大きな支障は生じなかったのであろう。このことは、いわゆるクロムウェル改組頃までその当座性が普通であった、より大規模な貿易事業を対象としたジョイント・ストック・カンパニーの事情とも通底している。その後、1734 年法によって、無限責任原則が変更され、船主責任が船価および運送賃に限定されたが、本判例の判示はその一例である。さらにその後、1894 年商船条例によって金額責任主義²³³（人的有限責任）が確立されるに至った。

b. Hooper v. Lusby, 171 E.R. 22(1814)

複数の保険ブローカー(原告)が、船舶に付保された複数の保険の保険料および手数料の弁済を求めて訴えを提起した。被告(複数)は、Garniss, Cordon, Burringham, and Co. という **commercial company** の構成員であった。被告のうち的一名が、カンパニー名義の書簡を作成し、カンパニーの計算で 2 隻の船舶を目的とした保険の発効を指図した結果、当該の保険が有効になった。

被告代理人は、所有者全員から権限を授与されない船舶管理人は保険を設定する権限を有さないとする判例²³⁴を拠り所とし、本訴訟は追行できないと主張した。すなわち、被告は

²³¹ 陪審が争点事実のみの認定をし、これに法律を適用して有罪無罪の決定をすることを裁判所に委ねる。

²³² 石井・前掲注(213)146 頁。

²³³ 船舶所有者の責任を事故ごとに定め、船舶の責量トン数に応じ、物的および人的損害を一定の割合で算出された金額に責任を制限する（石井・前掲注(213)148 頁）。

²³⁴ French v. Backhouse, 5 Burr. 2727(1771)。船舶管理人の職務権限に含まれる保険付保権限の問題として、**part owner** の指示に基づく行為の結果を他の **part owner** に及ぼすことが許されるかが争われた。

保険の目的である船舶の part owner であり、それぞれの船に別個の shares を有しているから、part owner は他の part owner を被保険者とする権限を有しないと主張した。判例は、船舶管理人としての職務を委任されていた者でさえ、他の part owner から保険料負担について明示の指図を受けたことの証明がない限り、船舶管理人である part owner は、他の part owner に保険の責任（保険料）を負担させることはできないとしていた。この判例を引用し、本事案では、(保険発効を指図する)書簡を作成した者が船舶管理人であった証拠さえ存在せず、また、他の被告は有効な保険について一切知らなかったと主張した。裁判官の Ellenborough 卿は、船舶管理人であっても、part owner は他の part owner を被保険者にする黙示の権限を持たないとすることに同意した。しかし、part owner と組合のパートナーとは区別されると述べた。証拠によれば、被告は、パートナーシップ形式の Garniss, Cordon, Burringham, and Co. で事業を行っており、また、当該の保険はこのカンパニーの名義と計算で指図されていたことを指摘し、この様な状況(筆者注: パートナーシップの事業)で、被告が共同責任を負わないとする判例があるならば、その判決を破棄したいところだが、ここで引用された判例は本事案に対して適切なものではないと述べた。かくして、船舶の part owner が、他の part owner のために保険の適用を有効にする権限等を有していない場合でも、part owner 達がパートナーシップを形成しているときは、そのうちの一人の者の指図によって全員が責任を負うことが明らかとなった。

船舶共有は、共同企業体として当然に組合関係をとらない、その内部関係は民法上の組合の規定が適用とされるとするのが一般的であるが、本判例は、船舶の part owner は、直ちには他の part owner を被保険者として保険料負担の責任を負わせる黙示の権限を持たないとした。その一方、事業がパートナーシップであることから、その構成員は共同責任を負うとした。すなわち、船舶共有のパートナーシップと事業のそれとは、必ずしも同一ではなく、区別して評価されることを明らかにした。船舶共有においては、その持分の譲渡性が認められており、この組合性の希薄化は、船舶共有がより株式会社に近接した企業形態であることを示している。

c. Helme v. Smith, 7 Bingham 709(1831)

船舶の運行・管理等を行う船舶管理人(managing owner)(原告)が、他の part-owner(被告)に対して、原告自らが支払った数度の航海のための艀装費用のうち応分の負担を求めて訴えを提起した。事案は仲裁に付され、仲裁人は、被告が船舶の4分の1の持分を有し、航海の利益についても4分の1を限度として権利を有することを基礎にすべきだとし、原告は、船舶管理人として支払った艀装費用のうち、被告の持分に応じた未精算額(すなわち、総額の4分の1まで)を回収することができるとの裁定を下した。その他、仲裁人は、船舶登録に、船舶の以前の所有者であったSがその持分の8分の1を被告に、残余を他の複数の者に譲渡したことが記載されており、被告が8分1の他に持分を取得したとの記載がなく²³⁵、原告と被告の同意を得て当該の船舶は譲渡され、その譲渡代金は原告の同意のも

²³⁵ Tindal 裁判長は、被告は、8分の1の所有者としての責任を負うだけで、4分の1の責任を負うことになるといった何らの明示・黙示の合意等はなく、動産譲渡証書によって8

とに事業(adventure)の費用に充当され、「(原告と被告およびSの遺言執行人を含む7名から)計64の持分が(訴外)Pに譲渡された」と記載されていたことを認定した。

Jones 上級法廷弁護士(Serjeant)は、「原告が、船舶のパートナーであろうが、4度の個々の航海の事業(adventure)のパートナーであろうが、残額が算定されており、それを支払う約束がないときは、訴えは成立しないが、原告は、衡平法上の救済を受ける。part ownerは、全ての場合でパートナーであろう。part owner間の取引であり、船舶の譲渡が共同勘定でなされ、および船舶の譲渡代金が事業費用へ充当されることは、part ownerが損益を共有していることを示すことから、パートナーシップであると判定できる。もっとも、判例は、part ownerは一般的にパートナーと見なしている」と述べた。

これに対し、Tindal 裁判長は、「船舶の part owners は必ずしも複数のパートナーではない。船舶所有者が金銭を物品の投機に投じ、その収益を船舶の帰投後に分配するのであれば、あらゆる意味で、彼らはパートナーであったかもしれない。しかし、彼らが part owner 以上の者であるとする理由はない。問題は、船舶の運航のため金銭を投下した者が、費用回収のため、他の船舶所有者に対して、その持分に依りて訴えることが許されるかどうか。原告の請求が航海の利益次第とすべき理由、又は、航海が利益無く終わった場合に原告には報酬はないとすべき理由はない。艀装費用は(part owner の)それぞれが前払いすべき資本の一部であり、原告が、その出捐すべき資本を他のいずれかの part owner に貸与していたならば、明らかに原告による個別請求の根拠があった。船舶管理人への費用支払が船舶の帰投を条件とすることが慣習であったならば、違っていたかもしれない。しかし、仲裁裁定にはかかる慣習は述べられていなかった。また、原告と被告とがパートナーであったとする確認もなかった」と述べた。Park 裁判官は、「問題は、当事者の性質の混同から生じた。事案は、あたかも厳密なパートナーシップであるかのように議論されてきたが、パートナーシップではない。原告は、船舶の用具と糧食の支給のために金銭を投下したが、それは、他の商人と同様に、原告に回収する権利があるものである。たとえ通常のパートナー(ordinary partners)であっても、他のパートナーに、その持分相当の資本を貸与した者は、その他のパートナーを訴えることができる。船舶のために金銭を投下した原告にはできないとする理由はあるだろうか？」と問い、「原告は、part owner であるかないかによってその地位に何ら変わりはない」と述べた。また、Gaselee 裁判官は、「パートナーが他のパートナーに資金を貸与したならば、その回収のために訴えを提起できることには疑いはない。問題は、船舶の艀装費用は、航海の終了後に清算すべき共同勘定に含まれるものか、都度請求できるものかであった。4度の艀装費用は、夫々の航海の前に清算されたであろうとするのは無理と思われるが、本法定と異なる結論へ導く先例等は示されなかった」と述べた。Bosanquet 裁判官は、「原告には、仲裁裁定通りの全額の回収権がある。船舶管理人として、原告は、他の所有者の代理人(agent)であり、総額は原告に支払われるべき艀装費用である。船舶所有者には、航海前に船舶の艀装費用を資本の持分相当部分と

分の1が譲渡されただけであった。登録上は8分の1の所有者で他の所有者に対しては残りの部分の賃借人とされたのかもしれないとした。そして「確かに、コモン・ロー上も、衡平法上も、船舶所有者は、船舶登録の記録を超えた権利は主張できないが、一方の当事者が、その者を4分の1の持分の所有者として扱う場合には、その者は、その持分比率で責任を負う」と判示した。

して出捐する義務がある。part owner でもある船舶管理人として、他の owner らの求めに応え、彼らのために、彼らの持分相当を前払いしたのだから、彼らに対する債権であり、原告には、航海の利益とは別にその債権の回収権がある。債権があり、船舶の売却代金をもってその債権に充当するのであるから、船舶についての権利がパートナーシップであるかどうかは重要ではない。なぜなら、どちらにしても、売却代金は、事業が支払うべき債務を減少させるからだ」と述べた。

かくして、特段の合意がない限り、船舶管理人が支出した艀装費用の回収は、船舶事業の利益分配ではなく、立て替え費用の清算であり、また、船舶の part owner は、必ずしも、パートナーではなく、パートナーでない場合は、船舶管理人として費用が生じた part owner は、他の part owner に対してそれぞれの持分に応じた費用を回収するために訴えをなすことができることが明らかになった。本判決では、船舶共有者の関係がパートナーシップであるかどうかは、裁判の結論に差がつかない論理構成とされたが、船舶共有の法的性質から、パートナーシップと船舶共有との違いを判定する手がかりが船舶事業の正味利益の分配にあることを示唆したところに意義があるように思われる。

d. Brodie v Howard 130 E.R.1010 (1855)

約2年9ヶ月の間修理が行われなかった船舶を、船舶管理人である造船業者(原告)が、船舶の必要な修繕を行い、その費用を負担した。原告は、船舶の64分の56の持分を所有していた。被告が残余の64分の8の持分を所有していた。船舶は、修繕のため原告のドックに回航され、修繕は、原告の指示によって、船長の監督下でなされた。被告は、船舶の帰投直後に、再度の航海の企図が無い旨を記載し持分の買取りを要求する書簡を原告に送った(原告は買取りに同意する旨を示したが、結局実行されなかった)。また、原告が再度の航海を準備し、修繕費用が発生していることを知った被告は、修繕に責任を負わない旨を原告に通知した。原告は、被告が登録された所有者の一人として、船舶の修繕費、又は、通知の日までの全費用について応分の責任があるとして、費用を請求した。被告は、自身が登録された co-owner である事実は、修繕費の負担を原告、又は船長に約束していた証拠にはならず、従って、被告は一切の修繕費に責任を負わないと主張した。

首席裁判官の説示の下に、被告勝訴の評決がくだされ、船舶の part owner として登録されたという単なる事実をもって、part owner が、その co-owner、船長、又は船舶仲立人に、修繕費の負担について約束をしたことを意味しないとされた。もっとも、支払額について被告の一定の申立権が留保された。

船舶の part owner の地位について、Jervis 裁判長は、「彼らは、一般的に、又は特定の事業(adventure)においては、複数のパートナーであるかもしれない。しかし、必ずしも複数のパートナーではないことは、判例(筆者注: Helme v Smith 131 E. R. 274 (1831))が説示しているところである」と述べた。Williams 裁判官は、この意見に同意し、「船舶の part owner は、「通常のパートナー」の地位にないとするのは確立された判例である」と述べ、

「その地位は、「通常のパートナー」のそれとは異なるところから、part owner が他の part owner を(筆者注: 船舶管理人のような)代理人として権限を付与したことは、「通常のパートナー」の関係の契機を必ずしも意味しない」と述べた。さらに、Growder 裁判官、およ

び Willes 裁判官も同意見であった。すなわち、4名の裁判官の意見が一致し、船舶共有における part owner とパートナーシップのパートナーとに違いがあることが判示された。Brodie v Howard 判決は、船舶共有のパートナーが、「通常のパートナー」の特徴とは異なることを明確にした。こうしたことは、船舶共有における part owner の性質が株式会社の社員の性質に一層接近していることを示唆しているものと考えられる。

第3款 判例の含意

船舶事業において、当初、所有者の船舶についての物権的支配がいまだ直接的で、無限責任を前提とする事業構成員間の船舶共有関係を前提としていた。事業の費用と収益の分配についても、比較的単純な当座性による航海毎の一括清算であった。これは、船舶事業が比較的小規模で、所有者も多数ではなく、限られた富裕者によって運営されていたからであろう。しかしながら、船舶共有の持分は、譲渡の便宜のため、慣習的に分割されていた、この持分の譲渡性が確保されていたのは、当座性と継続事業への要求との妥協の結果と考えられる。事業規模が拡大し、船舶事業の航海の頻度や艀装や糧食等の所要費用が増えると、諸費用の負担について、無限責任原則が変更され、船主責任が船価および運送料に限定されることとなった。船舶事業の当座性の稀薄化とともに、船舶共有におけるパートナーシップは、従来のパートナーシップと必ずしも同一ではなく、区別して評価されるようになっていった。パートナーシップと船舶共有との違いを判定する手がかりが船舶事業の正味利益の分配にあるとされた。そして、船舶の part owner は、必ずしも、通常のパートナーの地位にないとする判例が確立された。こうして、船舶共有における part owner の性質が、民法上のパートナーから、株式会社の社員の性質に一層接近していった。

第4款 1890年 Partnership Act

上記に紹介した 19 世紀以前の判例は、当時の「通常のパートナーシップ(ordinary partnerships)」についての理解を背景としていたと思われる。すなわち、イギリスにおける事業組織のうち、パートナーシップは会社法の射程外に存在する主要な団体(association)であり²³⁶、パートナー達は、企業の資産を共同所有し、そのパートナーシップについて有する share は譲渡不能で、契約を締結し、義務を負い、通常の事業行為としてパートナーシップの財産を処分する等の行為について、他のパートナーに対しては、原則として無限責任の

²³⁶ 英国における事業組織の法的形式には、個人事業主・パートナーシップの他、法人格なき団体(uncorporated associations)、corporations、および特殊なタイプものの計4種類の形式が存在する(PALMER'S COMPANY LAW, *supra*, note 61, at 1672)。

²³⁷ 1862年会社法の射程外にある団体として、「通常のパートナーシップ」、勅許法人会社(companies incorporated by royal charter)、)特別法法人会社(companies incorporated by special Act of Parliament)、法人格なき会社(uncorporated companies)、1844年法会社(companies under the Act of 1844)、住宅金融組合(building societies)、産業共済組合(industrial and provident societies)、共済会(friendly societies)、および労働組合(trade unions)があると解されていた(FRANCIS BEAUFORT PALMER, COMPANY LAW: A PRACTICAL HANDBOOK FOR LAWYERS & BUSINESS MEN: WITH AN APPENDIX CONTAINING THE COMPANIES ACTS, 1862 TO 1900, AND RULES, & C (4th. ed. 1902), at 1)。

代理人(agent)の立場に立ち、そのパートナーシップ全体(つまり、firm)に対しても無限責任を負うと解されていた²³⁸。

1890年 Partnership Act は、この理解を反映し、パートナーシップについての規定を定めた²³⁹。firm(企業)は、その構成員である複数のパートナーから区別されるが、コモン・ロー上の法人ではなく、複数のパートナーそれぞれが企業を形成し、パートナーシップ契約を締結した者が集団的に firm と規定された²⁴⁰。また、判例・学説では、通常のパートナーシップと、有限責任会社(limited company)のような制定法上のパートナーシップ(statutory partnership)とは、著しく異なることが指摘されていた²⁴¹。

現在でも、会社は、その構成員から区分される法人企業(body corporate)であるとする原理が会社法についての複雑な問題の根底にあり、イギリス法では、パートナーシップをその構成員から区分されない主体とするから、会社とパートナーシップとを比較することでこの原理が浮き彫りになる。そして、会社とパートナーシップとの違いは、パートナーシップでは、firm の資産は構成員に集団的に帰属(共有)し、会社の資産は会社に帰属すること、firm の債権者は、その構成員の債権者であり、firm にたいする判決はそのパートナーの財産に執行され、会社の債権者は corporation という無形物以外に債務者がおらず、会社に対する判決は株主に対して直接執行できないこと、firm の構成員は firm を代表してその資産を処分でき、その責任を負うが、会社の社員にはそういった権利や責任はないこと、そして、パートナーは firm と契約できず、会社の社員は会社と契約できることにあると説かれている^{242,243}。

この 1890年 Partnership Act におけるパートナーシップについての定義他の諸規定によって、パートナーシップについてのあいまいさが手当てされた。具体的には、パートナーシップの有無は次の基準で判断されると定められた。(1)合有不動産(joint tenancy)、共有不動産(tenancy in common)、合有財産(joint property)、共有物的財産(common property)、および共同所有(part ownership)は、使用者又は所有者による利益の共有の有無とは無関係に、それ自体はパートナーシップを構成しない、(2)総収入の共有自体は、共有者が収入を産みだした資産について、合有、又は共有の、権利又は利益を有しているかどうかとは無関係に、

²³⁸ *Id.*

²³⁹ Partnership Act, 1890, sec.1.

²⁴⁰ *Id.*, sec.4-(1).

²⁴¹ 会社清算の際、固定率での利益分配を受ける権利を有する優先株主に対する残余財産分配の当否が争われ事案で、通常のパートナーシップは、通常の株主と同様に、残余財産受遺者の地位にあると考えられるが、会社は単に法制定上のパートナーシップでしかないから、その株主はその地位にはないから、パートナーシップに帰属する土地・不動産の価値の増減は、パートナーシップの損益と考えられ、パートナーシップの終結によって、利益を割合的に享受する権利も終了し、分配される残余財産に含まれると判示された。Birch v. Cropper 14 App. Cas. 525(1889); PALMER, *supra* note 237, at 2.

²⁴² PALMER'S COMPANY LAW, *supra*, note 61, at 221.

²⁴³ 日本の商法においては、船舶共有関係には、民法上の組合に似た規定(船舶共有者による組合契約の定款に委ねられること他)、および株式会社には似た規定(船舶利用・損益分配・費用分担等についての頭数ではない持分価格による多数決での決定、反対共有者の持分買取請求、追加出資、他の共有者の承諾のない持分の譲渡他)の定めがある。組合契約に別段の規定がない限り、共有者の持分が消極的ないしゼロの場合、組合でも追加出資が求められる場合がある(小町谷・前掲注(212)921-930頁)。

パートナーシップを構成しない、(3)事業利益の部分(share)が分配される場合、受領者はその事業のパートナーと推定される。しかし、その受領又は支払が事業利益を条件とし、又は事業利益によって左右される場合は、その者は、事業のパートナーとはされない(sec.2)。すなわち、船舶共有のような part ownership 自体は、パートナーシップを形成しないことが明白になった。

第5款 商船法上の船舶持分

船舶に関連して part owner の性質が問題になる理由の一つに、法制度上の規定により船舶には part owner が存在することが多いからであろう。たとえば、1894年イギリス商船法²⁴⁴(Merchant Shipping Act, 1894)は、1隻の船の property は 64²⁴⁵の shares に分割されると定めていた(その後、1993年商船法船舶登録規則(Merchant Shipping (Registration of Ships) Regulations 1993)に「船舶の property は、64の shares に分割される」と規定され、1995年商船法(Merchant Shipping Act 1995)は、「登録が許可された船舶について、又は、特段の事情によって登録をすることが求められる者について、船舶の property の shares、およびその所有者数(共同所有者を含む)については、登録規則に定めることができる」と規定した。すなわち、イギリスでは、船舶の所有権が常に法律の定める一定数の shares に分かれた²⁴⁶。このため、他のコモン・ロー国においても、船舶の共有持分の最小単位は一定の分数とされる²⁴⁷。

第4節 コーポレーション概念の定立

上記で述べてきた part owner の所有者性についてのあいまいさは、会社法の領域においては、コーポレーション概念の定立によって解決されるにいたる。つまり、会社が所有する財産を株主の共有財産とすると、会社の法人格を否認することになり、また、株式の自由譲渡性を著しく制限することになる。イギリス会社法で、株主は、衡平法上もコモン・ロー上も、会社資産の所有者とはならないと解されているのはこれが理由である。また、会社は、会社財産を株主の単なる代理人や受託者として保有することはないとされる²⁴⁸。会社財産が株主の個別財産から明確に識別・区分されることが法人会社の明らかな特徴であり、現代の株式会社では、会社が法人となることによって、会社の資産は会社が所有するものであるこ

²⁴⁴ Merchant Shipping Act は、商船条例、海運法や商業海運法と訳す場合もあるが、小町谷・前掲注(212)、志津田氏治「船舶共有者の一考察」長崎大学研究年報 9号(1968)78頁、田中(英)編集代表・前掲注(193)、および中村＝箱井・前掲注(213)が採用する商船法に統一した。もっとも、個別の商船法は全て 1995年英国商船法に統合され、1996年1月1日に発効した。

²⁴⁵ イギリスの慣習においては、初めは1隻の持分を2分して共有し、更に4分、16分、32分され、遂に64分しての共有となった。共有者数は通常は16人であって、64人、8人、4人のこともあった(小島・前掲注(230)96頁)。

²⁴⁶ 志津田・前掲注(244)78頁。なお、1993年商船法登録規則2条1項(a)、1995年商船法10条2項(c)参照。

²⁴⁷ 瀬尾克久＝岡田麻由子「船舶共有に関する実務上の留意点」海事法研究会誌 214号(2012)。

²⁴⁸ PENNINGTON, *supra* note 182, at 36.

とが明確になった。株主はその会社の資産についてではなく、単に、企業の部分(shares) についての直接的な **proprietary** 権を有するだけであると論じられた²⁴⁹。

このことを明示した判例として、リバプール港税関が当事者となって **The Queen v Arnaud** 事件判決²⁵⁰がある。そこでは、イギリスと北米・南米の大西洋沿岸等との間での船舶運用のため、1839 年に開封勅許を得て法人設立されたカンパニー(**Pacific Steam Navigation Company**)が、所有船舶の登録申請をしたところ、それが拒絶され、船舶の登録および(拒絶の)理由の開示を命じた職務執行命令(**mandamus**)の効力について争いとなった。外国人が当該の船舶の **part owner** であること等が拒絶の理由であった。原告は、当該の船舶は、イギリスの法的主体に完全に所有され、外国人株主は、**part owner** ではなく、また **part owner** であったこともなく、資本の取得によってコーポレーションの構成員かつ **proprietor** になった者であると反論した。裁判長 **Denman** 卿は、「当該の会社は、女王の勅許を得たコーポレーションであり、その設立目的は、船舶を保有し、大西洋で運用することである」と認定した上で、「被告は、株主の何名かが外国人なので、その所有する船舶は、イギリスの法的主体の完全な所有ではないと主張する。(略) 思うに、船舶の唯一の所有者は、イギリスのコーポレーションであり、そのコーポレーションの株式を所有する外国人がいたとしても、法が規定するイギリスの法的主体である。かつ、そのような個々の株主は、全部であろうが部分的であろうが、直接的にも間接的にも、船舶の所有者ではない」、「個々の株主が会社の **property** に利益を有することは疑いがなく、**property** の損得から個人的利益を得ているが、いかなる法的な意味においても、個々の株主は、所有者ではない。仮に、会社の全ての株主がイギリスの適格な法的主体であり、会社が完全なイギリスの法的主体であったとしても、彼らは、その個人名で船舶を登録することはできず、船舶を会社の完全な所有物として登録しなければならない」と判示し、コーポレーションの存在によって、株主が会社資産の直接の所有者ではないことが明確にされた。

第5節 小括

イギリス会社法においては、株式の法的性質は、株式の客体である発行会社やそれが有する財産の性質に従って決定されるとする時期から、会社財産についての直接的な権利を構成せず、会社財産から独立した動産の一形式として無体動産ないし人的財産を観念するものへと変遷してきた。そこでは、株式の所有者に付与される権利の対象が何であるかが問題の焦点であった。

初期の船舶事業では、所有者の船舶に対する直接的な物権的所有関係が認識され、事業の構成員間の船舶共有関係が前提とされていた。船舶事業の当座性が稀薄化し、持分の譲渡性が拡大するのに伴い、船舶共有関係の形成はパートナーシップの形成と同視されず、そのパートナーシップ関係は、民法上のパートナーシップとは異なるものと認識されていった。この船舶共有の沿革的経路は、ジョイント・ストック・カンパニーに類似しており、事業の当

²⁴⁹ **DAVIES**, *supra* note 62, at 84.

²⁵⁰ **The Queen v. Arnaud**, 115 E.R. 1485(1846).

座性と持分の譲渡性をその主要な契機としていた。そして、法人会社（コーポレーション）概念がその終着点であった。

また、イギリス会社法において、判例は、**part owner** を法的な意味での共有者であるとすることに否定的で、むしろ、経済的利益の部分的受益者を意味している。また、株主の所有者性が認識されるのは、もっぱら株主の経済的利益の保護を目的としていることがその理由と考えられる。

（なお、アメリカ会社法でも、株主の株式買取請求において、株主は企業の **part owner** であるとされ **part owner** が議論されることがある。しかし、それは、株式の公正な価格や株主に対する経済的補償についてのものが多い。）

第2編 アメリカ会社法における株式の法的性質

はじめに

アメリカ会社法において、株式の法的性質について制定法上の規定は限定的であり²⁵¹、株式(Shares²⁵² 又は Shares of stock ないし Stock²⁵³)の法的性質は、判例上・学説上、プロパティ(property)概念が援用されることが多い。また、アメリカ会社法は、現在もコモン・ロー系²⁵⁴の法体系を維持しており、株式についての法概念も、無体動産(choses in action、things in action とも称される)概念等、多くをイギリス会社法から承継している。しかし、それらの意味するところは、必ずしも自明ではない。

そこで、本編では、アメリカにおいて論じられる株式の法的性質について、判例の分析を通して、その中心概念への接近を試みる。具体的には、株式の法的性質の議論の前提となるproperty概念を概観し、ついで、株式の法的性質の代表的概念である無体動産概念についての議論を整理する。その上で、株式の法的性質から生じる具体的法的問題の検討を手がかりに、譲渡可能性こそが、固有権性とともに、現代の株式の法的性質の根幹に存在すると考えられること、及び、実際の企業行動が、従来の株式の本質論の再検討を迫る現代的課題を提示していることを指摘する。

第1章 株式はプロパティか

第1節 株式の多様な特徴

アメリカの法制は、イギリスの法制が土台になっており、アメリカの植民地時代に、他の多くのイギリス植民地と同様に、コモン・ローやエクイティ、及びイギリスの制定法がもちこまれた歴史的経緯がある²⁵⁵。植民地のアメリカの人民は大英帝国の臣民として英国の法律が、原則として、直接適用されていた。たとえば、エクイティ上の譲渡(assignment)は差押えに優先するとする、イギリスのリチャード1世時代からのロンドン市長裁判所の法が、マサチューセッツ州だけでなく、アメリカ全土に一般的に適用されていた²⁵⁶のが、その一例である(もっとも、イギリス法の継受のあり方は、植民地によって一様ではなかった²⁵⁷)。英

²⁵¹ たとえば、1848年イリノイ州憲法 Article 12 は、株式を人的財産とみなし、又(株式を発行する)団体の帳簿上で譲渡可能とみなすと定めていた。又、Delaware General Corporation Law § 159, Article 8 of subtitle of I of Title 6 は、株式が人的財産であると同時に譲渡可能であると定める。

²⁵² たとえば、改正模範会社法 1.40 条(21)、カリフォルニア一般会社法、ニューヨーク事業会社法、ペンシルバニア事業会社法他。

²⁵³ デラウェア一般会社法 159 条、169 条。

²⁵⁴ M.A.アイゼンバーグ(石田裕敏訳)『コモンローの本質』(木鐸社、2001)1頁。

²⁵⁵ 木原浩之「英米法における新たな法典化運動の展開」横浜国際経済法学 20 巻 3 号(2012)94 頁参考。

²⁵⁶ Continental Nat. Bank v. Eliot Nat. Bank, FR. 369,371-372(C.C.D.Mass.1881).

²⁵⁷ 木原浩之「シンガポールにおけるイギリス法の継受」亜細亜法学 50 巻 2 号(2016)336 頁。

国動産売買法には、財産(property)、人的財産(personal property)、純粋動産(chattel personal)、無体動産の階層的に構成される概念²⁵⁸がある。すなわち、財産は、物的訴訟の対象となる物的財産と人的訴訟の対象となる人的財産に分けられ、人的財産は、不動産的動産である物的動産とそれ以外の純粋動産に分けられ、純粋動産は、占有によって実現(請求・執行)可能な有体動産と訴訟によってのみ実現可能な無体動産に分けられる。株式にもこの概念があてはめられる。

20世紀初頭、アメリカにおける株式の性質に関する裁判では、株式はpropertyかどうかが争われた他、他のpropertyとの異同とその法効果、及び、裁判管轄・準拠法や課税権の限界の決定基準としての所在地等が議論されるなど、実定法と手続法に及び、その射程は多様で広範囲であった。少し後には、破産事案における破産財団の財産評価に関連し、株式の法的性質が争点となる事案が増加した。近時、破産訴訟、及び租税訴訟において、株式の法的性質が問題となることが多い²⁵⁹。現在では、株式の法的性質は、会社法だけではなく、破産法、税法等広い法領域に及ぶ基本的概念の一つである。

制定法形式での規整に目を転じれば、アメリカ法曹協会(the American Bar Association)の1984年改正模範会社法(Revised Model Business Corporation Act(1984)、以下、「模範会社法」)では、株式を、「会社についてのproprietary interestsを分割した単位」(§ 1.40(21)条)と定義した。模範会社法が、株式の種類や特徴の他、議決権等の株式に付着する権利の内容について広範な自由度を定款ないし会社設立規定の記載に委ねている²⁶⁰のは、州間での会社設立競争に負けないように、株式の特徴には柔軟性が最大限に付与されるべきだと主張されたからであった。つまり、この定義は、株式の本来の性質に由来するものではなく、政策判断によるものであった²⁶¹。このことも、株式は多様な場面で示す特徴や望ましい法効果に

²⁵⁸ 財産概念の階層構造。

財産(property)

- 1) 物的財産(real property)
- 2) 人的財産(personal property)
 - 2-1) 物的動産(chattel real)
 - 2-2) 純粋動産(chattel personal)
 - 2-2-1) 有体動産(chose in possession)
 - 2-2-2) 無体動産(chose in action)

(穂積・前掲注(114)197頁、岩崎・前掲注(106)219頁)。

²⁵⁹ 株式のpropertyについてのアメリカでの裁判例に関する、筆者の限られたWESTLAW, (Thomson Reuters)の判例データベースの検索調査によれば、1907年~1960年の間では、破産訴訟(0件)、租税訴訟(0件)、所在地(10件)、その他(23件)であったのに対し、1961年~2018年の間では、破産訴訟(10件)、租税訴訟(3件)、所在地(0件)、その他(7件)であった。

²⁶⁰ William D. Ford, *Share Characteristics under the New Corporation Statutes*, Law and Contemporary Problems, School of Law Duke University (1958), at 264; 北沢正啓=平出慶道訳「1984年改正模範会社法」『アメリカ模範会社法』(商事法務研究会、1988)(201)31頁。

²⁶¹ Ford, *supra* note 260, at 282. なお、イギリス会社法での株式について、株式に付着した権利義務は、株式の中身であって、株式の本質を論じるときには不要であるかもしれないが、*Borland's Trustee v Steel Brothers & Co* 1 Ch. 279 (1901)でのFarewell裁判官の考え方からすれば、interestを構成する権利義務は株式の重要な一部であるから、株式の本質の中に含まない訳にはいかないと論じる見解もある(竹田・前掲注(57)141頁)。

応じて様々に説明される一因となっている。定義できないという意味では、特徴は類型であって可塑的である。

一方、判例上、及び学説上、株式の法的性質は多様な場面で様々に説かれる²⁶²。それでも、株式は、①プロパティ(property)とする説の他、②無形財産・無体財産(intangible property・incorporeal property)とする説²⁶³、③無体動産とする説、④株式資本、プロパティ、および資産の割合的持分または分割部分(proportionate interest or aliquot part in the capital stock, property and assets)とする説がある。しかし、これらの性質概念の厳密な内容は必ずしも明確ではない。たとえば、propertyと無体動産とは占有の有無で区分可能とする見解²⁶⁴がある一方、そもそも株式が動産(chattel)²⁶⁵であるか否かについてさえ裁判所の判断が一致しない場合があった。

さらに、株式は、⑤利益分配契約²⁶⁶とする説、⑥会社財産についての請求権と会社の利益についての配分受領権とする説²⁶⁷、⑦株式資本・会社の残余財産(負債を超える財産であって、清算の場合を除く配当後の正味財産)の比例割合的持分とする説²⁶⁸、さらに、⑧beneficial interest(エクイティ上の所有者的受益者持分)であって、それは「実質的所有」を意味するとする説もある²⁶⁹。⑧のように、株式は「実質的所有」を意味するとされるとき、その所有者的持分の性質は、会社財産の、全部あるいは実質的に全部の、譲渡(assignment²⁷⁰)は会社の株主総会における承認決議を経る必要があるとするコモン・ロー原則に表現されていると説かれ、それに対する批判がある²⁷¹。しかし、厳密な法的意味においては、株主は、会社に属

²⁶² WILLIAM MAEDE FLETCHER, FLETCHER ENCYCLOPEDIA OF THE LAW OF CORPORATIONS (rev. vol.11)(2011), § 5096-5100.

²⁶³ 無体財産と無形財産との区分は、選択の自由が相手方にあるかどうかであること等について、J. COMMONS, LEGAL FOUNDATIONS OF CAPITALISM (1924), at 235. なお、同書の第5章までの邦訳は、J.R. コモンズ(新田隆信他訳)『資本主義の法律的基礎(上巻)』(コロナ社、1964)参照。

²⁶⁴ 商品取引所の会員資格に関するの申立人陳述での見解。Board of Trade of City of Chicago v. Johnson, 44 Sup. Ct. 232, 234(1924).

²⁶⁵ 中世の農牧時代に商業の発達しなかったイギリスでは、主要な財産は土地と家畜(chattel)であり、家畜が動産を代表するものであった。当時、不動産に比べて、より動かし得ることに加え、極めて代替性の強い家畜が金銭の作用さえ営んでいた(有泉・前掲注(107)63頁)。

²⁶⁶ HENRY WINTHROP BALLANTINE, BALLANTINE ON CORPORATIONS(rev. ed. 1946), at 375.

²⁶⁷ In re Bridge Information Systems, Inc., 311 B.R. 781, 788(Bankr.E.D. Mo. 2004).

²⁶⁸ In the Matter of Sandefer, 47 B.R.133(Bankr.N.D. Ala. 1985) .

²⁶⁹ In re Coala, Inc., 182 B.R. 887(Bankr.N.D. Ala.1995).

²⁷⁰ assignment は、当該の契約の被移転者だけではなく、移転の結果、受益権を申し立てることができる全ての者も対象とする制定法上の用語である (Plant Inv. Co. v.

Jacksonville, T. & K. W. Ry. Co. 152 U.S. 71(1894))。assignment は、人的財産の場合について用いられ(小山・前掲注(192)75頁)、田中(英)編集代表・前掲注(193)69頁)、あるいは、権利の譲渡に限定される(高柳=末延・前掲注(111)38頁)。無体動産の譲渡又は移転を目的としたあらゆる形式の assignment では、訴訟だけを目的とするものであって譲受人が譲渡人に対して責任義務を負うことになるとしても、訴訟の権原(title)、又は所有権が譲受人に付与される。Titus v. Wallace, 306 U.S. 252(1939).

²⁷¹ 会社定款に定められた期間中は事業目的を遂行すべきであり、事業上の災厄の場合以外、株主全員一致の同意がない限り、事業の任意解散や中止はしないとの暗黙の契約が株主間にあるとの誤った推測に基づいている。BALLANTINE, *supra* note 266, at 666.

する資本を一切有さず、また、会社の財産についての一切の法的権利を有さず、直接的な所有権も占有権も有さないことから、「実質的所有」の対象は、株式に限るものであり、株式の背景となる会社事業にまで及ぶかは疑わしい。「実質的所有」は、株式に付着した権利の経済的効果、すなわち受益権を強調するものでしかないように思われる。

その他、株式の様々な特徴を株式の法的性質として論じられることがある²⁷²。しかし、そこには概念の広狭と混在がみられる。株式に本来的に内在する法的性質と、政策的契機や制定法上の要請の下で裁判所等によって法的効果が承認された結果顕在化する法的特徴とは区別すべきであろう。本論文では、ひとまず、それが備わっているから株式とされるもの（性質）と株式だからそれが見られるもの（特徴）とを区別する。

株式の法的性質の説明は、プロパティ概念に関連付けて説明するものと、プロパティ概念とは異なる視点から説明するものとに大別できる。しかし、プロパティ概念を直接的に定義した法律はなく、また、プロパティ概念が長年のコモン・ローの発展の中で共通的理解として形成されていったものであることから、アメリカにおいては、株式の法的性質は、このプロパティ概念の状況により、多面的なものとして捉えざるを得ないと思われる。property という用語は、わが国では、一般に財産ないし財産権と訳されている²⁷³。しかし、財産権と訳すのは、その含意を必要以上に狭めるおそれがある。使用される文脈を度外視して、経済的権利性からの連想で財産権とするのは、property 概念の矮小化、ないしは誤訳とさえ考えられる。このため、本論文では、株式の経済的価値が専ら問題となる場合を除いて、property の用語は、財産権や財産とせず、プロパティと表記する。なぜなら、property という概念には広狭があり、その意味するところには変容があり、流動的なことが想定されるからである。とりわけ、株式の法的性質を論じるときに、この property 概念が、その抽象化と一般化によって、非財産的価値を含む拡張性のある概念であることを、プロパティと表記することで示唆しようとしている。

第2節 アメリカ法上のプロパティ

第1款 物的財産の使用価値から権利の交換価値へ（連邦最高裁判例の変遷の含意）

連邦憲法は、プロパティの保護について、その第5修正（収用条項）及び第14修正に定める²⁷⁴。プロパティと認められない利益は、デュー・プロセス手続を経ずに奪われることはないという憲法上の保護を受けられない。プロパティの意義が問題となるのは、それが、交

²⁷² 次のような特徴が挙げられる。(1)信託契約の目的物となること、(2)擬制信託(constructive trusts)や復帰信託(resulting estates)の設定が裁判所によって認定される(株主がプロパティのコモン・ロー上の所有者ではなく、プロパティに対するエクイティ上の権益(equitable interest in trust)を、真の所有者又は委託者のために保有している)こと、(3)遺贈の目的となること、(4)生涯権(life estates)・確定的残余権(vested remainders)が成立すること、(5)非金銭性・証券性があること、(6)会社の株主に対する信用でも債務でもないこと(消極的特徴)。

²⁷³ 樋口範雄『アメリカ憲法』(弘文堂、2011)234頁。なお、日本国憲法29条の「財産権」について樋口陽一『憲法 第3版』(創文社、2010)251頁。

²⁷⁴ 第5修正は、連邦政府を名宛人とする人権保護規定であり、第14修正は、州政府を名宛人とするが、両方の条項をあわせてデュー・プロセス条項といわれる。

換価値(exchangeable value)を意味するのであれば、当該のプロパティに交換価値がある限り、憲法条項の下で、連邦裁判所の管轄権の対象となるが、単に、物質的な「もの」(things)の使用価値(use value)のみを意味するものであれば、連邦裁判所の管轄権の対象とならず、連邦裁判所は、州制定法に干渉できないと解されていた²⁷⁵からであった。

プロパティ概念について伝統的な法においてとりわけ強調されてきたのは、土地からの連想でプロパティを物質主義者(physicalist)風に定義することであり、プロパティは、明確な境界をもつ有体の単位として理解されてきた²⁷⁶。しかし、19世紀を通して、法学文献一般における統合化、体系化、一般化、抽象化²⁷⁷を背景に、プロパティ概念の一般化・抽象化もまた進行した²⁷⁸。1872年にニューハンプシャー州司法部上位裁判所²⁷⁹(Superior Court of Judicature)は、「厳密な法的意義では、土地はプロパティではなく、プロパティの目的物である。プロパティという用語は、通常、一区画の土地や、「もの」(chattel)を意味するが、その法的意味は、それに関する所有者の権利だけを意味する」と判示した²⁸⁰。かくして、プロパティの定義は、「もの」(thing)ではなく、「人が、「もの」を保有し、使用し、享受し、処分する権利」となった。

プロパティの性質が権利(無形財産)であることが承認されていくにつれて、その認定は、デュー・プロセス条項との関連性にあることが意識されるようになった²⁸¹。つまり、プロパティ概念は、デュー・プロセス条項の具体的適用の中から形成されていった。デュー・プロセスによって保護されるプロパティについて、連邦最高裁は相当に広範な解釈を示してきた。不動産や動産はもちろんのこと、運転免許等の資格や社会保障の受給権、さらに継続雇用への期待権といったものもプロパティに含まれる²⁸²。伝統的概念では射程外にあった利益にまで拡張されたプロパティ概念は、もはや経済的価値だけを意味するものではなくなった。従来、収用条項の具体的な適用では、不動産の方が動産に比べ収用と認定されやすかった。それは、不動産では、すべての経済的価値や利益が失われること自体が相当稀なことであり、非経済的利益が喪失された場合まで議論することが少なかったにすぎない。つまり、動産の場合は、全ての経済的利益が失われたとしても、何らかの非経済的利益が所有者に残っていれば、収用にあたらぬとされることになる²⁸³。動産の場合、その価値には、経済的価値だけではなく、非経済的価値が含まれ、所有者には、その非経済的価値が残り易いと考えられるようになった。つまり、動産の非経済的価値が重要視されることになる。かくして、プロパティの憲法上の保護が議論されるとき、プロパティ概念の経済的財産性への傾斜は比較的緩く、むしろジョン・ロック風の権利性(ないしは、アダム・スミスの神聖不可侵性)がより強く意識されているように思われる。

²⁷⁵ COMMONS, *supra* note 263, at 11.

²⁷⁶ MORTON J. HORWITZ, *THE TRANSFORMATION OF AMERICAN LAW 1870-1960* (1992), at 145; 樋口範雄訳『現代アメリカ法の歴史』(弘文堂,2000)184頁。

²⁷⁷ HORWITZ, *supra* note 276, at 12.

²⁷⁸ *Id.*, at 145.

²⁷⁹ 司法部上位裁判所は、のちに1876年に設立された同州最高裁と交代した。

²⁸⁰ *Eaton v. Boston, C. & M.R.R.*, 51 N.H. 504(1872); HORWITZ, *supra* note 276, at 148.

²⁸¹ *Citizens National Bank v. Durr*, 42 Sup. Ct. 15, 17(1921).

²⁸² 樋口(範)・前掲注(273)301頁。

²⁸³ 樋口(範)・前掲注(273)518頁。

このプロパティの連邦憲法上の意義をひとまず明らかにしたのが、1872年の *Slaughter-House Cases* 事件判決であった²⁸⁴。この判決での多数意見は、屠殺業者の営業の自由をデュー・プロセス条項の保護するプロパティに含まれるとする先例はないとして原告の主張を退けた²⁸⁵。Swayne 裁判官がその反対意見（少数意見）の中で、プロパティとは「交換価値をもつすべてのものをいう」と述べたことが注目された。その後、1884年の *Butches' Union Co. v. Crescent City Co.* 事件判決がプロパティの意義の変化を進めた²⁸⁶。同判決の多数意見はなお、*Slaughter-House Cases* 事件判決の定義を維持した一方、Bradley、Field 両裁判官が判決の結論に同意しつつも、*Slaughter-House Cases* 事件判決での前説を覆し、本案での自説の根拠を *Slaughter-House Cases* 事件判決の少数意見に求めた。ことに、Field 裁判官は、プロパティの意味をアダム・スミスに由来すると述べ、スミスの「誰も自身の労働のうちに有するプロパティは、他のあらゆるプロパティの本来の基盤であるように、最も神聖かつ不可侵である」との言説を引用した²⁸⁷。かくして、プロパティの新たな意味は、連邦憲法の中ではなく、アダム・スミス、及び商慣行の中に見出された²⁸⁸。

その後、1890年の *M. & St. P. Ry. Co. v. State of Minnesota* 事件で連邦最高裁は、プロパティについての判断を示した²⁸⁹。事案では、鉄道倉庫委員会に授権された州法に基づき、公益運送会社の料金体系の公平性・公正性を維持するための是正手続が、デュー・プロセス条項に反するとしてその合憲性が争われた。連邦最高裁は、「会社が、その所有するプロパティの使用について合理的な料金を請求する権限を奪われた場合、かつ、かかる篡奪が司法的組織による調査をすることなく行われた場合、それは、法のデュー・プロセスの履践のないプロパティの合法的使用権の篡奪だけではなく、実質と効果において、プロパティ自体の篡奪である」と判示し、プロパティの定義を、使用価値しかもたない物理的なもの(physical things having only use-value)から、あらゆるものの交換価値(exchange-value of anything)へと変更した²⁹⁰。すなわち、プロパティ概念は、見える物(visible things)の所有から、行為と機会についての見えない負担(invisible encumbrances)²⁹¹の所有へ変更した。

²⁸⁴ *Slaughter-House Cases*, 38 U.S. 36(1872). 憲法第 14 修正のもとで提起された最初の事件で、憲法が規定する property の字句の意味が問題となった（新田他訳・前掲注(263)278 頁注(25)）。ルイジアナ州は、1869年の法律で、ニュー・オリンズ市を含む地域の屠殺業を、ある会社に 25 年間独占させることを定めた。これに反対する業者は、憲法第 14 修正の特権免除条項に反する州法だとして訴えた。州最高裁がこれを棄却したので、連邦最高裁に上告された。

²⁸⁵ 樋口(範)・前掲注(273)229 頁。

²⁸⁶ *Butches' Union Co. v. Crescent City Co.*, 111 U.S. 652 (1884). ニュー・オリンズ市当局が、独占権や排他的権利を禁止する 1879 年の新州憲法に基づいて、当初の独占業者の特権に抵触する特権を別の会社に許諾したところ、当初の業者(*Crescent City Live-Stock Landing & Slaughter-house Company*)が市当局を訴えた。肉屋業組合会社(*Butches' Union Slaughter-house Company*)が控訴人であった。

²⁸⁷ COMMONS, *supra* note 263, at 14.

²⁸⁸ *Id.*

²⁸⁹ *M. & St. P. Ry. Co. v. State of Minnesota*, 134 U.S. 418, 10 S.Ct. 462,467(1890).

²⁹⁰ *Id.*; Vandeveld, *supra* note 123, at 146.

²⁹¹ COMMONS, *supra* note 263, at 237, 262. encumbrance には相手方が行為する義務を負う積極的(positive)負担、及び第三者に行為を抑制せしめる消極的(negative)負担がある。

州憲法の中にも、合衆国憲法と同様な収用条項を持つものがある²⁹²が、*Slaughter-House Cases* 事件判決の少数意見が主張するプロパティの定義は、その後、州や連邦の裁判所で示される憲法上の定義へ入り込んでいった。「もの」自体の変容に応じて変更されたこの新たな定義の浸透は不可避であり、かつ適当であったと考えられた²⁹³。判例においても、新たな解釈を提示するものがあつた。ワシントン州最高裁は、プロパティには有形財産だけではなく、太陽光、空気、及び通行の権利も含み、憲法上、包括的・無限定な意味で使用されるものであるから、そう解釈されるべきであると判示した²⁹⁴。プロパティは、何か特定の財物を指すのではなく、用語の意味は「私的財産ではない(no private property)」ものであり、有形的な侵害の対象となるような物質的・有形的な *property* である必要はないとされた。

かくして、プロパティについての権利は、直接的に「もの」を所有するものではなく、「ものに対する権利」を所有するものであると解されるようになった。19世紀末までには、裁判所は、法的には、プロパティを「物(thing)」についての権利とは考えることはなく、「物」の価値を保護する権利と結論するようになった²⁹⁵。すなわち、プロパティは、当初、もっぱら本人による有体物(物)の所有を対象とし、所有者の意思によって使用・処分する使用価値を意味していた。従って、所有者の権原と占有が奪われていない限り、プロパティは、憲法上の保護の対象とはならないと解されていた。しかし、プロパティの対象が有体物だけではなく、「期待収益力」(*expected earning power*)がプロパティであり、プロパティの対象は、権原と占有(*title and possession*)に限られず、あらゆる交換価値のあるものへと拡大された。

第2款 株式の交換価値と自由譲渡性・流動性

使用価値から交換価値への変移は、理論上、プロパティの性質を一変させた。すなわち、使用価値の量を増大するためには、財貨の供給を増加する必要があり、一方、交換価値の増大には、需要に比例して財貨の供給を制限する必要がある²⁹⁶。プロパティの性質は、その価値が生産力の増大によって一方向に拡大するのではなく、供給変動によって増減するものとなったのである。さらに、プロパティの交換価値は、プロパティ売買市場へのアクセス可能性が前提となる。その所有者、又は期待購入者がプロパティ売買市場へのアクセスを禁じられる場合、プロパティの交換価値は存在せず、市場へのアクセスについての自由は、交換価値の定義に欠かせない要素となったのである²⁹⁷。このことが株式の法的性質の議論にも影響を与えた。株式は、様々な形で容認される抽象的な無形のプロパティの一つとなった²⁹⁸。すなわち、プロパティ概念の上に成立する株式においても、交換価値が重要であり、株主による株式の売買市場へのアクセスが不可欠と考えられたのである。株式の法的性質として、自由譲渡性・流動性が要求される土台がここにあると思われる。

第3款 プロパティの4要件と多様性

²⁹² ワシントン州憲法 1 章 16 条、アイオワ州憲法 1 章 18 条等。

²⁹³ COMMONS, *supra* note 263, at 14.

²⁹⁴ *State v. Superior Court*, 26 Wash. 385, 388(Wash. 1901).

²⁹⁵ *Vandevelde* *supra* note 123, at 335.

²⁹⁶ COMMONS, *supra* note 263, at 25.

²⁹⁷ COMMONS, *supra* note 263, at 17.

²⁹⁸ HORWITZ, *supra* note 276, at 151.

合衆国控訴裁判所(第9巡回区)は、2003年に、インターネットのドメイン名が無形のプロパティとして、登録者による動産侵害申立ての根拠となりうるかという不法行為についての事案である *Kremen v. Cohen* 事件判決²⁹⁹で、プロパティを、占有と処分に服するあらゆる無形の利便と特権を含む広範な概念である、と判示した。その際、プロパティの認定の判定に、①無形性の他、②定義可能性(目的物を正確・詳細に定義することが可能なものであること)、③排他的支配(目的物の排他的占有・支配が可能なこと)、及び、④確立された請求権(推定される所有者の排他性について確立された請求権が存在すること)といった要件を列挙した。事案では、この要件をあてはめ、いずれの要件も満足することから、インターネットのドメイン名は、プロパティであるとされた。しかしながら、裁判所は、「ドメインネームの登録は、(筆者補注：権利の履歴を保管する)登録所(title office)で土地の区画の権利を主張するようなものだ。それは、他者にドメインネームが登録人のもので、他の誰のものでもないことを通知するものである」と判示するにとどまり³⁰⁰、上記要件のうち、④の確立された請求権の要件が、物権的請求権なのか、債権的請求権なのかについて明らかではなかったように思われる。また、理論的には、あらゆる権利において、その主体と客体との間には、いずれにしても、無形かつ人的な関係があるから、①の無形性の要件は決定的な根拠とはならないとの *Holmes* 裁判官の補足意見があった³⁰¹。すなわち、これらの要件を採用するとしても、プロパティ概念には依然曖昧さが残った。

プロパティは、曖昧で、広範で、多様な概念である。次の裁判例で示されたプロパティの多様な類型はそのことを示している。

(i) 1939年の「コロンビア川の堤防(川岸所有者特権)」³⁰²、

本事案は、有体物に関連して生じた損害の回収が可能であること、及び損失額が算定されることを要件としたので、この事例から無形財産がどこまでプロパティと評価されるかは、直ちに明らかでない。

(ii) 1942年の「大通りと自宅との間の通行権、及び太陽光・空気を妨げられない権利」³⁰³

本事案は、プロパティを有体物だけでなく、それに関連して保護されるべき、法によって生みだされ、成立した一定の権利も含まれると拡大した事例である。

(iii) 1943年の「内国歳入庁(IRS)によるリーエン(lien)の成立が争われた手形、譲渡抵当、及び換金された株式・社債」³⁰⁴

本事案は、プロパティが極めて広義な用語で、特段の限定がなければ、有体物だけでなく、義務、権利他の無形物が含まれるとした事例である。

(iv) 1948年の「代用硬貨や偽造硬貨の使用を罰する刑事法典内において、自動車を公道に駐車する権利」³⁰⁵

本事案は、プロパティは包括的用语であり、あらゆる無形利益及び所有又は処分に服す特権を含むとした事例である。

²⁹⁹ *Kremen v. Cohen*, F.3d 1024(9th Cir. 2003).

³⁰⁰ *Id.*, at 1030.

³⁰¹ *In Citizens National Bank v. Durr*, 42 Sup. Ct. 15, 18(1921).

³⁰² *Great Northern Railway v. Washington Electric Co.*, 86 P 2d 208(Wash. 1939).

³⁰³ *Liddick v. City of Council Bluffs*, 5 N.W. 2d 361(Iowa 1942).

³⁰⁴ *Investment & Securities Co. v. Robbins*, 49 F.Spp. 620(Wash. 1943).

³⁰⁵ *Downing v. Mun. Court*, 198 P. 2d 926(Cal. Ct. App. 1948).

(v) 1943年の「税法等の文言解釈及び立法意図（他の課税評価が困難なプロパティには設けられたのに、保険契約についてはそのための特段の規定を設けなかった）から、生命保険契約に基づく未亡人等の遺族年金（保険金・配当）受領権は、税法やケンタッキー州憲法が想定する課税対象となるプロパティではない<消極>」³⁰⁶

本事案は、生命保険契約の価値評価が困難なことから、確立された請求権の要件を充たさないとされたと思われる。多数意見に対して、年利3%を下回らない配当金受領が約されていること、及び課税は保険契約ではなく金銭を受領するプロパティ権についてであることから、判決は失当であるとする反対意見が付された。

その他、郵便システム利用権、労働の自由移動についての雇用者の権利、雇用への自由なアクセスについての被用者の権利、会社の全ての取締役についての株主の投票権、収集したニュースを他人が売ることを禁止する権利、建物所有者がエレベーターを利用する権利、証券取引所の会員資格についての権利³⁰⁷、教会の信者席を利用する権利、死体の処分をコントロールする権利等もプロパティに含まれるとされた³⁰⁸。

第2章 人的財産としての株式

第1節 株式の脱物質化(dephysicalized)と流通性の要求

アメリカにおいて19世紀前までは、法人化された会社はまれであった(corporations were rarely chartered)ので、株式(stock)の性質が裁判所で議論されることは少なかったが、当時、設立が開始された運河や有料道路等の土地に関連した取引から収益を獲得する会社の場合、その株式(stock)を real estate とする処分決定は少なくなかった（もっとも、今日では、株主が有する株式は、すべて株主の人的財産と考えるのが一般的な傾向である）³⁰⁹。初期のアメリカの法人の株式の中には、制定法によって real estate とされたものがあった。その例が、アメリカのメリーランド州の Cape Sable 社の株式であった³¹⁰。同社に関する財産相続事案の判決についての評釈において、「原告が主張するように、会社の property は、real estate とすべきであり、またそのようなものとして相続されなければならないが、株主との関係においては personalty として取り扱われるべきとされた。もっとも、他の全ての観点において、必ずしも同様に考えられる訳ではない」と論じられた³¹¹。ここでは、会社のプロ

³⁰⁶ Button v. Hikes, 176 S.W.2d(Ky. Ct. App. 1943).

³⁰⁷ 法人(corporation)において、会員資格(membership)は、プロパティであるか否かについては、裁判所の中でも判断は分かれていた。積極説(Hyde v. Woods, 94 U.S.523, 24 L. Ed. 264(1876))、及び消極説(Barkley v. Smith, 107 Ill. 349(Ill. 1883))を踏まえ、連邦最高裁は、1924年に、Hyde v. Woods 事件判決の主旨とは異なり、破産法20条の文言に照らし、会員資格はプロパティであると判示した。

³⁰⁸ Vandeveld, *supra* note 123, at 358 & their corresponding authorities listed in each relevant note.

³⁰⁹ JAMES SCHOULER, A TREATISE ON THE LAW OF PERSONAL PROPERTY, Vol.1 (2nd ed., 1884), at 578.

³¹⁰ *Id.*, at 579.

³¹¹ THEODORIC BLAND, REPORTS OF CASES DECIDED IN THE HIGH COURT OF CHANCERY OF MARYLAND, vol. 201, vol. 3 (Baltimore, Cushings & Bailey, 1841) [loaned to the

パティ（例えば土地）の部分直接的に意味する shares（土地の持分）と、会社のプロパティについての権利（stock）の部分の意味する shares との境界が、いまだ明確に意識されていなかったように思われる。当時の観念では、株主の会社事業や会社資産への距離が現在よりも極めて近接していて、理論的には、株式概念の抽象化が十分に進行していなかったことが伺われる。

法人の、shares of stock(stock の部分)についての古い概念が法人の純資産の応分の持分の権利の単なる証拠であったと解されるのも理由がないわけではなかった。1922 年に、ペンシルバニア州の裁判所は、「株式はプロパティであって、プロパティについての権利の証拠ではない。株式は、それ自体が所在地を有する有形のプロパティ(tangible property)であることは、1919 年の租税訴訟における連邦最高裁の判決³¹²であり、租税訴訟以外の訴訟においても妥当する」と判示した³¹³。株式を有形のプロパティとする場合、裁判所は、株式の物質的体现である株券を意味しており、株主の会社に対する地位という脈絡での株式ではないと思われる。しかし、アメリカにおいて、事業目的のために土地を所有する法人会社の shares は、その会社の設立法規や定款に別異の定めが明記されない限り、人的財産とされた。株式を real estate と考える理由はほとんどなくなっていった。

「もの」に対する絶対的支配として観念する Blackstone 流の property 概念は、致命的に時代遅れとなった。脱物質化(dephysicalized)され、「もの」の支配ではなく、価値が測定される権利によって構成されるとする新たなプロパティ概念にとって代われ、抽象化・一般化が進展した。その一方、株式自体にも、不動産と性質決定されることで、その相続性・譲渡可能性が制約されるといった事情があった。アメリカでも、ことに大農園による農業が中心の南部において限嗣相続が維持されていた³¹⁴³¹⁵。このため、プロパティを非不動産とする必要があったと思われる。同時に、経済的には、会社の財産に投資された資本は、会社が所有しているだけでは価値を生み出さず、次の生産によって価値が生み出されるまで、生産が停止している間は時間の空費であり、資本は一時的に資本であることをやめる状態になる。しかも、生産の停止の間でも、設備の荒廃、家賃・地代等の支出を必要とするから、利潤率は低下することになる³¹⁶。投資された資本の性質の、ひとまずの会社法的表現である株式の譲渡可能性・流通性を積極的に承認することが選好された。このため、請求権を動産のように考える概念が進展していったと考えられる³¹⁷。現在では、株式を不動産とするのは、一般に受容される概念でも、実際の株式のビジネス活動上で了解される概念でもない。少なくとも、この

Maryland State Archives for scanning by the Maryland State Law Library], at 606 (visited Jun. 27, 2020)

<<https://msa.maryland.gov/megafile/msa/speccol/sc2900/sc2908/000001/000198/html/am198--606.html>>.

³¹² De Ganay v. Lederer, 39 Sup. Ct. 524(1919).

³¹³ Cummings v. Clark., 282 F 300, 305(D.Pa. 1922).

³¹⁴ Vandeveld, *supra* note 123, at 357.

³¹⁵ 田中(英)前掲注(177)85 頁。

³¹⁶ 川合一郎『資本と信用』(有斐閣、1960) 59 頁。

³¹⁷ 古くは、株式を指名債権として「動産化」する考えがあった。近時、より具体的仕組みとして、特定の所有資産からのキャッシュ・フローを裏付けとした金融商品を組成することにより資金調達を本質的要素とする「資産流動化」があり、資産流動化法に細部が定められている(長崎幸太郎編著『資産流動化法』(金融財政事情研究会、2004)3 頁)。

流通性によって株式は金銭に限りなく接近し、株式は、その所有権とともに引き渡されるものとなった³¹⁸。流通性には、与えられた数量で取引されるものと、数量に関係なく、その時点の価格で取引されるものがあり、割合的持分である株式には、両者の中間的な性質がみられると論じられている³¹⁹。

第2節 人的財産の意味と集団的關係

不動産ではない財産は動産であり、可動物に有する権利や持分は動産である。動産のうち、人的財産は、動物、商品、宝石等といった有体人的財産(*corporeal personal property*)、及び、株式、社債、特許権、著作権等といった無体人的財産(*incorporeal personal property*)に区分される。人的財産とは、本来、物的訴訟が認められる物的財産に対し、人に対して強行することができる金銭賠償を請求する人的訴訟の目的となるものであるといった、訴訟上の取り扱いの違いに由来していた³²⁰。

アメリカ法で、株式がプロパティとされるとき、それは、おおよそ、物的財産とは異なる人的財産を意味し、また、他の多くのプロパティと同様の特徴を有し、売買され、譲渡抵当の対象となり、担保に供されるものと解されている³²¹。

しかし、株式に関連して議論される人的財産は、単に物質的財産としての特徴に着目した動産と同視する場合が少なくなかった³²²。たとえば、エクイティ裁判所は、*chattels* の売買契約の特定履行について判決できないとするルールがあるが、このルールが及ぶ人的財産には、株式（国債、社債に加え）が含まれ³²³、人的財産の物質的財産性に着目されていた。それを示したのが、1900年の *Jellenik v. Huron Copper Mining Co.* 事件の判決であった³²⁴。

³¹⁸ COMMONS, *supra* note 263, at 256, 257.

³¹⁹ *Id.*, at 258.

³²⁰ イギリス法では、古くは、訴訟の結果が物の回復である対物訴訟と損害賠償である人的訴訟との区別があり、敗訴した被告には、動産の引き渡しか、言い渡された損害賠償の支払かの選択が許されるのは、「中世の動産が敗壊しやすい性質のものである」とあり、「これを所有者に復旧する役目を裁判所が引き受けることができ」ず、「すべての物は「法律上の価格」を有し、原告がそれを得れば十分だとの観念がある」からである。このことから、動産には対物訴訟がない。したがって、動産(*chattels*)は物的財産ではなく人的財産(*not "real" but, "personal" property*)であると教える風習があった(F.W.メイトランド(河合博訳)『イギリス私法の淵源』(東京大学出版会、1979)114,116,117頁)。

³²¹ FLETCHER, *supra* note 261, § 5096, § 6096. 又、LLCの社員持分も人的財産である。1996年統一LLC法 § 501(b)は、LLCの分配可能持分が人的財産であり、同条の規定に従い、その全部又は一部は譲渡可能(*may be transferred*)であると定めた。2006年改訂統一LLC法 § 102(24)は、運営契約に別異の規定がないか、又は全社員の同意がない限り、譲渡可能持分が社員でない者へ譲渡可能な唯一のLLCの持分であると定義し、同法 § 501は、この譲渡可能持分は人的財産であると定めている。

³²² ミシガン州では、鉱山、精錬、鉄・銅・銀・石炭他鉱石・鉱物を生産する会社の設立を規定する法が、「全てのこのような会社の株式は、人的財産とみなされ、付属定款、又は取締役会が指図する方法で、会社の帳簿上でのみ譲渡される。会社は、株主が会社に対して負う全債務のためにリーエン(*lien*)を株式上に有する」と規定していた。

³²³ 事案での人的財産は、会社の株式であった。 *Bernier v. Griscom-Spencer Co.*, 161 F. 438, 442(C.C.S.D.V.Y. 1908).

³²⁴ *Jellenik v. Huron Copper Mining Co.*, 177 U.S. 1, 20 S.Ct. 559, 560(1900). 鉱山会社

すなわち、連邦最高裁は、人的財産が、在庫（資材ないし貯蔵品）の銅と同種の動産であることを判示した。この事案の前提は、ミシガン州に株式を人的財産とみなす制定法があったことである。この後、連邦最高裁は、1954年に、この判例を踏襲し、同様の規定を持つプエルトリコの会社法（Private Corporation Act of 1911）が関係する、債権者に対する財産隠匿について株式処分の当否が争われた事案で、会社設立州において、株式の権利を決定する訴訟の場合、株式は人的財産であると判示した³²⁵。この事案では、株式が財産の一部を構成しているかどうか議論されたので、人的財産は、もっぱらその物質的財産性を表示していたと考えられる。株式がプロパティと性質決定されるときに、株式の権利性や抽象性はまだその背景の一部でしかなかった。

1985年のAFP Imaging Corp. v. ROSS事件の判決³²⁶では、株式がプロパティであると同時に、人に帰属することに着目し、株式の人的財産性が説明された。合衆国控訴裁判所（第2巡回区）は、また、ニューヨークの裁判所において、株式は株主の人的財産であるとするアメリカの多数意見が支持されていると判示した。人的財産と性質決定されることで、株式の法的性質の抽象化は進んだ。

近時の破産訴訟においても、株式を人的財産とするものがある。すなわち、2006年のイリノイ州中部地区の破産裁判所におけるIn re Billingsley事件の判決³²⁷である。破産裁判所が、債務者が株式を所有する会社に対して、会社の財産の一部又は全てを、債務者の破産財団へ交付することを命じる権限があるかどうか争われた。債務者は、その妻とともに、会社の株式を500株ずつ保有し、かつ、2001年以降会社の唯一の業務執行者であった。会社は、現在営業しておらず、過去6年間、法人税の申告をしていなかった。連邦破産法7章(清算)に基づく破産管財人(bankruptcy trustee)は、破産債務者、妻、及び会社を被告として、全財産と全負債の算定、及び会社が有する業務過誤についての請求金の全部又は一部の管財人への引き渡し命令を（債権者の利益のために）申立てた。債務者及び会社は、大幅な債務超過であり、債務者が会社の株式を所有することを理由にした申立人への引渡しが可能な財産はないと抗弁した。連邦破産法が、破産財団は、破産申立時に債務者がプロパティに有する全てのコモン・ロー上及びエクイティ上の持分から構成されると定めるものの、連邦破産法は、この持分を定義しておらず、州法に委ねているところ、会社の財産の持分が破産者の破産財団に含まれるか否かはイリノイ州法によって決定されると判示した。同州では、会社についての持分は株主の人的財産とみなされ、また、株主は、いかなる法的意味においても、

の株式売却に関わる取締役の不正（不正売却、虚偽報告他）について訴えられた会社の取締役会は、資本状況調査書と共に会社の資本は、全債務の弁済に十分で、「売却前の銅及びその他の人的財産」に加えて3万ドルの現金残高があると株主に通知した。

³²⁵ Feckham v. Ronrico Corp., 211 F.2d 727, 731(1st Cir. 1954).

³²⁶ AFP Imaging Corp. v. ROSS, 780 F.2d 202, 204(2nd Cir.)(1985). AFP社（買手会社、控訴審原告）は、X社を介して、株式売買契約を締結し、株式を購入したが、その株式売買契約書に詐欺的表示があるとして、株式の返却、損害賠償、及び一定の救済を求め、X社株主（売手、控訴審被告、推定29名）を相手に訴えを提起した。原審は、略式判決で、証券詐欺を理由とした証券取引所法違反及びSEC規則違反の主張を否認し、コモン・ロー上の2件の請求についての仲裁命令を発した。合衆国控訴裁判所（第2巡回区）は、原審の証券詐欺の否認部分を破棄し、仲裁命令部分を認容し、その余の部分を棄却、差し戻した。

³²⁷ In re Billingsley, 338 B.R. 372(Bankr. C.D. Ill. 2006).

会社の財産の所有者(owner)ではないとされていた。連邦破産法においても、会社は、株主から独立した別個の法的主体とされるから、会社が所有する財産が個々の株主の破産財団には含まれないとするのが確立した判例であり、会社の財産は、個々の株主、役員、取締役の破産事案の対象ではないことは明らかであると判示した。

その一方、株式が人的財産であるかどうかについては、裁判所の判断が分かれていた理由の一つは、株式の差押えを可能とするか否かについての判断が分かれていたことであった。コモン・ロー上、株式は、差押や強制執行の対象にならなかった³²⁸。他方、オハイオ州現行制定法集(Revised Statutes)5524条³²⁹の規定から、株式も差押え可能とした判例もあった³³⁰。すなわち、法人は、株主(受益者)の利益のために、受託者としてプロパティを所有しているものと考え、差押えについての制定法の作用をもって、会社に対する適切になされた第三債務者の債権差押通告で債務者の株式は確保することができることになるから、債務者のエクイティ上の持分はかかる通告によって差押えすることができるとしたのであった。

株式を人的財産と性質決定するとしても、その意味するところは、必ずしも一様ではなかった。法的性質の厳密な規定ではなく、会社ではなく個人に帰属する、いわゆる「私的財産」や「個別財産」を単に意味する場合もあった。株式の第一先買権(right of first refusal)の侵害が争われた1983年と1993年の事案³³¹では、裁判所は、株式を株主の人的財産であると判示していた。先の事案では、株式の移転がその会社のプロパティ及び財産の移転ではないように、会社の株式の購入は、会社財産の購入とはならないとした。後者の事案では、株主は義務を負わないので、会社財産に何らの所有権(ownership interest)も有さず、会社の財産は、会社の単独財産であるとした。そしてともに、株式は、株主の人的財産であるとした。会社財産、及び株式という、プロパティの帰属先(会社、ないし株主)を論じており、株式の法的属性としての人的財産性ではなかった。このことは、事案において、裁判所が、株主が売却できるものは株式であり、会社の財産を売却できるのは会社自体だとしていることから明らかである。株式自体の法的性質を明らかにしたことはないように思われる。

Personal という用語は、もっぱら人に帰属する場合、あるいは、その回復には人的訴訟による場合の2つの意味が考えられる³³²。しかし、ここでは人的関係を前提としないindividual(個的)とは異なり、協働する人同士の間にある人的関係を意味するものである。多くはcollective(集団的)な関係で、一人に生じた損害は、協働する全員の関心事項となり、集団的期待が集団内の個的期待を吸収するという関係でもある³³³。人的財産である株式にも、この集団的関係が想定される。従って、株式の法的性質を議論するとき、株主間の契約関係は、単なる個人的関係の集合としてではなく、集団的関係を背景とした組織法上の権利関係として捉えることになる。このことで、議決権等の非経済的株主権の法的性質はより適切に理解することができる。

³²⁸ Norton v. Norton, 3 N.E. 348, 351(1885).

³²⁹ 「法で除外されない、土地、家屋、物品、動産、株式又は株式についての持分、権利、信用、金銭、被告の財産」は、差押さえ可能。

³³⁰ Norton v. Norton, 3 N.E. 348, 351(1885).

³³¹ Capital Parks v. Southern Advertising & Sales System, Inc., 864 F. Spp.14,16(W.D Tex.1993); Engel v. Teleprompter Corp., 708 F.2d 127(1983).

³³² SCHOULER, *supra* note 309, at 52.

³³³ COMMONS, *supra* note 263, at 248.

第3節 無形人的財産

株式を無形・無体の人的財産であるとする判例の嚆矢は、1873年の *Tappan v. Merchants' National Bank* 事件³³⁴の判決であると思われる。連邦最高裁は、「国法銀行の株式は、人的財産である。同時に、intangible(無形)で incorporeal(無体)な property という property の1種である」と判示した。

2003年の *Kremen v. Cohen* 事件(前出)では、株式は人的財産であるとの性質を明示し、ニューヨーク州法では、動産侵害(conversion)についての訴えは、通常、無形のプロパティについては行えないが、株券等の文書に一体化された情報については例外規定(merger exception)があり、動産侵害の目的となる株券のような無形の権利を具体化した書面は例外であると判示した。

2006年の *Thyroff v. Nationwide Mut. Ins. Co.*事件³³⁵でも、動産侵害が無形のプロパティに適用されるかが争われ、株式は無形のプロパティであるとされた。すなわち、合衆国控訴裁判所(第2巡回区)は、これまで、動産侵害の申立ては無形のプロパティについては適用されないと判示されていたが、本事案にも例外規定は潜在的には適用可能だと述べた上、「株式は無形のプロパティではあるものの」、株式が株券に一体化された結果、「株券に対する動産侵害は、株券が表章する株式の動産侵害として取り扱うことが許される」と強調した。かくして、合衆国控訴裁判所は、ニューヨーク州法の下で、株式は、無形のプロパティと考えられることを前提とし、株券との一体化を介して無形のプロパティも動産侵害の対象となりうるということが明確となった。しかしながら、この理屈が電子データに適用されるかどうかは、なお未確定だということも判示された。合衆国控訴裁判所は、その最終判断の前に、ニューヨーク州控訴裁判所へ、電子データやコンピュータープログラムがニューヨーク州法に基づく動産侵害の申立ての証拠となるかどうかについてニューヨーク州法の不明確な内容につき意見照会(Certification)³³⁶をした。

³³⁴ *Tappan v. Merchants' National Bank*, 86 U.S. 490(1873). シカゴの国法銀行が、郡による株式への課税の差止を求めた事案。

³³⁵ *Thyroff v. Nationwide Mut. Ins. Co.*, 460 F.3d 400(2nd Cir. 2006). 原告は、21年間、保険代理人としての関係が会社(火災保険、生命保険、一般賠償保険、変額生命保険等の複数の保険会社の総称)(被告)との間にあり、その関係を定める保険代理人契約を締結していた。この契約には、会社が原告に対して、業務に不可欠な、会社の情報システムと連携したハードウェアとソフトウェア(Word等のアプリやEメール、顧客データ、ファイル、文書情報等)からなる一式の事務システムを、有償でリースすることの他解約後一年間の代理人の会社に対する競業避止義務等が定められていた。会社が毎夜システムにアップロードした情報には、業務データだけではなく、原告の個人情報も含まれていた。代理人契約が事前通告なしに会社によって解約され、原告のシステムへのアクセスは拒絶され、機器の返還が求められた。原告は、動産侵害、及び契約違反(会社が業務情報を一方的に取り上げたことは原告の競争力を阻害する)を理由に会社を訴えた。原審のニューヨーク西部地域地方裁判所は、動産侵害の申立てを棄却し、契約違反について略式判決を下した。そこで、原告は控訴した。会社は、電子データは無形のプロパティであるから、これに対する動産侵害の申立ては許されないと主張した。

³³⁶ 連邦の控訴裁判所が、連邦最高裁、又は、州最上位裁判所に対して、係属している事案で争点となっている法的疑問、ないし助言を求める制度(BLACK'S LAW DICTIONARY (9th

さらに、会社の株式がアイダホ州の破産法上の有形人的財産(tangible personal property)に該当するか否かが争われた 2010 年の *In re Haken* 判決でも、有形性が否定された³³⁷。すなわち、自動車販売事業を行う会社の全株式(事業持分)を所有していた債務者(複数)が、破産法の規定に従い、その事業持分について、いわゆる「ワイルド・カード免責」³³⁸が適用されると主張したところ、破産管財人は、債務者の持分は、このワイルド・カード免責に該当する有形人的財産ではないとして異議を申し立てた。破産裁判所は、異議の申立てを認め、免責の適用を棄却した。破産法の該当条項の制定趣旨と文理解釈から棄却判決は下されたのだが、裁判所はさらに、有形人的財産とは「見ることで、計量でき、測定でき、感じられ、触ること等知覚できるもの」であるとの定義を示した。そこでは、無形財産(intangible property)とは、物理的存在を欠くプロパティであるとの BLACK'S LAW DICTIONARY の定義が引用された³³⁹。他の州(インディアナ、ミシシッピ等)の「ワイルド・カード免責」規定においても同様の定義が採用されたが、その意味は、必ずしも明示されてはいなかった。法人事業の持分は、見ることができず、計量できず、測定できず、感じられず、触ることができないから、法的には存在しているとしても、物質的存在を欠き、それ自体知覚されない。従って、債務者が所有する持分は、通常かつ普遍的に理解される有形人的財産の意味とは一致しないとされたのである。債務者は、事業持分が株券等の有形書面に表象されていると主張したが、裁判所はこれを容れず、会社の株式は、無形人的財産である、株券は単に事業持分の証明でしかなく、無形事業持分を有形事業持分に転換するものではないと結論した。

近時の破産事案では、詐害的譲渡³⁴⁰に関連して株式の性質についての判例が援用されたものがある。すなわち、2008 年の *Eberhard v. Marcu* 事件についての連邦最高裁判決³⁴¹である。広範な証券詐欺行為を行ったとして、証券取引委員会(SEC)が個人に対して提起した訴訟に関する民事執行手続において、財産保全管理人が任命された。この財産保全管理人が、カナダ法人が所有し、カナダにある財産の売却を申請すると同時に、その個人に帰属する財産にはニューヨーク債務者債権者法(New York Debtor Creditor Law)における詐欺の意図があるものとして、その個人が関与した会社からその個人の母親への譲渡の取消を申し立てた。母親が訴訟参加し、非陪審審理の後、ニューヨーク南部地区裁判所は、詐害的譲渡を認定し、母親による債権者間における優先権及び擬制信託の申立てを否認した。そこで、母親は控訴した。控訴審では、裁判管轄、財産保全管理人による詐欺的不動産譲渡の申立ての可否の他、民事陪審を定めた憲法修正第 7 条への違反の有無が争われた。母親が求めた救済が財産保全管理人に対して財産の返還を求める訴訟であり、この訴訟の法的性質が問題となっ

edit. 2009) at 275)。州法の最終的解釈権限を有する州最上級裁判所の判断を簡易迅速に確保する手段として、法的安定性に寄与することが期待されている(浅香吉幹『アメリカ民事手続法 [第 3 版]』(弘文堂,2016)183 頁)。

³³⁷ *In re Haken*, 43 B.R. 445(Bkrcty.D.Idaho 2010).

³³⁸ 「ワイルド・カード免責」とは、1 件 800 ドルを超えない有形人的財産の総計額を破産財団から除外することが許されることを言うが、この有形人的財産の意義は明確ではなかった。債務者は、事業持分の価値を 100 ドルとして計上していた。

³³⁹ BLACK'S LAW DICTIONARY (9th ed. 2009), at 1337(same as its 10th ed., 2014, at 1411).

³⁴⁰ 詐害的譲渡法原則(Fraudulent conveyance law)、及び一的詐害的譲渡法(Uniform Fraudulent Conveyance Act)について(落合誠一「多国籍企業における子会社の債権者保護」総合研究開発機構編『多国籍企業と国際取引』(三省堂、1987)410 頁)。

³⁴¹ *Eberhard v. Marcu*, 530 F.3d 122(2008).

た。民事陪審の権利は、コモン・ロー上の訴訟に限られエクイティ上の訴訟には及ばないからである³⁴²。その中で、プロパティの法的性質が議論となった。連邦最高裁は、それまで、物的財産の回復権には、コモン・ロー上の保護を与え、コモン・ロー上の訴訟とし、陪審裁判の対象としてきた。そこで、本事案でも連邦最高裁は、コモン・ロー上の訴訟とエクイティ上の訴訟との区別を決める一般的準則を考えることの困難さを指摘しながらも、「特定財産、人的財産、又は物的財産の、占有回復を目的とする訴訟は、コモン・ロー上の訴訟であるとする³⁴³のは争いが少ない点の一つである」と判示し、人的財産にまで拡張した。この判示は、Thyroff v. Nationwide Mut. Ins. Co.事件判決（前出）、及び1985年のAFPイメージング社対AFP Imaging Corp. v. ROSS事件判決（前出）を、意味上、合成した格好のものであり、株式は、無形財産であっても、人的財産となりうることを示した。すなわち、前者の判決は、ニューヨーク州法の下では、裁判所は株式が無形財産であることを強調してきたと判示し、後者の判決は、株式の人への帰属に着目し株主の人的財産であるとするのがアメリカの裁判所における多数説であり、また、株券と一体化することで、株式の無形財産的持分が特定財産として取り扱われ得るとしていた。

第4節 株式の自由譲渡性

第1款 プロパティ概念の抽象化の完成

株式は、株式契約という契約的狀態を前提とするプロパティであり、その内容は、制定法、会社設立規定、ないし定款等で規定されるから、決して一律ではない。売買の目的となり、譲渡抵当や質権の設定が可能で、贈与、信託、ないし遺贈の対象となりうる³⁴⁴のは、この条件の下である。つまり、株式の根幹はプロパティ概念によって規定される。

初期のコモン・ローには、プロパティを有形の客体とする概念と、契約を人的信頼に由来する人的関係とする概念といった、譲渡(assignment)と流通性(negotiability)を妨げる2つの状況があった³⁴⁵。コモン・ロー上、契約上の権利のassignmentは、平等で自由な2者間の任意の約束であって、相手方の承諾がその効力要件とされていた³⁴⁶。この両者の関係が人的信頼に由来する人的関係であった。プロパティの関係は、物質的なものの移転だけに依存してはいなかった。その中で、プロパティは、「もの」を所有するものではなく、「ものに対する権利」を所有するものと考えられ、物理的な「もの」に着目するコモン・ロー的意味(common-law meaning)から、「もの」の価格に着目する企業法的意味(business-law meaning)へ変容した。その価格は、現在価値で計算される、商品市場での将来の取引における、経営者が好む(entertain)、財産(assets)ないし期待(expectation)であった³⁴⁷。ここでは、

³⁴² アメリカ憲法第7修正「コモン・ローの訴訟において、訴額が20ドルを超えるときは、陪審審理を受ける権利が保障される。陪審によって認定された事実は、コモン・ローの準則による場合以外は、合衆国のいかなる裁判所も再検討してはならない」樋口範雄『はじめてのアメリカ法』（有斐閣、2012）30頁注7。

³⁴³ Pernell v. Southall Realty, 94 S.Ct. 1723, 1727(1974).

³⁴⁴ FLETCHER, *supra* note 262, § 5096.50.

³⁴⁵ J. COMMONS, *supra* note 263, at 246.

³⁴⁶ *Id.*, at 251.

³⁴⁷ *Id.*, at 246.

価格形成への期待自体が譲渡対象になっていったと論じていると思われる。プロパティが相対的な契約関係の帰結から、金融・証券市場で譲渡される商品の意味するものへと重要な転換を果たしたと評され、プロパティの他に、その例として、負債(debt)自体が売買可能な商品、ないしは動産であり、金銭と同様に使用され、金銭と同一の効果をもたらしていると論じられている³⁴⁸。このプロパティの経済的性質の変容は、また法的性質にも影響を与えた。相対的契約から人的関係がほぼ払拭され、人的関係を由来とするにもかかわらず、譲渡された第三者が自らの名義で訴訟を提起することができるまでにいたった³⁴⁹。かくして、譲渡可能性(assignability)が最高度に完成し、プロパティ概念の抽象化も完成した。株式の譲渡可能性が基本的性質として確認されていく準備が整ったのであった。すなわち、憲法解釈においてプロパティの無形性ないし無体性が承認されることを通じて、株式の無形・無体権利性が確認され、抽象的権利性が進展する途が開かれたといえる。

第2款 無体動産

アメリカにおいても、株式は、無体動産の性質があるものとされる。無体動産は、訴訟により動産もしくは金銭を回復する権利やその権利の目的物である動産そのものを含み、権利と物品とを併せて意味する³⁵⁰広範囲な含意のある法的表現である。たとえば、無体動産には株式以外にも負債(indebteness)が含まれる³⁵¹。連邦最高裁は、1869年の *Bushnell v. Kennedy* 事件で、無体動産は、包括的で、全ての負債、及び契約違反、並びに契約に関連する不法行為を理由とした全ての損害賠償請求権が含まれると判示した³⁵²。無体動産との性質決定の法的作用の特徴は、訴訟形式において現れる。株券から区別された無形の株式は、動産回復のための動産占有回復(replevin)訴訟や動産返還請求(detinue)訴訟の対象とはならない³⁵³。それは、株式がその無形性からコモン・ロー上の令状制度にそぐわず、同一性の確認や差押申立てが手続上、不可能だったからであると思われる。権原の瑕疵や負担を除去するエクイティ上の訴訟は通常、物的財産の場合だけであるにもかかわらず、株式のような人的財産についても、救済のためにエクイティ上の訴訟が、「人的財産の権原が関係する場合にも、土地の権原の瑕疵や負担がある場合と同様に、裁判所は一般的に同じ原則を適用する」として認められた³⁵⁴。無体動産は、基本原理において移転可能なものとされ、現代の他の無体財産と同様に assignment(譲渡)の対象となる。しかし、その移転には特有の様式があり定款規定に影響されることを考慮しなければならず、実際、付属定款には、通常、移転の様式が定められる³⁵⁵。つまり、譲渡は必ずしも無制限に自由ということではなかった。もっとも、会社が

³⁴⁸ *Id.*

³⁴⁹ *Id.*, at 251.

³⁵⁰ 穂積・前掲注(114)198頁。

³⁵¹ *Power & Irrigation Co. of Clear Lake v. Bank of Woodland*, 213 F. 109(Calif. 1914).

³⁵² *Bushell v. Kennedy*, 76 U.S. 387(1869).

³⁵³ 古くは、人的訴訟の形式に replevin 訴訟、detinue 訴訟、debt account 訴訟、covenant 訴訟、trespass 訴訟、case 訴訟、trover 訴訟、及び assumpsit 訴訟があった。原告から被告による不当留置が主張される detinue 訴訟は、原告が不当留置を主張するので対物訴訟に類似した外観をもつ(メイトランド・前掲注(320)115頁)。

³⁵⁴ *Newman Mach. Co. v. Newman*, 275 NC 189, 166 S.E.2d 63, 68(N.C. 1969).

³⁵⁵ *SCHOUER*, *supra* note 309, at 590.

株主の株式の自由処分権を不合理に制限することは許されず、一般的でない制限は無効とみなされる³⁵⁶。無体動産がエクイティ上では *assignment* が可能とされながら、コモン・ロー上では譲渡不可能とされたのは、無体動産が訴訟によって実現する権利であるところ、その譲渡は訴訟の譲渡を意味しコモン・ローの裁判所は濫訴をおそれたからであると説明されている³⁵⁷。

1897年の *Edmunds v. Illinois Cent. R. Co.* 事件³⁵⁸では、無体動産の譲渡性が争われた。事案では、鉄道会社の料金の過剰請求についての州際通商法の規定に基づく損害賠償請求権の譲渡可能性及びその受益権の譲受人への移転の当否、並びに、譲受人の名義による訴訟継続の当否が争点であった。裁判所は、「コモン・ローにおいて、無体動産は、譲渡不可能なので、譲受人は、コモン・ロー上の（無体動産についての）訴訟を自らの名義で続行することはできないことには疑問がない」と判示した上で、「無体動産が譲渡可能とするならば、その受益権を譲受人に移転するための訴訟を、譲受人の名義で続行できるとするか、又は、譲受人のために譲渡人の名義で改めて訴訟が提起されなければならないとするかは、単に手続の態様の選択問題である」とし、裁判所の法が決定できるとした。その一方、「譲受人に権利又は持分を付与することになる無体動産の譲渡が可能かどうかは、本案に影響を与え、また、訴訟理由と訴権を形成した法によってコントロールされる」と判示した。「本案の訴訟目的である無体動産は、被害者の死亡で消滅する人的不法行為から生じたものではなく、原所有者の死亡によって法定代理人に継承されることになるプロパティ権を構成するものである」³⁵⁹と述べた。そして、これまでの判例の蓄積から導かれるルールは、「純粹人的不法行為 (*purely personal torts*) [筆者注：暴行、名誉棄損、不法監禁等] 等の裸の訴権は譲渡不可能であるが、無体動産や訴権がプロパティ権の場合には譲渡可能となる」との趣旨を述べた³⁶⁰。

このようにコモン・ロー上の原則が大幅に変更され、株式の譲渡の効力は原則として認められるようになっていったが、その株式の自由譲渡性を維持する上で、鍵概念となったのがプロパティ権であり、無体動産であった。この概念操作は、「あたかも動産のように流通せしめる法的諸技術」の一例のように思われる³⁶¹。従来、株式の擬制資本証券化として論じられていた³⁶²株式の流通性とはやや異なり、株式を無体動産として性質決定することで、譲渡可能性が用意されていったのである。株式は、抽象的法的思考にのみ存在する無形・無体な「もの」であり³⁶³、その法的性質は、無体動産とされ³⁶⁴、その根幹には自由譲渡性がある。無体動産が株式の法的性質を説明する主要な要素となっていったが、その理由には、株式の無形性・無体性が強く認識されるようになったこと、及び株式の譲渡可能性が要求されたことにあると考えられる。

³⁵⁶ *Id.*

³⁵⁷ 田中(英)編集代表・前掲注(193)66頁。

³⁵⁸ *Edmunds v. Illinois Cent. R. Co.*, 80 F. 78, 78(C.C.N.D.Iowa 1897).

³⁵⁹ *Id.*, at 80.

³⁶⁰ *Id.*, at 81.

³⁶¹ 柴崎暁『金融法提要』(成文堂、2019)150頁注489。

³⁶² 富山康吉『現代資本主義と法の理論』(法律文化社、1979)95頁。

³⁶³ FLETCHER, *supra* note 262, at 86-87.

³⁶⁴ *Griffin v. Jones*, 518 S.W.2d 435, 437(Tex. 1974); *Engel v. Teleprompter Corp.*, 703 F.2d 127, 131(5th Cir. 1983).

第3款 譲渡性の制限

株式のこの一般的な自由譲渡性は、株式会社のデフォルト・ルールである。公開会社では、その典型として、株式は公開資本市場で売買される。株式の売買は、制限株式(restricted stock)³⁶⁵や IPO 前の期間に既存株主に適用されるロックアップ(lock-up)³⁶⁶等の重要な例外的場面を除いて、一般的には、契約上ないし規制上の制限の対象とならない³⁶⁷。もっとも、上記の譲渡制限も政策目的で一定期間の間、譲渡を制限するだけで、株式の自由譲渡性を本質的に阻害するものではない。

分散した株主は、議決権を有していても、株式の売却を通して経営に影響力を行使することで満足している(いわゆる、ウォール・ストリート・ルール)というのが、アメリカ会社法の分析上の、理論的枠組みだと説く見解がある³⁶⁸。会社法が取締役会に経営活動を実行する権限を割り当て、株主に委ねているのは批准機能だということである。つまり、大半の株主にとって、経営への参画権が、株主総会での議決権行使ではなく、株式売却による会社との関係から離脱という消極的機能に後退している。この理論的枠組みの理解も、経済的には合理的選択であっても、法的には、株式の法的性質の変容を示唆するものと思われる。

第4款 「所有と所有の分離」

株式の抽象化を背景に、近時、株式の保有構造の複雑化や法律関係の輻輳化が「最終株主の権利行使をより困難にして」おり³⁶⁹、従来の「所有と支配の分離」ではなく、投資構造中の仲介者の存在によって「所有と所有の分離」が生じていると評されている³⁷⁰。「長期投資資本の保有者である個人はもはや、会社の株式を直接保有していない、すなわち、株式の直接の保有者はもっぱら機関投資家である」と論じる³⁷¹。株主への権限委譲(empowerment)による会社の意思決定の改善の成否はそうした権限委譲された株主(今日では機関投資家)の行動とインセンティブに決定的に依存している³⁷²。機関投資家の形態や規模は様々であるが、個人投資家は投資信託や年金ファンド、ヘッジファンドを介して株式を保有し、いずれの場合も、会社の議決権の保有者は、会社の最終的な受益的所有者(ultimate beneficial owner)ではなく、「単一の投資商品(unitary investment vehicle)としパッケージされた、多様な株式を組み合わせについての権利」を投資家に保有させることができるこうした仲介者なので

³⁶⁵ 伊藤靖史「株式報酬と会社法 [上]」商事 2138号(2017)10頁(注4)。

³⁶⁶ 上場前の既存株主に対して所有している株式を上場後から一定期間売却できないようにする規制・契約を指す。

³⁶⁷ D. Gordon Smith, *The role of the shareholders in the modern American corporation*, in RESEARCH HANDBOOK ON THE ECONOMICS OF CORPORATE LAW 52(Claire A. Hill et al. eds., 2012), at 61.

³⁶⁸ *Id.*, at 53.

³⁶⁹ 神作裕之「コーポレートガバナンス向上に向けた内外の動向」商事 2030号(2014)20頁。

³⁷⁰ 神作・前掲注(369)頁注(62)。

³⁷¹ Usha Rodrigues, *Corporate Governance in an Age of Separation of Ownership from Ownership*, 95 Minn. L. Rev. 1822-1866, 1828(2011).

³⁷² *Id.*

ある³⁷³。株式の保有構造の多層化は、各種のファンド構成に広くみられる構造であり、権限委譲された者は、長期投資をする株式の最終保有者ではなく、短期的仲介者でしかない³⁷⁴。株主は、会社の経営参画権等の非経済的利益から遠ざかり、株式に本来内在しているはずの集团的・人的関係性が一層希薄化することになる。

第3章 株式の法的性質から生じる法的諸問題

第1節 課税対象の認定

第1款 所在地の決定（株式と株主との遮断、株式と会社財産との遮断）

株式の法的性質は、古くは、株式に対して法を適用する際の基準となる住所や管轄の決定において議論されることが少なかった。すなわち、株式とは何かというだけでなく、端的には、株式は不動産か、株式の所有者は誰か、株式の訴訟の管轄権を持つ裁判所はどこか、といった管轄権発生の問題であった。州の課税権能は、その州の管轄内にある、(i)人、(ii)プロパティ、及び、(iii)事業の3つの対象に限定され、全ての課税は、このうちのいずれかに関係するものでなければならなかった。このため、プロパティの法的性質とその範囲を明らかにする必要があった。

まず、株式と株主とが遮断された。1872年の *In re State Tax on Foreign- Held Bond* 事件³⁷⁵では、プロパティ税についての州の課税権の範囲に関して、社債の所在地(*situs*)が争点の一つとなった。オハイオ州の鉄道会社が原告で、ペンシルバニア州が被告であった。連邦最高裁は、判決の中で株式に言及し、「株式や貸付金は、人的財産であるからその所有者の所在地（の法律）が相続権を決定する。所有者の死亡時の所在地が相続手続における権利者を決定するものの、課税権はこの区分には依存しない」と述べ、「州外の居住者の所有であっても、法人の株式は州のプロパティであることは裁判の中で認容されており、最高裁が長く悩まされていた疑問についての最終判断（鉄道会社の株主は、その法人を設立した州の市民とみなされる）が示された *The Ohio and Mississippi Railroad Company v. Wheeler* 事件³⁷⁶の判決からの当然の帰結である」と述べた。つまり、連邦最高裁は、株式に対する課税権は人的財産であっても、株主ではなく、株式の所在地によって決定されるとし、州外に所在する株主であっても、会社の株主としては、会社が設立された州の市民とみなされるとした判例と整合的に、課税権の判断は、株主の所在地から切り離されるとの判断を示した。

1873年の *Tappan v. Merchants' National Bank* 事件（前出）で、連邦最高裁は、「株式発行の根拠法は、課税目的の場合、その所有者とは別に、株式の課税基準となる所在地を決めることが許される」と判示した。これは、人的財産にもかかわらず、課税目的の場合には、法的作用によって、人（株主）から分離されうるといった株式の性質を認めたものである。また、「国法銀行法(*the National Banking Act*)⁴¹条は、人、又は法人が所有する国法銀行の株式を、銀行が所在する場所（他の場所ではなく）の州の課税対象額の評価において、人や

³⁷³ *Id.*, at 1828-1829.

³⁷⁴ *Id.*, at 1829.

³⁷⁵ *In re State Tax on Foreign- Held Bond*, 82 U.S. 300(1872).

³⁷⁶ *The Ohio and Mississippi Railroad Company v. Wheeler*, 66 U.S. 286(1861).

法人会社の人的財産の評価に含めることができることを実質的に定めたものである」と判示した。さらに、「国法銀行法のこの規定が、プロパティについての準則となり、以降、課税目的の場合、国法銀行が設立された全ての州は、株主の居住、非居住の別にかかわらず、銀行の株主及び株式についての管轄権、並びに立法権能をもつ」ことを明らかにした。そして、「イリノイ州憲法 9 章には、州が、株主の居住地にかかわらず、州に所在する国法銀行の株主を同州において課税することを妨げる規定はない」とした上で、「1867 年に制定された法律（筆者注：株式発行の根拠法）は、合憲で有効である」と判示した。すなわち、課税目的上、株式が株主と分離した人的財産と性質決定され、その具体的効果が株式の所在地の決定に現れたのである。

このように、会社の株式が人的財産であることは、長く認識されてきたが、唯一の疑問は、当該の株式が、訴訟が提起されたその地区において、人的財産とされるか否かであった³⁷⁷。かつては、立法者が別に定める場合を除いて、管轄法決定における株式の住所は、コモン・ロー上の所有者の住所とされ、株式が所有者に帰属するものとして人的財産性を株式に認めていた³⁷⁸。無形の人的財産の課税上のとりあつかいについて、裁判所は、これまで、「動産は人に従う」(*mobilia sequuntur personam*)といったとりあえずの建前をあてはめることが多かった。ところが、無体動産という株式の性質決定は、所在地の決定にもまた影響を与えた。すなわち、株式は、単に動産ではなく、無体動産の性質があり、無形・無体の人的財産であると性質決定され、株式の所在地は、その所有者の住所となる場合も、株式を発行した会社の住所となる場合もあった³⁷⁹。株式の所在地は、目的に応じて決定される³⁸⁰と考えられるようになり、2003 年の *Kremen v. Cohen* 事件（前出）で裁判所は、銀行他の法人の株式は、不動産の所在地に応じて課税される不動産税と同様に、その所有者の住所とは無関係に、プロパティの所在地に応じて課税されると判示した。

また、株式は、会社のプロパティとも遮断された。株主による株式(*shares*)の所有と会社による資本(*capital*)の所有とは同一ではないとする判例は、1932 年には確立していた³⁸¹。2001 年の *Official Committee of Unsecured Creditors v. R. F. Lafferty & Co.* 事件³⁸²で、会社の株式は、基本的に、会社のプロパティから区別され異なるものであると裁判所は判示した。すなわち、債務会社（金融会社 2 社）は、いわゆるポンジー式詐欺(*Ponzi scheme*)とされる投資スキームを運営していたが破綻し多数の債権者に多額の損失を与えたところ、破産が申し立てられた。破産管財人から任命された債権者委員会は、ペンシルバニア州東部地区裁判所に対し、債務会社のために、第三者によって会社は債務証券(*debt securities*)の詐欺的発行を勧誘され、「倒産状態を深めたこと(*deepening insolvency*)³⁸³」によって破産を強い

³⁷⁷ *Hall v. Gulf South Utilities, Inc.*, 96 F.Supp. 351, 353(D.Miss. 1951).

³⁷⁸ *Jellenik v. Huron Copper Min. Co.*, 82 F. 778(C.C.W.D.Mich. 1897); *American Soc'y Co. of New York v. Edwards & Bradford Lumber Co.*, 57 F.Supp. 18(Del. 1944).

³⁷⁹ *Vidal v. South Sec Co.*, 276 F. 855, 868(2nd Cir. 1922).

³⁸⁰ *Westerman v. Gilbert*, 119 F.Supp. 355(R.I. 1953).

³⁸¹ *First Nat. Bank of Boston v. State of Maine*, 52 S.Ct. 174, 179(1932).

³⁸² *Official Committee of Unsecured Creditors v. R. F. Lafferty & Co.*, 267 F.3d 340 (3rd Cir. 2001).

³⁸³ 後藤元「取締役の債権者に対する 義務と責任をめぐるアメリカ法の展開」金融研究 29 巻 3 号(日本銀行金融研究所、2010)146 頁注(104)。

られたと申し立てた。この第三者は、会社経営者と結託した疑いがあり、また、会社の単独株主(sole shareholders)でもあった。裁判所は、委員会の申立てを棄却し、委員会は控訴した。合衆国控訴裁判所(第3巡回区)は、この原審の判決を支持した。すなわち、委員会は債務会社のために、「倒産状態を深めたこと」(筆者注:による不法行為等にもとづく損害賠償)を申立てることができ、(法人格否認の法理の主張に関して)会社の存在は否定できないものの、債務者の立場にたてば、委員会は、訴えの相手である第三者と同責(*in pari delicto*)であり、委員会の申立ては認められず、従って原審の判断は支持されると判示した。法人格否認の法理によって会社と株主とを同一視することで破産についての会社の責任が株主に転嫁されることを容認せず、株式と会社のプロパティとが遮断されることが確認された。

第2款 二重課税問題

複数地課税基準がデュー・プロセス条項に抵触するのではないかという問題について裁判所は決着をつけることはなかったにもかかわらず、その一方、1886年の *State of Tennessee v. Whitworth* 事件³⁸⁴の連邦最高裁判決によれば、課税可能な価値には、(1)法人特権(franchises)、(2)会社が保有する株式資本(capital stock)〈投資資産〉、(3)会社のプロパティ、及び(4)個人株主が保有する株式資本の部分(shares of stock)〈株式〉があると考えられていた。

19世紀末から20世紀初頭にかけて、株式の法的性質についての裁判所での議論は、広く各地に大規模な財産を有する鉄道会社のプロパティに対する課税と株式への課税という、いわゆる資産課税における二重課税の問題として、繰り返された。プロパティ税の課税対象となる会社のプロパティは、当初、会社の設備投資の結果、会社が有した有体財産を意味していた。当時、裁判所は、プロパティの大部分が不動産であり、州の課税権に服するものであると観念していた。株式に対するプロパティ税の課税は、(i)株式がプロパティの価値もしくははその使用权の価値を、直接・間接に表章するとき、又は、(ii)株式自体をプロパティとするとき、株式には一定の経済的価値があると考えられる余地があったからである。その場合、株式の所有者への課税が、法律に規定されることを法的条件として、正当化された。

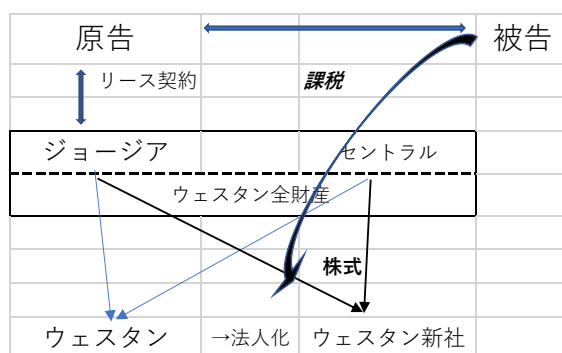
この二重課税問題について判示したのが、1902年の *Louisville & N. R. Co. v. Wright* 事件³⁸⁵の判決であった。事案は、*Louisville & Nashville Railroad Company* (原告)が、*Georgia Railroad & Banking Company* (以下、ジョージア鉄道銀行)の所有する *Western Railroad of Alabama* (以下、法人化前はウェスタン鉄道、法人化以降は、ウェスタン鉄道新社)の株式への課税について、会計検査委員長(被告)に対して課税差止を申し立てたエクイティ上の訴訟であった。1875年に、ウェスタン鉄道のプロパティと法人特権(franchise)は、ジョージア鉄道銀行、及び *Central Railroad & Banking Company* (以下、セントラル鉄道銀行)によって買収された。1881年に、ジョージア鉄道銀行がその財産を対象とするリース契約を締結していたところ、1899年に、原告はリース持分の単独譲受人となった。さらに、1899年に、*Atlantic Coast Line Railroad Company* がそのリース持分の半分を取得し、原告とともに共同リースのレシーとなった。両レシーは、共同リース契約中の合意に基づき、ジ

³⁸⁴ *State of Tennessee v. Whitworth*, 6 S.Ct. 645, 647(1886).

³⁸⁵ *Louisville & N. R. Co. v. Wright*, 116 F.669(C.C.N.D.La. 1902).

ジョージア鉄道銀行の州税（具体的には、株式に課されるあらゆる税金）の支払義務を負った。つまり、ウェスタン鉄道（ないし同鉄道新社）は、鉄道財産を持たない鉄道運営事業者であった。ジョージア鉄道銀行とセントラル鉄道銀行両社は、原告とのリース契約成立までの間、共同権利者としてウェスタン鉄道の事業運営を行った。ウェスタン鉄道新社は、一部の僅かな財産を除きジョージア州にプロパティを所有せず、新法人認可に際して、ジョージア鉄道銀行とセントラル鉄道銀行両社は、ウェスタン鉄道をウェスタン鉄道新社へ譲渡し（現物出資か）、その対価として 30000 株のウェスタン鉄道新社の全株式資本のうち、其々 15000 株を受領することとなっていたと主張した。15000 株は発行され、ジョージア鉄道銀行名義となった（なお、セントラル鉄道銀行の 15000 株については判決文では不詳）（各社の関係は図 1 参考）。

(図 1)



裁判での争点は、アラバマ州の法人であるウェスタン鉄道新社の株式が、ジョージア州の法人であるジョージア鉄道銀行のプロパティとして、ジョージア州によって課税され得るか否かであった。裁判所は、判決の中で、「まず、一般的には、憲法上の制約がない限り、課税上必要であれば、州は、株主が所有する株式を、(会社とは) 区別された異なるプロパティとして扱う³⁸⁶権限を有している」と述べた。「ジョージア州憲法及び制定法の下では、鉄道会社の場合、内国法人であろうが、外国法人であろうが、その有するプロパティについて課税されているときは、州民が所有する鉄道会社の株式には課税されない。かかる株式に対しての税金の徴収権は、納税者の有する株式、及び株式の価値についての納税申告を定める税法の規定から単純に類推されることはない」と判示し、特段の法規がない限り、株主が所有する鉄道会社の株式は、一定の条件の下では課税されないことを明らかにした。この判決は、特段の法規がないことを理由に二重課税を否定したが、株式が会社の実物財産としてのプロパティから独立・区分されると構成することで二重課税を回避したように思われる。

第 2 節 現物資産を持たない会社や持株会社における株式の所有関係の変容

株式が会社のプロパティからも株主からも遮断されると、間接的所有権性の具体化であっても、消極的にはあれ所有権概念と関連づけて論じる、伝統的な株式の法的性質論は、再検討が迫られる。現物資産を有さない会社や現物資産を出捐しない株主が存在する持株会社といった会社では、そうした会社の株式と、通常の子会社の株式とを同様に位置づけて論じて

³⁸⁶ Automobile Mortgage Co. v. Ayub, 266 S.W. 134, 135 (Tex. Comm'n Appeal 1924).

よいのかという、すぐれて現代的な問題が生じているように思われる。この問題は、株式会社グループの組織再編においても見られる³⁸⁷。

Louisville & N. R. Co. v. Wright 事件(前出)では、ウェスタン鉄道新社は、鉄道財産を持たない鉄道運営事業者という、いわば「事業がソフト化した会社」といえる状態であった。裁判での直接的争点ではなかったが、この問題を考えるにあたって参考となる実例であった。つまり、事案では、株式が会社の実物財産としてのプロパティから独立・区分されることで、法的効果(資産課税)が異なることを示した。その論理的枠組みで株式の抽象化が進展していることを示唆していると評価できる。また、従来の株主と事業主体との関係は、持株会社を介して著しく間接的となる。株式は、抽象化し、それが表章するプロパティは、少なくとも、伝統的なものとは異なる。持株会社によって株主権の縮減³⁸⁸ではなく交換³⁸⁹が生じているとの評価もあるが、むしろ持株会社という新たな株式会社形態に合わせて株式の所有関係の変容を看取することができる。アメリカ会社法における持株会社の株主の位置づけは、この観点からも改めて検討する必要がある。

現物資産を持たない会社や持株会社の株式の実質は、事業のキャッシュフローが背景となるが、そのキャッシュフローの評価には、個々の株主の個性はもとより、事業の個性や特徴も直接的には関係しない。この点において、無機質なキャッシュフローを背景とするこうした株式を、事業資産を背景した伝統的な株式と同視することはできないように思われる。

第3節 株主権の変容

第1款 種類株式による議決権制限と proprietary

アメリカ法では、株主は、(1)議決権を中心としたコントロール・経営管理についての諸権利、(2)配当受領権、残余財産分配権等を含む proprietary 権、及び、(3)救済の諸権利他付随する諸権利の3種類の権利を持つとされる³⁹⁰。判例は、個々の株式(each share of stock)は、会社の経営、利益、及び最終財産について、所有者が有する権利を表わすとする³⁹¹。諸権利が付与される根拠は、株式契約による合意、及び、株式の所有者としての株主の地位、

³⁸⁷ たとえば、フランスのルノー社(Renault S.A.)は、日産自動車(株)への1999年の出資直後、2002年に、その殆どの事業資産を、新たに設立した完全子会社である Renault s.a.s(簡易株式会社)に譲渡した。その結果、ルノー社は、Renault s.a.s.とその子会社についての持分の全て、日産の株式、並びに、永久劣後証券、金融負債、及び借入金をもつ事業持株会社となった。フランスの簡易株式会社には株主の権利内容や株主の平等性等についての顕著な特殊性がある(井上治行「会社の組織変更による簡易株式制会社の成立」早法74巻3号(1999)237頁、鈴木千佳子「会社組織及び活動の柔軟化—フランスの簡易株式会社について—」法學研究173巻2号(2000)113頁、ミシェル・ジェルマン、鳥山恭一訳「株主の平等」慶應法學15-16号(2010)202頁、小西みも恵「定款自治の拡大と限界—フランス簡易株式会社組織会社の社員権を中心として—」私法75号(2013)251頁)。この簡易株式会社の挿入によって、従来の株主と事業主体との関係は、事業資産を持たないルノー社を介して著しく間接的となった(ルノー社 EDINET 提出有価証券報告書)と評価できる。

³⁸⁸ 河合正二「グループ経営における経営指揮と責任」金沢星稜大学論集45巻3号(2012)1頁。

³⁸⁹ 那須野太「企業関連法制度の重点課題」商事1920号(2011)69頁。

³⁹⁰ BALLANTINE, *supra* note 266, at 375.

³⁹¹ Lucas v. Milliken, 139 F.816(C.C. D. S.C. 1905), at 829.

ないし「実質的所有」に求められる³⁹²。しかし、契約によって権利内容が変更できるとする場合はもちろん、「実質的所有」は権利の経済的効果の帰属先の根拠を説明したにすぎないとする立場に立つと、これは株式に付着する権利の類型を説明したものと考えられる（類型は概念の前段階である³⁹³）。株主権の類型は、株式契約上の合意や株式所有者としての地位の変化に応じて変化しうるから、こうした類型を示しただけでは、株主の権利保護という目的や株式のエクイティ性といった機能への期待を表現してはいるものの充分ではないかもしれない。

このため、株式は社員関係であるから経営参与権（各種の経営参加権や監督・是正権の総称）があるというだけでは、「なぜ株式にそのような経営参与権が与えられなければならないのか」という根本的な問いに十分答えていない³⁹⁴といった批判が提起される。

そこで、議決権をプロパティ権とするアメリカの判例が示唆的である。議決権をプロパティであるとする判例は、下級審ではあるが 20 世紀の初頭に遡ることができる。すなわち、1903 年の *Talbot J. Taylor & Co. v. Southern Pac. Co.* 事件判決³⁹⁵では、「会社設立法に別異の定めがない限り、会社の全ての株主の会議で、株主が有する株式についての議決権は、株式の所有に内在する(inherent)ものであり、プロパティ権である」と定義され、また、1905 年の *Lucas v. Milliken* 事件判決では、コモン・ロー上の株式所有者の議決権は、プロパティ権であり、他のプロパティ権と同様に尊重されなければならないと判示された³⁹⁶。この定義はその後の、1946 年の *Steinberg v. American Bantam Car Co.* 事件判決³⁹⁷でも維持された。また、1975 年の *Klaus v. Hi-Share Corporation* 事件判決³⁹⁸では、カリフォルニア州法の下では、議決権はプロパティ権であると判示された（もっとも、この判決は、プロパティの所有権に付随するものとして株主の議決権が衡平裁判所の保護を受ける³⁹⁹とする 1942 年の先行判例に基づいており、むしろ、議決権自体はプロパティではなく、それを保護する衡平法上の権利であることを示唆したものと解すべきであろう⁴⁰⁰）。

議決権といった株式の権利を制限する限界を画すときに、株式の法的性質についての観念が現れるように思われる⁴⁰¹。経済的利益が限定された種類株式や、議決権がないか又は制約

³⁹² BALLANTINE, *supra* note 266, at 375.

³⁹³ 篠田四郎「会社法における類型論」私法 45 号(1983)249 頁。

³⁹⁴ 神田秀樹「株式と社債」岩原紳作編『竹内昭夫先生還暦記念 現代企業法の展開』(有斐閣、1990)246-247 頁、松井・前掲注(49)406 頁もまた、株主の所有者性を前提とするにしても、なぜ株主の所有者性から企業経営への参与権が導かれるのかと問う。

³⁹⁵ *Talbot J. Taylor & Co. v. Southern Pac. Co.*, 122 F. 147(C.C. W.D. Ky. 1903), at 151.

³⁹⁶ *Lucas v. Milliken*, 139 F.816(C.C. D. S.C. 1905), at 829.

³⁹⁷ *Steinberg v. American Bantam Car Co.*, 76 F.Supp. 426(W.D. Pa. 1948), at 436.

³⁹⁸ *Klaus v. Hi-Share Corporation*, 528 F.2d 225(1975), at 234.

³⁹⁹ *Myberg v. Superior Court of Los Angeles County*, 121 F.2d 685(1942), at 687.

⁴⁰⁰ 1982 年の *In the Matter of Calamity Janes, Inc., Bkrctcy.*, 22 B.R. 5(D. N. J. 1982), at 7. この判決では、「個々の株主の権利は、会議に参加し、投票する人的権利であり、かつ、会社の配当、及び財産の分配に預かるプロパティ権である」とプロパティ権の経済的権利性がより強調された。しかし、これは、破産事件の特性からの判断であり、議決権の性質についての一般性は限定的かもしれない。

⁴⁰¹ 「細分化された割合的単位たる株式」というかつての株式の定義は、種類株式にはもはや通用しない」高田晴仁「種類株式と属人的定め」商事 2207 号(2019)8 頁。

された種類株式は、大部分の州で何の制限も課されていない⁴⁰²。この種類株式の容認は、明らかに、議決権が株式に不可欠の要素ではないことを示している。名目的経済的利益しか持たない議決権株式を種類株式として用いたリーディングケースが 1966 年の *Lehrman v. Cohen* 事件判決⁴⁰³であった。デラウェア州最高裁は、同州の制定法は、株式には議決権及び *proprietary* 権が共に付与されなければならないとは定めておらず、むしろ州憲法 151 条は、極めて広義の意味で、議決権及び *proprietary* 権を基本定款(*certificate of incorporation*)等に規定できることを認め、無議決権株式の発行も明らかに認めている。法は、議決権のみを有する種類株式の発行も、経済的権利のみを有する種類株式の発行も許容しているから、公序は議決権と受益的株式所有権との分離を認めていないとする原告の主張は支持できないと判示し、問題となった種類株式は、憲法の規定に従い合法的であるとした⁴⁰⁴。この判決は、デラウェア州の公序上、議決権と経済的権利とが分離可能であることを明らかにした。

さらに、種類株式による、経済的利益と議決権の分離の根拠を、株式の法的性質に求め、そのプロパティ性について判示したのが、1971 年の *Stroh v. Blackhawk Holding Corp.* 事件判決⁴⁰⁵であった。会社は、イリノイ州事業会社法に基づいて設立され、会社の基本定款は、額面 1US ドルの 3,000,000 株のクラス A 株式、及び無額面の 500,000 株のクラス B 株式の発行を定めていた。クラス A 株式にもクラス B 株式にも、1 株 1 個の議決権が付与された。クラス B 株式には、配当受領権及び会社清算時の残余財産の分配受領権が付与されていなかった。計 21 名の設立企画者(*promoter*)は、計 87,868 株のクラス A 株式を 1 株 3.4 US ドル(計 298,751.20 US ドル)で、及び計 500,000 株のクラス B 株の全部を 1 株 1/4 セント(計 1,250 US ドル)で取得した。会社は、株式の新規上場後、さらに計 500,000 株のクラス A 株式を 1 株 4 US ドル(計 2,000,000 US ドル)で売り出した。その後、クラス A 株式は、2 分の 1 の株式分割が行われ、計 1,175,736 株となり、追加の新株発行の結果、クラス A 株式の発行数は計 1,237,681 株、クラス B 株式の発行数は 500,000 株となった。この時点で、クラス B 株式による議決権数は、総議決権数の 28.78%であった。つまり、設立企画者グループは、クラス A 株式に加えクラス B 株式の保有によって、計 300,001.20 US ドルの投資をもって、時価総額が 2,000,000 US ドルを超える会社をコントロールできる状態となった。クラス A 株式を有する株主グループは、株主を保護するグループを作り委任状を勧誘し、クラス B 株式による議決権行使の差止のため、議決権のみが付着した株式は無効であることを理由に訴訟を提起した。訴訟での唯一の争点は、500,000 株のクラス B 株式の有効性であった。原告は、事業法人法(1969 年修正法 32 章)上の株式の定義を援用し、株式は *proprietary* 権を意味し、株式は、会社のプロパティ、又は財産(*assets*)についての経済的権利(*economic interest*)を表現する(ものと解すべきである)と主張した。

第一審の郡巡回裁判所は、略式判決で原告の申し立てを認め、(財産権の無い)クラス B 株式は株式に該当せず、その発行は会社の能力外行為で原始無効であると判示した。控訴審は、第一審判決を破棄・差戻しとし、かつ、上訴を許可した。そこで、イリノイ州最高裁に

⁴⁰² ロバート・W・ハミルトン、山本光太郎訳『アメリカ会社法』(木鐸社、1999)200 頁。

⁴⁰³ *Lehrman v. Cohen*, 222 A.2d 800(Del.1966).

⁴⁰⁴ James Richard White, *Class B Stock: A Voting Control Devise*, 26 Sw. L. J. 618(1972), at 623.

⁴⁰⁵ *Stroh v. Blackhawk Holding Corp.*, 272 N.E. 2d 1(Ill.1971).

上訴された。イリノイ州最高裁は、次のように判示した。すなわち、

- ・法によって生み出されるイリノイ州の会社の定款は、契約である。
- ・財産や利益についての権利のないクラスB株式の発行が許されるか否かは、州憲法、事業法人法、及び州のコモン・ローに従って決められなければならない。
- ・1969年事業法人法は、株式とは、会社についての **proprietary** 権が分かつた単位であると定義するが、これは、会社のコントロール、剰余利益、又は剰余財産の分配に参加する諸権利の単位とした 1955年法の規定と同義である。
- ・**proprietary** は、必ずしも会社の経済的権利、ないし財産権を意味しない。

その結果、州最高裁は、会社に対する経済的権利を株主から奪うことは許されるが、経営に対する発言権、すなわち、議決権の剥奪は許されないと結論し、会社が剰余利益や剰余財産分配に参加する権利はなく議決権のみが付着した株式を発行することができる等判示した。判示の中で、州最高裁は、**proprietary** の用語がこれまで、所有の同義語ないし、法的所有権を示すものと定義されてきたものの、必ずしも経済的権利や財産権を意味せず、また、**proprietary** を、所有権、排他的権原、又は、支配権を意味するものとの定義は、「もの」(thing)の、占有、及び物質的コントロールを示唆していると述べた被告の主張には異議を述べず、法上の定義は、株式の所有によって付与される **proprietary** 権が、会社のコントロール、剰余・利益、又は資産の分配に参加する3つの権利のうち、1つ以上からなることを意味しているとの解釈を示した⁴⁰⁶。

この判決に対して、株主にとって重要な保護手段が剥奪されるようにもみえ、イリノイ州法による無議決権株式禁止政策に反するとの批判があった⁴⁰⁷。なぜなら、会社について多額の経済的権利を有し、経営の失敗によって損失を被るおそれのある株主に、取締役の選任権があることで、会社コントロールの濫用が牽制できると考えられたからである。また、議決権信託、株主民主主義、経済的権利や議決権の分離といった実際上の重要な影響を裁判所は考慮せず、形式的には正しい判決であったとしてもその論拠は不安定であると批判された⁴⁰⁸。もっとも、議決権の剥奪が許されないのは、1870年イリノイ州憲法における議決権条項の存在といったやや特殊な状況によるので、その解釈には一定の留保が必要であろう。州憲法の議決権条項は、1954年には、「会社の基本定款は、いかなる種類株式についても、その議決権を制限し、又は剥奪してはならない」としていたが、その後、1957年改正によって償還や配当等についての種類株式の発行が許されるようになっても、議決権条項は維持されていた⁴⁰⁹。

第2款 バーチャルオンリー型株主総会における株主権の保護

物理的会場を伴わない株主総会の開催は法解釈上無理であり、株主には常にリアル総会へ

⁴⁰⁶ *Id.*

⁴⁰⁷ Case Comment, *Nonequity Voting Shares – Separation of Corporate Control from Ownership: Stroh v. Blackhawk Holding Corp.*, 44 U. Colo. L. Rev.433 (1973), at 440 & note 36.

⁴⁰⁸ White, *supra* note 404, at 625.

⁴⁰⁹ *Id.*, at 620.

の出席機会が付与されなければならないとするわが国⁴¹⁰411とは異なり⁴¹²、アメリカでは、ハイブリッド型又はバーチャルオンリー型(あわせて、バーチャル総会)⁴¹³を容認する州が少なくない⁴¹⁴415。バーチャルオンリー型を禁止する州がある一方、多くの州が制定法を設け容認している。近時は、ハイブリッド型が減少し、バーチャルオンリー型が増加し⁴¹⁶、Intel Corp. や HP Inc.、Ford Motor Co.等の大規模公開会社での採用も拡大した。一方、連邦証券法は、

410 バーチャルオンリー型株主総会がわが国の現行会社法の下で開催できるかについては解釈が分かれている。株主総会の「場所」には、サーバー空間は含まれないというのが有力な見解であり、株主総会決議不存確認の訴えを提起されるリスクも指摘されている(尾崎安央「2020年の定時株主総会とハイブリッド型バーチャル株主総会(下)」商事法務ポータルNEWS(2010))。

411 バーチャル株主総会について、森本滋「主要国における株主総会における株主総会の現状とIT関連改正の動向一序論」商事1584号(2001)4頁、岩村充=神田秀樹編『電子株主総会の研究』(弘文堂、2003)、前田雅弘「株主総会の変容と会社法制のあり方」商事2175号(2018)5頁、「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会報告書～対話先進国の実現に向けて～」(2016)、経済産業省「ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド」(2020)、「新時代の株主総会プロセスの在り方研究会」報告書(2020)、濱口耕輔他「バーチャル株主総会実務の課題と展望」商事2241号(2020)16頁、田中亘「会議体としての株主総会のゆくえー『株主総会運営に係るQ&A』の法解釈と将来の展望ー」企業会計72巻6号(2020)764頁、船津浩司「コロナ禍が示す株主総会の未来像」法時92巻8号(2020)3頁、松井秀征「バーチャルオンリー型株主総会ーその理論的基礎と可能性について」ジュリ1548号(2020)27頁他。

412 近時のドイツおよびフランスの状況について、上田廣美「コロナ禍とバーチャル型株主総会の進展ードイツ・フランスの場合ー」ユーラシア研究所レポート128(2020)、石川真衣「バーチャル株主総会と会議体の将来性」証券レビュー60巻9号(2020)44頁。

413 物理的に存在する会場で取締役等と株主が一同に会する形態をリアル株主総会といい、リアル株主総会が開催されているときにインターネット等の手段を用いてその株主総会に出席することも許容する形態をハイブリッド型バーチャル株主総会という。リアル株主総会を開催せず、取締役、株主等のすべてがインターネット等の手段で出席し、バーチャル(仮想空間)上に開催されるのがバーチャルオンリー型株主総会である。

414 Lisa M. Fairfax, *Virtual Shareholder Meetings Reconsidered*, 40 *Seton Hall L. Rev.*(2010), at 1367.

415 アメリカの状況について、黒沼悦郎「アメリカにおける株主総会に関する規整」商事1584号(2001)9頁、岩村=神田編・前掲注(411)[池田順一]23頁、北村雅史「株主総会の電子化」商事2175号(2018)7頁、澤口実=近澤諒「米国におけるヴァーチャル総会増加とわが国における適否」商事2140号(2018)21頁、北村雅史「バーチャル株主総会と株主総会と株主の議決参加権」久保大作他編『吉本健一先生古稀記念論文集 企業金融・資本市場の法規制』(商事法務2020)267頁。アメリカでは、2000年にデラウェア州一般会社法が改正(DEL. CODE ANN. tit.8, § 211(a)(2))され、取締役会の裁量で、取締役会が別途定める指針と要領に従い、株主総会に物理的出席をしない株主の遠隔通信による株主総会への出席と投票が認められた。翌2001年に、初めてバーチャルオンリー型を開催する会社が現れた。以降、多くの州でバーチャル総会の法的手当がなされた結果(バージニア州は、2017年に法改正し、バーチャル総会を明定した)、現在では、半数以上の州で容認されている。

The Best Practice Working Group of Online Shareholder Participation in Annual Meeting が作成した GUIDELINES FOR PROTECTING AND ENHANCING ONLINE SHAREHOLDER PARTICIPATION IN ANNUAL MEETINGS(2012)は、バーチャルオンリー型を容認する州は22州、ハイブリッド型を容認する州は11州、その両方を容認しない州は18州と報告する。

416 バーチャルオンリー型株主総会を容認する州は、2010年に24州だが(Fairfax, *supra* note 414, Appendix A, at 1397)、現在では30州になった(松井・前掲注(411)25頁)。

委任状規則と開示規則を除いて、株主総会の開催方法については沈黙している。アメリカ証券取引委員会(SEC)は、株主総会を開催するかしないかの判断は、会社の通常業務に属し、バーチャル総会にするかしないかは、取締役会の経営判断に属するとしている⁴¹⁷。

バーチャル株主総会についての、各州の制定法上の対応には違いがあり、履践すべき一定の手續の有無、取締役会の裁量の程度、定款等の会社ガバナンスについての規定との関係等に基づき、

- ① 「デラウェア・モデル」 DEL.CODE ANN. tit8, § 211(2010)
- ② 「コロラド・モデル」 COLO.REV.STAT.ANN § 7-107-101-108(2019)
- ③ 「マサチューセッツ・モンタナ・モデル」 MAA.GEN.LAWS ANN.ch.156D, § 7.08(West 2010), MONT.CODE. ANN. § 35-1-516(2010)
- ④ 「ニューヨーク・モデル」 N.Y.BUS.CORP.LAW § 602(2010)
- ⑤ 「メリーランド・カリフォルニア・モデル」 Md.CODE ANN.CORPS.&ASS'NS § 503(2010), CAL.CORP.CODE § 600(2010)
- ⑥ 「イリノイ・モデル」 805 ILL.COMP.STAT.ANN.5/7.05(2010)

に分けることができる⁴¹⁸。

なかでも、①デラウェア・モデルの規定は、会社に、株主の出席まで義務付けていないが、可能な限りリアル株主総会と同じ状態の保持を求めている。16州がこのモデルに追随している。すなわち、①は、株主総会に出席し、又、株主総会に提案された議案について議決権の行使をするための合理的機会を提供する合理的措置を求めている。④「ニューヨーク・モデル」の規定では、株式が株式市場ないし店頭市場で取引をされている会社（及び、取締役会が望む会社）は、リアル総会に出席しない株主に、実質的に同時に株主総会の進行が確認する合理的機会を付与すべきであると規定し、⑤「メリーランド・カリフォルニア・モデル」は、バーチャルオンリー型株主総会の開催には、株主の反対がないこと、又は同意が必要であるととしている⁴¹⁹。

バーチャル株主総会を容認する場合でも、議決権の行使の他、出席や質疑、採決等について、リアル株主総会と同じ実質を備えることを要求している州が少なくなく、バーチャルオンリー型とリアル株主総会との同等性の実質が議論される。電子投票や書面投票のみならず、株主総会の運営全般において、現在進行する情報通信技術の革命⁴²⁰に沿った、株主の権利保護のため保障措置とメカニズムが求められる⁴²¹。その一方、会議体としての株主総会は、あくまでも意思決定機関として組織体の手段であるから、その手段が絶対的なものでないことを認めれば、バーチャルオンリー型株主総会に関しても、さまざまな制約から解放されるとの見解がある⁴²²。バーチャルオンリー型とリアル総会との同等性は、株主総会の会議体としての意義を踏まえて検討すべきだ⁴²³としても、そこでは、株主権のうち株主の権利保護上重

⁴¹⁷ HP Inc., SEC No-Action Letter 2016 WL6819133(2016); EMC Corp., SEC No-Action Letter 2002 WL523421(2002).

⁴¹⁸ Fairfax, *supra* note 414, at 1370-1382.

⁴¹⁹ West's Annotated California Codes § 600.

⁴²⁰ 神田秀樹「会社法改正の国際的背景」商事 1574号(2000)11頁。

⁴²¹ GUIDELINES, *supra* note 415.

⁴²² 松井・前掲注(411)28頁。

⁴²³ 松井・前掲注(411)28頁。

要視される議決権といった株主権を再画定することになる。この再画定が同時に株式の内容を修正することになるかもしれない。リアル総会との同等性への一定の拘りと修正への需要は、このことの可能性を示唆している。バーチャルオンリー型株主総会への新たな展開は、株主総会の会議体としての位置づけや会社ガバナンスの問題に留まらず、株主権の実質的保護のあり方に深く関係する、株主総会における株主の権利や現代における株式の法的性質とは何かといった基本的論点⁴²⁴が改めて問いかけられている。

第4節 小括

アメリカ会社法における株式の法的性質についての議論は、実際上の法的問題の解決を図るための実用的概念操作であった。株式の法的性質が、何らかの理論的前提から演繹的に決定されるのではなく、株式を有する者の利益をどのように、どの範囲で守るべきかという価値判断から徐々に形成されていったように思われる。

多様な株式の法的性質が論じられてきたのは、アメリカでの契約理論への一定の心服とコモン・ローによる定款自治原則の強い影響があったからだといえる。すなわち、株式会社は、株主の契約的結合に法的特性が付与されたものであるといった契約的結合観念が存在するが、それはあくまでも州又は制定法によって会社に付与され権能の枠内のみにおいて許容される契約関係であった⁴²⁵。このため、アメリカ会社法においては、会社の株式の性質について規定を有する制定法は限定的で、株式は、契約関係に基づくものであるとしてその法的性質がもっぱら論じられてきた⁴²⁶。契約理論⁴²⁷の下では、株式にはその契約的性質が認められ、株主は、株式の引受又は購入によって、「Charter」の当事者となると構成される。株式の内容は、デフォルト条件を充たす限り、定款によって自由に定められることが許される。ところが、契約的関係の根拠となるこの「Charter」には、会社の基本定款だけでなく、関連する諸法令も含まれるといった、広い多様性が容認されるので、株式の契約的性質の内容は一様ではなくなる。そこで、コモン・ローは、株主間の契約的関係に一定の規整を与えるため、契約上のデフォルトとして一定の法的ルールを定める⁴²⁸。しかし、株式の法的性質の実質的な決定を定款等の自由な記載に委ねると、株式制度、ひいては株式会社制度の統一運用が困難になると同時に、法的安定性を損なうおそれが生じる。その結果、紛争解決のため、ないしは紛争解決の需要を契機として、裁判所の判例によって具体化された、株式に

⁴²⁴ 岩村＝神田編・前掲注(411) 152頁〔神田秀樹〕。

⁴²⁵ 酒巻俊雄「株式会社の本質観と会社法理」星川長七先生還暦記念論文集刊行会編『星川長七先生還暦記念 英米会社法の論理と課題』（日本評論社、1972）2頁。

⁴²⁶ 並木和夫『会社法・証券取引法の研究』（中央経済社、1991）71頁、玉井利幸『会社法における規制緩和における司法の役割』（中央経済社、2009）110頁、および111頁の注24に記載された *Gaskill v. Glayds Belle Oil Co.*, 146 A.337, 747 (Del. Ch. 1929)他の判例。

⁴²⁷ ROBERT S. STEVENS, HANDBOOK ON THE LAW OF PRIVATE CORPORATION (2nd ed., 1949), at 43; HARRY G. HENN=JOHN R. ALEXANDER, LAWS OF CORPORATIONS AND OTHER BUSINESS ENTERPRISES (1983), at 145.

⁴²⁸ そうしたルールのうち重要なものは、普通株主に普遍的に付与される取締役選任権であり、その理論的前提の一つが一株一議決権の原理である。WILLIWM T. ALLEN & REINER KRAAKMAN, COMMENTARIES ON THE LAW OF BUSINESS ORGANIZATION (5th ed., 2016), a145.

ついでに法的ルールの内容が重要な役割を果たすこととなる⁴²⁹。コモン・ロー系の法体系は、裁判所が重要な法分野において、法を作り発展させる権能をもち、制定法を解釈する権能のみをもつからであった（もっとも、よく知られているように、コモン・ローや判例法の不備、欠陥を強調し、全ての法は制定法の形で制定されるべきといった法典化論があった⁴³⁰）。アメリカ法では「裁判所が創った法のみが急速に発展する社会の要請を満たすには十分なほどの発展性と柔軟性をもつ」⁴³¹と考えられていた。

プロパティ概念の進化は、この裁判所による法創造作用の一例である。その歴史的経路依存性から、株式の法的性質がプロパティとされるとき、その意味は包括的で、やや漠然としている。一方、会社のプロパティは、コモン・ロー上、株主に帰属せず、独立した人為的存在である会社に帰属することから⁴³²、株式は会社のプロパティとは直結しない。株式の法的性質・特徴についての多様な説明は、畢竟、株式の譲渡可能性、ないし流通性に関する法的ルールを明確にしようとしたものであり、異なる具体的適用場面における説明的表現と考えられる。判例の分析によって、プロパティ概念自体が、有体物を対象とした物質的なものから、抽象的な法律関係から成る無形の権利となっていくことがみてとれる。株式は、会社の現物財産から分離され、その法的所有権を表章せず、譲渡可能性と抽象性を獲得していった。株式が、無体動産と説明されるのは、まさしく、このような先行する状況があったからである。

他方、アメリカの株式会社に対する規律として、独立以前はイギリスの会社法が直接適用されていたが、独立後もアメリカは判例法体系を維持し、イギリスの法制度や法概念の強い影響下にあった。財産概念の階層構成によって、株式の法的性質には、最上位概念のプロパティから下位概念の無体動産までの広い幅の概念が存在する。株式の法的性質のとらえ方も、多様化し、他方で抽象化していった。従って、株式の法的性質は、制定法で規定されている場合を除いて、一様な概念で確定的に理解することは困難である。

すなわち、株式は、当初、株主が会社を介してなす投資、ないしは、会社が自らなす投資の客体である物質的有体物の所有権を表章するものとして認識された。法概念上、株式の性質の理解は、プロパティから無形財産や人的財産を経由して無体動産へ転換された。その実質は、所有権概念の抽象化・一般化であった。同時に、不動産にあった譲渡可能性の制約からの段階的な離脱による譲渡可能性の獲得であった。より本質的には、プロパティ概念が本来持っていた、株主にとっての固有権性の、意識的・無意識的な、再確認であった。それ

⁴²⁹ 一般に、コモン・ローにおいて、裁判の制度原理は、裁判所の社会的機能(social functions)に根差しており、その主要な目的は、争いの解決という機能と法的ルール（特定の種類の法的基準ではなく、すべての法的基準）の供給を豊かにする機能の間にある指向性の相違から生じうる緊張を調和させることであると説かれる（MELVIN ARON EISENBERG, *THE NATURE OF THE COMMON LAW* (Harvard Press, 1991), at 5; アイゼンバーグ・前掲注(254)7-22頁)。

⁴³⁰ 水田義雄『法の変動と理論』（成文堂、1969）1頁。アメリカにおける法典化運動については13-23頁、ベンサム「道徳及び立法の諸原理序説」関俊彦責任編集『ベンサム J.S.ミル』（中央公論社、1979）79頁とその注(1)。

⁴³¹ 木原・前掲注(255)115頁。

⁴³² *Official Committee of Unsecured Creditors vs. R.F. Lafferty & Co.*, 267 F.3d 340(3rd Cir. 2001).

を可能としたのは、プロパティ概念自体が抽象化・一般化を遂げていたからである。この概念の変更によって、資本主義経済関係が完成したが、その下においては、プロパティは、「将来取引し得る予想による利得に対する支配力」を意味し、株式が獲得した自由は、市場における取引の自由に他ならない⁴³³。株式概念の抽象化がこれを支援した。すなわち、譲渡可能性こそが、固有権性ととも、現代の株式の法的性質の根幹に存在すると考えられる。譲渡可能性の要求によって、株式の抽象化・債権化が進んでいった。種類株式の容認や株主総会への株主の出席の態様についての議論は、企業行動上の新たな要求に対応する過程での株式のパッケージ性の弾力化として捉えることができるように思われる。

⁴³³ 我妻・前掲注(3)439頁の Commons の言説の紹介。

第3編 日本の会社法において株式の所有関係の変容を示唆する事例

第1章 明治23年商法前における株式会社の公募設立にみる株式の法的性質

はじめに

明治新政府にとって、殖産興業の国家的目標を達成するためには、株式会社制度の導入と移植が重要な政策の一環であった⁴³⁴。それは、殖産興業と銀行、鉄道、海運等の新事業の扶植には巨額な資金が必要であったため、株式会社の有する多数人からの資金集中機能がもたら期待されたためであった。もっとも、単なる資金糾合の手段としてだけではなく、株式会社には当時、人材の活用という側面もあった。すなわち、政府機関へ向かいがちな有為の人材を民間事業に吸収するには株式会社以外になかったからである⁴³⁵。

明治維新をまたずに幕末の慶應年間になると、幕府派遣使節の随員や留学生等の日本からの海外渡航者⁴³⁶らは、欧米の先進資本主義国において商工業が会社制度にもとづく大資本によって経営されている事実に強い関心を持ち、会社についての知識をわが国に伝えた。しかも、これらの海外渡航者には、開港後の日本において会社の発達の必要を提唱し、実際に会社設立の指導をこころみた者が少なくなかった。明治維新以降も、新政府や識者は会社についての知識の啓蒙につとめ、そして、通商会社および為替会社の設立に続いて、国立銀行の設立を奨励するなど、西洋の会社制度の導入を熱心に唱道した⁴³⁷。

福沢諭吉はその著書『西洋事情』において、会社の有用性に着目し、「商人会社」を「政治」「収税法」「国債」等の国家的レベルの重要項目の中に並べて記述した⁴³⁸。中でも、「商人会社」は、五人あるいは十人の仲間の結合によって、個人の力では及ばない、より大規模な商売を行うことができ、また、「商売の仕組、元金入用の高、年々会計の割合等」の一切を書面にて「世間に布告」し、「自国他国の人に拘らず」手形（「アクション」）を売ることによって資金を調達するといった、「商人会社」の大衆公開的な特徴を紹介した。福沢は「商人会社」には、社会に散在する大衆資金を糾合するという機能があることを認識していたとともに、証券制度についてもかなり明確な知識をもっていたのである⁴³⁹。

よく知られているように、明治期における会社法編纂作業は、1875(明治8)年頃の内務省や大蔵省のそれぞれによる会社条例草案に始まり、1880(明治13)年に「会社并組合条例審査

⁴³⁴ 三枝一雄『明治商法の成立と変遷』（三省堂、1992）32頁。

⁴³⁵ 上田貞次郎『改定増補 株式會社經濟論』（富山書房、1922）71頁は、渋沢栄一の談として、「舊来の商工の徒は智識なくして到底日進の生産事業を營むに堪えず。而かも士族の輩にして苟も多少の識見あるものは皆青雲を望みて政府に出仕せんとし滔々相率ひて終に野に遺賢なからしめんとする有様なりき」と紹介する。

⁴³⁶ 海外渡航者として、小栗上野介、栗本鋤雲、五代友厚、福沢諭吉、渋沢栄一、吉田二郎らが挙げられる(由井常彦「明治初期の会社企業の一考察」大塚久雄他編『資本主義の形成と発展』（東京大学出版会、1968）134頁）。

⁴³⁷ 宮本又郎＝阿部武司編『日本経営史2 経営革新と工業化』（岩波書店、1995）264頁。

⁴³⁸ 高村直助『会社の誕生』（吉川弘文館、1996）6頁、福沢諭吉『福沢諭吉著作集 第1巻 西洋事情』（慶應義塾大学出版、2002）26頁。

⁴³⁹ 由井・前掲注(436)146頁。

局」で検討された会社条例草案等があった。そして、その後は、いわゆるロエスレル草案（後述）を基礎としながら会社法典制定の検討が進められ⁴⁴⁰⁴⁴¹、管掌部や編纂委員の変更等の「曲折波瀾」を経て、ロエスレルの脱稿した原案を基礎として審議が進められた⁴⁴²。その検討作業は、明治 19 年商社法案、および、明治 23 年商法（以下、明治 26 年改正商法を含め、「旧商法」という⁴⁴³）を経て、明治 32 年商法（以下、「新商法」）に至る長い過程の後、会社法の実施で結実するのだが、京都織物会社は、まさしく、この会社法編纂作業が進行している渦中の 1887（明治 20）年に設立された。また、当時日本における株式会社制度の推進者であった渋沢栄一が同社の主要な創業発起人の一人であり、後に委員長、会長⁴⁴⁴を歴任するなど重要な地位にあった。これらのことから、同社の設立過程には、当時の株式会社制度の最新の一般的理解と会社法に関する理論状況が反映されていると考えることができる。

そこで、本章では、京都織物会社の設立事例をてがかりに、わが国の株式会社制度の黎明期である、明治 23 年商法前の明治中期の株式会社の募集設立における公募の実質について若干の検討を試みる。

ここでの問題意識は、公募が多数の公衆から資金を調達する上で便利な調達手段であったという経済効率性だけから選択されたのではなく、公募自体が会社法理の本質的理解に関係していたのではないかという点にある⁴⁴⁵。また、この検討を通じて、公募概念⁴⁴⁶や資金調達概念⁴⁴⁷についての議論に関しても示唆を得ることができるようになる。

ところで、明治維新以降、産業資本確立に至るまでの日本商法の発達を、三つの段階に区分する学説がある⁴⁴⁸。すなわち、(1)商事法制定の必要性を痛感しつつも、体系的商法典の完成を待つ余裕がなく、その都度の必要に応じ過渡的に様々な個別的商事立法を制定し対応した 1885（明治 18）年頃までの段階、(2)商法典編纂を急速に進め、西欧法をほとんど白地継承した近代的商法典を 1890（明治 23）年に完成させた段階、および、(3)全面的な修正を経て、1899（明治 32）年に、日本資本主義の身丈に合った商法典を完成させた段階である。本章文は、このうち、もっぱら、(1)の統一的会社法ではなく個別的法令に依存した段階での公募に

440 浜田道代「『会社』との出会い」浜田道代編『日本会社立法の歴史的展開』（商事法務研究会、2007）50 頁。

441 利谷信義＝水林彪「近代日本における会社法の形成」高柳信一＝藤田勇編『資本主義法の形成と展開 3 企業と営業の自由』（東京大学出版会、1973）84、113 頁、三枝・前掲注（434）49 頁。

442 志田鉦太郎『日本商法典の編纂と其改正〔復刻版〕』（新青出版、1995）28-30 頁。

443 旧商法は明治 26 年 3 月 6 日に公布された「商法及商法施行条例中改正並施行法律」によって、会社、手形、破産の 3 法と会社に関する商業登記・商業帳簿の諸規定が、同年 7 月 1 日に施行された。この間の事情については、浅木慎一『日本会社法成立史』（信山社、2003）39-42 頁参照。

444 株式会社の取締役会議長の職務に就任する者について、社長ではなく会長の呼称を用いる事例は遅くとも明治 30 年代に、銀行以外の一般の株式会社でもみられた（由井常彦「明治時代における重役組織の形成」経営史学 14 卷 1 号（1979）17 頁が、渋沢の職務名称は明治 26 年商法の規定に従い、同年に委員長より取締役会長へ変更された。

445 上村達男「新会社法の性格と会社法学のあり方」森淳二郎＝上村達男編『会社法における主要論点の評価』（中央経済社、2006）92 頁。

446 神崎克郎「公募概念の見直し」商事 1294 号（1992）26 頁。

447 落合誠一「株式・新株予約権と資金調達」商事 1744 号（2005）14 頁。

448 三枝・前掲注（434）22 頁。

よる募集設立を対象とするものである。同時に、明治期の公募制度を支えるものとして、株式の発行会社についての情報の一般投資家向け公告に新聞制度が利用されたこと、および、株式取引所が会社情報を開示する機能の一部を担い、一般投資家による出資を促進する触媒機能を果たしていたことについても若干の考察をする。

第1節 明治初期における会社設立

第1款 日本における株式会社の成立

日本の会社制度は、まず銀行業においてとりいれられ、それにやや遅れてその他の部門においても明治10年以降急速に展開し⁴⁴⁹、経済的には、1890(明治23)年恐慌までに定着し、会社企業の簇生・株主層の拡大・株式売買の拡大がみられた⁴⁵⁰。すなわち、1882(明治15)年から1884(明治17)年にかけて、日本銀行、大阪紡績會社(資本金25万円)、共同運輸會社(同120万円)、大阪倉庫會社(同20万円)、電燈會社(同20万円)、大阪商船會社(同180万円)、大日本鐵道會社(同2000万円)等の本格的な株式会社である大会社が開業された。そして、1883(明治16)年から1889(明治22)年までの間に、合名会社にあたる組合会社と「資本金ヲ株式ニ分割シタルモノ」である株式会社とを合計した会社総数は、1793社から2389社へ増加し、1889(明治22)年には、株式会社は、会社総数の54%の1290社に達していた⁴⁵¹。同年末において近代産業に区分される会社企業は、多数出資者大資本であり、地縁・血縁を超えて広い範囲から資金を調達する株式会社であった⁴⁵²。

第2款 株式会社に対する法規制

旧商法制定まで、会社についての一般的法的規定はなかった。しかし、それまで全く法的規制がなかったわけではない。まず、夫々の特別法により直接の法規制をうけた会社があり⁴⁵³、鉄道・海運等の大会社にも、特別法はなかったが、組織・運営・会計等が官の監督下におかれ、主務官庁の認可に付された会社があった⁴⁵⁴。こうした、法令に基づくもの、官許にもとづくもの、又は、官許に加えて法令でオーソライズされたものがある一方、それ以外の一般会社は法的規制の外におかれ、その設立は地方官に対する願出と許可の手続によって行われた⁴⁵⁵。

それは、おおよそ次のような経路をたどって展開していったが、政府の方針は、西洋にならった近代的商法典を制定するか、ひとまず一般的会社条例を制定するかの間で、あるいは、会社条例について、単行法として早急に交付すべきか、他の法規とともに完結した商法典と

⁴⁴⁹ 三枝・前掲注(434)40頁。

⁴⁵⁰ 伊牟田敏充「明治中期における『会社企業』の構成」大阪市立大学、研究と資料25号(1967)25頁。

⁴⁵¹ 宮本＝阿部・前掲注(437)95頁。

⁴⁵² 宮本＝阿部・前掲注(437)20頁。

⁴⁵³ 国立銀行(1827(明治5)年国立銀行条例)、米穀取引所(1876(明治9)年米商會所条例)、株式取引所(1878(明治11)年株式取引所条例)、日本銀行(1882(明治15)年日本銀行条例)、正金銀行(1887(明治20)年正金銀行条例)。

⁴⁵⁴ 三枝・前掲載注(434)46頁。

⁴⁵⁵ 利谷＝水林・前掲注(441)19頁。

するかの間で揺れ動いていた⁴⁵⁶。

1869(明治 2)年、通商司⁴⁵⁷のもとに通商会社および為替会社がいわゆる特権商人・新興商人によびかけられ、半官半民の会社として、東京、大阪、京都、横浜、神戸、新潟、大津、敦賀の 8 カ所に設立された。この通商会社および為替会社を最初の株式会社とする説⁴⁵⁸もあるが、株式会社の基本的なメカニズムをまったく、持っていないとの否定的評価も有力である⁴⁵⁹。会社に対する知識の乏しさから⁴⁶⁰、為替会社は 1872(明治 5)年に、通商会社は、1873(明治 6)~74(明治 7)年に、多額の官借金を残して、解散せざるをえなかった(もともと、国立銀行条例制定後、横浜為替会社だけは第二国立銀行となった)⁴⁶¹⁴⁶²。

1871(明治 4)年には、会社設立の解説書である渋沢栄一の『立會略則』⁴⁶³、および福地源一郎の『會社辨』⁴⁶⁴が大蔵省の官版冊子として出版された⁴⁶⁵。『立會略則』では、渋沢によって、西洋で見分された通商会社と為替会社についての情報が抄出された。渋沢は、商社には、社中が、一つの商社名で「何品何商売に限らず便宜に従ひ」業を営む「家名の社」と「目的を立て社を結び、力を併せて」業を成す「職業の社」との他に、「相共に出金し他の家名職業の社に加はり、おのれ其事を営ますして別段の約束を設けて利益を課る」、現在の投資会社に相当する「財本の社」の三種類の商社を紹介している⁴⁶⁶。『會社辨』では、福地源一郎によって、アメリカのウェイランド、イギリスのミル、および、オランダの二ーマンの経済書のうち会社編が抄訳され、もっぱら銀行⁴⁶⁷について紹介されている。『立會略則』と『會社辨』は、会社制度にかかると一般法のなかった時代の、事実上の規範として受け止められ⁴⁶⁸、

⁴⁵⁶ 福島正夫『日本資本主義の発達と私法』(東京大学出版会、1988)65 頁、明治初期における会社法の形成の全般については田丸祐輔「明治初期における株主総会と株主の地位」一橋法学 11 卷 2 号(2012)681 頁以降参照。

⁴⁵⁷ 1868(慶應 4)年、明治政府は財源補充と産業振興資金の供給を目的として太政官札の発行を決定し、その実施機関として、商法司とその下部機構としての商法会所が設置された。商法司は失敗に帰したが、その政策は 1869(明治 2)年に設置された通商司に承継された(利谷=水林・前掲注(441)4-8 頁)。

⁴⁵⁸ 他方、民間における最初の株式会社は、横浜に設立された丸屋商社(後の丸善(株)の前身)とされる(浅木・前掲注(443)43 頁)。

⁴⁵⁹ 高村・前掲注(438)36 頁。

⁴⁶⁰ 「法的に見れば、会社が何かの理解さえ曖昧なまま設立された珍妙なものでしかなかった」(浜田・前掲注(440)36 頁)。

⁴⁶¹ 浅木・前掲注(443)43 頁。

⁴⁶² 上田・前掲注(435)67 頁。

⁴⁶³ 渋沢栄一「官版 立會略則」明治文化研究會編『明治文化全集』第 12 卷経済編(日本評論社、1929)、111 頁。

⁴⁶⁴ 福地源一郎訳「官版 會社辨」明治文化研究會編『明治文化全集』第 12 卷経済編(日本評論社、1929)、93 頁

⁴⁶⁵ 浜田・前掲注(440)29 頁。

⁴⁶⁶ 渋沢・前掲注(463)116 頁。

⁴⁶⁷ 預り金会社(バンク オフ デポジット)、為替会社(バンク オフ エキスチェンジ)、貸附会社(バンク オフ ジスコウント セーウィンバンク)、および、廻文会社(バンク オフ シルクレーション)。

⁴⁶⁸ 高村・前掲注(438)38 頁。これらは、「会社の設立手続から営業方法までを分かりやすく説明したものである」(福島・前掲注(456)253 頁)。

その影響力は著しいものであった⁴⁶⁹。

1871(明治4)年の終わりの縣治条例(太政官達第622号)の中に、縣治事務章程という地方官の「主務ノ各省へ稟議シ処分スベキ」事項(上款)と「専任施行」できる事項(下款)とを列挙した規則があり、上款に「諸會社ヲ許ス事」が掲げられていた。つまり、会社の設立は、主務省への稟議を条件に地方官が決定するものとなっていた。

その一方、1872(明治5)年に、有力商人層の信用力動員によって兌換銀行券を発行させるため、国立銀行条例が公布された。この条例にはその細則として、定款ひな形を含む国立銀行成規があった。国立銀行が全国各地に設立され、同条例が広く知られたことは、一般に会社についての知識を広めるきっかけとなり、同条例は、国立銀行のみならず、会社を設立する場合の手引きという意義を持ち⁴⁷⁰、この時期において最も重要な法令であった。国立銀行条例に基づいて設立された国立銀行の性格は株式会社であるとされる⁴⁷¹。

縣治条例は、1875(明治8)年に廃止され、府縣事務章程に受け継がれた。すなわち、「銀行及諸會社ニ准充ヲ与ヘ又ハ之ヲ廢停スル事」が地方官の事務と定められた。

府縣事務章程は1878(明治11)年に廃止され、同時に、従来の取扱いを変更し、会社の設立は地方長官に願い出る形式に改められ、この年以降、一般会社の設立が著増するに至った⁴⁷²。また、同年の府縣官職制では、条例や規則に基づかない会社設立願の処理は地方長官の責任で処分し、後に主務庁に報告すればよいものとされた。会社設立規制は一段と緩和され、かつ、一層統一を欠くものとなった。設立準則主義ですらない、届出主義を採用するところもあった(東京府は、1880(明治13)年には、公衆の利害に関係ある数種の会社を除いて、以後設立認可手続を不要とし、単に設立後その方法規則書等を郡役所に届出ればよいこととした⁴⁷³)。

株式の発行は、すでに国立銀行条例その他の条例に直接、間接に拠って開始されており、商法が施行されなくとも、会社設立に関しては特段の影響を受けることは無かった⁴⁷⁴。しかし、会社数が増えるに伴い、種々の不都合が生じてきた。ロエスレル草案の原案の完成前すでに、会社が濫設され、破産も頻発していた。1875(明治8)年に、内務省の会社条例草案、および大蔵省の通常銀行条例草案が成立したが結局採用にいたらなかった。この内務省の会社条例草案は、1877(明治10)年の法制局による大修正が必要との意見書⁴⁷⁵によって「葬り去られ」、少なくとも、1880(明治13年)の会社並組合条例の作業まで、商法ないし会社法の編纂は表面にあらわれず、早急な会社法編纂の望みは断たれた⁴⁷⁶。

この間、国立銀行条例に続いて、1874(明治7)年に株式取引条例、翌1875(明治8)年に米穀取引會社規則等の単行法が制定されたが、これらの単行法は不十分で、特種な営業では

⁴⁶⁹ 利谷＝水林・前掲注(441)17頁。

⁴⁷⁰ 高村・前掲注(438)44頁、利谷＝水林・前掲注(441)19頁。

⁴⁷¹ 利谷＝水林・前掲注(441)18頁。

⁴⁷² 浅木・前掲注(443)46頁。

⁴⁷³ 三枝・前掲注(434)45頁。

⁴⁷⁴ 小林和子「上場会社(一) 解題」日本証券史資料戦前篇第六卷(日本証券経済研究所、2004)8頁。

⁴⁷⁵ 「宜シク法学ニ通スル者ト實際ニ明ラカナ者トノ若干ノ委員ヲ特選シテ専理委員トシテ博ク独仏蘭等ノ法ヲ按シ大修正ヲ加ヘサルヘカラス」。

⁴⁷⁶ 利谷＝水林・前掲注(441)49頁。

ない一般的な会社並組合条例の制定が急務となっていた⁴⁷⁷。1881(明治 14)年にその草案が作成されたものの、条約改正と国内統一のため体系的法制を必要としたので、ロエスレルに商法草案の起稿を命じるとともに、会社並組合条例の制定は取り止められた⁴⁷⁸。しかし、会社条例がないまま人民相對の契約で随意会社が設立できることで弊害が生じ、会社制度の信用失墜を懸念した政府は、商法制定の方針を再び変更した。商法編纂を中止し、会社条例を制定することとし、商法編纂局が閉鎖され、会社条例編纂委員が任命された。その後も、会社法制定の急務が主張されたこともあったが、会社条例編纂の作業は進行し、会社条例全部が議了された。しかし、商法編纂の上申が再度入れられ、1885(明治 18)年に、商法編纂委員が再び任命された。出来上がっていた会社条例は商社法と改称され、そのまま施行する方針であった⁴⁷⁹。商社法の内容は、旧商法草案の第 1 編第六章「商事会社及ヒ共産商業組合」とほぼ同一の内容で、公布の準備は整ったものの、法典制定が急務との政府の方針変更で中止された。「人民相對に任せる」と指令するという、徳川時代に逆戻りするかのような政府の取扱方針の影響は長引くこととなった⁴⁸⁰。もっとも、人民の相對にまかせるということは、設立許可手続を不要とするものではなく、地方官が設立を許可しない場合は別として、設立を認めてもよいと考える場合は、その都度内務省に伺い出るべきであるということであった⁴⁸¹。会社についての法制度が株式会社を巡る経済情勢に追いつくことはなかった。統一的会社法もなく、1893(明治 26)年に部分的に施行された旧商法まで株式会社についての法制度は完備されていなかった。明治初期から中期にかけての会社法制度は、会社企業の現実的發展に著しく立ち遅れていたといっても過言ではなかった。

もっとも、法制整備の必要性は軽視されていたのではなく、むしろ逆に、後の商法典編纂事業の收拾がつかなくなるほど、「会社立法の熱意が高じ」ていたといった側面もあった⁴⁸²。それは、会社法の不備が会社の弊害として社会的不安の原因となり、「社会的資金の集中のためのメカニズムとしての株式会社が、その機能を発揮できない」⁴⁸³ことへの懸念が強まっていたからである。この辺りの事情は、農商務省が 1884 (明治 17) 年の意見書『興業意見』に「終ニ奸商ノ奇貨トスル所トナリ、各地ノ良買之レカタメニ損失ヲ招クコト少ナカラス」⁴⁸⁴と書いているところに窺うことができる。

第 3 款 ロエスレル草案

1881(明治 14)年から約 2 年 9 ヶ月の歳月を費やして検討されていた、1933 条からなる商法草案が 1884(明治 17)年に脱稿された。これがいわゆる、ロエスレル氏商法草案(Entwurf eines Handels-Gesetzbuches für Japan mit Commentar, 3 Bände)で、商法草案と理由書からなる⁴⁸⁵(以下、「ロエスレル草案」)。このロエスレル草案では、株式会社の創起には 4 名以

⁴⁷⁷ 志田・前掲注(442)8-9 頁、26-28 頁。

⁴⁷⁸ 三枝・前掲注(434)50 頁。

⁴⁷⁹ 三枝・前掲注(434)51 頁。

⁴⁸⁰ 浜田・前掲注(440)31 頁。

⁴⁸¹ 利谷＝水林・前掲注(441)16 頁。

⁴⁸² 浜田・前掲注(440)50-51 頁。

⁴⁸³ 利谷＝水林・前掲注(441)51 頁。

⁴⁸⁴ 利谷＝水林・前掲注(441)17 頁。

⁴⁸⁵ ロエスレル氏起稿商法草案(司法省刊)、国立国会図書館デジタルコレクション

上の発起人が必要であり(179条)、発起人は会社の起業目論見書および假申合規則⁴⁸⁶を立案し、各自が署名し、裁判所又は公証人の奥印を受けなければならない、この假申合規則は商法の規則への抵触は許されない(180条)。政府の許可を得て設立する株式会社は、会社を設置する地方の県令を経由し、起業目論見書および假申合規則を主務省へ差出して創起の許可を受けなければならない(182条)。そして、政府の許可を受ける必要がある場合はその許可の後、起業目論見書の公告をして、株式の募集ができる(183条前段)。さらに、公告には、申込人に假申合規則を展開させるか、請求により假申合規則を交付する旨を付記しなければならない(183条後段)等が定められていた。会社設立要件は、①政府免許(必要なとき)、②総会での申合規則の認可、③官簿への登記、及び、④会社設立公告であった(187条)。株式の募集には一定の書面の公告ないし交付が義務づけられる以外に、特段の公募条件は定められてはいなかった。しかしながら、起業目論見書の公告を要件の一つとしているところから、一般大衆からの出資を募る公募による株式の募集を当然に想定していたと思われる。

第2節 京都織物3社の設立

第1款 京都織物会社

京都織物会社⁴⁸⁷は、上記に述べてきたように、法令の準備のないまま会社設立が自由化された状況の中で設立された。すなわち、1886(明治19年)12月16日に創立発起人会が開催され、翌1887(明治20年)2月27日に創立願書が地方官である京都府知事に提出され、同年5月5日に同知事によってその設立が認許(「書面願之趣承認候事」)された。同年、6月22日に、最初の株主総会が開催された。その後、同年7月10日の委員会(現在の取締役会に相当)において、株金払込期日が決定され、7月21日に第一回徴収と仮株券状の交付がなされた。

(i) ロェスレル草案との比較

京都織物会社の有力発起人の一人であった渋沢栄一⁴⁸⁸は、大蔵省にあつて官版立會略則を著すなど株式会社制度の積極的推進者であり、西洋の法制にも通暁していた。さらに、同社の創立発起人会は、ロェスレル草案⁴⁸⁹の出版直後の1886(明治19年)に行われた。渋沢本人を含め、同社の発起人・関係者が同草案を知っていた可能性が高いものの、京都織物会社の

dl.ndl.go.jp/onfo:ndip/pid/1367628。

⁴⁸⁶ 株主総会での認可によって確定する(190条)。

⁴⁸⁷ 同社の目的は、西洋式の機械及び製法(そのため技術者をフランスに留学させ、外国人技術者も雇用し、西洋式機械も導入された)を用い、業界では従来専ら人力による機械運転だったところ、「汽力と人力との両種に頼り」(筆者注：力織機と手織機のこと)、純絹織物及び絹綿交織々物を大規模に製造することにあつた。国内向販売だけでなく、漸次海外輸出も計画された(創立趣意書他)(京都織物株式会社内青木光雄編『京都織物株式会社五十年史』(1937)以下、『京都織物五十年史』)56、70頁)。

⁴⁸⁸ 1887(明治20年)6月22日相談役、1891(明治24年)3月24日委員・委員長、1893(明治26年)11月5日取締役・取締役会長、1900(明治33年)7月14日会長辞任、1904(明治37年)12月31日取締役辞任、1905(明治38年)1月24日相談役、1909(明治42年)6月6日辞任。

⁴⁸⁹ 浜田・前掲注(440)50頁。

定款が同草案から具体的にどのように影響を受けたかは必ずしも明確ではない。

例えば、会社設立に限れば、ロessler草案は、株式会社は必ず責任有限の語を社名に加えなければならない(178条)と定めるが、京都織物会社の当初の商号には株式会社さえ付されていなかった。もっとも、株主が受領することができる株券状には、「有限責任京都織物会社株券状」と有限責任が記されていた。ロessler草案は、発起人が立案・署名する書面は、起業目論見書、および假申合規則であると定める(180条)が、京都織物会社が京都府知事に提出した書面は、創立願書、創立趣意書、組織要項、および定款であった。書面の目的と内容には全体として重複が存在するものの、個々の書面の名称は異なっていた。さらに、ロessler草案は、第一回株主総会において、申合規則の認可(190条)の他、頭取、および取締役の選挙、ならびに、株主が株式ないし報酬の対価として差し入れた現金以外の物件(あれば)の価額の議決(191条)を義務付けているが、京都織物会社の実際の最初の株主総会では、創立事務の概要報告の後、定款および旅費日当定則等の議決、委員⁴⁹⁰および相談役の選挙が行われた。さらに、ロessler草案は、株主の「参決権ハ一株ニ付キーロヲ通例トト為ス但シ十株以上ヲ有スル株主ノ参決権ハ申合規則中ニ於テ制限スルコトヲ得ヘシ」と定めるに留まるが、京都織物会社の定款は、「當會社ノ株主ハ總會ニ於テ壹株毎ニ一個ノ發言投票を為スノ權アリ但其所有株拾個以上百個迄五株毎ニ壹個ヲ増加シ百壹株以上ハ拾株毎ニ壹個ヲ増加ス可シ」と、制限の内容をより詳細に定めていた。

(ii)募集設立

京都織物会社も、当初は、発起人が全株式を引受ける発起設立が企図されたが、想定を超える申し込みがあり、募集設立に変更された。また、同社は設立直後に、京都染物会社と京都燃糸会社と合計3社が合併するのだが、その京都染物会社は、募集設立であった(後述)。京都染物会社についても、内国人であることのみが株主の資格要件とされ、株式募集は新聞に広告された。この新聞広告による株式募集という手法は、京都染物会社以外にも、京都柳池織物会社や京都共進織物会社でも採用されており⁴⁹¹、当時の一般的手法であったと思われる。

⁴⁹⁰ 京都織物会社の原始定款は、現在の取締役に相当する職務を委員と称し、主任委員(筆頭取締役)を委員長と称していた。明治26年商法の施行により、「委員制を廃し、取締役会長制」が採用され、委員長が取締役会会長に、委員が取締役に、検査掛が監査役へ名称変更された。会社の役職には属人性がみられ、大正8年に社長制が採用されたのちも、当時の会長が社長を兼務していた。又、大正11年、この会長(兼社長)が逝去したのち、再度会長制に復帰し、会長と業務責任者である専務取締役との二層制となったが、実際は専務取締役が会長に就任し兼務となった(『京都織物五十年史』前掲注(487)255頁、261頁)。

当時は、同社のように、役付取締役として取締役会長が設けられることが多かったが、法律上は、取締役内部における機関分化は認められなかった。実際上は、明治30年代から、会社組織には「社長—専務取締役—取締役」という垂直的階層が形成し始めていた(由井・前掲注(444)15-17頁、浅木・前掲注(443)62-63頁)。日本では、取締役会長と業務執行責任者である代表取締役とがしばしば兼務されることから、取締役会長の職務が代表取締役の職務と同視されることが多く、会社法上の機関名称と定款上の役職名称、社内業務組織上の役職名称の混在は古くからみられた。一時的に明治23年商法が定めた専務取締役や昭和13年改正商法の表見代表取締役規定(261条)が社長、副社長、専務取締役他を定めた以外に、役職名称が会社法に明定されることはなかった。

⁴⁹¹ 京都柳池織物会社は、1887(明治20)年3月12付日出新聞に掲載された募集広告によっ

る。この時期の設立時の新株発行における募集は、単に縁故募集に留まっていた訳ではなかった⁴⁹²。

もつとも、大衆的少額資金の糾合という意味での一般公募としては、京都織物会社の株主の引受額は、現在の価値で一人約1億円前後であったと推定され、一般大衆が株式会社の出資に応ずるのは容易ではなかった⁴⁹³。同社の場合、織物業が京都の最主要産業であり⁴⁹⁴、その関連産業を含めて関与者が多いという特殊事情の中で、あくまでも織物業者を対象とした事実上の縁故募集の色彩が濃かったとも考えられる。この間の事情を、1887(明治20)年1月8日付日出新聞(後述)が、「此創立の事を聞き目下追々株入り申込のもの多く、委員は殆どその處置に苦しむ程の勢なりと云ふ」、「追々申込みもあり、且發起者のみにて引き受くとありては、何となく少人数の壟断に帰するが如き嫌なきにあらずとて、三分の二だけを發起者に引受け、三分の一は公に同業者より募る事になりしやに聞けり」と報じている⁴⁹⁵。すなわち、公募には、単なる便利な資金調達手段となることだけではなく、発起人となる有力株主に対する牽制機能となることが期待されていた。つまり、会社は、公共性を有し地域産業の振興といった社会的使命を果たすことが期待されていた⁴⁹⁶一つの事例といえるのである。

しかしながら、東京側発起人とは資本金額の増額を求める京阪側発起人との間の争いの結果、「京都織物会社の資本金は発起人會において参拾五萬圓と決したが、(略)明治二十年二

て、資本金10万円のうち、8割を発起人が引受け、残余が公募に付された。同年3月17日付同紙における株金募集配当広告では、2万円の募集高に対し申込金額が498,400円

(24.9倍)、募集株数400株に対して9,968株(253人)となり割当調整が行われた。すなわち、まず発起人引受高を2,500円減額して77,500円とし、公募分を同額増額の計22,500円とし、募集株数を450株とした。その上で、申込株数29株以下の56名に1株を割当て、30株以上50株以下の197名に2株を割当てた。さらに、京都共進織物会社も発起人が7割、公募3割の募集設立を同時期に行った(日出新聞1887(明治20)年3月22日)。

⁴⁹² 京都織物会社の以前に設立された日本鉄道株式会社(1881(明治14)年設立)及び東北鉄道(株主募集の見込みがたたなくなり自然消滅)では、鉄道敷設予定地の各県令・書記官、ないし旧藩主が株式募集に協力し、天下り式に郡役所を通じて戸長に割当て、あるいは地元有力者に引受させていた(経済外的強制)。株主募集が本格化した翌年は深刻な不況に見舞われ、地方庁の強制的な募集勧誘にもかかわらず応募する者は少なかった。そこで、第一区の工事開始は株主募集の好機とみなされ、「是ニ於テ各新聞紙ニ広告シ全国ニ株式ヲ募集」された。その後、両毛鉄道会社等の鉄道会社の株式募集では、発起人・賛成人により親戚・友人・知人などに対する血縁・地縁関係を利用した直接の勧誘が行われたが、広く社会的資金を結集するために盛んに利用されたのが日刊新聞・経済雑誌への広告であった(野田正穂『日本証券市場成立史』(有斐閣、1980)54-55、61、75頁)。

⁴⁹³ 株式額面が50円であり、一人平均引受株数が50~100株とすれば、引受額は一人2500~5000円となり。当時の1円を現在の2万円とすれば、引受額は、現在の価値で一人約5000万円~1億円となる。因みに、京都織物会社の従業員の最高位(1等)の技術部長の俸給(月)は50円、2等の副支配人のそれは30円、6等の書記兼出納簿記方は10円であった。すなわち、引受額は高級従業員の俸給の50~100倍、一般従業員の俸給の250~500倍程度となる。正確な比較ではないが、いずれにしても、大衆にとって引受額は相当の高額であった。「当時一株の金額は、所得水準から比べれば、高額なもので」「一般大衆が株式会社の出資に応ずるのは極めて困難であった」Vichian Chakepaichahyon「明治初期の会社企業(1)」大阪大学経済学3巻11号(1981)112頁。

⁴⁹⁴ 『京都織物五十年史』前掲注(487)4頁。

⁴⁹⁵ 『京都織物五十年史』前掲注(487)15頁。

⁴⁹⁶ 酒巻俊雄=上村達男『会社法』(青林書院、2003)3頁。

月二日、種々協議を重ねた結果、当初の通り参拾五萬圓と定め、内十一萬圓を東京株主貳拾四萬圓を京阪株主の引受となし、一般公募を廃することに決定した⁴⁹⁷。創立発起人は、当時の東京、大阪、京都の有力者⁴⁹⁸計 38 名⁵⁰⁰であり、創立発起人会出席者は、東京側が 2 名⁵⁰¹で、大阪側が 1 名⁵⁰²、京都側が計 26 名⁵⁰³であった⁵⁰⁴。

会社株主のうち 50 株以上を所有する株主の中から、選挙によって、最初の役員として、委員に内貴甚三郎、田中源太郎、濱岡光哲、渡邊伊之助、熊谷辰太郎の 5 名が選任され、相談役に渋沢栄一、大倉喜八郎、益田孝の 3 名が選任された。ただし、委員はその持株数に応じて選任されたということでは必ずしもなかった。すなわち、選任された役員の持株数と持株数順位はそれぞれ、渋沢栄一(400 株、1 位)、大倉喜八郎(280 株、3 位)、益田孝(200 株、6 位)、内貴甚三郎(195 株、9 位)、濱岡光哲(185 株、13 位)、渡邊伊之助(185 株、13 位)、熊谷辰太郎(145 株、19 位)、田中源太郎(135 株、27 位)であった。互選によって内貴甚三郎が委員長に選任されるとともに、熊谷辰太郎が検査掛に選任された。出資者の一部が直接経営を担当し、会社事業における出資と経営とは分離しておらず、委員は従業員に含まれると解されていた⁵⁰⁵。また、委員の 1 名が検査掛を担当したように、監査機能の独立性は未成熟であったと思われる。

第 2 款 京都染物会社

京都織物会社の設立に触発された京都市の染織物関係業者が、「大に発奮興起し」、京都染

⁴⁹⁷ 『京都織物五十年史』前掲注(487)11 頁。

⁴⁹⁸ 発起人が主だった株主となったが、株主の受持額は、一人 3000 円(当時)以上 2 万円(当時)以下であった(『京都織物五十年史』前掲注(487)15 頁参考)。当時の 1 円を現在の 2 万円とすると、6000 万円以上 4 億円以下となる。

⁴⁹⁹ 北垣知事(当時)は、「東京の有力者澁澤榮一、大倉喜八郎、益田孝、西邑虎四郎、京都の有力者田中源太郎、濱岡光哲、内貴甚三郎等に対し、国家産業のため模範的大工場を興し、以て斯業の発展を圖られたいと民間会社設立の事を大いに勧告し」た(『京都織物五十年史』前掲注(487)9 頁)。

⁵⁰⁰ 『京都織物五十年史』前掲注(487)289 頁。

⁵⁰¹ 渋沢栄一、大倉喜八郎。

⁵⁰² 熊谷辰太郎。

⁵⁰³ 浅井文右衛門、三井得右衛門、渡邊伊之助、濱岡光哲、内貴甚三郎、河村清七、熊谷市兵衛、竹村彌兵衛、市田理八、西村治兵衛ら。

⁵⁰⁴ もっとも、「1886 年 12 月 16 日澁澤榮一、田中源太郎、濱岡光哲、内貴甚三郎外三十六名の発起人相會し、資本金参拾五萬圓を以て京都織物株式會社設立の事を計畫し」と、計 40 名の発起人であったとの記載もある(『京都織物五十年史』前掲注(487)1 頁)。

⁵⁰⁵ 最初の株主総会では従業員の等級・俸給も提案され、委員長と委員は従業員に含まれていた。もっとも、委員長及支配人等に適当なる人物を求めるにはその給額も増さざるをえないとしつつも、「創業の間はかなり無給にて報酬あるいは手当位にて辛抱してもらおう」として、無給と決定された(『京都織物五十年史』前掲注(487)53 頁)。

このような出資と経営の未分離は、イギリスに類似している。すなわち、「沿革的にかつてイギリスでは、株主が現在とは異なり会社経営に関する知識も経験も備えた富裕層であり、大株主として総会に出席し経営に参画していた」(中村信男「イギリス法上の株主総会」酒巻俊男=志村治美編『現代企業法の理論と課題—中村一彦先生古稀記念—』(信山社、2002)391 頁)。

物会社と京都襦糸会社の創立が具体化していった⁵⁰⁶。

その結果、京都織物会社（3社合併前）の設立の2か月後の1887(明治20)年2月22日に、京都染物会社が資本金10万円で、発起人引受分を除いた残余株を一般公募によって行う条件で募集発行を行った。すなわち、同社は、それ以前に、同年2月18日付日出新聞に募集広告を掲載し、資本金10万円の7割を計22名の発起人が引受け、残余が公募（「広く募集する方法」）に付され、申込が募集金額を超過した場合には、2株以上の申込者の割合が減少され、下回った場合には、発起人が全株を引受けることが公表された。はたして、株式市場での需要は、「申込期限たる同月二十八日を俟たず、二十四日までに申込株数は八十倍の多きに達した」ほど、著しく旺盛であった⁵⁰⁷。同年2月22日付同紙における株金募集配当広告は、申込金額が2,395,650円と3万円の募集高に対し79.8倍、募集株数600株に対し47,913株(486人)におよんだため割当調整が行われたことを公表した。すなわち、申込株数125株以下の417名に1株を割当て、267株以上443株以下の26名に2株を割当て、444株以上の43名に3株を割当てる調整が行われた。

創立発起人は、西村治兵衛ら計22名であった。このうち、京都織物会社の発起人でもあった者が5名⁵⁰⁸であったので、京都染物会社へ新たに創立発起人として参画した有力者ないし同業者が17名存在したことが分かる。

第3款 京都襦糸会社

次いで、京都襦糸会社が資本金10万円で、1887(明治20)年に、「二月下旬発起人引受株割当（半数）を終り、三月に入りて残額を一般公募に附することになった」⁵⁰⁹。もともと、こののちの3社合併によって、この一般公募は未実施となった。

創立発起人は、京都の地元有力者である内貴甚三郎、中村忠兵衛、西村嘉助、渡邊伊三郎他であった（総数不明）。このうち、内貴甚三郎は、京都織物株式会社の発起人（京都織物会社初代委員長）であり、ここでも、相当数の有力者ないしは同業者が創立発起人として、京都襦糸会社に新たに参画したと考えられる。

第4款 3社合併

かくして、京都の地元有力者や同業者の多くが株式の募集に応募し、京都の織物業界の振興に貢献する京都織物会社3社への期待がいかに高かったかが理解できる。有力者による応募だけで必要資本が充分充足されることが明らかにも関わらず、一般公募に拘るところに、株式を単に経済的利益を追求した投機・投資の手段とは考えず、地元産業の振興への主体的参加手段であるという理解があったように思われる。

その後、京都染物会社が応募株式の割当を終わり、京都襦糸会社が発起人引受株数を決定するに至ったころ、染物・襦糸の2業が織物業と密接な関係があり、また、両社の発起人は京都織物会社の関係者が中心となっていたので、協議の結果、3社の合併が決定された⁵¹⁰。

⁵⁰⁶ 『京都織物五十年史』前掲注(487)11頁。

⁵⁰⁷ 『京都織物五十年史』前掲注(487)12頁。

⁵⁰⁸ 河村清七、熊谷市兵衛、竹村彌兵衛、市田理八、西村治兵衛。

⁵⁰⁹ 『京都織物五十年史』前掲注(487)12頁。

⁵¹⁰ 日出新聞1887(明治20)年3月12日付広告。

すなわち、資本金を 35 万円から 50 万円（一株 50 円、合計 1 万株）に増額し、3 社合併後の京都織物会社の創立願書が、1887(明治 20)年 2 月に京都府知事に提出され、同年 5 月に「書面願之趣承認候事」として創立が認許された後、同年 6 月に創立株主総会が開催された⁵¹¹。3 社合併後の、株主の「株高」は、各 3 社における「株高」をもって新会社の「株高」とされた⁵¹²。すなわち、「株高」の合計額は、合併前京都織物株式会社の 35 万円に、京都染物会社の 10 万円と京都撚糸会社の 5 万円（半分割当済み）が加算され、合併後京都織物株式会社は 50 万円となった。

第 3 節 公募の実態

第 1 款 公募の意味

明治 19 年商社法案では、「発起人ハ会社設立地ノ地方庁ヲ經由シテ起業目論見書及仮定款ヲ主務ノ省ニ差出シ発起ノ認可ヲ請」わなければならず、認可、株式の募集、創業総会の手続を踏んだ後に、「発起人ハ会社設立ノ願書ニ左ノ書類（起業目論見書、定款、株式申込簿ノ写、発起ノ認可証）ヲ添へ地方庁ヲ經由シテ主務ノ省ニ差出シ設立ノ許可ヲ請」わなければならないと定めていたが⁵¹³、募集の方法について特段の規定はなかった。当時は、会社創立に際し、発起人の勧誘によって株式の引受人を募集するのが普通であり、発起人の資力や社会的地位のいかんによって、応募状況は異なった。もっとも、発起人の出資が資本金の 4 - 6 割を占め、残りを一般から募集するといった場合も少なくなかった⁵¹⁴。

旧商法 157 条 2 項で、「発起人は、目論見書及び定款を作りて各自之に署名捺印せざるべからず」と定められたのは、「発起人は公衆に対して起業を勧誘するもの」であり、「事業の方法、結果等を計較し、又会社の組織、資本額等を考定し確乎たる意見を以て」事業を行ない、かつ、発起人は公衆の信用を得るためその計画に責任を負うからであった。発起人は、「其名義を以て協同加盟を公衆に求め以て株主を募集」するものと論じられていた⁵¹⁵。

新商法では、複雑設立(発起人のみが最初の株主となる単純設立ではない設立)においては、「発起人ハ株式ノ総数ヲ引受ケサルトキハ株主ヲ募集スルコトヲ要ス」と定め(新商法 125 条)、発起人が株式の一部を引受け、残部について株主を募集しなればならなかった。しかし、「発起人は公衆に対して起業を勧誘」するものの、その方法については、「株主ノ募集ハ必シモ廣ク公衆ニ対シテ之ヲ為スコトヲ要セス」と定めていたことから、公示ではなく、目論見書主義に拠っていたと解されていた。新商法では、旧商法の目論見書主義ではなく、ドイツに倣い、株式申込書に拠るべきものとなった⁵¹⁶。

第 2 款 分割払込み

⁵¹¹ 『京都織物五十年史』前掲注(487)17 頁以降、47-48 頁。

⁵¹² 株主の保有株式数は、合併前の株数を保持するという意味か。

⁵¹³ 利谷＝水林・前掲注(441)113 頁。

⁵¹⁴ 山口和雄「創世期の株式会社」有沢広巳監修『証券百年史』13 頁（日本経済新聞社、1958）。

⁵¹⁵ 岸本辰雄『商法講義』（1891）（明治大学創立百周年記念学術叢書出版委員会編『商法講義 上 岸本辰雄講述』（1981））296 頁。

⁵¹⁶ 松本丞治『会社法講義』（巖松堂書店、1920）238 頁。

公募による株式募集が主流となった背景には分割払込制度があった。特に、前述したように、一人あたりの引受額が多額になる場合、分割払込みが許されることは決定的に重要であった。すなわち、株主の資金力が薄弱であるならば、多数の株主を糾合しても一挙には大規模な資金量を獲得できないことから、便法として分割払込制度が採用された。旧商法前は、株式会社の設立において総額引受主義ではなく、定款に記載された資本金全額の引受は設立認可の条件とはなっていなかった⁵¹⁷。50円額面中2円や5円の払込で会社が設立され、1円程度の申込証拠金を支払い、数円の第一回払込に応じれば、株主になれる、会社も設立された⁵¹⁸。

京都織物会社においても、50円額面の株式を10回に分け6年後に全額払込済みとなる計画であった。つまり、一回の払込額を少額にし、次の払込徴収との期間を空けていた⁵¹⁹。同社の定款によれば、全株式はおおよそ36ヶ月以内に募集しなければならず、引受額は、委員（取締役）が定める期限までに払込まなければならなかった。そのため、（引受人は、）その払込額および払込日時を、30日前までに（会社に）通知しなければならなかった（定款9条）。株主が第一回目の払込をしたとき、会社は仮株券を交付し、第二回目以降は払込金額をその仮株券に記載し、委員長および支配人が鈴印しなければならないと定めていた（明治23年商法では、株金全額払込以前には会社は仮株券を発行し、全額完納の後に初めて本株券を発行することが明定され（178条）、明治26年商法にも引継がれたが、新商法では、この規定は消滅した⁵²⁰）。最終の払込をなしたときは、（仮株券を）本株券と交換しなければならなかった⁵²¹。1887（明治20）年7月13日に日出新聞に掲載された第一回払込金徴収広告によれば、同月21日より25日までの払込期間中に、一株5円（申込保証金を除いて4円）の払込が必要であった。払込ののち、保証金受取書と印鑑票の提出と引換えに株券が引き渡された。

創立株主総会に提出された「予算金額募集予定期日」によれば、機械設備購入や営業費用の支出計画に合わせ分割払込が計画されていた（第二回目以降は、収入不足で、第五回目によく累損を解消する計画であった）⁵²²。第六回目以降は未記載であった。（下表参照）

（円、株）

	年月日	一株当り	累計一株当り	発行株式数	累計発行株式数	払込額	累計払込額	資本金
第一回	明治20年7月20日					50,000	50,000	500,000
第二回	明治20年9月20日					50,000	100,000	500,000
第三回	明治21年2月20日					100,000	200,000	500,000
第四回	明治21年4月20日					50,000	250,000	500,000
第五回	明治21年7月					50,000	300,000	500,000

これに対し、実際は、計十回の払込で、一株合計50円、合計50万円の払込総額であった

⁵¹⁷ 野田・前掲注(492)52頁。

⁵¹⁸ 伊牟田敏充「企業の勃興」有沢広巳監修『証券百年史』23頁（日本経済新聞社、1958）。

⁵¹⁹ 伊牟田・前掲注(518)23頁。

⁵²⁰ 小林・前掲注(474)7頁。

⁵²¹ 『京都織物五十年史』前掲注(487)36頁。

⁵²² 『京都織物五十年史』前掲注(487)60-65頁。

523。その後数度の増資が繰り返された。事業の進展や資金収支にあわせて、おおよそ当初計画に沿って、実際の払込予定が取締役会で決定されていった。(下表参照)

(円、株)

	年月日	一株当り	累計一株当り	発行株式数	累計発行株式数	払込額	累計払込額	資本金
第一回	明治21年7月25日	5	5	10,000	10,000	50,000	50,000	500,000
第二回	明治21年9月	5	10		10,000	50,000	100,000	500,000
第三回	明治21年2月	10	20		10,000	100,000	200,000	500,000
第四回	明治21年6月10日	5	25		10,000	50,000	250,000	500,000
第五回	明治21年10月10日	5	30		10,000	50,000	300,000	500,000
第六回	明治22年4月20日	5	35		10,000	50,000	350,000	500,000
第七回	明治22年10月14日	5	40		10,000	50,000	400,000	500,000
第八回	明治23年4月14日	5	45		10,000	50,000	450,000	500,000
会社負担名義 株控除減資	明治25年8月18日	-45	45	-515	9,485	-23,175	426,825	474,250
第九回	明治26年5月26日	2.5	47.5		9,485	23,713	450,538	474,250
第十回	明治26年10月8日	2.5	50		9,485	23,713	474,250	474,250

第3款 京都株式取引所

会社企業の社会的資金集中には組織的な株式発行市場が形成されていなければならない。しかし、当時の発行市場はこの組織的形成が立ち遅れていた。すなわち、もっぱら、募集は、発起人による個人的引受や一般投資家への直接的勧誘といった非組織的株式発行等であり、組織的株式引受や売出を行う金融機関は未形成であった⁵²⁴。

1874(明治7)年に公布された株式取引条例を根拠として、そして、1878年に公布された株式取引所条例(株式取引条例の改正)を根拠として株式取引所が設立された。これにより、東京株式取引所、および大阪株式取引所が開業されていた。この株式取引所の設立手続は、国立銀行の設立手続をやや緩和したものとされる⁵²⁵。もっとも、当初、株式取引所の設立は東京と大阪に限られていた(株式取引所ノ設立ハ当分東京大阪一箇所宛ニ限ル 明治11年5月9日太政官布達甲第14号)⁵²⁶。

株式市場は、1986(明治19)年以降の企業勃興過程で発展の糸口につき、鉄道株や工業株が続々と上場された。それまで取引所売買高の圧倒的部分を占めていた諸公債はその比重を大

⁵²³ 『京都織物五十年史』前掲注(487)265-267頁。

⁵²⁴ 伊牟田敏充「企業勃興期における社会的資金の集中」高橋幸八郎編『日本近代化の研究上』(東京大学出版会、1972)249頁。

⁵²⁵ 利谷＝水林・前掲注(441)30頁。

⁵²⁶ 日本証券経済研究所『日本証券史資料戦前篇第3巻』(2014)35頁。

幅に低下させ、取引所は、公債売買の市場から株式売買の市場へと質的な変貌を遂げ、株式取引が盛んになった⁵²⁷。

もつとも、当時の株式取引所は、「どちらかという、投機的な『官許の賭博場』というべき段階にとどまって」おり、取引の「ほとんどが単なる価格差を利用してキャピタルゲインを得ようとする投機的売買」であった⁵²⁸。つまり、売買の大半が実物取引ではなく、投機的な長期清算取引であり、売買銘柄も一部の投機株に集中するような状況であった。証券市場での盛んな株式取引が、社会的な資本集中を目的とする株式会社制度の発達とは必ずしも結びついてはいなかった⁵²⁹。

京都株式取引所は、その設立に関し、1883(明治16)年に発起を願い出たが、そのころ、株式取引所の改革問題が台頭していたことから一旦却下された。改革問題とは、株式取引所は会社ではなく、会員組織にすべきだとする、いわゆるブルース条例問題であった⁵³⁰。京都株式取引所は、その設立について、1884(明治17)年7月に指定を受け(京都ニ株式取引所設立差許 明治17年7月3日太政官布達第17号)、同月に創立出願をなし、翌8月に創立許可を得た後、11月に開業免許を受け、翌12月に開業された⁵³¹。京都株式取引所は、1878(明治11)年の株式取引所条例によって既に免許を得ていたが1889(明治22)年12月の免許期限を前に、1887(明治20)年改正取引所条例(ブルース条例)が發布されたのをうけて、翌年10月に、免許の期限が1891(明治24)年6月まで2年間延期されていたものである⁵³²。京都株式取引所においても、上場物件は、金禄公債、起業公債、配当禄公債等を主とし、株式としては、京都株式取引所自身の株式のみで、取引の中心は「全く公債の一人舞台」であった。しかし、その後の企業の発達に従い株式会社の設立が相継ぎ、1891(明治)24年以降は、株式の売買が頻繁となった⁵³³。

京都織物株式会社の株式は、当局の認許を得て、設立の3年後の1890(明治23)年7月より⁵³⁴、京都株式取引所において、「京都織物株式会社株式(参拾五圓拂込)」として、定期売買が開始された⁵³⁵。上場直後は、「内気配にて参拾壹圓五拾銭より参拾貳圓位の景気なりしも、取引實現をなすに至り、案外に人氣悪く最低貳拾七圓貳拾五銭迄の場況となり、其後ギリギリと景氣を持直し、昨日同所移轉初の相場にては参拾貳圓貳拾銭まで騰貴し尚追々騰貴

⁵²⁷ 伊牟田・前掲注(524)243頁、244頁、島本得一『証券取引慣行論』(ダイヤモンド、1961)66頁。

⁵²⁸ 伊牟田・前掲注(524)245頁。

⁵²⁹ 志村嘉一「証券市場の誕生」有沢広巳監修『証券百年史』(日本経済新聞社、1958)6頁。

⁵³⁰ 取引所は公共的経済機関であって株式組織の営利会社に委すべきではない、会社は収入の増加を図るために投機を助長する、会社の担保制度は仲買人の発達を阻害する、会社は担保の危険を避けるため証拠金の増徴や売買停止を屢々行って相場の公定を害する、会社は担保の押売をして高率の手数料を取るから密売買が行われるといったことが改良論の根拠であった。株式会社京都取引所『京都取引所五十年史』(1925)37-38頁。

⁵³¹ 『京都取引所五十年史』前掲注(530)1頁。

⁵³² 『京都取引所五十年史』前掲注(530)17頁。

⁵³³ 『京都取引所五十年史』前掲注(530)217頁

⁵³⁴ 売買開始日を1889年6月15日とするものもある(『京都取引所五十年史』前掲注(530)222頁)。

⁵³⁵ 『京都織物五十年史』前掲注(487)78頁。

のみ込みなり」と報じられていた⁵³⁶。当時の株式額面は、原則として 50 円であったが、35 円払込済株式として上場された。31 円 50 銭～32 円程度の気配値ののち、ようやく安値 27 円 25 銭で成立し、その後持ち直し、7 月 8 日に 32 円 20 銭で寄付き、引き続き上値を追う展開だったようである。つまり、実際の払込額が 5 円の株式が、株式市場では、30 円以上で取引されていた⁵³⁷。

1887(明治 20)年 7 月から翌年 6 月にかけての売買による株式の名義書換数は、3005 株で、譲渡人数は 444 名、譲受人 150 名であった。つまり、上場後の一年間で、株主の約 3 割が売買をするという高い流動性を示していた⁵³⁸。他方、1888(明治 21)年 6 月末の株主数は計 258 名であったが⁵³⁹、そのうち、100 株以上の大株主は 34 名であり、その持株総数は 6023 株⁵⁴⁰(払込総額は、5 円 x 6023 株 = 30,115 円)であった。その全体に占める持株比率 60.2% であった。この大株主 34 名には創立発起人会出席者 29 名のうち 22 名が含まれており、その持株総数は 3926 株で、その全体に占める持株比率は 39.3% であった⁵⁴¹。

つまり、上場一年後、創立発起人が持株比率の約 4 割を依然所有していた。当時の京都の財界では、一部の有力者が京都織物会社等多数の会社設立に参画し、これらの諸会社の役員ポストを兼任しあい⁵⁴²、共同出資による多面的な企業者活動を展開していた。このような、地位的関係は、血縁的・地縁的・同業者仲間的な連鎖を通じて社会的資金の集中を図るのに最適であった⁵⁴³。ここに、流動性の高い一般株主と流動性の低い投資・企業株主といった二層構造が見てとることができる。すなわち、一方で、長期のリスクに耐えうる資産を持ち、合理的な判断能力を有する資産家層と、他方で、もっぱら銀行預金に向かうことが想定されていた一般投資家からの零細資金を株式で調達しようとしたのである。

第 4 款 公募、ジャーナリズムの発達と株式の所有関係・社会性

⁵³⁶ 1889 年 7 月 9 日日出新聞(『京都織物五十年史』前掲注(487)78 頁)。

⁵³⁷ 払込は終了しておらず、未払込株式として、仮株券の裏書によって売買がなされていたのであろうか。

⁵³⁸ 名義書換数 3,005 株/発行済株式数 10,000 株 = 30%

⁵³⁹ 平均 39 株/人。

⁵⁴⁰ 平均 177 株/人。

⁵⁴¹ 創立発起人と 1888 年 6 月末の持株数；渋沢栄一(400 株)、大倉喜八郎(280 株)、熊谷辰太郎(145 株)、浅井文右衛門(100 株)、三木要三郎(204 株)、三井(三越)得右衛門(145 株)、高木斎造(0 株)、曾和嘉兵衛(185 株)、渡邊伊之助(185 株)、船橋繁之助(145 株)、池上彌右衛門(0 株)、岡本治助(188 株)、磯野小右衛門(145 株)、中井三郎右衛門(185 株)、新實八郎兵衛(0 株)、芝原嘉兵衛(135 株)、井上治左衛門(171 株)、池田長兵衛(145 株)、濱岡光哲(185 株)、内貴甚三郎(195 株)、山本(中?)利右衛門(145 株)、河村清七(110 株)、熊谷市兵衛(190 株)、竹村彌兵衛(0 株)、堀口貞二郎(0 株)、村田嘉兵衛(145 株)、市田理八(0 株)、西村治兵衛(195 株)、藤原忠兵衛(0 株)(『京都織物五十年史』前掲注(487)76-77 頁)。なお、内貴甚三郎、市田理八、竹村藤太郎(発起人の地位を竹村彌兵衛に譲渡)は京都株式取引所の発起人 10 名のうちの 3 名であった。

⁵⁴² 1892 年 1 月、京都の計 15 社において、19 名の京都の有力資本家は、最小 1 社/名、最大 7 社/名の役員就任状況であり、平均 3 社弱/名の兼任状況であった(伊牟田・前掲注(524)312 頁 18 表)。

⁵⁴³ 伊牟田・前掲注(524)311 頁注(23)。

巨額な資本を必要とする近代産業における十分な資金調達には、少数の有力資産家を起点として、蜘蛛の巣状に展開する共同体的資金連鎖構造への依存抜きにはなしえなかった。同時に、発起人・賛成人により、親戚・友人・知人に対する地縁・血縁を利用した直接の勧誘が行われた⁵⁴⁴。有力資産家は、各産業にわたる多数の会社企業に多角的に出資し、多数の会社役員を兼任するのが一般的な傾向であった。しかし、彼らの動員し得る資金連鎖構造の利用にも限界があり、広く社会的資金を集中するためには、これだけでは不十分であった。つまり、不特定多数の潜在的投資家層にも出資を呼びかける必要があり、その呼びかけを伝達する手段が、当時の広域情報伝達機関であった日刊新聞・経済雑誌への広告であった。当時の新聞や雑誌といったジャーナリズムの発達には、株式発行にも大いに役立てられた⁵⁴⁵。

国立銀行条例の細則である国立銀行正規では、株式募集の内容や要領について新聞や張り紙等によって公表する義務（「株金ヲ募ルノ法ハ新聞紙或ハ張紙ノ類ニテ便宜ニ任セテ世上ニ公布」⁵⁴⁶）を定めていた⁵⁴⁷。中でも、明治20年代初頭において、会社企業が不特定多数の大衆に企業情報を伝達する手段としても最も有効なものとして利用したもの一つは日刊新聞であった⁵⁴⁸。株式発行による資金調達では、会社設立時の優良株主の掌握が鍵であった。このため、「広範囲の社会的資金を集中するためには、親戚・知人・同業者・近隣者等の血縁的・地縁的サークルを超えて株主を募集せねばならないが、地方官僚の投資勧誘や有力発起人の名声も利用されたが、情報伝達手段としては、当時唯一の大衆的情報伝達機関であった日刊新聞への広告も使用された」⁵⁴⁹のである。当時の日刊新聞における諸広告のうち、株主募集広告、株金払込広告、および、株式公売広告は、非組織的発行市場において社会的資金の動員を行う上で、数少ない有効な手段であったと考えられる⁵⁵⁰。

京都織物会社設立の約2年前に京都株式取引所が開設され、その翌年に日出新聞が発行されていた。この日出新聞は、京都滋賀中心の日刊紙で、1879（明治12）年に濱岡光哲（京都織物株式会社の創立発起人の一人）が設立した商報会社による経済専門誌「京都商事迅報」を源流とし、1885（明治18）年に発行されていた⁵⁵¹。全国紙ではない、京都と滋賀を中心として地方媒体ではあっても、新聞といったジャーナリズムの発達が株式発行と構造的相互依存的関係が存在していた。

さらに、京都織物3社の合併は、1887（明治20）年3月12日に日出新聞紙上での合併計画の広告によって株主にも通知された。合併計画の広告には、合併前3社のうち、染物会社では、一株につき一円の保証金を徴収していたので、他の2社においても、株主の権利を平等均一にして、一株につき一円の保証金を5日以内に徴収し、収入した保証金は、その額を平等にしたのち、新組織の京都織物株式会社に引き渡すことといった、重要な内容が記載され

⁵⁴⁴ 野田・前掲注(492)78頁。

⁵⁴⁵ 伊牟田・前掲注(524)309頁。

⁵⁴⁶ 大蔵省、国立銀行条例（明治5年8月5日）付録国立銀行成規三頁。

⁵⁴⁷ 高村・前掲注(438)444頁。

⁵⁴⁸ 伊牟田・前掲注(524)249頁。

⁵⁴⁹ 伊牟田・前掲注(524)48頁。

⁵⁵⁰ 伊牟田・前掲注(524)253頁。

⁵⁵¹ 「京都日出新聞」と改題し、のち1942年に「京都日日新聞」と合併し、現在の「京都新聞」となった。

ていた⁵⁵²。当時、新聞の広告は、単なる会社広報や商業広告ではなく、公告の性質を有し、会社情報の開示機能を補充していたように思われる。もとより、速報性に優れていたとしても、情報の正確性、中立性、客観性において、公募に際しての発行開示として充分であったかどうかは、今後、さらに検討する必要がある。株式による、株主と会社との間、および株主間の所有関係には、社会性の認識とそのことについての社会的理解が会社法制定前にすでに形成されていた。

第4節 小括

現在では、株主に「株式の割当を受ける権利」を与えない形でなされる募集株式の発行等のうち、不特定・多数の者に対して引受けの勧誘をするものを公募というが⁵⁵³、明治中期までの実際の株式会社の設立には、設立時に発起人・縁故者以外の公衆に株式引受けを求めるのが中心であった⁵⁵⁴。発起人が設立時発行株式の一部（ないし、大部分）を引受け、残りにつき引き受ける者として一般投資家を予定する公募の色彩が強いものであった。

明治中期の会社企業のうち、鉄道、紡績、電灯、保険等の近代産業の会社は血縁・地縁を超えて広い範囲からの資本調達が行われていた⁵⁵⁵。すなわち、明治期に新たに勃興した近代産業の多くは多数出資者の大資本となることから、その資本調達は必然的に公募へ向かわざるをえなかったと考えられる。各産業にわたる多数の会社企業に多角的に出資していた有力資産家⁵⁵⁶の動員し得る資金連鎖構造の利用にも限界があり、このような限界を超えて資金を調達するためには、不特定多数の潜在的投資家層にも出資を呼び掛ける必要があったからである。

また、公募には、会社設立のために広く一般投資家から資金を調達するといった直接的目的に留まらず、大株主の専横に対する牽制力と、当該の会社の長期的事業成長の大衆的基盤を獲得するといった効果を期待していたものと考えられる。所有と経営の分離が不完全な閉鎖型株式会社では、会社制度の歴史からすれば会社＝私物という理解が出発点であったが、日本の初期の会社においては、大株主が会社を私物化視することへの警戒感が見られた⁵⁵⁷。明治中期の新株募集には、当初、経済外的強制の場合があったが、公募が主流となっていったという事実は、広範囲な資本の動員が必要となる多様な新規産業分野における殖産興業の国策と親和的であった。

⁵⁵² 『京都織物五十年史』前掲注(487)13頁。

⁵⁵³ 江頭憲治郎『株式会社法 第7版』（有斐閣、2017）719頁。

⁵⁵⁴ 江頭・前掲注(553)61頁注(4)、宮本他『日本経営史—日本型企业経営の発展・江戸から平成へ』（有斐閣、2000）95-96頁。

⁵⁵⁵ 明治中期の会社企業は、①大口株主広範囲集中型（多数出資者大資本）、②大口株主縁故結合型大（中）企業（少数出資者大資本）、③縁故結合型零細（小）企業（少数出資者小資本）、および④零細株主広（または小）範囲集中型零細（または小）企業（多数出資者小資本）の4類型に分けられた（伊牟田・前掲注(450)88-89頁）。

⁵⁵⁶ 渋沢栄一、五代友厚、益田孝らは、「神商」と呼ばれ、政府から一定の信頼を得ていた。

⁵⁵⁷ 尾崎安央「経営者による会社の「私物化」：イトマン事件、大王製紙事件、日産自動車事件」企業会計 71巻5号(2019)23頁参考。

こうした実体を踏まえ、のちに、新商法では、発起人カ株式ノ総数ヲ引受ケサルトキハ株主ヲ募集スルコトヲ要スと複雑設立（発起人のみが最初の株主となる単純設立ではないもの）が明定された⁵⁵⁸。すなわち、当時のわが国では複雑設立が多数であり、単純設立は殆ど稀であった⁵⁵⁹。

共同企業形態の原初的形態は、組合ないし人的会社企業であり、出資者全員が、経営を担い、また企業の債務について直接無限の連帯責任を負うといった出資者相互間の人的信頼関係によって支えられていた⁵⁶⁰。出資者の多数化で、組合ないし人的会社企業の資金調達能力の限界を乗り越える形態が合資会社であった。無限責任社員が経営を担う一方、経営から排除され、出資額を限度とした有限責任を負う社員の存在が認められた。しかしながら、無限責任社員と有限責任社員との間の支配従属関係の存在や、投下資本回収の困難さ等から、そこでの資本的結合も、出資者相互間の強い人的信頼関係の存在を前提とせざるをえず、資金調達能力の質的拡大には、なお一定の限界があった⁵⁶¹。明治中期に公募による募集設立をおこなった株式会社も実質的には、この合資会社（あるいは、株式が公開された場合は、株式合資会社）的であったように思われる。

京都織物会社の募集設立にも公募部分が含まれ、この合資会社の特徴が看取できる。相当数の有力資産家からなす発起人による引受が前置され、あくまでも発起人が引き受けた残余について広く公衆への募集を予定するものであった⁵⁶²。創立発起人、ないし大口出資者となった有力資産家の間の人的信頼関係を前提とし、経営の責任については、出資者間に一定の分担と優劣関係とが存在していた。実際、同社の事例では、発起人だけの引受で十分に資本調達が可能であっても、発起人の引受と公衆による引受の組合せを優先したのは、京都の地場資本による地場産業の振興という事業上の理由だけではなく、そもそも私募という発想はなかったのかもしれない⁵⁶³。

出資持分の譲渡自由な証券化が、社会的遊休資金の集中等に加え、当時の株式会社の特徴の一つであった⁵⁶⁴。公募は同時に、株式売買市場と株式取引所の整備とが軌を一にしていた。株式会社の設立においては、株式の自由譲渡と流通可能性の確保が必須の要件であり、明治期においても「我が國の證券市場は株式會社と形影相伴うて發達した」と論じられていた⁵⁶⁵。株式会社制度の導入は、証券市場を制度化する一つの大きな積極的契機でもあった⁵⁶⁶。

⁵⁵⁸ この規定は、昭和 13 年改正商法で維持され、昭和 25 年改正商法でも、「会社ノ設立ニ際シ」と一部付記修正され維持された。平成 17 年会社法では、発起人は設立時発行株式を引き受ける者の募集をする旨を定めることができたとなった（会社法 57 条 1 項）。

⁵⁵⁹ 松本・前掲注(516)238 頁。

⁵⁶⁰ 新山雄三『株式会社法の立法と解釈』（日本評論社、1993）7 頁。

⁵⁶¹ 新山・前掲注(560)8 頁。

⁵⁶² 京都織物会社と同時期の 1886 年に設立された有限責任三重紡績会社は、発起人総会の折、地元だけでは創業資金を調達するのは困難とみた渋沢の発議で、資本金 22 万円のうち 12 万円は発起人が負担し、残額は渋沢に委託し、東京、大阪等で募集することになった（宮本他・前掲注(554)95 頁）。

⁵⁶³ 神田秀樹＝上村達男＝中村直人「金商法と会社法の将来」資料版商事法務 408 号（2018）14 頁〔上村発言〕。

⁵⁶⁴ 宮本他・前掲注(554)95 頁。

⁵⁶⁵ 菅野和太郎『日本会社企業発生史の研究』（経済評論社、「1971」）383 頁。

⁵⁶⁶ 長浜洋一「資本調達機構にみる株式会社法の理念と証券市場の実際—明治期を中心とし

株式取引所特有の機能は、①有価証券、なかでも株式の流通市場機能、②その価格構成に関する機能、③資本主義経済下における補助機関機能、および、④証券発行市場機能とされる⁵⁶⁷。株式の公募においては、株式発行会社の情報の適切な開示、および公正な株価形成を担保する株式市場の成立が必要となるため、株式市場を主宰する株式取引所制度に重要な役割が期待されていた。しかしながら、わが国の取引所では、この証券発行市場機能が長く欠けていた⁵⁶⁸。実際、わが国における取引所、および有価証券取引所の設立についての成文法の嚆矢であった明治7年株式取引条例は、上場物件の範囲とその上場手続を定め、株式の上場およびその禁止に関しては、29条ないし31条に「新公債新株式等売買ノ規則」として、極めて厳格詳細な規定を設けていた⁵⁶⁹。ところが、「発起人の許可を受けたときは資本金の三分之一を引き受け、残りを公告して株主を募集する」⁵⁷⁰といった公募についての定めを設けていたものの、新株発行についての特段の定めはなかった。

また、明治26年取引所法、およびその施行規則においても、取引所の目的を売買取引とするものの、新株発行についての定めは見当たらなかった⁵⁷¹。のちに、大正11年の改正で、有価証券を売買取引する市場は取引所とみなす規定(四条ノ二)を追加した際も、新株発行についての規定は依然手当されなかった⁵⁷²。これは、わが国の株式取引所の設立の要因が、もっぱら、明治政府にとって当時の大問題であった公債の消化流通であったという歴史的経緯のためと思われる。すなわち、当時の株式取引は、株式会社制度の発達と必ずしも結びついてはおらず、流動性の高い一般株主と流動性の低い投資・企業株主といった二層構造が既に存在していた。経済上、産業上の会社制度の進展に応じて、資本調達においては公募が選好されたにもかかわらず、商法典制定についての政府の方針が動揺したこともあって、株式発行に関する法制度、とりわけ公募の前提となる発行会社による情報開示制度等の整備は充分にはなされなかったように思われる。

資本調達における募集についての概念および形態は、資金調達手段のとしての株式の効率性を論じる以上に、会社法理の本質的理解に関係している⁵⁷³。つまり、公募が選好される理由を、株式が多数の公衆から資金を調達する便利な手段であったという点に求めるのではなく、京都織物会社の事例が示すように、会社による資金調達が会社の企業価値を増加させる目的での外部からの投資であるという点に求めるべきであると考えられる⁵⁷⁴。すなわち、募集概念の在り方について長らく学説等からなされてきた理論的批判も会社法理の本質から検討されるべきであると同時に、資金調達手段に止まらない株式の法的性質からも検討されるべきであろう。

て一」早稲田大学比較法研究所、比較法学2巻2号(1966)65頁。

⁵⁶⁷ 小谷勝重『日本取引所法制史』(法経出版、1953)55頁。

⁵⁶⁸ 小谷・前掲注(567)55 - 56頁。

⁵⁶⁹ 小谷・前掲注(567)226頁、1040頁 - 1041頁。

⁵⁷⁰ 島本・前掲注(527)73頁。

⁵⁷¹ 小谷・前掲注(567)1130-1133頁、1134 - 1137頁。

⁵⁷² 小谷・前掲注(567)1203頁。

⁵⁷³ 上村・前掲注(445)92頁。

⁵⁷⁴ 落合・前掲注(447)15頁。

第2章 株式の法的性質 —トヨタ AA型種類株式

はじめに

株式会社についての会社法の歴史は、株式の多様化を認める方向で展開してきたと理解されている⁵⁷⁵。その多様化は、もっぱら資金調達（ファイナンス）の面での効率化と企業統治（ガバナンス）の面での多様化を含むものである⁵⁷⁶ことや、あるいは、キャッシュフローに関する権利とコントロールに関する権利との多様な組み合わせを含む多様化であると論じられている⁵⁷⁷⁵⁷⁸。この株式の多様化は、株式の法的性質の変化に起因するものであり、あるいは、法的性質に影響を与えるものであることが推測される。その効率化や組合せの多様化が、株式の基本的性質を保持したまま、その派生的性質等を発展・変化させることで進展しているのか、あるいは、基本的性質自体までも変容させているのかは重要な問題である。多様化によって生じる、異なる内容の株式を保有する株主の間、又は、株主と債権者との間の利害調整という困難な問題は、株式とは何かという基本的なところに立ち戻って分析をはじめなければならない⁵⁷⁹。ところが、この株式の多様化は、資金調達手段の多様化と称される企業金融上の実際的要請から種類株式の多様化として顕在化している⁵⁸⁰。かつて会社法は伝統的に株式会社が発行できる種類株式の内容を制限してきたが、数度の商法改正⁵⁸¹、および平成17年会社法を通じてそれらの規制は大幅に緩和され、種類株式の内容に関する自由度は飛躍的に高まった⁵⁸²。同時に、上場規則上の手当もされた⁵⁸³。その一方、種類株式の多様化を推し進めたことで、株式という金融商品の内容の複雑化から新たな問題が生じる可能性があ

⁵⁷⁵ 神田秀樹「株式の不思議」前田重行=神田秀樹=神作裕之編『前田庸先生喜寿記念 企業法の変遷』（有斐閣、2009）127頁。

⁵⁷⁶ 若林泰伸「平成改正と種類株式」稲葉威雄=尾崎安央編『改正史から読み解く会社法の論点』（中央経済社、2009）195頁、実戸善一「種類株式制度の自由化」ひろば 55巻4号（2002）24頁。

⁵⁷⁷ 野村修也「株式の多様化とその制約原理」商事 1775号（2006）29頁、日本銀行金融研究所「「デットとエクイティに関する法原理についての研究会」報告書」金融研究 20巻3号（2001）1頁。

⁵⁷⁸ 谷川寧彦=久保田安彦「会社法における種類株式設計の柔軟化とそのコスト」宮島英昭編『企業統治のフロンティア』（日本評論社、2008）187頁。

⁵⁷⁹ 神田・前掲注（575）127頁。

⁵⁸⁰ 鈴木隆元「種類株式の多様化」ジュリ 1220号（2002）17頁。

⁵⁸¹ 明治23年商法には種類株式の規定はなかった。明治32年商法で優先株が規定されて以降、昭和13年、平成2年、平成13年、平成14年の商法改正で種類株式に関する規定が新設ないし変更・廃止された。会社法では、数種の株式という概念が株式の種類ないしは種類株式の概念に置き換えられる等の改正があった（上村〔コンメ〕・前掲注（44）64頁、66頁）。

⁵⁸² 谷川=久保田・前掲注（578）185頁、川島いずみ「種類株主の取締役等選任・解任と資本多数決原則の修正」ジュリ 1229号（2002）14頁、神田秀樹=武井一浩編著『新しい株式制度』149頁〔中山龍太郎〕（有斐閣、2002）。

⁵⁸³ 従来、上場時に発行する株式は単一銘柄でなくてはならず（上場申請に係る株式数が発行株式総数と同数であることが原則）、種類株式を発行している会社が、別の株式を上場しようとする、その種類株式を消滅させなければならなかった。平成13年末の取引所規則改正でこの単一銘柄規制は撤廃された。

る⁵⁸⁴。同時に、株式についての会社法の規定の解釈にも影響を与えている。たとえば、会社法 105 条は、理論的な株式の本質（固有権）を表章したものというよりは、「むしろ、剰余金配当請求権又は残余財産請求権のいずれかをゼロとし、社債にきわめて近いものを含む無議決権株式を許容する会社法上の株式の輪郭をなぞったものである」⁵⁸⁵とする指摘はその例である。わが国では、固有権論が機能する場面は極めて限定されているとの評価であり、固有権論も時代により深化すべきであると評されている⁵⁸⁶。

トヨタ自動車（株）（以下、「会社」という。）は、平成 27(2015)年に、もっぱら事業サイクルと株式保有サイクルを合わせることによる「ガバナンス効果」を目的として設計された新たな種類株式（以下、「AA 型種類株式」といい、「AA 型種類株式」の所有者を「AA 型種類株主」という。）を発行した⁵⁸⁷。すなわち、研究開発投資が業績に寄与するまでの比較的中長期の期間と株主の投資期間とを合わせることで、個人株主による中長期の株式保有が可能となるような種類株式を発行したのである⁵⁸⁹。

AA 型種類株式は、株式と社債の中間的な性質をもつ新たな金融商品であるが、同時期の平成 26(2014)年に募集された（株）三菱 UFJ フィナンシャル・グループによる、第 1 回・第 2 回期限前償還条項付無担保社債（実質破綻時免除特約および劣後特約付）は、より株式に接近した劣後債形式の中間的金融商品であった⁵⁹⁰。社債もまた、利益参加社債、他社株転換社債等による多様化の進展がみられた⁵⁹¹。

また、AA 型種類株式は、株式と社債の中間的ハイブリッド型である以上に、これまでに例のない複合的種類株式であり、株式の法的性質についての議論に一石を投じるものであったように思われる⁵⁹²。AA 型種類株式は、計 5 回の発行が設定されているにも関わらず、第

⁵⁸⁴ 若林・前掲注(576)196 頁、宍戸・前掲注(576)28 頁。

⁵⁸⁵ 高田・前掲注(401)9 頁。

⁵⁸⁶ 高橋・前掲注(36)323 頁。

⁵⁸⁷ トヨタ自動車(株)平成 27 年 7 月付「発行登録追補目論見書」、同平成 27 年 6 月 16 日付「第 1 回 AA 型種類株式に関するご説明資料」、同平成 27 年 7 月 2 日付「第 1 回 AA 型種類株式の発行価格等の決定および第 1 回 AA 型種類株式発行に応じた自己株式取得に関するお知らせ」、並びに、平成 27 年 6 月 16 日改訂版定款（以下、それぞれの資料又は全部をまとめて「本件会社資料」という。）。

⁵⁸⁸ 平成 27 年 4 月 28 日、会社は、取締役会において AA 型種類株式の募集事項を決定し、発行登録書を提出した。同年 6 月 16 日の第 111 回定時株主総会において、新型種類株式発行に係る定款変更、および募集事項の決定を取締役に委任することが承認された。同日、取締役会において、発行および自己株式取得についての決議がなされ、訂正発行登録書が提出された。7 月 2 日に、発行価格、自己株式取得総数等が確定された。

⁵⁸⁹ AA 型種類株式は 60%が国内の個人所有（海外では発行されていない）であり、株主数で言えば 94%が個人投資家と推測されている。

⁵⁹⁰ 実質破綻事由が生じた場合、社債権者に対する元利金の支払いは原則として行われず、又、劣後事由が発生した場合、元利金の弁済は一般債務の元利金支払いに劣後する。

⁵⁹¹ 鴻常夫『社債法』（有斐閣、1973）35 頁、藤田友敬「社債の多様化—エクイティ性のある社債を中心に—」〔上〕〔下〕月刊資本市場 162 号(1999)43 頁、163 号 42 頁。

⁵⁹² AA 型種類株式についての法的観点からの論評は多くない。加藤貴仁「上場会社による種類株式の利用」ジュリ 1945 号(2016)15 頁；金融商品取引法研究会編『上場会社による種類株式の利用』金融商品取引法研究会研究記録 57 号〔加藤報告〕(2016)、松尾拓也=中山達也「トヨタの AA 型種類株式の事例から考える元本償還付・譲渡制限議決権株式に法的留意点」旬刊経理情報 1422 号(2015)74 頁、太田洋「上場会社による種類株式の活用と課

2回以降の発行については、しばらく決定されなかった。

その後、令和2(2020)年に、取締役会は、翌3年4月の時点で残存するAA型種類株式の全部を取得し、消却することを決議した⁵⁹³。少なくとも、AA型種類株式の発行を契機に、資本構成の最適化のため、種類株式を活用する動きが積極化したとはいえない。発行会社の収益状況や株価変動といった事業環境の理由だけでなく、AA型種類株式自体の複雑かつ複合的性質による「使い勝手」の悪さが原因になっているのかもしれない。他方、株式を債権ととらえることには株主の企業所有者性を否定することの含意も可能であることから⁵⁹⁴、また、経済的機能では株式と社債との間に無限のパラエティをもって中間的存在の理論的可能性があり、両者を資金調達における投資証券として一括して取り上げ、並列的に取り扱うことが適当であるとの主張があるところ⁵⁹⁵、AA型種類株式は、株式と社債との異同や株式の法的性質の検討へのあらたな視点を与えるものである。

本章では、まず、AA型種類株式の特徴的内容を整理し、株式と社債との法的異同についての一般的議論を確認し、その次に、AA型種類株式における若干の具体的問題を検討し、株式の法的性質を考えるにあたっての示唆を得る。

第1節 AA型種類株式の概要

会社法は、定款記載によって、9項目の事項（公開会社においては8項目）について異なる内容の株式を発行することができる（108条1項、2項）。AA型種類株式は、このうち5項目についての異なる内容を組み合わせた種類株式である。

本章では株式の法的性質に関連する部分に絞るが、AA型種類株式には、本章で言及したもの以外にも、非上場種類株式であること、売主追加請求権（160条2項、3項）が排除されること、種類株式発行に必要な一切の事項（追加的な買取引受けの対象株式の数、増加する資本金・資本準備金の額、発行価格、引受価額他）の決定が代表取締役へ一任されること、

題〔上〕商事2084号(2015)4頁、同「上場会社による種類株式の活用と課題〔下〕」商事2086号(2015)27頁、高田・前掲注(401)16頁注(14)、宮下央=松尾和廣「上場制度と種類株式」商事2123号(2017)30頁注(54)。その他、大崎貞和「トヨタ自動車による新型種類株式発行の意義」2015年6月17日NRI Financial Solutions、同「種類株式活用の新たな展開」2015年7月号NRI Financial Solutions等資本市場関係メディアでの解説参照。

⁵⁹³ 令和2年12月14日、会社は、取締役会において、翌3年4月2日に、その時点で残存するAA型種類株式の全部を取得し、翌3日に取得したAA型種類株式の全部を消却することを決議した。その結果、総額約4992億円で発行されたAA型種類株式は、発行から約6年弱で、消却されることとなった（2020年12月14日付け、トヨタ自動車（株）「第1回AA型種類株式の取得及び消却に関するお知らせ」）。取得総額は、4779億円の残存額（推定）と約65百万円の経過配当金相当額の合計の（推定）4880億円と予想される。

⁵⁹⁴ 河本一郎『現代会社法<新訂第9版>』（商事法務、2004）47頁。河本教授は、株主の企業所有者性を否定する株式債権説をとったほうが株式会社の公共的意義を是認しやすいかどうかについて検討され、「株式会社の社会的・公共的性格を是認するかどうかの問題と、株式の法的性質を社員権ないし社員たる地位とみるか、あるいは債権とみるかという問題は関係がなさそうである」と結論されている（同書49頁）。

⁵⁹⁵ 上柳克郎=鴻常夫=竹内昭夫編『新版 註釈会社法(10)社債(1)』13頁〔鴻常夫〕（有斐閣、1988）、鴻常夫「特殊な社債」『社債法の諸問題Ⅱ』（有斐閣、1987）113頁〔初出、商事法務研究189・191号(1960)〕。

種類株式における有利発行規制問題とそれへの対策であった「より高い評価書の採用」の妥当性⁵⁹⁶等の諸問題がある。

第1款 優先配当

AA型種類株式は、会社法の定めに従った優先配当種類株である(108条1項1号、2項1号)。すなわち、AA型種類株式では、普通株式に対して剰余金の配当を行うとき、当該剰余金の配当に係る基準日の最終の株主名簿に記載されたAA型種類株式を有する種類株主又はAA型種類株式の登録種類株式質権者に対し、普通株式を有する株主又は登録株式質権者に先立ち、剰余金の配当が行われる。

また、会社法は、取締役会設置会社の場合、剰余金の配当、又は定款の定めによって中間配当を取締役会の決議によって行うことができると定める(454条)。これを受けて、定款は、毎年3月31日の最終の株主名簿に記載又は記録されたAA型種類株主又はAA型種類株式登録株式質権者に対し、普通株主又は普通登録株式質権者に先立ち、中間配当金、又は剰余金の期末配当を支払うと定める(定款12条1項)。

第1回AA型種類株式の配当金は、払込額(一株10,598円)に対して、取締役会の決議によって定められた率を乗じた額である。具体的には、配当金年率は、初年度0.5%から、毎年0.5%ずつステップアップし、平成31年度に2.5%に到達以降、2.5%に固定される⁵⁹⁷。剰余金の配当の実行を条件として既に固定された配当金額にも関わらず、AA型種類株主に支払われるものは、利息ではなくあくまでも剰余金の配当であるとされる⁵⁹⁸。

会社は、普通株式の配当率を下回る配当金率によりキャッシュアウト(会社の配当金負担)は抑制されると説明した。しかし、普通株式の配当率が常にAA型種類株式の配当金率を上回ることを将来において確約するわけではない。実際、AA型種類株式の配当金年率は、2019年3月期まで普通株式の配当率を下回ったが、両率の乖離は3.03%から1.39%へ減少した⁵⁹⁹。2020年3月期には、AA型種類株式の配当金年率は2.5%に固定されるので普通

⁵⁹⁶ 発行条件の公正性を期すため、発行会社は、独立した第三者機関2社に価格算定を依頼し、一般的な価値算定モデルでそれぞれ作成した公正価値に関する評価報告書を受領した。又、発行会社は、評価報告書のうち、普通株式に係る株主にとってより有利な算定を行ったもの(すなわち、AA型種類株式の公正価値をより高く算定した)を採用することによって評価報告書の公正性をより高めるように配慮したと説明している。

⁵⁹⁷ もっとも、便宜的に年間配当額を期末株価で除し、普通株式の過去の配当率を計算すると、2011/3期(配当額50円/期末株価3350円=1.49%)、2012/3期(50円/3570円=1.4%)、2013/3期(90円/4860円=1.85%)、2014/3期(165円/5826円=2.83%)、2015/3期(200円/8383円=2.39%)と2.5%を下回っていた。

⁵⁹⁸ かつて建設利息(商法291条、293条)や、19世紀半ばのプロイセン株式会社法における、すべての社員は、原則として、その投下資本からの通常利息を請求することができる株式利息(Aktienzinsen)があった。この株式利息を、株式について給付された払込金に関しては、まったく否認する見解では、その理由として、株式会社は、「株主と異なる独立の法主体ではなく」、「株主は彼らの投資を顧慮すれば、貸主ではなくて、会社経営の共有者である、ということが挙げら」れた(小島康裕『大企業社会の法秩序』(勁草書房、1981)28-31頁)。

⁵⁹⁹ 2016/3期のAA型種類株式の配当金年率が0.5%であったのに対し、普通株式配当率率は3.53%でありその差は-3.03%であった。以降、2017/3期、1.0%(3.48%)差-2.48%、2018/3期1.5%(3.22%)差-1.72%、2019/3期2.0%(3.39%)差-1.39%であった。

株式の配当年率が 2.5%になると、配当の経済性は AA 型種類株主と会社との間で均衡状態に達する。

金銭により支払う剰余金の配当額が AA 型配当金の額に達しないときは、その不足額は翌事業年度以降に累積され、他の剰余金の配当に先立ち、累積未払配当金の額に達するまで、金銭による剰余金の配当が行われる。つまり、AA 型種類株式は、累積的優先種類株式、株主は優先種類株主であり、AA 型配当金は優先配当金である。非参加条項が付され、吸収分割、又は新設分割の中で行われる剰余金の場合の普通株主又は普通登録株式質権者に対する同一割合の配当を除いて、AA 型配当金の額を超えて剰余金の配当は行われない。

第 2 款 残余財産分配

会社が残余財産の分配を行うときは、AA 型種類株式、又は AA 型種類登録株式質権者に対し、普通株主又は普通登録株式質権者に先立ち、累積未払配当金の額、および経過配当金相当額の合計額を加えた金銭が支払われる。会社法の定めに従った残余財産の分配に関する優先株式である(108 条 1 項 2 号、2 項 2 号)。残余財産分配についても非参加条項が設けられ、これ以外に、残余財産の分配は行われない。その結果、AA 型種類株主は、優先配当金の支払いを受けた後、さらに残余の分配可能額からの配当を追加して受け取ることはできない。債権者に対しての劣後性が一部修正されている。

第 3 款 議決権

AA 型種類株式の所有者には、普通株式と同一の、1 単元 100 株の株主総会における議決権が付与される。株主総会において議決権を行使することができる事項につき異なる定めをした議決権制限株式ではない(108 条 1 項 3 号、2 項 3 号)。この限りでは、AA 型種類株式は、株式の標準型を維持している(105 条 1 項)⁶⁰⁰。定款は「AA 型種類株主は、株主総会において議決権を有する」(定款 15 条)とだけ記載し、AA 型種類株主の議決権の内容についてそれ以上の定めはない。

一方、発行可能株式総数には、普通株式および第 1 回ないし第 5 回 AA 型種類株式が含まれることを定め(定款 5 条)、1 単元の株式数は、普通株式および AA 型種類株式のそれぞれにつき 100 株であり(定款 6 条 1 項)、株主が会社法 189 条 2 項および会社法 166 条 1 項の権利以外の権利を行使できないことを定めている(定款 6 条 2 項)。これらから、AA 型種類株式の議決権の内容は、普通株式の議決権の内容と同一と考えられる。しかし、AA 型種類株主に損害を及ぼすおそれがある場合でも、その種類株主総会での決議を要せず、また、募集株式の種類が譲渡制限株式である場合、又は募集新株予約権の目的である株式が譲渡制限株式であっても、募集事項の決定について種類株主総会の決議を要しないとする定款の定めをおき(199 条 4 項、238 条 4 項)、種類株主総会を排除している。

第 4 款 株主による取得請求（普通株式への転換、現金償還）

AA 型種類株主には、会社法の定めに従った取得請求権が付与され(108 条 1 項 4 号および 2 項 5 号)、転換請求によって普通株式が交付されるものと、買受請求時に株主に対し金

⁶⁰⁰ 上村 [コンメ]・前掲注(44)34 頁参考。

銭が交付されるものとの両方が定められている。

AA型種類株式には、発行に際して取締役会決議で定める転換請求期間中に、会社に対して、普通株式の交付と引き換えに、AA型種類株式の全部又は一部を取得することを請求することができる請求権が付与される。転換を会社がAA型種類株式を自己株式として取得し、新たに普通株式を交付するものとするならば⁶⁰¹、AA型種類株式の取得請求権は、普通株式の交付を対価とした、会社がその履行を拒否することができないプットオプションとして機能し、転換請求期間はオプションの行使期間と考えることができる。

また、AA型種類株主には、発行に際して取締役会で定める請求期間中、基準価額(発行価格相当額に、累積未払配当金の額、および経過配当金額相当額の合計額を加えた額)相当額の金銭の交付と引き換えに、会社に対して、AA型種類株式の全部又は一部を取得することを請求することができる請求権が付与される。ただし、自己株式取得の財源である分配可能額が不足する場合には、会社が換金に応じられない場合がある。

第5款 会社による取得請求（現金償還）

会社は、発行に際して取締役会で定めた期間を経過し、さらに取締役会の決議で別に定めた取得日が到来したとき、基準価額相当額の金銭の交付と引き換えに、株主に対して、AA型種類株式の全部又は一部を取得することができる請求権を有する(108条1項6号、2項6号)。

第6款 譲渡制限

AA型種類株式の譲渡取得には、会社法の定めに従い(108条1項4号、2項4号)、取締役会の承認を得なければならない。また、AA型種類株式に対して公開買付(金商法27条の2)が開始された場合において、当該公開買付に応募し、当該AA型種類株式の受渡しその他の決済による譲渡が行われるときには、取締役会が承認をしたものとみなされる。つまり、特定株主の持分を高めるような第三者割当等が行われない公募形式の募集であり、譲渡制限の解除条項によって買収防衛策との疑いを招かないように設計された。

第2節 AA型種類株式の法的問題

第1款 AA型種類株式の複合性と株式の所有関係の変容

AA型種類株式は、譲渡制限が付された非上場株式であり、配当金年率が予め確定されている他、一定の期間経過後、株主は、会社に対して普通株式への転換又は金銭対価での取得を請求することが可能であり、会社は金銭の交付と引換にAA型種類株式の全部を取得することも可能とする等、より社債的性質に傾斜した、株式と社債の中間的な性質をもつ金融商品である。

すなわち、AA型種類株式は、会社法が認める剰余金配当及び残余財産の分配における優

⁶⁰¹ 会社法における取得請求権付株式は、旧商法における義務償還株式および転換予約権付株式を整理し、さらに社債やその他の財産を対価とすることも認めたものである(相澤哲編著『一問一答 新・会社法〔改訂版〕』(商事法務、2009)43頁)。転換概念の消滅については、江頭・前掲注(553)151頁注(18)。

先の分配、株式譲渡制限、取得請求権付株式並びに(全部の)取得条項付株式の内容を含む、複合的種類株式である(表 1)。その性質は、議決権のある転換社債型新株予約権付社債、あるいは、かつての転換予約権付優先株⁶⁰²に類似している。(下表 1 参照)

カネボウ事件における種類株式および伊藤園上場優先株式との比較

								(表1)
	議決権	優先配当	株主の普通株式への 転換請求権	株主の取得請求権	会社の取得請求権	優先財産分配	譲渡制限	上場
AA型種類株式	○あり	○あり	○あり	○あり	○あり	○あり	○あり	xなし
		ステップアップ型固定 配当率・累積・非参 加	1:1の割合			発行価格+累積配当 金+経過配当金の合 計まで、非参加		
カネボウ事件(東京地判平26・5・16)								
A・B種類株式	xなし	○あり	—	—	—	—	—	—
C種類株式	○あり	x(利益配当なし)	○あり	—	—	△	—	—
			1:1の割合			普通株式に劣後		
伊藤園第1種優先株式	△	○あり	xなし	xなし	○あり	○あり	xなし	○あり
	全部の事項につき行使不可。 ただし、過去2年間、第1種優先 配当、又は第1種無配時優先配 当を行う旨の決議が行われな かったときは、第1種優先配当 又は第1種無配時優先配当の 支払いが行われるまでの間は 行使可能。	普通配当額×125%、 第1種無配時優先配 当一株15円、累積、				累積分を除いて普通株 式と同じ		平成19年より

経済的には、AA型種類株式をその固定配当負担から会社にとって必ずしも常に有利な資金調達手段であるとはいえない。他方、投資家にとっても、事実上、金額が確定された配当という利点はあるものの、種類株式の公正価値については客観的な市場価格がなく、その計算が高度・複雑な複数のオプションを組み合わせた複合金融商品であることから、必ずしも有利とはいえない。さらにこの複合性が、会社ないし引受証券会社の説明責任を複雑にするおそれもある。なぜなら、「普通株式に対して剰余金の期末配当を行うときは」(定款 12 条

⁶⁰² かつての転換予約権付株式は、「会社が数種の株式を発行する場合に、定款をもって、株主がその有する株式を他の種類の株式に転換することを請求できる旨を定められたものの、すなわち転換権が認められた株式をいう(平成17年改正前商法222の2条)」(大隅=今井=小林・前掲注(12)8頁)。「昭和25年の商法改正に当りアメリカ法にならって採用された。従来、転換権とよんでいたが、平成13年改正により転換予約権とよぶことになった」(河本・前掲注(594)239頁)。

1 項) との限定があることから、所定の優先配当額を満たすことが困難となる会社財政状況では、そもそも普通株式の剰余金の配当自体が行われないものと考えられるが、本件会社資料には、AA 型配当金が支払われない場合があることについての明示的記載はないからである。

AA 型種類株式については、資金供給者が社債権者ではなく株主であることに重要性があるとの説明がありうるが、会社はその財務指標 (ROE) への影響を回避できること⁶⁰³、および会社が株主の地位を任意に奪取できること (全部の AA 型種類株式の取得) 以外に、そうした重要性に関して特段の理由は見出せない。そして、これは株式の伝統的な所有関係から変容を意味する。AA 型種類株式の組成には、会社が「ガバナンス目的」と表現するような、経済的事実以外の理由があるように思われる。それは、株式と社債の特徴の違いとその効果に着目した法的「工夫」であろう。

そこで、以下、まず株式と社債との法的異同を確認し、その上で、AA 型種類株式への固有の議決権規定が設けられたことを手がかりに、AA 型種類株式における議決権の法的問題について検討する。

第 2 款 株式と社債との法的異同

日本の会社法は、会社の資金需要を満たす方法として、株式と社債を発行することを認めている。もっとも、その理由は自明のことではなく、ある特定の時期における日本なりの事情があったのであろうと指摘されている⁶⁰⁴。

社債と株式は、ともに多数の者からの資金調達を容易にする法技術ではあるが、会社法の規整には違いがある⁶⁰⁵。社債と株式の基本的差異は、まず、会社の負債であるかどうかという点に認められる。つまり、会社は、契約で定められた給付 (元本の返済と利息の支払) をしなければ債務不履行になるという点である⁶⁰⁶。平成 17 年会社法施行前の商法には社債の定義規定はなかったが、会社法では、曖昧な解釈を排し社債に係る規律の適用の有無を明確にすることを目的として⁶⁰⁷、社債の法的性質を当該の発行会社を債務者とする金銭債権であって償還されるものであると定めた (2 条 23 号)。この定義では、かつての対公衆性と譲渡性が社債の概念からはずされている。なぜならば、伝統的な定義では、社債に関する強行法規の適用範囲を明確化できないからであると説明される⁶⁰⁸。他方、株式の法的性質を直接に

⁶⁰³ 米国会計基準では、株主が金銭対価の取得請求権を有するため、株主資本として取り扱われず、負債と株主資本の中間区分に独立して表示されるため、連結財務諸表においては資本金・資本準備金は増加しない (平成 27 年 6 月 16 日「第 1 回 AA 型種類株式の発行および第 1 回 AA 型種類株式発行に応じた自己株式取得に関するお知らせ」注 2 参照)。

⁶⁰⁴ 中東正文=松井秀征編著『会社法の選択』(商事法務、2019)529 頁注 3「比較法的にみれば、会社法上、社債に関する制度が用意されていない例はいくらでもある」。

⁶⁰⁵ 神田・前掲注(394)242 頁、日本銀行金融研究所報告書・前掲注(577)58 頁、大澤和人「見失われた社債概念」成城法学 65 号(2001)。

⁶⁰⁶ 洲崎博史「商法の規定のない社債について—利益参加社債と強制転換社債を中心に」ジュリ 1217 号(2002)18 頁。

⁶⁰⁷ 相澤哲=葉玉匡美「社債」商事 1751 号(2005)13 頁。

⁶⁰⁸ 大隅=今井=小林・前掲注(12)378 頁。もっとも、会社法の定義はその目的を果たしていないと批判される(江頭・前掲注(553)723 頁注(10)、本多正樹「会社法上の社債の定義をめぐる諸問題 (上)」商事 1781 号(2006)21 頁)。

定義した規定はない。現行法の 104 条ないし 235 条の全体が株式の性質の各断面・各内容を規定しているともいえるが、外国には株式の法的性質を会社法に定めるものがある⁶⁰⁹ことと対照的である。

株式と社債との異同は、その沿革上、自明であった訳ではない。明治初期には、会社の資金調達手段として、株式と社債とは峻別されていなかった⁶¹⁰。明治維新以降、殖産興業のための長期産業資金の調達手段として株式会社制度および社債制度が導入された。しかし、明治 23 年商法 206 条は、「会社資本ノ増加ハ株券ノ金額ヲ増シ又ハ新株券若クハ債券ヲ発行シテ之ヲ為シ」と定め、資本の増加と社債発行とは混同され、社債の観念は不完全であった⁶¹¹。明治 26 年商法改正によって、同条が細分化され、その 206 条 1 項で「会社資本ノ増加ハ株券ノ金額ヲ増シ又ハ新株券ヲ発行シテ之ヲ為シ」と定められ、その 206 条 2 項に「会社ハ債券ヲ発行スルコトヲ得此債券ハ記名ノモノニシテ」と定められ社債と株式との一応の区別がつけられた。そして、明治 32 年商法において、株式会社の章に「第 5 節社債」が設けられ、社債と株式の明確な区別がつけられるようになった。

一方、株式については、明治 23 年商法、および明治 32 年商法において、株式は会社資本を一定平等に分けたものであることを定めるにすぎなかった（明治 23 年商法 175 条、明治 32 年商法 175 条）。この株式についての規定は、会社の資本を株式に分ちその義務に対して会社財産のみを責任を負うという株式会社の性質（明治 23 年商法 154 条）と平仄を合わせていた。当時の学説は、明治 23 年商法の解説において「株式とは、会社に対して利息及び純益の配当を受け、其解散の時に至りては資本の分配を受くる権利を云ふ」と説き⁶¹²、あるいは、明治 32 年商法の解説において、株式には 2 つの意味があり、すなわち、「株式ノ金額ト云フトキハ其株式トハ會社ノ資本ヲ分割シタル一部分ヲ示」し、「株式ノ共有、株式ノ取得又ハ譲渡ト云フトキハ其株式トハ株主ノ會社ニ対シテ有スル株主権ヲ示ス」と、株式は資本の一部であり、株主権であると論じた⁶¹³。株式と社債についての会社法上の規定は、明治初期の急速な経済発展と会社制度の進展に応じて段階的に整備されていったが、現在では株式と社債の社会的経済的機能における距離はそれほど大きくないとされる⁶¹⁴。

株式と社債の法的異同については、いくつかの説明がある。すなわち、第 1 に、その所有者と会社との間の関係の違いに着目する。つまり、社債の場合は、社債権者と会社との間を

⁶⁰⁹ 例えば、イギリス会社法は、株式の法的性質として、無体動産性(541 条)および譲渡可能性(544 条)を定める。他方、社債(deventure)を、「ディベンチャー・ストック (deventure stock)、ボンド(bond)、会社のその他の証券を含む」と定める(イギリス会社法制研究会『イギリス会社法』(成文堂、2017)517 頁)。

⁶¹⁰ 福沢諭吉は、商人会社では、資金調達のため手形が発行され、その手形の所有者には、定められた利息と利息以外に会社の利潤が多い場合には別段の割合が支払われ、籤による抽選で手形の元本(元金)が償還される形式があることも紹介する(福沢・前掲注(438)26 頁)。

⁶¹¹ 株式会社の設立が許可制であった当時、商法で規定すべきことは、債券発行が可能である旨を明らかにすることであり、広義の資本増加の規定のなかに債券発行に関する文言が取り込まれ、それ以上に旧商法全体で詳細を規定すべき必然性はなかった(中東=松井編・前掲注(604)540 頁)。

⁶¹² 岸本・前掲注(515)308 頁。

⁶¹³ 松本・前掲注(516)275 頁。

⁶¹⁴ 大隅=今井=小林・前掲注(12)380 頁。

消費貸借的な契約関係であるのに対して、株式の場合には社員関係であると説明される⁶¹⁵。第2に、資金供給者が受ける経済的利益の法的性質については、会社側からみると社債は負債であるのに対して、株式は自己資本ないしエクイティであるとする。すなわち、エクイティ性とは、社債権者等の全ての債権者が弁済を受けた残余があつて株主ははじめてその残余財産の分配をうけるという意味であり、社債権者等の債権者の取り分を除いた残りの会社財産はその全てが株主のものになるという意味である⁶¹⁶。社債の場合、発行会社は、発行時に定めた条件で、元本の返済と利息の支払を行う債務を社債権者に対して負担する。他方、株主は、会社が利益をあげればその配当を受けることができ、分配可能額の範囲内において、配当を行うべきか否かは株主総会、又は取締役会が決定する。また、このエクイティ性とは、その存在が会社の倒産の引き金にならないという意味のエクイティ性だと説明される。すなわち、エクイティ性には、資金繰りが厳しいときに、元本の償還を強制されず、支払不能を将来する原因とならないといったものと、資産が減少したときに債務の額に参入されず、債務超過を将来する原因とならないといったものがある。後者のエクイティ性は、会社が倒産した場合に、他の出資の支払に劣後して弁済されることであると説明される⁶¹⁷。従って、永久社債には、前者の面のエクイティ性があり、劣後債には、後者のエクイティ性がある⁶¹⁸。この債務性とエクイティ性が、社債と株式との法的差異の最大のものである⁶¹⁹。そして、株式は社員関係であるため、株主は株主総会における議決権をはじめとする各種の経営参加権や監督・是正権を有する。このような株式と社債との差異に応じて、会社法上、社債権者間の取扱いと株主間の取扱いは違えられている。すなわち、株式の場合には、株主平等原則ないし株式平等原則といった規制が承認される一方、社債の場合には、発行のつど元利金の支払の内容が契約で定められるため、このような規制が不要となる⁶²⁰。

しかしながら、この従来の説明には問題があることが指摘されている⁶²¹。すなわち、議決権等の経営参与権の根拠を社員権に求めた場合、なぜ株式にそのような経営参与権が与えられなければならないのかという根本的な問いに十分答えているとはいえないからである⁶²²。そして、議決権の根拠が揺らいでいるとなると、種類株式を株式でも社債でもない第三の中間的形態と単純に捉えるだけでは、株式と社債の異同についての説明の一貫性が維持できなくなつたと考えられる。そこで、次に、AA型種類株式における、株式のメルクマールとされる議決権について検討する。

第3款 株式の所有関係を根拠としない議決権付与

従来、株式が、社債でも、社債でない負債でもなく、株式とされるメルクマールは、議決権やエクイティ性に求められてきた。AA型種類株式には、株主総会での普通株式と同一の

⁶¹⁵ 大隅=今井=小林・前掲注(12)379頁、神田・前掲注(394)244頁。

⁶¹⁶ 神田・前掲注(394)248頁。

⁶¹⁷ 江頭憲治郎「永久社債に関する諸問題」『会社法の基本問題』(有斐閣、2011)434頁。

⁶¹⁸ 江頭・前掲注(617)435頁。

⁶¹⁹ 神田・前掲注(394)248頁。

⁶²⁰ 神田・前掲注(394)245頁。

⁶²¹ 神田・前掲注(394)246頁。

⁶²² 神田・前掲注(394)247頁。

内容の議決権が付与されることで、株式の形式が一応維持されている。そこで、AA型種類株式に議決権が付与される実質的根拠が問題となるが、議決権付与の正当性について、AA型種類株主は実質的な社債権者であるとしての批判や残余財産分配が債権者に劣後することから否定的な見解が指摘されている⁶²³。会社は、「中長期に投資する種類株主の意見を経営に反映させる」ことで、「ガバナンスにおけるプラス効果」を期待するといった経営上の正当な目的があると説明している⁶²⁴。しかし、中長期保有の個人株主が株主としての意見を経営に反映させるために十分な数のAA型種類株式を常に保有するとは考えにくく、そもそも、小規模な議決権行使の実際上の意味は薄い。このことから、議決権付与の真の目的は、社債と評価されることを回避し、株式としての取扱いを保つことであったと考えられる。なぜなら、議決権を付与せず株式でなければ（より正確には、社債の定義に該当すれば）、会社法の社債発行手続(会社法 676 条以降)や社債原簿・社債券が発行されていない場合の権利の移転・行使等(会社法 681 条ないし 695 条)、社債の償還請求権等の消滅時効(会社法 701 条)、社債管理者の設置(会社法 702 条)、および社債権者集会(会社法 715 条他)等が強制されることになるからである。

さらに、上場会社が種類株式を利用することで議決権と剰余金配当請求権との均衡関係が著しく損なわれるおそれがあり、AA型種類株式では、剰余金の配当請求権等の内容が多様化すると、均衡関係の維持を目的とした規範の構築および運用が困難になることが示されているとの指摘もなされている⁶²⁵。AA型種類株式では、会社の清算時は、残余財産の弁済順位が劣後社債権者を含む債権者に劣後するものの、発行価額、累積未払配当金、および経過配当金の合計は、残余財産分配において普通株式に優先する。つまり、AA型種類株式のエクイティ性は不完全であるのに対して、普通株式と同一の議決権が付与されるという不均衡がある。このため、議決権付与の根拠とされるエクイティ性が後退していると評価だけでなく、株式の実質を備えているかどうか、そして、AA型種類株主に株主としての会社法上の保護を付与する合理性があるかどうかについて疑問が生じているのである。

議決権が付与されるとしても、AA型種類株主と普通株主とは利益状況は必ずしも同一ではない。このことから、AA型種類株主に普通株主と同一の内容の議決権を付与することに直ちに合理性があると評価できるかは疑わしい。AA型種類株式での議決権付与は、発行時に1議決権であり、普通株式への転換後も1議決権である。AA型種類株式には、発行価格にプレミアム(29.99%⁶²⁶)が含まれていたこと、譲渡制限が付されていること、および会社に金銭対価の全部の取得請求権が付与されていること等、会社の利得が株主の利得を上回っていると考えられ、両者間の均衡を目的として、転換比率を増大させ、株主に付与される議決権数を増大させることが正当化される事情がある。その反面、普通株式への転換権が付与されていること、および金銭対価の取得請求権が付与されていることといった、株主の利得が会社の利得を上回る事情があり、両者間の均衡を目的として、付与される議決権の転換比率を調整し、付与される議決権数を減少させることが正当化されうる事情がある。

⁶²³ 大崎〔意義〕・前掲注(592)、太田〔課題下〕・前掲注(592)31頁。

⁶²⁴ 平成27年6月16日付「第1回AA型種類株式に関するご説明資料」6頁。

⁶²⁵ 加藤(ジュリ)・前掲注(592)20頁。

⁶²⁶ 平成27年7月2日付「第1回AA型種類株式の発行価格等の決定および第1回AA型種類株式発行に応じた自己株式取得に関するお知らせ」2頁。

つまり、会社法は、かつての議決権の制限と優先配当の間の単純な均衡関係ではない、より複雑な均衡関係の下で、種類株式が構成されることを容認している。AA型種類株主に普通株式と同一内容の議決権が付与されることには、AA型種類株式が均衡点に位置しているとの判断が存在するとしても、その判断にいたる理論構成と根拠は明らかではない。つまり、株式の議決権の付与は、異なる資金供給者ないし受益者の間の複雑な利益調整の結果であって、AA型種類株主においては、出資に基づく株主の所有者性から単純に議決権が付与されるものではもはやないことが看取できる。しかし、議決権が、こうした利益調整を反映し、資金供給者に政策的に付与された均衡手段だと考えるにしても、その法的根拠もまた明らかではない。会社法はその105条1項で普通株式を株式の標準型として定めていると解すれば、これから離脱する種類株式については、標準型を覆すに足りる合理的理由の存在を常に要求すべきであろう⁶²⁷。

会社は、本件会社資料において、AA型種類株主へ議決権を付与する理由を、「普通株主と種類株主は、企業価値を最大化するインセンティブを共有し」、同様にキャピタルゲインの機会が得られること、および、「ガバナンスにおけるプラス効果を期待し」種類株主の意見を経営に反映することをあげる⁶²⁸。その意味は、必ずしも明らかではないが、後者の株主の意見が経営に反映されることは株式会社における出資者の当然の期待であるから、この説明の実質的な意味は前者にある。つまり、AA型種類株式に議決権が付与される理由として、キャピタルゲインで具体化される株式の経済的権利と株主の資金供給者の側面を強調しているのである。このAA型種類株主にみられる資金供給者としての同質性が、社債権者と株主という異なる受益者の間の利益調整を可能にしていると考えられる⁶²⁹。

第3節 本来あるべきAA型種類株式の種類株主総会

AA型種類株式には普通株式と同じ議決権が付与されるが種類株主総会は排除される。企業価値向上を阻害するようなAA型種類株主の固有利益の追求を阻止し、種類株主総会のコストを節約することを意図していると推測される⁶³⁰が、株主の経済的権利の内容が普通株式のそれとは大きく異なっていることから、種類株主総会の排除には問題がある。

定款は、事業年度ごとに、金銭により支払う剰余金の配当額が予め定められたAA型配当金の額に達しないときは、その不足額が翌事業年度に累積する累積条項を定めている（定款12条2項）。累積的配当条項により、ある年度に会社に配当可能利益がない場合や利益配当決議がなされなかった場合には、次の年度以降、累積的利益配当を受けることができる。優先配当が普通配当に一定の割増率を乗じた価額で定められている場合は優先配当と普通配

⁶²⁷ 剰余金配当請求権と残余財産分配請求権の一方を与えない種類株式において、与えられる権利の劣後的内容を許す定款規定の合理的理由の主張やスキームとしての正当性・ニューズの主張を伴わない形の解釈姿勢はそれだけで批判に値する(上村〔コンメ〕・前掲注(44)34頁)。

⁶²⁸ 平成27年6月16日付「第1回AA型種類株式に関するご説明資料」7頁。

⁶²⁹ 財団論(八木弘『株式会社財団論(オンデマンド版)』(有斐閣、2001)99頁)と親和的である。

⁶³⁰ 松尾=中山・前掲注(592)77頁、太田〔課題下〕・前掲注(592)28頁。

当は配当総額の内部的分配であるから、原則として、分配の調整で優先配当の未払いを予め回避することが可能となる。従って、累積が問題になることはない。しかし、AA型種類株式では、優先配当金額が普通配当金額とは別に独立して決定されているから、優先配当の未払いから累積分が生じる場合がある。従って、AA型配当金では、累積未払配当についての配当請求権の確定とその時期が問題となりうる。

会社法上、利益配当については、取締役会の決議によりはじめて決議の株主を債権者とする具体的な剰余金配当支払請求権となる⁶³¹。累積的優先株についても累積分について具体的な債権性を認める余地は全くないことは理論上明らかであり、優先株主の累積分に対する地位は、今期以降に利益配当されるならば普通株主に先立って支払われなければならないという相対的なものにすぎないとされる⁶³²。しかし、剰余金の配当自体が取締役会で決議されない（潜在的未払い累積分がある）場合、AA型種類株主の請求権の保護が問題となりうる。アメリカでの実際例では会社の収益力が復活し始めると累積分の制限が目論まれることがあると指摘されている⁶³³。そこで、優先配当請求権の消極的保護として、その縮減（剥奪・制限）の可否が問題となる⁶³⁴。未払累積分は種類株主総会の決議の要件のもとに縮減しうるが優先株主に対しての補償がなされないと決議は取消しうるとする見解⁶³⁵と、そのような縮減はすることはできないとする見解⁶³⁶とがあるところ、AA型種類株式では、種類株主総会の決議の利用を定款で排除するので、そもそも、種類株主総会によって未払累積分請求権の縮減を阻止する機会がない。AA型種類株主には普通株式への転換や会社に対しての発行価格での取得請求による換金機会がある他、反対株主としての買取請求権が付与されているものの（会社法116条1項3号）、縮減阻止手段ないし縮減に対する補償がなければ、AA型種類株主の保護が十分に図られているとは必ずしもいえない⁶³⁷。もっとも、単元株式数の変更を除いて、株式の内容の変更等一定の事項についての定款変更では、種類株主総会の決議を排除できない（会社法322条3項ただし書）ため、未払累積分請求権の縮減を株式の内容の変更と評価することで、当該種類株主全員の同意が必要になる（同条4項）と解する余地があるように思われる⁶³⁸。

⁶³¹ 江頭・前掲注(553)692頁。

⁶³² 山下友信「累積的配当優先株における優先株主に保護」ジュリ645号(1977)95頁。株式と別個独立に質権設定や差押えの対象となるほどの権利性はないという意味か。

⁶³³ 山下・前掲注(632)96頁。

⁶³⁴ 山下・前掲注(632)89頁。

⁶³⁵ 山下友信編『会社法コンメンタール 3株式[1]』99頁〔山下友信〕（商事法務、2013）、山下・前掲注(632)95-96頁、江頭・前掲注(553)172頁注(4)、大杉謙一「優先株式の法的問題」落合誠一=江頭憲治郎=山下友信『現代企業立法の軌跡と展望』（商事法務研究会、1995）44頁。

⁶³⁶ 発行時に期待を持たせた果実、それも経過年度分にまで社団的拘束を及ぼすのは行きすぎ（龍田節『会社法大要』（有斐閣、2007）284頁）。

⁶³⁷ 太田〔課題下〕・前掲注(592)28頁は、種類株主総会の排除による具体的問題への対処として、株式併合等の対処が定款上に手当されており、公正価値を下回る合併対価の交付については株式買取請求権によって経済的補償がなされていると指摘する。

⁶³⁸ 大杉・前掲注(634)44頁は、定款変更と同視すれば株主総会の特別決議が必要と解する余地があるが、これを要求することに実質的な意味はないとされる。山下・前掲注(632)95頁は、累積分の縮減とする限り形式的には定款の文言に変化はないものの、類推適用で株主総会の特別決議、および優先株主の種類株主総会の特別決議が必要とされる。しかし、

第4節 小括

米国では多く発行されてきているとされる社債型優先株式は⁶³⁹、優先配当が行われ、累積的・非参加的で、償還される一方、議決権や普通株式への転換権が付されないものであるが、わが国ではほとんど発行されていなかった。AA型種類株式は、これに議決権、および普通株式への転換権が付された、従来型の会社法の常識では考えられない複合型種類株式である。つまり、さらに残余財産についての一定の優先権が付され、議決権が付されなければ、権利の内容上、社債との差異がなくなる⁶⁴⁰。

そもそも、株式の形式を選択し株式と称したから株式と認められる訳ではなく、株式としての実質を備え、一定の株主の法益保護の正当性が承認されるからこそ株式と認められる。株式と社債の法的性質の決定的な違いは、エクイティ性の有無に存在する。すなわち、会社法は、株主の権利として、配当受領権、残余財産分配受領権、および議決権の3権を定め、そのうち配当受領権、又は残余財産分配受領権といった残余的利益についての権利を奪えないと定める（会社法105条1項、2項）。議決権の根拠もこのエクイティ性に求めることができる。他方、3権を含め異なる内容の種類株式が認められ（会社法108条1項）、この種類株式の採用で株式と社債の間に異なる内容の株式が多角的に構成可能となる。

従来、優先株式以外の種類株式を無議決権株式とすることはできないといった議決権と優先配当との間の一定の均衡関係を維持することで、株式の標準型を維持してきたように思われる。株式の権利と保護法益の根拠をエクイティ性に求める場合、AA型種類株式では株式の実質が大きく変容している。すなわち、AA型種類株式は、種類株式の形式を採用することで株式の内容の複合性を拡大することが可能であることを示す一方、均衡関係を調整する基準と手段があいまいであることを顕在化させた。

資金調達手段の多様化は、資金供給者の権利をより自由に設計する動きと連動しており、議決権と利益分配の柔軟化等の株主の権利の柔構造化の主張に繋がっていった⁶⁴¹。資金需要者と資金供給者の状況に応じてさまざまな金融商品を可能とする、種類株式の多様化で、「資金供給者層の資産状況と購入する金融商品の商品性に応じて、与えられるべき保護のありようも変わる」ことが容認された⁶⁴²。しかし、その一方、種類株式の内容は「何でもあり」にまで拡大され、「細分化された割合的単位たる株式」というかつての株式の定義は、種類株式にはもはや通用しないと指摘される等新たな問題を提示している⁶⁴³。つまり、株主の所有者性を承認せず、単なる企業への資金投下者にすぎないとの理解にたてば、株主に付与され

定款に縮減の定めがなく、累積未払配当金をAA型種類株主等に支払う剰余金の配当の不足額と定義するので、文言変更と解する余地があるかもしれない。（会社法322条2項に基づいて定款で種類株主総会制度を排除する場合の）「一項列举事項の一部除外」や「損害を及ぼすおそれ」等の解釈問題に関し、神田・前掲注(575)144-145頁参照。

⁶³⁹ 山下〔コンメ〕・前掲注(635)70頁。

⁶⁴⁰ 鴻常夫「社債発行の性質」『会社法の諸問題I』（有斐閣1988）185頁〔初出、ジュリ646号(1977)〕。

⁶⁴¹ 中東=松井・前掲注(604)633頁。

⁶⁴² 中東=松井・前掲注(604)643頁。

⁶⁴³ 高田・前掲注(401)7頁。

ている様々な権利・地位の説明は、株式という金融商品の組成問題（パッケージ性）であり⁶⁴⁴、その権利者間の利益調整問題に他ならない。AA型種類株式は、非参加型累積的優先種類株式であることによって、経済的には社債との類似性が強くなっているものの⁶⁴⁵、種類株式の法的性質についての本質的問題をかえって混乱させた。つまり、AA型種類株式は、株式のエクイティ性の外縁を曖昧にし、(1)株式のパッケージ性が多様化する、(2)社債と株式との境界を一様に固定的に理解することは必ずしも正しくないこと、および、(3)両者の間の利益調整の理論構成や根拠が明白でないことを示した。その一方、証券市場での流通に不可欠な株式の均一性・同質性の要求や⁶⁴⁶、募集新株発行とそれ以外の株式の発行(特種の新株発行)との性質の違い⁶⁴⁷等についての考慮は必ずしも充分ではないように思われる。

第3章 株式買取請求権制度における「非流動性ディスカウント」の示唆

はじめに

会社法は、会社の基礎の変更等の行為に反対する株主に、その保有する株式の「公正な価格」での買取を当該の会社に対して請求することを認める株式買取請求権制度を定める。制度の趣旨は、実務上、保有株式の内容が変化し会社の性質自体が変容してしまうと思われる場合に、反対株主に投下資本の回収の機会を与え、公正な価格を争う手段を与え、損害の補填を可能にすることにあると解されている⁶⁴⁸。制度制定以降、その適用の拡大がなされていることやこの制度が会社による自己株式の取得を予定し株式平等原則に反するおそれ等もあることから、この制度の評価は、会社法理論上も重要である。

しかしながら、この制度の重要概念である、「公正な価格」については法に規定がなく、買取価格を「公正な価格」と評価するための基準についての特段の定めが置かれていない。實際上、「公正な価格」は、非訟事件として、裁判所が職権によって鑑定を命じることが可能な状況下で⁶⁴⁹、実際の紛争解決のため、裁判所の合理的な裁量によって形成される⁶⁵⁰。ここでは、裁判所の監督的・後見的役割が期待されている一方、裁判所による「公正な価格」の

⁶⁴⁴ 尾崎安央「コーポレート・ガバナンスにおける株主の役割と株主総会」酒巻俊雄＝志村治美編『現代企業法の理論と課題』（信山社、2002）63頁。

⁶⁴⁵ 江頭・前掲注(553)142頁注(7)。

⁶⁴⁶ 上村〔コンメ〕・前掲注(44)140頁。

⁶⁴⁷ 大隅＝今井＝小林・前掲注(12)347頁。金融論では会社設立のための拠出金の対価としての株式と株式取引の対象となる株式とに本質的な違いを認める(福岡博之『自己株式論』（千倉書房、1960）153頁注(3)の R. Hilferding の議論)。さらに、近時の株式対価の投資型クラウドファンディングでは、資金調達をする会社の段階に応じて株式の内容を設計する必要があると指摘されている(竹内信紀＝小川周哉「ベンチャー・ファイナンスの新手法」商事2072号(2015)32頁)。もっとも、株式の個別化をむやみに認めると、株主の、経営参与権(株主総会における議決権をはじめとする各種の経営参加権や監督・是正権の総称)の与え方がほとんど不可能になる(神田・前掲注(394)252頁)。

⁶⁴⁸ 藤原総一郎他『株式買取請求の法務と税務』（中央経済社、2011）104頁。

⁶⁴⁹ 非訟事件手続法49条1項。江頭憲治郎「取引相場のない株式の評価」法学協会雑誌百年論集3巻(1983)456頁。

⁶⁵⁰ 最決昭48・3・1民集27巻2号161頁。

決定は権利の具体的内容を形成するものであり⁶⁵¹、「裁判所による株主間の利害調整の、数字による結論」とされる⁶⁵²。

この具体性の要求のため、これまでの本制度についての議論は、制度の趣旨や株式買取請求権の機能⁶⁵³、「公正な価格」をめぐる⁶⁵⁴となされてきた⁶⁵⁴655。

株式評価は、株式は会社財産に対する観念的分け前なのかといった株式本質論と密接不可分の問題であるにも関わらず、その視点⁶⁵⁶が希薄であったように思われる。「公正な価格」については、最高裁の決定が相次いで出され⁶⁵⁷、その判断枠組みや算定基準時等についての実務は固まりつつあるが、「公正な価格」の実際の算定では、当該の株式を売却した時に獲得されうる換金可能額に加え、いわゆる「非流動性ディスカウント」とよばれる減価概念の採用が検討されることが少なくない⁶⁵⁸。近時の裁判における株価算定のための鑑定実務においてもこの減価概念が採用される傾向にあるように思われる。

⁶⁵¹ 中東正文『企業結合法制の理論』（信山社、2008）433頁。

⁶⁵² 宍戸善一「紛争解決局面における非公開株式の評価」岩原紳作編『竹内昭夫先生還暦記念 現代企業法の展開』（有斐閣、1990）400頁。

⁶⁵³ 忠実義務違反責任代替機能、利益相反要素の解消措置の動機付機能、スクリーニング機能、公開買付けの強圧性の解消機能という4機能が学説において考えられている（飯田秀総『株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素』（商事法務、2013）、38頁）。

⁶⁵⁴ 近時の議論として、黒沼悦郎「株式買取請求権に関する一省察」江頭憲治郎先生古稀記念『企業法の進路』（有斐閣、2017）405頁、笹川敏彦「基準日後株主と株式買取請求権・取得価格決定申立権」鳥山恭一他編岸田雅雄先生古稀記念論文集『現代商事法の諸問題』（成文堂、2016）449頁、満井美江「株式の公正価値評価手法」同『現代商事法の諸問題』1049頁、南保勝美「反対株主の株式買取請求権についての平成26年改正」丸山秀平他編永井和之先生古稀記念論文集『企業法学の論理と体系』（中央経済社、2016）645頁、受川環大「株式買取請求権制度の再構築」大野正道先生退官記念論文集編集委員会『企業法学の展望』（北樹出版、2013）132頁、飯田・前掲注（653）、鳥山恭一「株式の買取請求権と強制取得における「公正な価格」」山本為三郎編『企業法の法理』（慶應義塾大学出版会、2012）83頁、田中亘「「公正な価格」とは何か」法教350号（2009）71頁、神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事1879号（2009）4頁、岡田昌浩「少数株主締め出しと株式取得の対価の公正性の確保」川濱昇他編『森本滋先生還暦記念 企業法の課題と展望』（商事法務、2009）85頁、弥永真生「反対株主の株式買取請求権をめぐる若干の問題」商事1867号（2009）4頁、藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」黒沼悦郎=藤田友敬編『江頭憲治郎先生還暦記念 企業法の理論（上巻）』（商事法務、2007）261頁、藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度の改正」『証券・会社法制の潮流』（証券取引法研究会、2007）262頁、柳明昌「株式買取請求権制度における「公正な価格」の意義——シナジー分配の問題を中心として」青柳幸一編『融合する法律学（上巻）』（2006）351頁、島田志帆「株式買取請求権制度の意義の再検討—ドイツ組織変更法上の現金代償制度を参考に」法学研究論究62号（2004）101頁、木俣由美「株式買取請求手続の再検討〔上〕〔下〕」商事1463号（1997）34頁、商事1464号（1997）30頁がある。

⁶⁵⁵ もっとも、「公正な価格」については、取引市場の需給関係によって成立する具体的な株式価格とは一応区別し抽象的なものと理解する見解もある（和座一清「アメリカ法における株式買取請求権上の株式評価」金沢大学法文学部論集法経篇5巻（1957）149頁）。

⁶⁵⁶ 森淳二郎「支配株式の価値の法理」河本一郎他編『上柳克郎先生還暦記念 商事法の解釈と展望』（有斐閣、1984）20頁。

⁶⁵⁷ 楽天TBS事件（最決平23・4・19民集65巻3号1311頁）、インテリジェンス事件（最決平23・4・26金判1367号16頁）、テクモ事件（最決平24・2・29民集66巻3号1784頁）。

⁶⁵⁸ 田辺総合法律事務所/大和証券企業提携部編著『企業法務からみた株式評価とM&A手

非上場会社において株式買取請求権が行使され、裁判所が株式買取価格を決定する場合についての近時の最高裁決定⁶⁵⁹をめぐって、様々な議論がなされている⁶⁶⁰。株式には、配当受領権等の経済的利益が存在すると同時に、経営参画権等の非経済的利益が存在する。株式のこの有機的・複合的性質を捨象し、経済的評価に強く傾斜した「非流動性ディスカウント」の法的概念としての意義は自明ではなく、株式価格算定のための実務的・便宜的概念に留まっているように思われる⁶⁶¹。最高裁は、前述の決定において、「非流動性ディスカウント」の採用を認めず、その理由を「収益還元法の内在的制約による合理的裁量の限界」と「株式買取請求権制度の趣旨」に求めた⁶⁶²。しかしながら、それは、やや技術的理由付けであり、「非流動性ディスカウント」の法的意義を直接的に吟味していないきらいがある。また、学説においても「非流動性ディスカウント」を考慮するか否かは、株式買取請求権制度の趣旨から検証されるべき法的な価値判断である⁶⁶³とされる。にも関わらず、この点についての検討は、必ずしも十分ではないように思われる。

そこで、本章は、反対株主が会社から退出するときに、「公正な価格」というややトートロジカルな概念によって株主に対しての経済的補償が縮減されてしまうことを問題とし、「非流動性ディスカウント」が示唆する株式の法的性質を論じようとするものである。本章の問題意識は、「公正な価格」の内容や株式価値の算定手法等の妥当性ではない。少数株主といえども単なる投資家ではなく、会社の経営に関与する意思を有している非公開会社において⁶⁶⁴、会社の基本構造の変更に反対し、会社関係から離脱せざるを得ない株主への補償が「非流動性」という外的経済的評価によってのみ決定されることの法的評価にある。なぜならば、非公開会社における株式買取請求権制度に、究極的には、株式の法的性質が現れていると思われるからである⁶⁶⁵。「非流動性ディスカウント」は、果たして、株式の法的性質が変容していることを示唆しているのであろうか？

続』(清文社、2010)99頁、森・濱田松本法律事務所編『M&A法体系』(有斐閣、2016)367頁。

⁶⁵⁹ セイコーフレッシュフーズ株式買取価格許可抗告審(最一小決平27・3・26金判1466号8頁)。

⁶⁶⁰ 柳明昌「判批」民商151巻3号293頁(2014)、大塚和成「判批」銀行法務21786号59頁(2015)、最高裁判例速報1「判批」金判1466号8頁(2015)、本村健他「新商事判例便覧 No.673」商事2071号62頁(2015)、滝琢磨「判批」経理情報1415号36頁、重要判例紹介「判批」金判1470号8頁(2015)、「判批」判時2256号、弥永真生「判批」ジュリ1483号2頁(2015)、川島いづみ「判批」商事2080号23頁(2015)、奈良輝久「判批」法の支配179号128頁(2015)、廣瀬孝「判批」ジュリ1486号66頁(2015)、中村慎二「判批」(上)・(中)・(下)週刊経営財務3220号・3221号(2015)・3222号(2016)、満井美江「判批」ひろば68巻12号66頁(2015)、松中学「判批」法学教室別冊付録426号24頁、星明男「判批」ジュリ1492号(2016)107頁、秋坂朝則「判批」新・判例解説Watch商法18号(2016)99頁。

⁶⁶¹ もっとも、井上愛朗他、森・濱田松本法律事務所編『会社法訴訟』(中央経済社、2017)145頁は、少数株主の法的救済についての規範的問題であると指摘する。

⁶⁶² 柳・前掲注(660)297頁。

⁶⁶³ 中東正文、カネボウ事件東京地決平20・3・14「判批」金判1290号(2008)27頁。

⁶⁶⁴ 宍戸・前掲注(652)399頁。

⁶⁶⁵ アメリカでは、株式買取請求制度に会社形態の変化に即応して変遷した「株主の地位」が如実に反映している(関俊彦『株式評価論』(商事法務研究会、1983)18頁)。アメリカでは株主全員一致の原則が多数決に移行する過程での「拒否権に対する補償」とされてきた

第1節 株式買取請求権制度と株式の法的性質

第1款 資本多数決による退出の事実上の強制

株式買取請求権制度⁶⁶⁶は、株主の資本多数決による決定を認める制度であり、多数決による不利益についての救済（投下資本の公正な回収の保障）であるとされる⁶⁶⁷。ところが、この救済の正当性の根拠は、法が認めた政策判断であること以外に、必ずしも明らかではない。

第1に、多数決による退出の事実上の強制の妥当性が問題である。一方で、多数者の決議に不服な少数株主を保護する制度としながら、同時に他方で、「不服株主に株式買取請求権という救済手段を与えておくことで、多数の株主は少数者の意志を抑圧するという懸念なく、重要事項につき自由に操作を行いうる」⁶⁶⁸とすることには疑問が残る。なぜなら、ここでは抑圧手段と救済手段とが、その対向性に齟齬があり補完関係にないからである。「多数株主が賛成するのであれば、少数株主もそれを甘受すべきである」⁶⁶⁹とするのは、論理必然的帰結ではない。救済は抑圧の効果を減殺しても、抑圧を無効にしない。

本来、多数決制度⁶⁷⁰は、その構成員が表明する確信を等価的なものとする量的方法によって質的判断を一切無視するものであり⁶⁷¹、事実的強制が法律的強制へ（人と人との敵対関係は全体の目的に対する対立に）変化する実際的手段である⁶⁷²。また、多数決には、基礎的利益だけではなく、構成員間の同質性が大前提になっていなければならない。より本質的には、多数決自体の正当性は、多数決によって成立した多数の意思が共同意思の実質を具備してい

が、わが国ではその議論は見受けられない(山本真知子「アメリカ法における株式買取請求権と議決権の関係」法學政治學論究 36号(1998)238頁)。

⁶⁶⁶ 昭和25年商法改正によって、イタリア商法その他の大陸法及び米国の法の制度の枠組みを取り入れた(田中耕太郎『改訂 会社法概論 下巻』(岩波書店、1957)372-373頁、および、矢沢惇「部会報告 株主の地位の強化」私法3号(1950)100頁参照)。

⁶⁶⁷ 稲葉威雄『会社法の解明』(中央経済社、2010)678頁。なお、北沢正啓『会社法 第6版』(青林書院、2001)330頁は、多数決の原則を承認しつつ、少数派のために修正する制度とされる。

⁶⁶⁸ 伊沢孝平『註解 新会社法(改訂版)』(法文社、1953)404頁。

⁶⁶⁹ 稲葉・前掲注(667)680頁。

⁶⁷⁰ 会議体における多数決による決定の正当性は、会議体の対外的職務に由来する(田中誠二「株式会社における多数決原則の濫用」法協42巻9号(1923)146頁)。その他、恒藤恭「多数決の原理」我等6巻2号(1924)法政大学大原社会問題研究所総同盟五十年史刊行委員会編履刻版(法政大学出版局、1983)28頁、龍田節「資本多数決の濫用とフランス法」論叢66巻1号(1959)57頁、清弘正子「株主総会における資本多数決濫用と権利濫用理論」奥島孝康教授還暦記念論文集編集委員会編『比較会社法研究』(成文堂、1999)515頁参照。

⁶⁷¹ 原秀男「相対主義と多数決原理」『多数決原理』法哲学年報1961号(有斐閣、1962)157頁。

⁶⁷² 「流血なくして事務を処理する」実際的手段であって、真理に到達する道といったものではない(木村亀二「多数決原理の省察」思想72号(岩波書店、1927)16頁)、多数意思の集約ルールとしての性能が悪い多数決の自明視は問題がある(坂井豊喜『多数決を疑う社会的選択理論とは何か』(岩波書店、2015)10頁参照)。

るか、多数決が集合意欲の実質を実現しているか否かによって決せられる⁶⁷³。多くの場合、多数決についての理解は、この点で本来の姿に対して倒立しているように思われる。

多数決方式で団体の意思を擬制する仕組みは、株式会社のような社員数が多く社員間の直接的な結び付きが希薄な団体において、全員の同意を得ることの困難さを避ける便法である。団体の意思を形成するために不可欠でもなく⁶⁷⁴、事務を処理するための実際的手段に過ぎない。多数決が民主主義的な方式として、無条件に受容してよいかは必ずしも自明ではない⁶⁷⁵。多数派株主と少数派株主との存在によって、株主総会はその構成員間の同質性を欠くことになり、株主総会での資本多数決の妥当性は、共同利益の基礎が失われ、実質的にも形式的にもその終末に到達し、株主総会の成員が、対立的な、原理上同じ価値を有する2個の利益によって分裂するとき、もはやそこでの多数決は何の用もなさないことになる⁶⁷⁶。さらに、資本多数とは、個人（株主）の多数ではなく金額の多数を意味するのであって、そこでは「正しき多数」ということができない⁶⁷⁷。多数決は、集団の共同利益を対象とする限りにおいて妥当し、共同利益の範囲を超えることはないから、資本多数決によって、株主の退出を一方向的に強制できるかどうかは疑わしい。少なくとも、特定の構成員の個人的利益を内容とするような濫用的な多数決は、他の構成員を拘束する力を有さないと考えられる⁶⁷⁸。つまり、資本多数決によって、会社の基本的変更を決定でき、反対株主の退出を事実上強制可能とする根拠は立法政策だというほかない。

従って、多数決を条件として容認するとしても、少なくとも、会社による反対株主からの株式の強制取得は、限られた場合にだけ認められるべきであろう⁶⁷⁹。

第2款 経済的利益の補償

第2に、救済が投下資本の回収の保障に限定されることが問題となる。多くの会社の事実上の整理又は事業経営の根本的変更は、株主が最も重大な利害関係を有することであり、株式買取請求権制度は、反対株主の利益を保護するためにその株主に対し自己の持株を公正な時価で買い取ることを請求し得る途を認めようとするものであった。制度制定時の商法改正法律案の要綱が、株価が下落した場合における株主の保護を想定しているところから⁶⁸⁰、市場価格がある上場会社の株式を前提としていたと思われるが、閉鎖型のタイプの会社において、とくに存在意義が大きい⁶⁸¹。株式買取請求権制度の趣旨は、反対株主への会社からの退出機会の付与だけでなく、退出株主に「経済的に同等の状況」を確保しようとしたことにある。

⁶⁷³ 木村・前掲注(672)33頁。

⁶⁷⁴ 出口正義『株主権法理の展開』（文眞堂、1991）201頁。

⁶⁷⁵ 千葉正士「わが国実定的多数決制度の諸方式」『多数決原理』法哲学年報1961号（有斐閣、1962）128-129頁参照。

⁶⁷⁶ 木村・前掲注(672)36頁。

⁶⁷⁷ 田中（誠）・前掲注(670)117頁（SontagのDie Aktiengesellschaft im Kampfe zwischen Macht u. Recht(1918)第1章の所説の紹介）。

⁶⁷⁸ 木村・前掲注(672)34頁。

⁶⁷⁹ 鳥山・前掲注(654)97頁。

⁶⁸⁰ 岡崎恕一「商法の一部を改正する法律案要綱解説」法曹時報1巻9号(1949)7,8頁。

⁶⁸¹ 江頭・前掲注(553)843頁注(1)。

る⁶⁸²。少数株主に、さもなければ容易に得られない株式売却の機会を提供する点で重要な意味がある⁶⁸³。具体的には、喪失した権利の補償として、完全に企業から退出し、保有株式の価値を金銭で受け取る選択権を反対株主に付与する規定が設けられたと解されている。平成17年会社法のもとでの株式買取請求権は、企業再編シナジーの再分配機能と企業再編がなされなかった場合の経済状態の保証機能を持つが、「公正な価格」の決定では、①「公正な条件」で企業再編がなされたなら株主が得たであろう経済的利益、あるいは、②企業再編がなかったならば株主が置かれていた状態を前提として株式の価値を算定することになると解され⁶⁸⁴、経済的利益が問題の焦点とされている。

反対株主が株式買取を会社に対し請求することを認めるということは、資本回収を認めるということである。それは、投資による株式取得には、出資財産の特定の営業目的への使用ということを経済的補償とする投資契約が成立していると解されているからである。株主総会で多数株主による資本再編的で重大な変更をうけるのであるから、反対株主がこの出資契約を解除して、出資の回収をすることを法が認めたとされる⁶⁸⁵。ところが、保護されるべき株主の利益のうち、(1)退出に際して株主へ補償されるべきものが、なぜ経済的補償に限られるのか、および、(2)株主であることによって株主が享受しうる非経済的利益がどのように経済的補償に反映されるのか⁶⁸⁶といったことが、明らかではない。

アメリカでは、株式買取請求権に関して、ほとんどの制定法が、買取した会社の持分を保有することを拒否する反対株主に支払われるものは、その株式の価値(value)であると規定した。しかし、裁判所は、様々な場面で多くの問題に直面していながら、実際上も、法理上も、「公正な価値」を明確にすることができていなかった。その原因は、価値評価の対象である株式の法的性質(株主は、会社解散の場合を除き会社資産について比例的持分を有さず、経営参画権を除いて、価値が認められる唯一の株主の権利は、分配された会社収益の受領権だけであるという性質)についての疑問を解明できていないことにある⁶⁸⁷。継続事業である会社の将来収益の分配受領権が基本的な価値評価の対象になるとしても⁶⁸⁸、株主の経営参画権が価値を有していないとまでは断言できない⁶⁸⁹。

⁶⁸² 理論的には、反対株主に対する法的救済の表向きの目的は、少数株主の保護であり、基本的変更の場合に少数株主の退出を可能にすることにある。BALLANTINE, *supra* note 266, at 701.

⁶⁸³ 田中(亘)・前掲注(654)71頁。

⁶⁸⁴ 藤田〔制度〕・前掲注(654)288頁。

⁶⁸⁵ 西島彌太郎「株式買取請求権」田中耕太郎編『株式会社法講座 第三巻』(有斐閣、1964)933頁。

⁶⁸⁶ 経済的補償の具体的算定方法さえ判例・学説とも未だ定説はない(柴田和史「配当還元法に関する一考察」黒沼=藤田・前掲注(654)197頁)。

⁶⁸⁷ Harry L. Fledderman, 40 Calif. L. Review (1952) 119, at 142.

⁶⁸⁸ 株主が剥奪されたものの対価が補償されるべきものであり、その価値は市場時価とは限らない。Chicago Corp v. Munds. 20 Del. Ch. 142 (1934), at 455.

⁶⁸⁹ 会社形態の発展は、株主は企業に出資する会社事業の **proprietary owner** であり会社の物的資産の共同所有者とする見方を壊し、個々の株主から(会社資産の)control が分離され、反対株主が放棄するものは会社収益に参加する期待が背景にあるとする見解もある。Richard P. Matsch, 51 Mich. L. Rev. 705-734 (1952-1953), at 718-719.

第3款 非経済的利益の補償

反対株主の救済が、株主権のうちの経済的権利を主目的とした「経済的救済」だけに限られる理由は、必ずしも明確ではない。反対株主は、事実上、株式会社の基本的変更がなされる場合に、経済的補償のみを対価として会社からの退出を強制され、投資(経済的利益)からの撤退と、部分的に経営に参画していた事業との関係(非経済的利益)を解消することが強制される。反対株主に関しては、継続企業は終了し、その株主の意思に関わらず、その他の株主が継続企業の終了を宣言するのであるから⁶⁹⁰「部分解散」の実質を備える⁶⁹¹。少数株主の立場からいえば、その意に反して、その団体の構成員・投資家の地位を奪われるから、社員権としての株主権の空疎化であるとよばれる⁶⁹²。株主権には非経済的利益が含まれているから、経済的側面からのみの補償には問題がある。

伝統的な社員権論では、会社資産の使用・処分権は、間接的な「経済的」所有権と同視され「財産権」とされるから⁶⁹³、法によって保護されるべき株主の利益は「経済的利益」へ傾斜し易くなる。しかし、守るべき株主の利益には、依然として株式所有から生じる経済的利益以外の利益があると思われる。閉鎖会社の場合でも、多数決支配が貫徹されるため、人的信頼関係に基づき共同して経営に関わってきた少数株主も、ひとたび多数派株主との関係が悪化すれば、会社利益からも締め出されてしまうことになる⁶⁹⁴。そもそも、閉鎖会社では、個別具体的な人間関係に基づく規範的意識が株式の事実的価値の重要な形成要因となっている⁶⁹⁵。従って、形成された価値を享受する地位から締め出される少数株主の利益補償⁶⁹⁶は、経済的利益だけでなく、会社支配の利益に関係する非経済的利益の両面を対象としなければならない。しかし、法的判断の局面では、現在の株式価値評価技法は、経済的利益と非経済的利益の両方を過不足なく捉えることに成功していない。

第4款 会社の基本的変更と株式の所有関係・社会性

⁶⁹⁰ Chicago Corp v. Munds. 20 Del. Ch. 142 (1934), at 455.

⁶⁹¹ 神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事 1879号(2009)5頁、柳・前掲注(660)301頁。

⁶⁹² 原田裕彦「社員権としての株主権空疎化における一側面—会社等対価柔軟化、全部取得条項付種類株式及び特別支配株主の株式等売渡請求制度と規制改革要望書」関西商事法研究会編『会社法改正の潮流—理論と実務—』(新日本法規出版、2014)439頁。「定款にヴァーチャルオンリー型の電子株主総会を行うことができる旨を定めることを認めてもよいであろう。なお、(略)特殊決議によらなければならない、かつ反対株主に株式買取請求権を認めるとする立法論もある。しかし、このような立場は、株主総会の場で経営陣と直接対峙する利益を少数株主から奪うことになるので、適切ではない」(北村〔電子化〕・前掲注(415)13頁参照)。

⁶⁹³ わが国では伝統的に株式の本質は社員権と解され、社員権は、自益権と共益権の両方を包含する財産権の一種であるとされてきた(新津和典『株主権の再評価』(成文堂、2020)20頁)。

⁶⁹⁴ 浜田道代「株主の無条件株式買取請求権」(一)商事 982号(1958)59頁。

⁶⁹⁵ 浜田道代「株式の評価」平出慶道=今井潔=浜田道代編『現代株式会社法の課題』(有斐閣、1986)462頁。

⁶⁹⁶ 上村達男「会社の設立・組織再編」商事 1687号(2004)13頁。

本来、出資による事業参加は、事業を行う企業体そのものの構成員となるか、企業体を組成した契約関係の当事者になることにつながる⁶⁹⁷。株式会社においても、出資者は、会社の社員と解するのが伝統的であり、英米法を中心に株式契約の当事者であると解されている。株式買取請求権制度の法的性質については、「株式による投資の解約」を会社に申し入れる権利と考えるのが通説⁶⁹⁸である。株主の退出機会が保障され、かつ反対株主が被った「損害」が一定の範囲で補填される「部分解散」とする有力説では、「損害」は、当該組織再編行為による企業価値の毀損、企業価値増大分の未配分を意味し、買取請求をしている株主だけに固有に生じ得る株式価値の毀損は補填されないと説かれる。株主の投下資本回収と離脱の自由の保障という機能よりも「経営者あるいは多数株主の決定に対する規律付けの機能」⁶⁹⁹が強調される。平成17年会社法は、「反対株主」を拡張し、議決権を行使する機会のない株主に対しても一般的に株主買取請求権を与えた。これは、従来の議決権の行使と結び付けられた形を改めるもので、個々の株主が有していた企業再編への拒否権の喪失に対する私的補償という「従来、わずかに残っていたこの制度の沿革の残滓を完全に消し去った」と評価されている⁷⁰⁰。

株式買取請求権制度は、退出株主への会社による補償であり、多数株主から少数株主への補償ではない。それは、株式の所有関係の変容でもある。この場合、会社は株主全体であって多数株主自体ではない。会社は、株式の社員間に成立している規律の伴う所有関係（社会性⁷⁰¹）の存在を前提としている。この社会性の実質は、株主共通の利益は、個々の株主の利益の総和ではなく、会社の構成主体である株主間に存在する一定の規律の発露であると考えられる⁷⁰²。そして、株式買取請求権制度は、その社会性の内容を修正するメカニズムであると考えられそうである。

第2節 「非流動性ディスカウント」

第1款「非流動性ディスカウント」の実務上の理解

⁶⁹⁷ 大塚英明=川島いづみ=中東正文、『商法総則・商行為法 第2版』有斐閣アルマ(有斐閣、2010)297頁。

⁶⁹⁸ 宍戸・前掲注(652)284頁。

⁶⁹⁹ 藤田友敬「新会社法の意義と問題点—組織再編」商事1775号(2006)58頁。

⁷⁰⁰ 藤田(制度)・前掲注(654)265頁。

⁷⁰¹ 会社は、社会的共通資本として、株式の私的所有が認められたとしても、社会全体の共通資本として社会的基準に従って管理・運営されなければならない(宇沢弘文『社会的共通資本』(岩波書店、2010)21頁)。

⁷⁰² 株式会社では、資金調達主体となるべき無限責任社員が不在である。実質的に資金調達の主体となるのは、「株主総体としての株式会社そのもの」(大塚=川島=中東・前掲注(697)298頁)であると考えられるしかない。当事者の一方が全体であるという、高度に抽象的・概念的な関係は、ルソーの社会契約論における一般意志に類似する。「結社行為は、公衆と個々人との間の約束を含み、又各個人は、いわば自分自身と契約している。そのため二重の関係で一すなわち、主権者の成員としては個々人に対して、国家の成員として主権者に対して一約束していることになる。(『社会契約論第一篇第七章』)(重田園江『社会契約論』(筑摩書房、2013)179頁)。一般意志は特殊意志の総和ではないから、比喩的に、株主共通の利益は個々の株主の利益の単純な総和ではないと考えられる。

「非流動性ディスカウント」とは、非上場会社の株式を換金しようとするときに追加的コストがかかるため、非上場株式が上場会社よりも低く評価されることをいう⁷⁰³。あるいは、所有株式を株式の市場価格に近い価格で最小の売買手数料をもって即時に現金化される能力を流動性といい、流動性のない株式に対しては、流動性のある同じクラスの株式に対する投資よりも高い要求利回りとなるから、流動性のない株式の価格は、同じクラスの公開株式に対して割り引かれる結果となる⁷⁰⁴。この流動性の欠如による割引は、税務上の評価を中心に採用されていたが⁷⁰⁵、非上場株式の鑑定実務では、当初、株式の流動性や換価可能性は調整要素として明示されていなかった⁷⁰⁶。現在でも、非上場会社株式の評価において、どの程度の「非流動性ディスカウント」を見込むべきかに関して合意された水準があるわけではない⁷⁰⁷。この「非流動性ディスカウント」は、アメリカの金融論やフランスの株式評価論⁷⁰⁸に由来する株式価値算定上の非規範的概念である⁷⁰⁹。その算定手法の適用はやや機械的であり、「公正な価格」の算定要素の一つとされるに過ぎない。

第2款 支配権プレミアムとの違い

一般の株式が、その投資価値を超える経済的価値を有する場合⁷¹⁰、あるいは、少数株主間の取引価格より高い対価を払っても経済的に引きあうと考えられる場合⁷¹¹、その超える価値を一般に支配株式プレミアム、ないし支配権プレミアムと称されることがある⁷¹²。支配株式とは、「会社の支配権の変動を惹き起こすほどの大量のブロック（議決権株式保有に基づく支配権を与える量の株式）」のことであり⁷¹³、「株主総会において行使される議決権の過半数を事実上制する数の株式」を指す⁷¹⁴。支配株式かどうかは議案の内容ごとに変動する可能性がある。しかも、そのことは、一般株主には予め知り得ない情報である。つまり、支配株式は、株式の属性ではなく、株主総会において議決権数が集計された結果で初めて判明する

⁷⁰³ 川島・前掲注(660)26頁。

⁷⁰⁴ 監査法人トーマツ編『M&Aの企業価値評価』（中央経済社、2005）137頁。

⁷⁰⁵ 近時の株式評価実務については、日本公認会計士協会編『企業価値評価ガイドライン改訂版』（日本公認会計士協会出版局、2014）129 - 130頁参照。

⁷⁰⁶ 株式等鑑定評価マニュアル」JICPA ジャーナル 462 - 463号(1994)、高橋義雄『非上場株式の評価・鑑定の理論と実務』（清文社、1994）311頁。

⁷⁰⁷ 日本会計士協会編『企業価値評価ガイドライン 改訂版』（日本公認会計士協会出版局、2013）76頁。

⁷⁰⁸ ただし、株式が上場されていないことからくる流通性の欠如はディスカウントではなく、資本還元率の増加で考慮される（関・前掲注(664)115頁参照）。

⁷⁰⁹ 企業価値評価実務では様々な減価（ディスカウント）概念及びその逆数としてのプレミアム概念があるが、概念として確立しておらず、十分に実証されているわけでもない（池谷誠「論点詳解 係争事案における株式価値評価」（中央経済社、2016）224頁）。

⁷¹⁰ 森・前掲注(656)21頁。

⁷¹¹ 江頭憲治郎「支配権プレミアムとマイノリティ・ディスカウント」吉原和志=山本哲生編関俊彦先生古稀記念『変革期の企業法』（商事法務、2011）117頁。

⁷¹² M&A実務上の支配権プレミアムの理解について、四方藤治『企業内プロフェッショナルのためのM&Aの技術』（中央経済社、2013）188頁参照。

⁷¹³ 前田雅弘「支配株式の譲渡と株式売却の機会均等(一)」論叢 115巻4号(1984)65頁、67頁注2。

⁷¹⁴ 江頭・前掲注(649)480頁。

事実状態であると考えられる。事実状態とはいえ、この支配権プレミアムを成立させる要因は、その支配株式を取得することによってえられるはずの、(1)役員報酬による収入、(2)自己取引による利得、(3)株式譲受人が自ら経営すれば見込めるより高い収益、(4)投資リスクの回避、(5)株式取引費用の節約等であるとされる⁷¹⁵⁷¹⁶。もっとも役員報酬は会社との取締役間の委任契約の適正な対価である限り、株式所有とは直接関係のない経済的利益である。その他の取引関係における経済的利得も、適正な対価である限り、超過利益とはならないから支配権プレミアムを根拠づけない。また、その関係の結果が全ての株主によって均しく享受される場合も支配権プレミアムを正当づける根拠とはならないと思われる。このような会社の利益処分権限、取締役の選解任権限あるいは会社財産管理権限をもつことによって一般の投資株式よりも有利な経済的利益を享受できるとしても、それは一定の分量以上の株式保有により実現し得る議決権の集積価値⁷¹⁷でしかない。この一定数量・比率の株式を取得した者が獲得する割増額が支配権プレミアムであり、その期待増加額が株式の評価額に反映される⁷¹⁸。一定数量・比率に満たない結果、本来の大きさの利益を得られない割引額がマイノリティー・ディスカウントである。市場に流通する株式を取得する株主には企業の経営に参画する機会が与えられていないため支配権を獲得できないことが多く、その部分で支配権プレミアム（のないこと）と「非流動性ディスカウント」とでは概念上の重複がある。しかし、支配権プレミアム（ないしマイノリティー・ディスカウント）が一定数量の獲得（ないし、非獲得）による評価額の増減を根拠とするのに対し、「非流動性ディスカウント」は、獲得数量には直接関係しない、保有株式自体の流動性・換価性の評価を根拠とするという違いがある。

支配権プレミアム（ないしマイノリティー・ディスカウント）も、「非流動性ディスカウント」も、現代ファイナンス理論を背景とした便宜的説明概念であり、規範性をともなった厳密な法的概念ではない。

第3款 学説の態度

株式買取請求権が行使された場合、「非流動性ディスカウント」が行えるか否かについては見解が分かれる。株式に市場性がないことをもってその価格を減価することへの疑問は古くから指摘されていた。すなわち、株式買取請求権制度は、株式譲渡以外の投下資本回収方法を法が認めたものであるから、「非流動性ディスカウント」は、流通価格算定には妥当するが、買取価格算定の場合には首肯しえないと論じられていた⁷¹⁹。配当還元価値⁷²⁰は、将来の株式自体の売却を考慮していない値であるから「非流動性ディスカウント」を行う必要はない⁷²¹。また、株式の流動性が低いことは特定の株主の保有する株式にかかわる問題であって、企業価値自体の減価に当然にはつながらないとすれば、「非流動性ディスカウント」を考慮

⁷¹⁵ 森・前掲注(656)25頁は、その本質を資本多数決という株式会社の制度論理に求める。

⁷¹⁶ 宍戸・前掲注(652)414頁。

⁷¹⁷ 森淳二郎「閉鎖会社における支配の維持と投下資本の回収」法時 56 卷 11 号(1984)26頁。

⁷¹⁸ 森・前掲注(656)25頁。

⁷¹⁹ 渋谷光子、株式価格決定申請非訟決定に対する抗告事件(高松高決昭 50・3・31 判時 787 号 109 頁)「判批」ジュリ 675 号(1978)139 頁。

⁷²⁰ 龍田・前掲注(636)229 頁、関・前掲注(664)108 頁。

⁷²¹ 宍戸・前掲注(652)409 頁。

すべきではないと説かれる⁷²²。さらに、非上場会社の買取請求事案で、譲渡時に問題となる株式の換価困難性による「非流動性ディスカウント」は、会社から株主へのペイアウトである株式買取請求局面では問題とならないとする見解や⁷²³、株式買取請求権の相手方である会社が減価を主張することは信義則に反するとの見解⁷²⁴がある。

他方、簡単に譲渡できない分だけ上場会社の株式に比して経済的価値が低く、したがって、上場会社に関係する数値を（基準に）用いた場合には、算出された金額を減価することにより調整すべきであると説かれる⁷²⁵。減価の理由を、迅速な換金ができない換価性の低さや、買手の探索費用等の追加コストの発生に求める⁷²⁶。流動性のないことによる価値の低さが減価の理由であり、株主の売却意思の有無は、強圧性の有無の判定要素となったとしても、「非流動性ディスカウント」の適用の可否とは無関係となる⁷²⁷。もっとも、この減価は、流動性のある上場株式を株価評価の基点にした相対的算定手法であり、流動性の違い以外の全ての要素が同一でない限り、その算定手法は法的評価において頑強とはいえない。類似会社（業種）比準方式を採った場合等の流動性のあるもの（上場株式）との比較がなされる場合に限り「非流動性ディスカウント」がなされるとする適用場面を制限的に解する説も同様な限界がある

否定説、肯定説のいずれにおいても、「非流動性ディスカウント」は、明示的に株式の法的性質に関係づけて論じられてこなかったように思われる。

第4款 最高裁決定(最一小決平 27・3・26)の概要と評価

非上場株式の価格算定は、発行会社の種々の規模や株式の多様な価格形成要因によって、一般的に、一律に決することは極めて困難である。わが国の初期の判例は、税法上の算定方式の影響下にあり⁷²⁸、「相続税基本通達をそのまま採用するような原始的状態であった」⁷²⁹。

「非流動性ディスカウント」という用語は使用していないものの、新株発行での有利発行が問題となった損害賠償請求事件で、株式の流通性も価額の減額修正要素として考慮する必要があるとしていた⁷³⁰。

⁷²² 川島・前掲注(660)26頁。

⁷²³ 宍戸・前掲注(652)410頁、星・前掲注(660)108頁、後藤元「カネボウ株式買取価格決定申立事件の検討(下)」商事 1838号(2008)16頁。

⁷²⁴ 中村(慎)(中)・前掲注(660)16頁。

⁷²⁵ 江頭・前掲注(553)19頁注(8)。

⁷²⁶ 江頭憲治郎「裁判における株価の算定」司法研修所論集 122号(2012)66頁。もっとも、江頭教授は、「事実上譲渡性を欠く株式は「取引コスト」が大きいことから、経済的価値は事実上低い」が、非公開従属会社が公開会社である支配会社に吸収合併される場合のような事実上譲渡性を欠くとはいえない場合は、ディスカウントをする必要はないとされる(江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』(有斐閣、2001)302頁、303頁注(31))。

⁷²⁷ 江頭・前掲注(726)67頁。

⁷²⁸ 相続税事案では、資産課税法に関する「相続税財産評価に関する基本通達」、法人税事案では「株式公開価格算定基準」(渋谷・前掲注(719)136頁、蓮井良憲「非上場株式の評価」法政研究 39巻2・4合併号(1972)423頁参照。

⁷²⁹ 宍戸・前掲注(652)401頁。

⁷³⁰ 東京地判昭 56・6・12判時 1023号 116頁、東京地判平 4・9・1金判 927号 9頁。

「非流動性ディスカウント」が裁判で言及されるのは、平成 19 年の決定⁷³¹が嚆矢のようである。その後も、鑑定評価書等の中で「非流動性ディスカウント」に言及するものがでてきたが、裁判所は、「非流動性ディスカウント」についての言及を認定するだけで、何ら判断せず、沈黙、ないし直接的な判断を避ける裁判が続いた⁷³²。

もともと、裁判所が全く足踏みしていた訳ではなかった。裁判所は、「非流動性ディスカウント」を、「市場価格がないことを理由とした減価」、ないし、「市場性のないこと（非市場性）を理由とした減価」との定義を示し、株式買取請求権制度が「多数株主によって会社から離脱することを余儀なくされた少数株主の経済的損害を保護することを目的としたものであることを確認する等、判例理論の一定の進展が見られた⁷³³。

しかし、裁判所の「非流動性ディスカウント」の定義は厳密ではなく、多分に感覺的であった。これは、裁判所が専門家の鑑定意見に依存し、法的判断として、減価の内容及び根拠を厳密に検討することに距離をおいていたことに一因があるように思われる。上場株式では、公開市場で形成される価格が、多数の非関連市場参加者の自由売買によって客観性が担保された公正な価格とされる。しかし、非上場会社の株式において、減価の対象・前提となる株式の公正な価格が何かはそもそも自明ではない。また、前述したように、「非流動性ディスカウント」は、減価される株式と減価後の株式とが、減価以外の内容において全く同一で連続しているとみなす、極めて技巧的な操作概念でしかない。

裁判所は、これまで「非流動性ディスカウント」の前提条件として、譲渡制限と譲渡における非強圧性をあげ、「非流動性ディスカウント」の根拠を、(1) 換価性の低さ、(2) 流動性の低さ、又は、(3) 市場性の低さに求めている。換価の困難性がある場合、換金のために生じる追加コストは、その負担を予め補償するとして減価の根拠に結び付きやすい。しかし、株式の流動性を判定する相対的基準や減価によって換価の困難性がどのように補填されるかは明白ではない。譲渡が制限される非上場会社の株式において、発行会社にとっての換価の困難性が株式の経済的価値をどのように減価させるかも明白ではない。流動性や市場性が譲渡先を見つける蓋然性の高低を指しているとしても、そもそも、非上場会社の株式にそうした流動性や市場性を求めるのは論理的ではない。市場性の高低は、売買当事者となる投資家の属性や投資機会ごとに異なり⁷³⁴、しかも、その測定は著しく困難である。

流動性、市場性と換価性とは、互いに交錯している⁷³⁵。日本の判例には概念上の重複があり、法的判断の基準としては曖昧であると言わざるをえない。

⁷³¹ 東京地決平 19・11・12 判時 2011 号 145 頁。

⁷³² 譲渡制限株式の買取価格決定事件(東京地決平 20・1・22 金判 1295 号 55 頁)、損害賠償等請求事件(東京地判平 24・6・28)、アートネチャー損害賠償請求事件(東京地判平 24・3・15 民集 69 卷 1 号 76 頁)、同事件控訴審(東京高判平 25・1・30 民集 69 卷 1 号 127 頁)、同事件上告審(最高一小判平 27・2・19 民集 69 卷 1 号 51 頁)。

⁷³³ カネボウ株式買取価格決定申立事件(東京地決平 20・3・14 金判 1289 号 8 頁)、同事件抗告審(東京高決平 22・5・24 金判 1345 号 12 頁)。

⁷³⁴ 奈良・前掲注(660)135 頁、中村(慎)(中)・前掲注(660)15 頁。

⁷³⁵ アメリカの金融論において、非流動性(illiquidity)は事業の所有者が、非市場性(lack of marketability)は非支配持分の所有者が、投資を迅速かつ合理的に低いコストで現金化できない場合をいうとの区別がある。Shannon P. Pratt, Alina V. Niculita, VALUING A BUSINESS (5th ed., 2008), at 416.

「非流動性ディスカウント」の意味は、結局、低い換価性に収斂する。そうすると、低い換価性が「非流動性ディスカウント」の根拠としてなぜ承認されるのかが問題となる。株式買取請求権制度では、買手が決定されているから、株主からの譲渡に追加的取引コストを考慮する必要がないとも考えられる。譲渡の相手方が当該の株式の発行会社に特定されているので、換価の困難性があるとはいえない。譲渡後の会社による株式の転売は、買取請求時点における当然の前提ではないから、転売における換価の困難性を「非流動性ディスカウント」の根拠とすべきではない。

「非流動性ディスカウント」は、株式の本源的（真実）価値を構成する要素ではないと考えられる。簡単に譲渡できないことは株式の本質的価値を直接に低下させる要素ではなく、株式譲渡に伴う取引コストでしかない。

判例は、株式買取請求権制度が「株主が進んで株式を売却することを前提とし」ていることや、「少数派の反対株主としては株式を手放したくないにもかかわらずそれ以上不利益を被らないため株式を手放さざるを得ない事態に追い込まれることに対する保障措置」と述べ、非強圧性が「非流動性ディスカウント」採用の前提であることを示していた。また、株主が補償される利益の個別的具體性を重視した事案では、譲渡対象の会社が保有する資産に含まれる現金預金、駐車場等の市場性がある資産の換金可能性に応じて非流動性ディスカウント率が調整された（吉本興行株式売買価格決定申立事件（注736））。「非流動性ディスカウント」は、鑑定客観性を担保しないとの判断を示していたことから、この非規範的概念の採用に慎重であったことが理解できる。他方、「非流動性ディスカウント」を判断に取り込もうとする裁判が続き⁷³⁶、次に述べる最高裁決定に至った。

最高裁は、セイコーフレッシュフーズ株式買取価格決定事件において、非上場会社に対して株式買取請求権が行使された場合に、「非流動性ディスカウント」を行うことができるか否かについて初めて判断を示した⁷³⁷。本事案で採用された鑑定意見は、「非流動性ディスカウント」とは、非上場会社株式が株式市場で容易に現金化することが困難であるため、減価を行うものであるとした。

第一審決定および控訴審決定が「非流動性ディスカウント」を肯定したのに対し、最高裁の許可抗告審は、これを否定した。すなわち、非上場会社の株式の価格の算定について、「どのような場合にどの評価手法を用いるかについては、裁判所の合理的な裁量に委ねられて」との判例を踏襲した上で、「非流動性ディスカウントは、非上場会社の株式には市場性がなく、上場株式に比べて流動性が低いことを理由として減価をするものである」との定義を示した。

そして、「反対する株主に公正な価格での株式買取請求権が付与された趣旨が、吸収合併等という会社組織の基礎に本質的変更をもたらす行為を株主総会の多数決により可能とする反面、それに反対する株主に会社からの退出の機会を与えるとともに、退出を選択した株

⁷³⁶ ミカサ株式売買価格決定申立事件（広島地決平21・4・22金判1320号49頁）、損害賠償請求事件（大阪地判平25・1・25金判1423号49頁）、吉本興行株式売買価格決定申立事件（大阪地決平25・1・31金判1417号51頁）、西武鉄道有価証券報告書虚偽記載損害賠償請求事件控訴審（東京高判平26・1・30金判1437号20頁）、東京都観光汽船株式売買価格決定申立事件（東京地決平26・9・26金判1463号44頁）。

⁷³⁷ 最一小決平27・3・26金判1466号8頁。

主には企業価値を適切に分配するものであり、「収益還元法に要素として含まれていない市場における取引価格との比較により更に減価を行うことは相当でなく」、「裁判所が収益還元法を用いて株式の買取価格を決定する場合に、非流動性ディスカウントを行うことはできない」と判示した。

最高裁決定は、収益還元法に含まれない市場の取引価格との比較による減価は合理的でないとした趣旨と解される。しかし、現在価値計算に使用される株主資本コスト値にはリスクフリーレートやマーケットリスクプレミアム、β値に加え、本事案ではさらにサイズプレミアムといった、市場性に由来する数値が採用されていることから本決定には批判がある⁷³⁸。

鑑定意見では、利益還元法による株式評価額の算定において、いわゆるサイズプレミアム値が使用された⁷³⁹。サイズプレミアム（又は、スモールビジネスプレミアム）とは、「規模の小さな会社への投資は、規模が大きな会社への投資より一般的に倒産リスクが高く、投資家もより高い投資利回りを求めること」⁷⁴⁰である⁷⁴¹。株式価格の算定実務において使用される株主資本コストの算定指標の一つであり、本事案における評価の結果に大きな影響をあたえるものであった⁷⁴²⁷⁴³。このサイズプレミアムも、換価の困難性と同様に、株式の発行会社と株主との間といった特定の関係に適用する合理的根拠は疑わしい。しかも、採用されたサイズプレミアム値は、もっぱらアメリカの会社とその株式を対象としたもの（つまりUSドル建て）であり、本事案での収益還元法的前提は、日本の会社の予想収益に基づいている（つまり日本円建て）と思われる。評価対象の会社群や評価市場の状況が異なる場合、このサイズプレミアム値が日本の会社の株式の評価算定に直接適用できるのかも極めて疑わしい

⁷³⁸ 奈良・前掲注(660)137頁、中村(慎)(上)・前掲注(660)24頁。

⁷³⁹ 2012 Valuation Yearbook (Ibbotson Associates 社)の Micro-Cap 値。この結果、株主資本コストは、リスクフリーレート(0.774%)＋マーケットリスクプレミアム(5.5%)×β値(1.049)＋サイズプレミアム(3.89%)＝10.43%とされた（金判1466号19-20頁）。

⁷⁴⁰ 金判1466号20頁。

⁷⁴¹ 江頭・前掲注(649)466頁、後藤・前掲注(723)16頁、川島・前掲注(660)29頁、奈良・前掲注(600)129頁、中村(慎)(下)・前掲注(660)304頁、秋坂・前掲注(660)102頁。

⁷⁴² 中村(慎)(上)・前掲注(660)22頁は、「非流動性プレミアム」の資本コストへ加算したケースを試算するが、サイズプレミアムを控除した影響の試算はない。

⁷⁴³ 非流動性プレミアムを資本コストに加算することで非流動性ディスカウントを増加したのと同じ一株80円の結論が得られる。サイズプレミアムの控除は、株価を一株106円（80円）から、約5割程度引き上げ、一株163円（122円）が得られる。筆者の試算によれば、それらは次のような関係になる。

株価(円)			非流動性ディスカウント	
			0%	25%
株主資本コスト	ベース	10.43%	106	80
	非流動性プレミアムを資本コストに加算	14.40%	80	60
	サイズプレミアムを資本コストから控除	6.54%	163	122

744. このサイズプレミアムは、「考慮することが相当でないと認められる要素」となるおそれがある⁷⁴⁵。裁判所は、この点についての慎重な検討を怠っているように思われる⁷⁴⁶。

本最高裁決定が示す判断枠組みは、内在する制約ないし条件による羈束性（自己拘束性）と解することができる⁷⁴⁷。しかし、羈束性を明らかにしたとするなら、鑑定意見の評価を委ねられる裁判官の裁量判断の基準が重要になってくる。「内容面まで審査する場合は、前提事実が適切であるか、論理的に矛盾が存在しないか、結論が妥当であるか、専門家の間で一般に認められた見解があるかなどを考慮すること」が求められるとの一般論としての指摘⁷⁴⁸は、現在よりも一歩進んだ判断枠組みを示すものとして首肯できるが、個々の事案で果たしてそれが実効性を伴うかはなお慎重に検討されなければならない。非上場会社の株式評価の困難性は、そもそも株式価値評価が、「精密そうな外観をとって算定されて」いても、「厳密に検討するならばその多くはごくあいまいな蓋然性を基礎としてきわめて不正確なものにすぎない」からである⁷⁴⁹。

裁判所は、一貫して、株式買取請求制度における反対株主への補償をもっぱら経済的利益の補償に傾斜してきた。しかし、本最高裁決定は、株主に補償される公正な価格は、株式買取請求権制度の趣旨に従い、会社組織の本質的変更に対抗し退出した株主に適切な企業価値を分配するものであると判示した。つまり、適切な企業価値を単なる買取請求の対象となった株式の時価と狭く捉えず、部分解散によって地位を喪失する退出株主への、経済的利益と非経済的利益の双方を含む補償と考える余地があったと思われる。つまり、会社の（部分）解散と場面と同様に評価するという政策判断⁷⁵⁰以上に、会社からそれぞれの株主への包括的補償はどうあるべきかという規範的判断が優先されるべきであった。

より具体的には、裁判所は、「非流動性ディスカウント」の適用を否定するだけでなく、同様に、サイズプレミアムを考慮しない場合の買取価格の退出株主に対する補償としての妥当性を慎重に検討すべきであったことが指摘できる。

第3節 小括

株式買取請求権制度は、当初より、反対株主の救済方法として会社が株式を買い取ることは株式の払戻しを認めることになるとの批判があった⁷⁵¹。わが国の会社法の理論では、会社

このため、株主資本コストと切り離して、「非流動性ディスカウント」を論じるのは必ずしも正しくない。

744 中村(慎)(下)・前掲注(660)314頁は、サイズプレミアムの採用は十分な検証を受けていないとしつつも、(参照可能な情報に乏しい)状況に照らせば十分に合理的であるとするが疑問である。

745 カネボウ株式買取決定申立事件では、スモール・ビジネス・プレミアムについて、「このような概念による減価は考慮しない」と判示されていた(金法1289号(2008)18頁)。

746 星・前掲注(660)108頁は、流動性制約という同一の要因での二重調整と批判する。

747 金判1466号11頁。

748 山中利晃、大地決平25・1・31吉本興行事件「判批」ジュリ1472号(2014)118頁。

749 西原道雄「人身事故における損害賠償額の法理」ジュリ339号(1966)25頁参考。

750 柳・前掲注(660)305頁。

751 鈴木・前掲注(10)176頁注(6)。

の成立行為をもって組合契約的な契約関係でできたとまではみることができない⁷⁵²。このことから、株式買取請求権制度は、株式会社の団体性の見地からいえば、本来存在しない権利を少数株主の保護の政策的考慮に基づいて認められた異例的な制度と指摘されていた⁷⁵³。また、平成17年会社法下では、単なる株式の価値の評価という作業ではなく、その機能は株主の投下資本の回収の保障だけでは説明できない⁷⁵⁴。この制度を多数派から少数派を守るためのものとするのは、やや概念的である。なぜなら、多数派・少数派は、相対的で入れ替わり可能な、株主の議決権上の状態を示すものでしかないからである。

不特定多数の株主による会社の成立は、株主間に集団的・社会的関係が形成されていることに根差す。買取請求の実質は、事実上、こうした内実を持つ会社の「部分解散」の請求であり、株主間の社会的関係の修正として法政策によって例外的に許容された制度でもある。「部分解散」の実質を考慮して、退出を強制される株主への補償には、非経済的利益の補償が含まれるべきである。つまり、少数株主の強制的退出とそれへの金銭的補償は、株式の所有関係の変容でもある。閉鎖会社の場合でも、人的信頼関係に基づき共同して経営に関わってきたにもかかわらず、会社利益からも締め出されてしまうことになる少数株主の利益補償は、経済的利益だけでなく、会社支配の利益に関係する非経済的利益の両面を対象としなければならないと思われる。

「非流動性ディスカウント」は、具体的な利害調整を実現するための便宜的な株式価値算定技法であり、概念上の法的頑強性は希薄である。買取請求権が想定する社団の「部分解散」の場面において、公開会社を前提とするこの概念を適用する合理性は疑わしい。根拠とされる「低い流動性」や「低い市場性」は、結局、換価性の低さを示すものであり、発行会社が買手であることが決定されている株式買取請求権制度において、換価性の高低を議論する合理的根拠は疑わしく、流通性や譲渡性が制限される非上場会社の株式に対して債券等のような金銭証券性を類推し、株式の有価証券性を過度に強調するのは、金融論における株式価値評価手法の不完全性もあって、株式の法的性質に内在する非経済的価値を没却するおそれがあるように思われる。

学説の態度、および判例分析にみられる通り、「非流動性ディスカウント」は、投資家の主観的事情や保有形態によって左右される株式の取引に伴う実際のコスト（株式を処分しない限り考慮する必要のないコスト）⁷⁵⁵であると考えられるべきであろう。

流動性以外の要素が全く同じ株式を仮定するのは、あまりに技巧的で、それらの取引価格を観測することは殆ど不可能であるから、「非流動性ディスカウント」をどのように測定し、承認するかは簡単ではない。例えば、株式の内容やリスククラスがおおよそ異なる、上場会社と非上場会社の株式を比較しても意味をなさない。さらに、非上場会社の株式の取引内容が公開されることは殆どないため、「非流動性ディスカウント」を実証的に評価することは困

⁷⁵² 松本丞治「会社法改正要綱批判」法時22巻3号(1950)161頁、大隅健一郎「株式会社法改正についての一観点」『商事法研究(上)』46頁(有斐閣、1992)〔初出、「改正株式會社法に對する一觀點」私法8号(1952)14頁〕、矢沢・前掲注(666)96頁、石井照久「新株式會社法における多數決の反省」法協68巻9号(1950)564-565頁。

⁷⁵³ 大隅=今井=小林・前掲注(12)130頁。

⁷⁵⁴ 藤田〔制度〕・前掲注(654)265頁、藤田〔制度改正〕・前掲注(654)280頁。

⁷⁵⁵ 中村(慎)(中)・前掲注(660)17頁。

難であり、学術的な研究も豊富な分野とは言えない。企業価値の評価実務においても、「非流動性ディスカウント」には、主観的な判断が入り易く、また、減価幅の違いは小さくない（算定結果に大きな影響を与える）ことから、客観的に公正なディスカウントを決定することには困難が伴うとされる。しかし、「非流動性ディスカウント」を株式価値評価技法の有効性のみの観点から論じるべきではない。なぜなら、それは、従来の株式の法的性質から当然に承認される概念ではなく、株式買取請求権による政策的修正によって変容した株式の法的性質がもたらした、今日的評価概念であるからである⁷⁵⁶。

裁判所に求められるのは、株式の規範的価値の評価である。金融理論の妥当性を評価する作業だけでなく、一連の組織再編行為等についての規範的評価を踏まえた上での「公正な価格」の法的判断である。つまり、需要と供給の関係で決まる株式の交換価値ではなく、株主が会社から退出するにあたって、その株主へどのような補償がなされるべきかという判断に基づいて決まる規範的価値であると考えられる。

株式買取請求権制度は、会社と株主との間の利害調整メカニズムの欠缺⁷⁵⁷を、裁判所の後見的介入で事後補正するものである⁷⁵⁸。事後補正である「公正な価格」の決定では、通常の権利義務の存否を争う訴訟とは異なり、基本的に裁判所の裁量に委ねられる。個別の事案ごとの決定例の積み重ねの中で「公正な価格」の意味内容が明らかになっていくことが期待されるとしても、他の救済手段との関係の問題がある⁷⁵⁹。また、こうした事後的補正に依存する利害調整メカニズムの実効性には限界がある。

そこで、反対株主の会社からの退出条件等のメカニズム（株式買取条項、仲裁条項、解散条項等）⁷⁶⁰⁷⁶¹を予め合意しておくことで、この利害調整メカニズムの欠缺の補正を図ることが考えられる⁷⁶²。つまり、利害調整メカニズムによって、「非流動性ディスカウント」の曖昧性を回避し、代替させることがより合理的解決になるであろう。具体的には、少数株主の退出の機会と保護を考慮した利益調整の手法として、会社の株式買取義務や他の株主を対象にした、タグ・アロング（tag-along, 同時売却権、株主が株式を売却する際、他の株主も同条件で同じ買手に売却することができる権利）やドラッグ・アロング（drag-along, 同時売却義務、株主が株式を売却する際、他の株主も同条件で同じ買手に売却をしなければなら

⁷⁵⁶ アメリカでは、株式買取の場合に非市場性ディスカウント(lack of marketability discount)の適用は消極的である（アーサー・R・ピント＝ダグラス・M・ブランソン、米田保晴監訳『アメリカ会社法』（レクシスネクシス・ジャパン、2011）439頁、453頁注（147）参照）。

⁷⁵⁷ 救済手段としての疑問について、中東正文「企業買取・組織再編と親会社・関係会社の法的責任」法時79巻5号（2007）36頁。

⁷⁵⁸ その他、東京地裁の和解の勧誘について、鹿子木泰康＝山口和宏「東京地裁における商事事件の概況」商事1796号（2007）20頁）、非訟事件手続法の専門委員制度について、岡崎克彦＝橋爪信「非訟事件手続法の施行後の株式価格決定申立事件について」NBL993号（2013）33頁）、山中・前掲注（98）117頁、中東正文「会社非訟事件の当事者主義的運用」金法1315号（2009）1頁等参照。

⁷⁵⁹ 落合誠一編『会社法コンメンタール12』（商事法務、2009）〔柳明昌〕122頁。

⁷⁶⁰ 浜田道代『アメリカ閉鎖会社法』（商事法務、1974）216頁。

⁷⁶¹ 他方、組織再編にかかる買取請求権の排除を検討するものとして、松尾健一「株式の強制取得条項による株式買取請求権の排除」同志社法学58巻3号（2006）83頁。

⁷⁶² 江頭・前掲注（649）483頁参考。

い義務)⁷⁶³といった特約条項を株式売買契約、ないし株主間契約等で規定しておくことを検討する余地がある。どちらも、株式譲渡が制限される閉鎖会社等において、当初契約で形成された社団関係からの株主の離脱の場면을規律するものである。タグ・アロングでは、新たに社員となる者の属性を評価し、好ましくない者には売却しない選択が可能となり、ドラッグ・アロングでは、好ましくない条件では売却しない選択が可能となる。

つまり特約条項は、一旦形成された社団関係の変更は、一方当事者の裁量では許されず、当事者間の同意に加えて、同一の利益状況を共有することを意味している。特約条項は、株主間の利益調整を図るものであると同時に、社団関係の組み換えにおける株式の平等性を担保するものである。会社の組織に関する訴えの対象となる行為といったとりあえずの形式面での区分を超えて、社団関係の組み替えという実質面から組織再編についての会社法上の規律を再吟味する必要がある。同時に、株主間の利益調整と会社法における強行法的規律との関係はなお慎重に検討される必要がある。なぜなら、たとえば、令和元年改正会社法で導入された株式交付制度においては、株式交付子会社の株主を集団として保護するルールは定められていないと解されるところ、株主間の利益の調整は各種の契約によって果たされるべきか、会社法によって強行法的に定められるべきかといった問題⁷⁶⁴があるからである。会社分割や株式交付が導入され、法的規律が変更されたことで組織再編法制に「揺らぎ」が生じている⁷⁶⁵。

⁷⁶³ 菅原貴与志「ベンチャー企業と株式」山本為三郎『企業法の論理』（慶應義塾大学出版会、2012）40頁。なお、ベンチャー投資の典型的な規定としてのドラッグ・アロングについては、森・濱田松本法律事務所編・前掲注(658)826頁。

⁷⁶⁴ 現行法は当事者間の実情に応じてルールを定めることを認めていると論じるものとして、大杉謙一「株式交付制度」商事 2236号(2020)7頁。

⁷⁶⁵ 中東正文「株式交付制度の導入と組織再編法制の揺らぎ」久保大作他編『吉本健一先生古稀記念論文集 企業金融・資本市場の法規制』（商事法務、2020）331頁。

終章

1)本論文の要約

わが国の会社法は、株主の権利については規定するものの（会社法 105 条他）、株式の法的性質を明定しておらず、解釈に委ねられている。このため、様々な議論がなされた。それらは、もっぱら、株主ないし株式の所有と関連付けて論じられた。

社員権論がそうした議論の中心にあり、社員権論に対するアンチテーゼが対抗的に論じられていった。この社員権論によれば、株式会社は、個性を喪失した多数の者が所有する企業であることから、株主は、企業の所有者として当然企業の経営およびその結果たる利益に参与する権利を有し、その企業所有者の権利が極度の団体的変貌をとげ、会社に対する各種の権利となって現れた。株主は、企業所有者であるものの、法律的には物的企業所有の主体は会社であり、株主は間接的・観念的に資本を所有することで、企業を所有している。つまり、株式の実体は企業所有権であり、株主の会社企業における共同所有者として法律上の地位であると論じられた。

しかし、株式は、所有権でも債権でもなく、会社の資本の一定部分の引受によりこの部分の割合によって取得される社員権であるとされた。さらに、株主は、経済実質的な所有者であって、株式は、企業財産に対する所有権そのものではなく、所有権的、ないし所有者的性格を有する法律上の地位であるとされ、株主が有する、自益権は、いわば所有権の収益権能の変形物であり、共益権は、いわば所有権の支配権能の変形物と論じられた。株主の経済的・実質的所有者性は、会社の資産が株主の出資を基礎にして形成されること、及び所有者らしいリスクを負担することにあると、やや同義反復的な議論がなされた。株主は、会社に対して投下した貨幣資本の所有権を喪失する対価として投下資本の割合に応じて経済的分前を受けとるから、経済的にみれば、株主は会社の所有者であるとするのも、その経済的分前が法律的には株主権として現れると比喩的であった。このような、株式についての所有ないし所有権の法的意味は、民法の支配権規定からの類推以上には、依然、明らかではない。

また、伝統的な社員権論では、会社資産の使用・処分権は、間接的な経済的所有権と同視され、株主の財産権とされる。しかし、株主には、株式所有から生じる経済的利益以外の利益があることから、少数株主の強制的退出とそれへの金銭的補償は、株式の所有関係の変容と評価できる。従って、閉鎖会社の場合でも、人的信頼関係に基づき共同して経営に関わってきたにもかかわらず、会社利益からも締め出されてしまうことになる少数株主の利益補償は、経済的利益だけでなく、会社支配の利益に関係する非経済的利益の両面を対象としなければならないと思われる（第 3 編第 3 章「株式買取請求権における「非流動性ディスカウント」の示唆」）。

一方、イギリス会社法においても株式の法的性質について多様な議論が存在した。株主は、収益稼得を目的とし、金銭を出捐する投資家であるとともに、株主は会社財産については何らの法的権利も有さないことが明確にされた。しかも、株主を会社の「真の所有者」としての地位を認めると会社の法人性を否定することになり、この比喩的表現は法的厳密性に欠けると批判された。会社財産と株式とは峻別された。そして、株式は、その主に譲渡性の要請を梃に、不動産性が忌避され、ついには動産であると明定された。つま

り、株主の財産所有における地位の継承手段としての法的根拠が株式に与えられた。このことにより、株式についての議論はその動産の法的意義が中心となり、人的財産権である無体動産と解するのが支配的となった。しかしなお、株式の法的性質についての包括的な定義は存在しないと評され、また、無体動産の内容は必ずしも明確ではなく曖昧さが残されたと論じられた。さらに、イギリス会社法においては、株主の所有者性は否定され、株主が会社の **part owner** であるかどうかについて議論がなされた結果、株主を **part owner** とするとき、その法的意義は民法におけるそれとは異なり、株主が経済的利益の部分的な受益者であることを意味し、全株式の所有でさえ、その会社の事業の所有を直ちには意味しないと論じられた。すなわち、船舶共有において、船舶事業の **part owner** を法的な意味での共有者とすることに否定的であり、経済的利益の部分的受益者を意味するとされた。かくして、株主の所有者性の認識は、もっぱら株主の経済的利益の保護を目的としていた。この点においては、わが国で株式における経済的所有権性や実質的所有権性を論じるときに示唆的である。**part owner** の所有者性についてのあいまいさは、会社法の領域においては、コーポレーション（法人会社）概念の定立によって解決され、株主が会社資産の直接の所有者ではないことが明確になった。同時に、株式の売買市場の存在が、株主の所有者性をより後退させ、株式の法的性質も抽象化・請求権化されていった。株式市場における取引の発展は、株主と会社事業との直接的関係を著しく希薄化させ、株式の性格を一層社会的なものにしていった。（第1編「イギリス会社法における株式の法的性質」）

他方、アメリカ会社法においても、法的性質についての制定法上の規定は限定的であり、日本と同様に、株式の法的性質は、専ら解釈に委ねられ、判例上・学説上、プロパティ (**property**) 概念が援用された。株式は、株式契約という契約的狀態を前提とするプロパティであり、その内容は、制定法、会社設立規定、ないし定款等で規定されるから、決して一律ではない。株式についての法概念も、無体動産概念等、多くをイギリス会社法から承継した。プロパティの無形性ないし無体性が承認されることを通じて、プロパティの抽象的権利性が進展した。そして、プロパティ概念自体が、見える物の所有から、行為と機会についての見えない負担の所有へと転換された。株式の法的性質の議論の基礎には株式における所有権概念があった。株式は、プロパティ概念の抽象化とあいまって、会社の現物財産から分離され、現物財産の法的所有権を表章せず、抽象性と譲渡可能性を獲得していった。株式が、無体動産とされるのは、このような先行する状況があったからである。また、アメリカ会社法における株式の性質を巡る議論は、課税対象の認定等の現実の問題解決を図るため、法適用の調整を図るものであった。さらに、わが国と概ね同様に、株式に付着する権利には、(1) 議決権を中心としたコントロール・経営管理についての諸権利、(2) 配当受領権、残余財産分配権等を含む **proprietary** 権、及び、(3) 救済の諸権利の他付随する諸権利の、3つの特性があるとされた。この諸権利は、株式が株式契約上の合意や地位とされる限り、株式の内容は、その契約や合意によって変更され得るから、株式に内在する本質的属性ではなく、政策的効果に過ぎないと考えられる。わが国における、会社法 105 条は、理論的な株式の本質（固有権）を表現したのではなく、会社法上の株式の輪郭をなぞったものであるとの議論と通底している。もっとも、株主間の契約関係は、こうした契約や合意による変更が規律される、単なる個人的関係の集合としてではなく、集団的関係を背景とした組織法上の権利関係として捉えることができる。つまり、株式には、単なる所有関係だけではなく、集団性・社会性を認

める余地がある(第2編「アメリカ会社法における株式の法的性質」)。

わが国においても、株式会社設立初期の公募において、広く一般投資家からの効率的資金調達的手段に留まらず、大株主の専横に対する牽制力と会社の長期的事業成長への大衆的基盤を獲得するため、株式の社会性が期待された。株式による、株主と会社との間、および株主間の所有関係には、社会性の認識とその社会的理解が会社法制定前にすでに形成されていた。公募は、株式について、所有性に由来するだけでなく、社会性を踏まえた法的性質を形成する重要な契機であった(第3編第1章「明治23年商法前における株式会社の公募設立にみる株式の法的性質」)。

また、株式には、経済的権利と同時に非経済的権利が存在する。AA型種類株式では、株主の経済的権利の内容が普通株式のそれとは大きく異なっていることを示しただけでなく、株式の法的性質に内在する非経済的価値が没却されるおそれがあることを示した。さらに、議決権と優先配当との間の一定の均衡関係を維持することで、株式の標準型が維持されてきたが、AA型種類株式ではその均衡関係が変動した。しかし、AA型種類株式は、種類株式の形式を採用することで株式の内容の複合性を拡大することが可能であることを示しただけでなく、この均衡関係を調整する基準と手段があいまいであることを顕在化させた。さらに、AA型種類株式においては、会社が株主の地位を任意に奪取できる(全部のAA型種類株式の取得)ことの許容は、株式の伝統的な所有関係からの変容を意味した(第3編第2章「株式の性質—トヨタAA型種類株式」)。

株式の法的性質にも濃淡があり、単純に「単色で」想定することは必ずしも適当ではない。こうした濃淡はまた、時々の社会的状況によっても影響を受けるものと考えられる。英米会社法における、株式の性質の議論も、日本における新たな企業行動によって変容を求められる現象も、株式の法的性質が、地理的および時代的背景に色濃く拘束され、相対的なものでしかないことをいみじくも示しているように思われる。株式の法的性質についての構成は、現物資産を持たない会社や多様化する種類株式、ないし株主総会における株主権保護といった現代的課題への法適用力が試されている。持株会社による新たな株式構造については、株主と、現実に事業活動を担い、危機の原因であり利益の源泉となる従属会社との間に純粹持株会社が介在すると、純粹持株会社の株主権は、実質的に縮減する⁷⁶⁶。現物資産を持たない会社や純粹持株会社の株式の実質は、無機質なキャッシュフローを背景とする。こうした会社の株式は、株式の所有権性において、事業資産を背景した伝統的な株式と同視することはできない。純粹持株会社における株主権の縮減とあわせて、株式の所有権性の限界を再画定するものとして検討すべきであろう。(特に、第2編第3章第2節「現物資産を持たない会社や持株会社における株式の所有関係の変容」)。

2) 株式の所有権性の再検討の方向性

株式は、所有関係よりも広い proprietary 関係からとらえ直す余地がある。

本論文では、わが国での社員権論を念頭に、英米法での株式概念に関して所有ないし所有権がどのように観念されてきたかを検討した。しかし、イギリス会社法における社員権につ

⁷⁶⁶ 前田雅弘「IV 持株会社」商事1466号(1997)26-27頁。

いては、わが国での理解が必ずしも一様ではない⁷⁶⁷。この見解の違いは、イギリス会社法における、membership の捉え方の違いであるように思われる。さらに、Palmer は、株式が proprietary 関係を表章すると説いていることを勘案するならば、株式における proprietary 関係の理解の違いが、見解の相違を生じさせているようにも思われる。

株式は、原則的には、株主と会社資産との所有関係から捉えられ、その法的性質が決定されていった。そして、所有の目的であるモノが、会社資産から企業そのものへ抽象化された。この所有関係の抽象化とともに、株式の性質についての法的な捉え方も抽象化されていった。株主と会社との間の、この抽象化された関係には、所有関係よりも広い proprietary 関係からとらえ直す余地がある。なぜなら、英米法では、株式における会社との関係は、単純な所有関係ではなく、proprietary 関係⁷⁷⁰であると論じられるにもかかわらず、その proprietary 関係の意味は明確ではないからである⁷⁷¹。

会社法において proprietary 権は、民法上の所有権(ownership)とは異なり、より広義な関係を含意していると思われる。すなわち、proprietary 関係とは、株主が会社の割合的所有者であるものの、会社資産が株主とは別の独立した法主体である会社に帰属し、株主はこの会社資産を所有しないといった関係であるとされる⁷⁷²。proprietary 関係に基づく、株主が有する proprietary interests は、「所有者的利益」⁷⁷³、ないしは「所有者としての利益」⁷⁷⁴と訳されることがある。しかし、少なくとも、proprietary interests を所有権と訳すのは、proprietary の含意を狭めるきらいがある。

一般に、企業形態の分類において、個人事業は、Solo Proprietorship⁷⁷⁵とされ、proprietor は、事業者として、事業を行うために資本を確保し、事業を準備・運営し、責任を負い、利益と損失が帰属する者であることが含意されている。所有者よりも射程は広く、proprietor

⁷⁶⁷ 小町谷・前掲注(57)113 頁。イギリスで、複雑な内容を有する株主権即ち株式(share)の性質について、見解が別れているのは、「社員権という概念がないためであろう」とされ、社員権の概念を認め、各権利の性質を各場面に応じて決めて行けば、イギリスのような論争は生じないとされる。

⁷⁶⁸ 小町谷・前掲注(57)114 頁注 10。Palmer は「membership rights という言葉を用い、これを individual and corporate membership rights に分けているが、それは、わが国で社員権概念が認められ、これを共益権と自益権とに分けるのとは、ちがっている」とされる。

⁷⁶⁹ 武市・前掲注(57)246 頁。「社員権(membership)は、有限責任の株式所有の会社においては株主権にほかならず、この 2 つの用語は、全く同義語であり、「有限責任会社における株主(share-holder)は、また、社員(member)と同義語」とされる。

⁷⁷⁰ 財産法上、property 権と non-proprietary 権とは異なる特徴があると説明される。すなわち、proprietary 権と non-proprietary 権とでは、その履行強制力(enforceability)の範囲に違いがあり、non-proprietary 権は、基本的に、双務的(bilateral)で、他方当事者は権利者の有する権利に対して相互依存的義務(correlative duty)を負うことになる。他方、proprietary 権には一般的な履行強制力があり、対世効が生じると論じられている。Alison Clarke & Paul Kohler, PROPERTY LAW(2005), at 155.

⁷⁷¹ partnership の財産と partners との間の proprietary 関係は、曖昧ではっきりしない(vague and ill-defined)と解される(DAVIES, *supra* note 62, at 299)ことから、株式は、proprietary 関係であるとする場合も、その関係は明確ではない恐れがある。

⁷⁷² PALMER'S COMPANY LAW, *supra*, note 61, at 522.

⁷⁷³ 北沢=平出・前掲注(260)13 頁。

⁷⁷⁴ 中村一彦「米国模範事業会社法 (一)」法政理論 1 巻 2 号(1969)117 頁。

⁷⁷⁵ ピント=ブランソン・前掲注(756)6 頁。

が保有する権利には所有権が含まれるだけではない⁷⁷⁶。なぜなら、proprietary は、必ずしも経済的・財産的権利の表章だけではないとされるからである。すでに述べた学説(Palmer's Company Law および Ballantine on Corporations⁷⁷⁸)における株式の権利についての記述はそのことを論じている。

さらに 1971 年の Stroh v. Blackhawk Holding Corporation 事件判決、および 2016 年の City of Portland v. Homeaway.Com, Inc. 事件判決からもそのことを看取することができる。すなわち、1971 年の Stroh v. Blackhawk Holding Corporation 事件判決(前出)⁷⁷⁹は、proprietary 権は ownership に由来するとしながらも、ownership は proprietorship の必要概念であり、中心要素とされるとの解釈を示したことから、proprietor の射程は owner よりも広いと考えたように思われる。2016 年の City of Portland v. Homeaway.Com, Inc. 事件の判決⁷⁸⁰でも、ownership と proprietorship とではその含意に違いがあり、「ownership が

⁷⁷⁶ PALMER'S COMPANY LAW, *supra*, note 61, at 522.

⁷⁷⁷ proprietor は、property の保有者であるが、property の目的が所有権(ownership)であれば所有者(owner)、用益権(usufruct)であれば用益権者(usufructuary)、リース権(lease)であればリース権者(leaseholder)となる。

⁷⁷⁸ BALLANTINE, *supra* note 266, at 375.

⁷⁷⁹ Stroh v. Blackhawk Holding Corporation, 272 N.E.2d 1(Ill. 1971). Business Corporation Act は、「株式とは、会社の proprietary interests を分割した単位である」と定義しているところ、その定義の解釈が争われた。原告は、「この法律上の株式の定義の様に、proprietary とは property 権を意味し、株式は、会社の経済的権利、又は、property や財産についての権利を意味する」と主張したが、それに対し、裁判所は、「proprietary という用語は、(それまでの用法や理解にも関わらず)、必ずしも経済的、財産的権利を意味しない」と述べ、さらに、「株式の所有から付与される proprietary 権は、会社の経営、剰余利益もしくは利益、又は、財産の分配に参画する権利のうち、一つ以上の権利を指すと解する」と判示した。3つの権利の1つとして proprietary 権を挙げる BALLANTINE とは齟齬がある。

⁷⁸⁰ City of Portland v. Homeaway.Com, Inc., 191 F.Supp. 3d 1157 (D.Or. 2016). ポートランド市の transient lodgings tax 条例(「短期滞在用宿泊営業税」)が、運営者とは「ホテルの proprietor である者」等と定めるものの、proprietor を定義しなかったことから、proprietor の法的意義が争われた。同市(原告)が、オンライン・バケーション・レンタル市場(online vacation rental marketplace)⁷⁸⁰についての同条例に違反したとして、運営者(operator)である HomeAway.com, Inc.、および HomeAway, Inc. (あわせて、「HomeAway」)を相手に訴えた〔筆者注：online vacation rental marketplace とは、自宅を短期賃貸用に提供することに関心がある者が宿泊物件を宣伝することができる場である。物件の賃借に関心がある旅行者は、HomeAway 社のウェブサイトにはアクセスすることができる。HomeAway 社は、宿泊条件の詳細を決めるため、旅行者を物件の所有者又はレシーに取次ぐ。HomeAway は全世界に所在するこうした物件のリストを有していた〕。被告は、条例で定める運営者ないし予約取次者(booking agent)ではないとして、課税査定に従わなかった。原告は、HomeAway が運営者ないし予約取次者である(ことの当否)、判決に応じた課徴金の減額(の当否)、判決に応じた予定納税額の減額(の当否)、および、ポートランド市における HomeAway の営業の差し止めについて、宣言的判決を求めて HomeAway を相手に訴訟を提起した。HomeAway はこれを不服として棄却を申し立てた。裁判所は、運営者が条例上のホテルの proprietor であることについて原告の主張は不十分であるなどと判示し、原告の訴えを認めず、差し止め命令による救済の申立ても棄却した。条例に定義がない場合、「その用語の通常の意味に沿って解釈しなければならない」とされることから、裁判所は、proprietor の通常の意味を決めなければならないと判示した。被告は、複数の辞書の用語例を参考に、proprietor の平易な意味は、完全な、又は部分的な ownership を示唆し、ownership が proprietorship には必要であると主張した。それに対し、原告は別の辞書の用語例を参

proprietorship の核心的要素である」としたのは、ownership に対し proprietorship がより広義であると判示したと解することができる。

この両判決が示すように、株式には、本来、所有関係よりも広い関係が含意されていたと思われる⁷⁸¹。また、owner と proprietor の同一性は必ずしも確定的ではない。

株式会社には、単なる所有関係ではない人的結合関係があり、構成員の人的要素が重視されない資本団体的色彩が濃厚になったことで、組合や人的会社に接近するよりも、物的会社に接近していったという沿革がある⁷⁸²(第2章第3節「船舶共有関係における part owner」)。このような、株主に、集团的・社会的関係が本来的に認められる株式の性質を、狭い所有権概念ではなく、より広い概念で捉えることで、現代の株式の変容に即応できる、機能的かつ統一的な構成が可能になると思われる。本論文で指摘した実際の企業行動上の観察(公募設立における支配株主の専横の牽制や種類株式による株式概念の変容の限界、少数株主の会社関係からの離脱に対する経済的補償のあり方等)に対して、整合性を保ちながら、より弾力的な法的解決が構成できるように思われる。

本論文では、株式の性質における、所有権概念の影響と適用の変遷を論じ、今後も変容することの必然性を示唆し、そして、試論として、所有関係に止まらず proprietorship から株式の性質を論じる可能性を提示した。しかし、その論述には不十分なところがあり、論じ尽くしてはいない論点もある。本論文で指摘したことが、これまでの社員権を中心とした様々な株式の性質論にどのような影響を与えるかについて、今後、さらに検討していきたい。

考に、より広義の意味(絶対的および排他的権利よりも緩い意味での支配権や使用权、用益権等の権利)であると主張した。つまり絶対権である所有権よりも広い意味であるとした。いずれにしても、原告と被告はともに、ownership と proprietorship とは同一ではないことを認めた。裁判所は、被告の主張が正確な通常の proprietor の意味であり、「特にホテル事業に関しては、ホテルの proprietor に、単にホテルを支配する者、ホテルを利用する者、ホテルを使用し利得を得る者が含まれるとは、普通、理解されておらず、ホテルの proprietor とは(筆者注:ホテル事業においては)ホテルの owner であるものの、ownership が proprietorship の核心的要素である」と判示した。

⁷⁸¹ もっとも、1878年の U.S. v. Van Slyke, 8 Biss. 227 (C.C.W.D.Wis. 1878)事件では、裁判官は「当該の法律においては proprietor の用語は、敷地・不動産(premises)について独占的権利や支配を有する owner の意味で使用されている」と判示した。判旨が、property についてだけの同一性の当時の一般的理解を示しているのか、株式のような抽象的 property についても同様な理解が現在も維持されるのかは明確ではないことに注意が必要である。

⁷⁸² かつて、船舶共有組合は、船舶を主要な目的とする所有権を単に共有しているだけでなく、共同して航海企業を経営するといった企業目的を共有した人的結合であった。

参考文献リスト

【日本語文献】

- ・相澤哲編著『一問一答 新・会社法〔改訂版〕』（商事法務、2009）
- ・相澤哲=葉玉匡美「社債」旬刊商事法務 1751号(2005)
- ・アイゼンバーグ, M.A. (石田裕敏訳)『コモンローの本質』（木鐸社、2001）
- ・浅香吉幹『アメリカ民事手続法〔第3版〕』（弘文堂、2016）
- ・浅木慎一『日本会社法成立史』（信山社、2003）
- ・浅田実『商業革命と東インド交易』（法律文化社、1984）
- ・浅見公子「イギリスにおける妻の財産法上の地位（一）」北大法学論集 12 卷 3 号（1962）
- ・有泉亨「英国動産法に於ける占有と所有」『不法行為理論の操作的構成』（勁草書房、1957）〔初出、法学協会雑誌 58 卷 2・3 号(1904)〕
- ・飯田秀総『株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素』（商事法務、2013）
- ・イギリス会社法研究会「〈新版〉英法系諸国の会社法〔12〕」〔菊田秀雄〕国際商事法務 43 卷 7 号(2015)
- ・イギリス会社法制研究会『イギリス会社法』（成文堂、2017）
- ・池谷誠『論点詳解 係争事案における株式価値評価』（中央経済社、2016）
- ・伊沢孝平『註解 新会社法(改訂版)』（法文社、1953）
- ・石井照久「新株式會社法における多数決の反省」法学協会雑誌 68 卷 9 号(1950)
- ・石井照久「海商法」石井照久=伊沢孝平『海商法・航空法』（有斐閣、1964）
- ・石川真衣「バーチャル株主総会と会議体の将来性」証券レビュー60 卷 9 号(2020)
- ・稲葉威雄『会社法の解明』（中央経済社、2010）
- ・井上治行「会社の組織変更による簡易株式制会社の成立」早稲田法学 74 卷 3 号(1999)
- ・伊藤宏之訳『全訳 統治論』（柏書房、1997）
- ・伊藤靖史「株式報酬と会社法〔上〕」旬刊商事法務 2138 号(2017)
- ・伊牟田敏充「企業の勃興」有沢広巳監修『証券百年史』（日本経済新聞社、1958）
- ・伊牟田敏充「明治中期における『会社企業』の構成」大阪市立大学、研究と資料 25 号（1967）
- ・伊牟田敏充「企業勃興期における社会的資金の集中」高橋幸八郎編『日本近代化の研究上』（東京大学出版会、1972）
- ・岩井克人『会社はだれのものか』（平凡社、2005）
- ・岩崎一生『英国動産売買法』（海事研究所、1961）
- ・岩村充=神田秀樹編『電子株主総会の研究』（弘文堂、2003）
- ・岩村充=神田秀樹編『電子株主総会の研究』（弘文堂、2003）〔池田順一〕「アメリカにおける株主総会の電子化について」
- ・岩原紳作「新会社法の意義と問題点」旬刊商事法務 1775 号(2006)
- ・上田貞次郎『改定増補 株式會社經濟論』（富山書房、1922）
- ・上田廣美「コロナ禍とバーチャル型株主総会の進展—ドイツ・フランスの場合—」ユーラシア研究所レポート 128(2020)

- ・上村達男「会社の設立・組織再編」旬刊商事法務 1687号(2004)
- ・上村達男「会社法制と法分野間のボーダレス」江頭憲治郎=増井良啓編『融ける境 超える法 3 市場と組織』(東京大学出版会、2005)
- ・上村達男「新会社法の性格と会社法学のあり方」森淳二郎=上村達男編『会社法における主要論点の評価』(中央経済社、2006)
- ・山下友信編『会社法コンメンタール 3 株式[1]』〔上村達男〕(商事法務、2013)
- ・上柳克郎=鴻常夫=竹内昭夫編『新版 註釈会社法(10)社債(1)』(有斐閣、1988)
- ・受川環大「株式買取請求権制度の再構築」大野正道先生退官記念論文集編集委員会『企業法学の展望』(北樹出版、2013)
- ・宇沢弘文『社会的共通資本』(岩波書店、2010)
- ・江頭憲治郎「取引相場のない株式の評価」法学協会雑誌百年論集 3 卷(1983)
- ・江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』(有斐閣、2001)
- ・江頭憲治郎「支配権プレミアムとマイノリティ・ディスカウント」吉原和志=山本哲生編『関俊彦先生古稀記念 変革期の企業法』(商事法務、2011)
- ・江頭憲治郎「永久社債に関する諸問題」『会社法の基本問題』(有斐閣、2011)
- ・江頭憲治郎「裁判における株価の算定」司法研修所論集 122 号(2012)
- ・江頭憲治郎『株式会社法 第7版』(有斐閣、2017)
- ・海原文雄『英米法信託』(有信堂高文社、)
- ・大澤麦『自然権としてのプロパティ』(成文堂、1995)
- ・大杉謙一「優先株式の法的問題」落合誠一=江頭憲治郎=山下友信『現代企業立法の軌跡と展望』(商事法務研究会、1995)
- ・大杉謙一「株式交付制度」旬刊商事法務 2236号(2020)
- ・大隅健一郎「英國における株式會社法の發展(二完)」法学論叢 52 卷 2 号(1946)
- ・大隅健一郎「いわゆる株主の共益権について」『新版 会社法の諸問題』(有信堂高文社、1983)〔初出、田中耕太郎編集代表『松本先生古稀記念 會社法の諸問題』(有斐閣、1951)〕
- ・大隅健一郎「株式会社法改正についての一観点」『商事法研究(上)』46 頁(有斐閣、1992)〔初出、「改正株式會社法に對する一觀點」私法 8 号(1952)〕
- ・大隅健一郎『新版 株式会社法変遷論』(有斐閣、1992)
- ・大隅健一郎=今井宏=小林量『新会社法概説』(有斐閣、2009)
- ・太田洋「上場会社による種類株式の活用と課題〔上〕」旬刊商事法務 2084号(2015)
- ・太田洋「上場会社による種類株式の活用と課題〔下〕」旬刊商事法務 2086号(2015)
- ・大塚久雄『大塚久雄著作集 第一卷 株式会社発生史論』(岩波書店、1969)
- ・大塚英明=川島いづみ=中東正文、『商法総則・商行為法 第2版』有斐閣アルマ(有斐閣、2010)
- ・鴻常夫『社債法』(有斐閣、1973)
- ・鴻常夫「特殊な社債」『社債法の諸問題Ⅱ』(有斐閣、1987)〔初出、商事法務研究 189・191号(1960)〕
- ・鴻常夫「社債発行の性質」『会社法の諸問題Ⅰ』(有斐閣 1988)〔初出、ジュリスト 646号(1977)〕

- ・岡田昌浩「少数株主締め出しと株式取得の対価の公正性の確保」川濱昇他編『森本滋先生還暦記念 企業法の課題と展望』（商事法務、2009）
- ・岡崎克彦＝橋爪信「非訟事件手続法の施行後の株式価格決定申立事件について」NBL993号(2013)
- ・岡崎恕一「商法の一部を改正する法律案要綱解説」法曹時報1巻9号(1949)
- ・尾崎安央「コーポレート・ガバナンスにおける株主の役割と株主総会」酒巻俊雄＝志村治美編『現代企業法の理論と課題』（信山社、2002）
- ・「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会」報告書 ～対話先進国の実現に向けて～（2016）
- ・尾崎安央「2020年の定時株主総会とブリッド型バーチャル株主総会（上）」商事法務ポータルNEWS(2010)
- ・尾崎安央「2020年の定時株主総会とブリッド型バーチャル株主総会（中）」商事法務ポータルNEWS(2010)
- ・尾崎安央「2020年の定時株主総会とブリッド型バーチャル株主総会（下）」商事法務ポータルNEWS(2010)
- ・尾崎安央「経営者による会社の「私物化」：イトマン事件、大王製紙事件、日産自動車事件」企業会計71巻5号
- ・落合誠一「多国籍企業における子会社の債権者保護」総合研究開発機構編『多国籍企業と国際取引』（三省堂、1987）
- ・落合誠一「株式・新株予約権と資金調達」商事1744号(2005)
- ・落合誠一編『会社法コンメンタール12』（商事法務、2009）
- ・「株式等鑑定評価マニュアル」JICPAジャーナル462-463号(1994)
- ・加藤節訳「完訳 統治二論」（岩波文庫、2015）
- ・加藤貴仁「上場会社による種類株式の利用」ジュリスト1945号(2016)
- ・川合一郎『資本と信用』（有斐閣、1960）
- ・河合正二「グループ経営における経営指揮と責任」金沢星稷大学論集45巻3号(2012)
- ・川島いずみ「種類株主の取締役等選任・解任と資本多数決原則の修正」ジュリスト1229号(2002)
- ・川島武宜『所有権法の理論』（岩波書店、1963）
- ・鹿子木泰康＝山口和宏「東京地裁における商事事件の概況」旬刊商事法務1796号(2007)
- ・河本一郎『現代会社法＜新訂第九版＞』（商事法務、2004）
- ・神作裕之「コーポレートガバナンス向上に向けた内外の動向」旬刊商事法務2030号(2014)
- ・神崎克郎「公募概念の見直し」商事1294号(1992)
- ・神田秀樹「株式と社債」岩原紳作編『竹内昭夫先生還暦記念 現代企業法の展開』（有斐閣、1990）
- ・神田秀樹「会社法改正の国際的背景」旬刊商事法務1574号(2000)
- ・神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」旬刊商事法務1879号(2009)
- ・神田秀樹「株式の不思議」前田重行＝神田秀樹＝神作裕之編『前田庸先生喜寿記念 企業法の変遷』（有斐閣、2009）

- ・ 神田秀樹「株式の性質および社債との比較」(浜田道代=岩原紳作編『ジュリスト増刊 新・法律学の争点シリーズ 5 会社法の争点』(2009)2)
- ・ 神田秀樹『会社法 第22版』(弘文堂、2020)
- ・ 神田秀樹=武井一浩編著『新しい株式制度』(有斐閣、2002)
- ・ 神田秀樹=上村達男=中村直人「金商法と会社法の将来」資料版商事法務 408号(2018)
- ・ 菅野和太郎『日本会社企業発生史の研究』(経済評論社、1971)
- ・ 木内宜彦『会社法』(勁草書房、1988)
- ・ 木内宜彦「変貌する株主の地位」法律時報 60巻9号(1988)
- ・ 岸田雅雄『ゼミナール会社法入門 第6版』(日本経済新聞社、2006)
- ・ 岸田雅雄『ゼミナール会社法入門 第7版』(日本経済新聞社、2012)
- ・ 岸本辰雄『商法講義』(1891)(明治大学創立百周年記念学術叢書出版委員会編『商法講義 上 岸本辰雄講述』(1981復刻)
- ・ 北沢正啓『会社法 第6版』(青林書院、2001)
- ・ 北沢正啓=平出慶道訳「1984年改正模範会社法」『アメリカ模範会社法』(商事法務研究会、1988)
- ・ 北村雅史「株主総会の電子化」旬刊商事法務 2175号(2018)
- ・ 北村雅史「バーチャル株主総会と株主総会と株主の議決参加権」久保大作他編『吉本健一先生古稀記念論文集 企業金融・資本市場の法規制』(商事法務 2020)
- ・ 木原浩之「英米法における新たな法典化運動の展開」横浜国際経済法学 20巻3号(2012)
- ・ 木原浩之「シンガポールにおけるイギリス法の継受」亜細亜法学 50巻2号(2016)
- ・ 木俣由美「株式買取請求手続の再検討〔上〕」旬刊商事法務 1463号(1997)
- ・ 木俣由美「株式買取請求手続の再検討〔下〕」旬刊商事法務 1464号(1997)
- ・ 木村亀二「多数決原理の省察」思想 72号(岩波書店、1927)
- ・ 清弘正子「株主総会における資本多数決濫用と権利濫用理論」奥島孝康教授還暦記念論文集編集委員会編『比較会社法研究』(成文堂、1999)
- ・ 京都織物株式会社内青木光雄編『京都織物株式会社五十年史』(1937)
- ・ 株式会社京都取引所『京都取引所五十年史』(1925)
- ・ 金融商品取引法研究会編『上場会社による種類株式の利用』金融商品取引法研究会研究記録 57号(2016)
- ・ 経済産業省「ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド」(2020)
- ・ 経済産業省「新時代の株主総会プロセスの在り方研究会」報告書(2020)
- ・ 黒沼悦郎「アメリカにおける株主総会に関する規整」旬刊商事法務 1584号(2001)
- ・ 黒沼悦郎「株式買取請求権に関する一省察」江頭憲治郎先生古稀記念『企業法の進路』(有斐閣、2017)
- ・ 黒沼悦郎『会社法 第2版』(商事法務、2020)
- ・ 小島昌太郎「海運要論」小林行昌他『経済学全集第13巻部門経済学』(改造社、1931)
- ・ 小島康裕『大企業社会の法秩序』(勁草書房、1981)
- ・ 小島康裕他『会社法 第2版』(成文堂、2003)
- ・ 小谷勝重『日本取引所法制史』(法経出版、1953)
- ・ 後藤元「カネボウ株式買取価格決定申立事件の検討(下)」旬刊商事法務 1838号(2008)

- ・後藤元「取締役の債権者に対する義務と責任をめぐるアメリカ法の展開」金融研究 29 巻 3 号(日本銀行金融研究所、2010)
- ・小西みも恵「定款自治の拡大と限界—フランス簡易株式会社組織会社の社員権を中心として—」私法 75 号(2013)
- ・小林和子「上場会社 (一) 解題」日本証券史資料戦前篇第六卷(日本証券経済研究所、2004)
- ・小町谷操三『海商法要義 上巻』(岩波書店、1954)
- ・小町谷操三「船舶共有の諸問題」民商法雑誌 70 巻 6 号(1974)
- ・小町谷操三『イギリス会社法概説』(有斐閣、1978)
- ・小町谷操三=窪田宏『海商法 上巻』(青林書院、1959)
- ・コモンズ、J.R.(新田隆信他訳)『資本主義の法律的基础(上巻)』(コロナ社、1964)。
- ・小山貞夫『英米法律語辞典』(研究社、2011)
- ・近藤光男=志谷匡史『改正株式会社法Ⅳ』(弘文堂、2005)
- ・三枝一雄『明治商法の成立と変遷』(三省堂、1992)
- ・酒井太郎「株式の内容と種類」『新しい会社法制の理論と実務』別冊金融・商事判例(2006)
- ・酒巻俊雄「株式会社の本質観と会社法理」星川長七先生還暦記念論文集刊行会編『星川長七先生還暦記念 英米会社法の論理と課題』(日本評論社、1972)
- ・酒巻俊雄=上村達男『会社法』(青林書院、2003)
- ・笹川敏彦「基準日後株主と株式買取請求権・取得価格決定申立権」鳥山恭一他編岸田雅雄先生古稀記念論文集『現代商事法の諸問題』(成文堂、2016)
- ・坂井豊喜『多数決を疑う 社会的選択理論とは何か』(岩波書店、2015)
- ・坂本優一郎『投資社会の勃興』(名古屋大学出版会、2015)
- ・澤口実=近澤諒「米国におけるヴァーチャル総会增加とわが国における適否」旬刊商事法務 2140 号(2018)
- ・ジェルマン、ミシェル、鳥山恭一訳「株主の平等」慶應法學 15-16 号(2010)
- ・重田園江『社会契約論』(筑摩書房、2013)
- ・宍戸善一「紛争解決局面における非公開株式の評価」岩原紳作編『竹内昭夫先生還暦記念 現代企業法の展開』(有斐閣、1990)
- ・宍戸善一「種類株式制度の自由化」法律のひろば 55 巻 4 号 (2002)
- ・志田鉀太郎『日本商法典の編纂と其改正〔復刻版〕』(新青出版、1995)
- ・志津田氏治「船舶共有者の一考察」長崎大学研究年報 9 号(1968)
- ・志津田氏治『現代海商法の諸問題』(成文堂、1994)
- ・篠田四郎「会社法における類型論」私法 45 号(1983)
- ・柴崎暁『金融法提要』(成文堂、2019)
- ・澁澤榮一「官版 立會略則」明治文化研究會編『明治文化全集』第 12 巻経済編(日本評論社、1929)
- ・渋谷浩『ピューリタニズムの革命思想』(御茶の水書房、1978)
- ・四方藤治『企業内プロフェッショナルのための M&A の技術』(中央経済社、2013)
- ・四方藤治「スリランカ会社法の株式」国際商事法務 46 巻 12 号(2018)

- ・島田志帆「株式買取請求権制度の意義の再検討—ドイツ組織変更法上の現金代償制度を参考に」法学研究論究 62号(2004)
- ・島本得一『証券取引慣行論』(ダイヤモンド、1961)
- ・志村嘉一「証券市場の誕生」有沢広巳監修『証券百年史』(日本経済新聞社、1958)
- ・新津和典『株主権の再評価』(成文堂、2020)
- ・菅原貴与志「ベンチャー企業と株式」山本為三郎『企業法の論理』(慶應義塾大学出版会、2012)
- ・洲崎博史「商法の規定のない社債について—利益参加社債と強制転換社債を中心に」ジュリスト 1217号(2002)
- ・鈴木竹雄「改正法における株主の共益権」法学協会雑誌 68巻6号(1950)
- ・鈴木竹雄=竹内昭夫『会社法〔新版〕』(有斐閣、1988)
- ・鈴木竹雄『新版 会社法全訂 5版』(弘文堂、2000)
- ・鈴木千佳子「会社組織及び活動の柔軟化—フランスの簡易株式会社について—」法學研究 173巻2号(2000)
- ・鈴木隆元「種類株式の多様化」ジュリスト 1220号(2002)
- ・瀬尾克久=岡田麻由子「船舶共有に関する実務上の留意点」海事法研究会誌 214号(2012)
- ・関俊彦『株式評価論』(商事法務研究会、1983)
- ・高田晴仁「種類株式と属人的定め」旬刊商事法務 2207号(2019)
- ・高橋英治「ドイツと日本における固有権論の発展と課題」徳本穰他編『会社法の到達点と展望—森淳二朗先生退職記念論文集』(法律文化社、2018)
- ・高橋幸八郎編『日本近代化の研究 上』(東京大学出版会、1972)
- ・高橋義雄『非上場株式の評価・鑑定理論と実務』(清文社、1994)
- ・高村直助『会社の誕生』(吉川弘文館、1996)
- ・高柳賢三=末延三次『英米法辞典』(有斐閣、1961)
- ・武市春男『イギリス会社法』(国元書房、1971)
- ・竹田壽紀「イギリス会社法における株式の本質」法政論叢 26号(1990)
- ・竹内敏夫「株式会社法における「支配」概念」田中耕太郎編集代表『松本先生古稀記念会社法の諸問題』(有斐閣、1951)
- ・竹内信紀=小川周哉「ベンチャー・ファイナンスの新手法」旬刊商事法務 2072号(2015)
- ・龍田節「資本多数決の濫用とフランス法」法学論叢 66巻1号(1959)
- ・龍田節「株式会社と所有の序論的考察」京都大学法学部百周年記念論文集刊行委員会編『京都大学法学部百周年記念論文集 第3巻』(有斐閣、1999)
- ・龍田節『会社法大要』(有斐閣、2007)
- ・田中和夫『英米私法概論』(寧楽書房、1949)
- ・田中耕太郎「株式会社法序説」田中耕太郎編『株式会社法講座 第二巻』(有斐閣、1945)
- ・田中耕太郎『改訂 会社法概論 下巻』(岩波書店、1957)
- ・田中耕太郎「株式会社法改正の基本問題」『商法学 特殊問題 上』(春秋社、1965)
- ・田中庄司『ジョン・ロックの研究』(未来社、1968)
- ・田中誠二「株式会社に於ける多数決原則の濫用」法学協会雑誌 42巻9号(1923)

- ・田中英夫編集代表『英米法辞典』（東京大学出版会、1991）
- ・田中英夫『アメリカ法の歴史 上』（東京大学出版会、1999）
- ・田中亘「「公正な価格」とは何か」法学教室 350号(2009)
- ・田中亘「会議体としての株主総会のゆくえ—『株主総会運営に係る Q&A』の法解釈と将来の展望—」企業会計 72 卷 6 号(2020)
- ・Chakepaichahyon, Vichian, 「明治初期の会社企業(1)」大阪大学経済学 3 卷 11 号(1981)
- ・鳥山恭一「株式の性質論」法律時報 71 卷 7 号(1999)
- ・鳥山恭一「株式の買取請求権と強制取得における「公正な価格」」山本為三郎編『企業法の法理』（慶應義塾大学出版会、2012）
- ・奥島孝康他『新基本法コンメンタール 会社法 1』（日本評論社、2010）〔鳥山恭一〕
- ・富山康吉「株式と資本所有の論理的構造」民商法雑誌 39 卷 4・5・6 号(1959)
- ・富山康吉『現代資本主義と法の理論』（法律文化社、1979）
- ・田辺総合法律事務所/大和証券企業提携部編著『企業法務からみた株式評価とM&A 手続』（清文社、2010）
- ・谷川寧彦=久保田安彦「会社法における種類株式設計の柔軟化とそのコスト」宮島英昭編『企業統治のフロンティア』（日本評論社、2008）
- ・玉井利幸「会社立法の日米比較(1)」商学討究 58 卷 1 号(2007)
- ・玉井利幸『会社法における規制緩和における司法の役割』（中央経済社、2009）
- ・田丸祐輔「明治初期における株主総会と株主の地位」一橋法学 11 卷 2 号(2012)
- ・千葉正士「わが国実定的多数決制度の諸方式」『多数決原理』法哲学年報 1961 号（有斐閣、1962）
- ・恒藤恭「多数決の原理」我等 6 卷 2 号(1924)法政大学大原社会問題研究所総同盟五十年史刊行委員会編履刻版（法政大学出版局、1983）
- ・出口正義『株主権法理の展開』（文眞堂、1991）
- ・監査法人トーマツ編『M&A の企業価値評価』（中央経済社、2005）
- ・中東正文「企業買収・組織再編と親会社・関係会社の法的責任」法律時報 79 卷 5 号(2007)
- ・中東正文『企業結合法制の理論』（信山社、2008）
- ・中東正文「会社非訟事件の当事者主義的運用」旬刊金融法務事情 1315 号(2009)
- ・中東正文「株式交付制度の導入と組織再編法制の揺らぎ」久保大作他編『吉本健一先生古稀記念論文集 企業金融・資本市場の法規制』（商事法務、2020）
- ・中東正文=松井秀征編著『会社法の選択』（商事法務、2019）
- ・中村一彦「株式財団説をめぐって」富大経済論集 10 卷 4 号(1965)
- ・中村一彦「米国模範事業会社法（一）」法政理論 1 卷 2 号(1969)
- ・中村信男「イギリス法上の株主総会」酒巻俊男=志村治美編『現代企業法の理論と課題—中村一彦先生古稀記念—』（信山社、2002）
- ・中村眞澄=箱井崇史『海商法〔第2版〕』（成文堂、2013）
- ・長崎幸太郎編著『資産流動化法』（金融財政事情研究会、2004）
- ・長浜洋一「資本調達機構にみる株式会社法の理念と証券市場の実際—明治期を中心として—」早稲田大学比較法研究所、比較法学 2 卷 2 号(1966)

- ・長浜洋一『株主権の法理』（成文堂、1980）
- ・那須野太「企業関連法制度の重点課題」旬刊商事法務 1920号(1920)
- ・並木和夫『会社法・証券取引法の研究』（中央経済社、1991）
- ・新山雄三『株式会社法の立法と解釈』（日本評論社、1993）
- ・新山雄三編著『会社法講義』（日本評論社、2014）
- ・新山雄三『論争“コーポレート・ガバナンス”』（商事法務研究会、2001）
- ・西島彌太郎「株式買取請求権」田中耕太郎編『株式会社法講座 第三巻』（有斐閣、1964）
- ・西原道雄「人身事故における損害賠償額の法理」ジュリスト 339号(1966)
- ・西山忠範「株式会社と「所有と支配」の概念(2)」奥村宏他『21世紀の日本の株式会社像』（東洋経済新報社、1985）
- ・日本銀行金融研究所「「デットとエクイティに関する法原理についての研究会」報告書」金融研究 20巻3号(2001)
- ・日本公認会計士協会編『企業価値評価ガイドライン 改訂版』（日本公認会計士協会出版局、2014）
- ・日本証券経済研究所『日本証券史資料戦前篇第3巻』（2014）
- ・野田正穂『日本証券市場成立史』（有斐閣、1980）
- ・野村修也「株式の多様化とその制約原理」旬刊商事法務 1775号(2006)
- ・服部栄三『株式の本質』田中耕太郎編『株式会社法講座 第二巻』（有斐閣、1945）
- ・箱井崇史『基本講義 現代海商法〔第2版〕』（成文堂、2015）
- ・蓮井良憲「米国法におけるいわゆる「コオポレイション」の概念（一）」香川大学経済論叢 26巻4号(1954)
- ・蓮井良憲「米国法におけるいわゆる「コオポレイション」の概念（二）」香川大学経済論叢 27巻1号(1954)
- ・蓮井良憲「非上場株式の評価」法政研究 39巻2-4合併号(1972)
- ・服部栄三『株式の本質と会社の能力』（有斐閣、1972）
- ・濱口耕輔他「バーチャル株主総会実務の課題と展望」旬刊商事法務 2241号(2020)
- ・浜田道代『アメリカ閉鎖会社法』（商事法務、1974）
- ・浜田道代「株主の無条件株式買取請求権（一）」旬刊商事法務 982号(1958)
- ・浜田道代「株式の評価」平出慶道=今井潔=浜田道代編『現代株式会社法の課題』（有斐閣、1986）
- ・浜田道代「企業金融と多数決の限界」旬刊商事法務 1398号(1995)
- ・浜田道代「「会社」との出会い」浜田道代編『日本会社立法の歴史的展開』（商事法務研究会、2007）
- ・ハミルトン、ロバート・W、山本光太郎訳『アメリカ会社法』（木鐸社、1999）
- ・原秀男「相対主義と多数決原理」『多数決原理』法哲学年報 1961号（有斐閣、1962）
- ・原田裕彦「社員権としての株主権空疎化における一側面一会社等対価柔軟化、全部取得条項付種類株式及び特別支配株主の株式等売渡請求制度と規制改革要望書」関西商事法研究会編『会社法改正の潮流—理論と実務—』（新日本法規出版、2014）
- ・ハリス、ロン、川分圭子訳『近代イギリスと会社法の発展』（南窓社、2013）

- ・ハロルド・ジョセフ・バーマン、宮島直機訳『法と革命Ⅱ』（中央大学出版、2010）
- ・日高弘一郎他監訳『株式会社』（ランダムハウス講談社、2006）
- ・福岡博之『自己株式論』（千倉書房、1960）
- ・船津浩司「コロナ禍が示す株主総会の未来像」法律時報 92 卷 8 号(2020)
- ・星川長七『英国会社法序説』（勁草書房、1960）
- ・穂積重威『英国動産売買法』（三省堂、1934）
- ・ネル、クヌート・ヴォルフガング、村上淳一訳『ヨーロッパ法史入門』（東京大学出版会、1999）
- ・樋口範雄訳『現代アメリカ法の歴史』（弘文堂、2000）
- ・樋口範雄『アメリカ憲法』（弘文堂、2011）
- ・樋口範雄『はじめてのアメリカ法』（有斐閣、2012）
- ・樋口陽一『憲法 第3版』（創文社、2010）
- ・ピント、アーサー・R=ブランソン、ダグラス・M、米田保晴監訳『アメリカ会社法』（レクシスネクシス・ジャパン、2011）
- ・福沢諭吉『福沢諭吉著作集 第1巻 西洋事情』（慶應義塾大学出版、2002）
- ・福島正夫『日本資本主義の発達と私法』（東京大学出版会、1988）
- ・福地源一郎訳「官版 会社辨」明治文化研究会編『明治文化全集』第12巻経済編(日本評論社、1929)
- ・藤田友敬「企業形態と法」落合誠一他『岩波講座 7』（岩波書店、1998）
- ・藤田友敬「社債の多様化—エクイティ性のある社債を中心に—〔上〕」月刊資本市場 162号(1999)
- ・藤田友敬「社債の多様化—エクイティ性のある社債を中心に—〔下〕」月刊資本市場 163号(1999)
- ・藤田友敬「新会社法の意義と問題点—組織再編」旬刊商事法務 1775号(2006)
- ・藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」黒沼悦郎=藤田友敬編『江頭憲治郎先生還暦記念 企業法の理論（上巻）』（商事法務、2007）
- ・藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度の改正」『証券・会社法制の潮流』（証券取引法研究会、2007）
- ・藤原総一郎他『株式買取請求の法務と税務』（中央経済社、2011）
- ・ベンサム「道德及び立法の諸原理序説」関俊彦責任編集『ベンサム J.S.ミル』（中央公論社、1979）
- ・本多正樹「会社法上の社債の定義をめぐる諸問題（上）」旬刊商事法務 1781号(2006)
- ・本間輝雄『英米会社法の基礎理論』（有斐閣、1986）
- ・前田重行「株主の企業支配と監督」竹内昭夫=龍田節編『現代企業法講座 第3巻』（東京大学出版会、1985）
- ・前田重行『持株会社法の研究』（商事法務、2012）
- ・前田雅弘「支配株式の譲渡と株式売却の機会均等(一)」論叢 115 卷 4 号(1984)
- ・前田雅弘「IV 持株会社」旬間商事法務 1466号(1997)
- ・前田雅弘「株主総会の変容と会社法制のあり方」旬刊商事法務 2175号(2018)
- ・松井秀征『株主総会制度の基礎理論:なぜ株主総会は必要なのか』（有斐閣、2010）

- ・松井秀征「バーチャルオンリー型株主総会—その理論的基礎と可能性について」ジュリスト 1548号(2020)
- ・松尾健一「株式の強制取得条項による株式買取請求権の排除」同志社法学 58 卷 3 号(2006)
- ・松尾拓也=中山達也「トヨタの AA 型種類株式の事例から考える元本償還付・譲渡制限議決権株式に法的留意点」旬刊経理情報 1422 号(2015)
- ・松本丞治『会社法講義』(巖松堂書店、1920)
- ・松本丞治「会社法改正要綱批判」法律時報 22 卷 3 号(1950)
- ・松本丞治『商法解釋の諸問題』(有斐閣、1965)
- ・松浦嘉一訳『政治論』(東西出版社、1948)
- ・満井美江「株式の公正価値評価手法」鳥山恭一他編岸田雅雄先生古稀記念論文集『現代商事法の諸問題』(成文堂、2016)
- ・南保勝美「反対株主の株式買取請求権についての平成 26 年改正」丸山秀平他編永井和之先生古稀記念論文集『企業法学の論理と体系』(中央経済社、2016)
- ・美濃部達吉『人権宣言論』(日本評論社、1946)
- ・宮下央=松尾和廣「上場制度と種類株式」旬刊商事法務 2123 号(2017)
- ・宮島司『会社法概説〔第三版補正二版〕』(弘文堂、2004)
- ・宮島司『新会社法エッセンス 第 4 版補正版』(弘文堂、2015)
- ・宮本又郎=阿部武司編『日本経営史 2 経営革新と工業化』(岩波書店、1995)
- ・宮本又郎他『日本経営史—日本型企業経営の発展・江戸から平成へ』(有斐閣、2000)
- ・メイトランド, F.W. (河合博訳)『イギリス私法の淵源』(東京大学出版会、1979)
- ・森淳二郎「支配株式の価値の法理」河本一郎他編『上柳克郎先生還暦記念 商事法の解釈と展望』(有斐閣、1984)
- ・森淳二郎「閉鎖会社における支配の維持と投下資本の回収」法律時報 56 卷 11 号(1984)
- ・酒巻俊雄=龍田節編集代表『逐条解説会社法 第 2 卷株式・1』(中央経済社、2009) [森淳二郎]
- ・森・濱田松本法律事務所編『M&A 法体系』(有斐閣、2016)
- ・森・濱田松本法律事務所編『会社法訴訟』(中央経済社、2017)
- ・森泉章『団体法の諸問題』(一粒社、1971)
- ・森泉章『新・法人法入門』(有斐閣、2004)
- ・森本滋「株主平等原則と株式社員権論」旬刊商事法務 1401 号(1995)
- ・森本滋「主要国における株主総会における株主総会の現状と IT 関連改正の動向—序論」旬刊商事法務 1584 号(2001)
- ・水田義雄『法の変動と理論』(成文堂、1969)
- ・八木弘「英国会社法発展史序説」法学論叢 35 卷 2 号(1936)
- ・大崎貞和「トヨタ自動車による新型種類株式発行の意義」2015 年 6 月 17 日 NRI Financial Solutions
- ・大崎貞和「種類株式活用の新たな展開」2015 年 7 月号 NRI Financial Solutions
- ・大澤和人「見失われた社債概念」成城法学 65 号(2001)
- ・八木弘『株式会社財団論(オンデマンド版)』(有斐閣、2001)

- ・矢沢惇「部会報告 株主の地位の強化」私法 3号(1950)
- ・弥永真生「反対株主の株式買取請求権をめぐる若干の問題」旬刊商事法務 1867号(2009)
- ・山下友信編『会社法コンメンタール 3株式[1]』(商事法務、2013)
- ・山下友信「累積的配当優先株における優先株主に保護」ジュリスト 645号(1977)
- ・山口和雄「創世期の株式会社」有沢広巳監修『証券百年史』(日本経済新聞社、1958)
- ・山田喜之助訳『麟氏英国会社法』(東洋館書店、1885)
- ・山本真知子「アメリカ法における株式買取請求権と議決権の関係」法學政治學論究 36号(1998)
- ・柳明昌「株式買取請求権制度における「公正な価格」の意義」—シナジー分配の問題を中心として—青柳幸一編『融合する法律学(上巻)』(2006)
- ・由井常彦「明治初期の会社企業の一考察」大塚久雄他編『資本主義の形成と発展』(東京大学出版会、1968)
- ・由井常彦「明治時代における重役組織の形成」経営史学 14巻1号(1979)
- ・利谷信義＝水林彪「近代日本における会社法の形成」高柳信一＝藤田勇編『資本主義法の形成と展開 3 企業と営業の自由』(東京大学出版会、1973)
- ・若林泰伸「平成改正と種類株式」稲葉威雄＝尾崎安央編『改正史から読み解く会社法の論点』(中央経済社、2009)
- ・我妻榮『近代法における債権の優越的地位』(有斐閣、1968)
- ・和座一清「アメリカ法における株式買取請求権上の株式評価」金沢大学法文学部論集法経篇 5巻(1957)
- ・ジョン・ロック、加藤節訳『完訳 統治二論』(岩波書店、2015)
- ・ロessler氏起稿商法草案(司法省刊)、国立国会図書館デジタルコレクション dl.ndl.go.jp/onfo:ndip/pid/1367628。

<判例評釈>

- ・秋坂朝則「判批」新・判例解説 Watch 商法 18号(2016)
- ・大塚和成「判批」銀行法務 21 786号(2015)
- ・川島いづみ「判批」旬刊商事法務 2080号(2015)
- ・本村健他「新商事判例便覧 No. 673」旬刊商事法務 2071号(2015)
- ・渋谷光子「判批」ジュリスト 675号(1978)
- ・滝琢磨「判批」経理情報 1415号(2015)
- ・中東正文「判批」金融判例時報 1290号(2008)
- ・中村慎二「判批」(上)週刊経営財務 3220号(2015)
- ・中村慎二「判批」(中)週刊経営財務 3221号(2015)
- ・中村慎二「判批」(下)週刊経営財務 3222号(2016)
- ・奈良輝久「判批」法の支配 179号(2015)
- ・満井美江「判批」法律のひろば 68巻12号(2015)
- ・松中学「判批」法学教室別冊付録 426号(2015)
- ・廣瀬孝「判批」ジュリスト 1486号(2015)
- ・星明男「判批」ジュリスト 1492号(2016)

- ・ 弥永真生「判批」ジュリスト 1483号(2015)
- ・ 柳明昌「判批」民商法雑誌 151 卷 3号(2014)
- ・ 山田剛志「判批」野村修也他編別冊金融・商事判例『M&A判例の分析と展開』
- ・ 山中利晃「判批」ジュリスト 1472号(2014)

【英語文献（書籍）】

- ・ ALLEN, WILLIWM T. & KRAAKMAN, REINER, COMMENTARIES ON THE LAW OF BUSINESS ORGANIZATION (5th ed. 2016)
- ・ BALLANTINE, HENRY WINTHROP, BALLANTINE ON CORPORATIONS(rev. ed. 1946)
- ・ BLACK 'S LAW DICTIONARY (9th ed. 2009, 10th ed. 2014)
- ・ BLAND, THEODORIC, REPORTS OF CASES DECIDED IN THE HIGH COURT OF CHANCERY OF MARYLAND, vol. 201, vol. 3 (Baltimore, Cushings & Bailey, 1841) [loaned to the Maryland State Archives for scanning by the Maryland State Law Library] (visited Jun. 27, 2020) <<https://msa.maryland.gov/megafile/msa/speccol/sc2900/sc2908/000001/000198/html/am198--606.html>>
- ・ Case Comment, *Nonequity Voting Shares – Separation of Corporate Control from Ownership:Stroh v. Blackhawk Holding Corp.*, 44 U. Colo. L. Rev., 433-445 (1973)
- ・ Clarke, Alison & Kohler, Paul, PROPERTY LAW(2005)
- ・ COMMONS, J., LEGAL FOUNDATIONS OF CAPITALISM (1924)
- ・ COOKE, C.A., CORPORATION TRUST AND COMPANY, AN ESSAY IN LEGAL HISTORY (1950)
- ・ DAVIES, PAUL, GOWER'S THE PRINCIPLES OF MODERN COMPANY LAW (6th ed. 1997)
- ・ DAVIES, PAUL = WORTHINGTON, SARAH, GOWER & DAVIES PRINCIPLES OF MODERN COMPANY LAW (9th ed. 2012)
- ・ EISENBERG, MELVIN ARON, THE NATURE OF THE COMMON LAW (Harvard Press, 1991)
- ・ Fairfax, Lisa M., Virtual Shareholder Meetings Reconsidered, 40 Seton Hall L. Rev.(2010)
- ・ Fledderman, Harry L.,40 Calif. L. Rev., 119-167(1952)
- ・ FERRAN, EILIS, COMPANY LAW AND CORPORATE FINANCE (1999)
- ・ Flannigan, Robert, *Shareholder Fiduciary Accountability*, Journal of Business Law, Issue 1, 1-30(2014)
- ・ FLETCHER, WILLIAM MAEDE, FLETCHER ENCYCLOPEDIA OF THE LAW OF CORPORATIONS (rev. vol.11)(2011)
- ・ Ford, William D.,*Share Characteristics under the New Corporation Statutes*, Law and Contemporary Problems, School of Law Duke University (1958)
- ・ FREUND, ERNST, THE LEGAL NATURE OF CORPORATIONS(Batoche Books 2000)(1897)
- ・ Gaba, Jeffrey M., *John Locke and the Meaning of the Takings Clause*, 72 Mo. L. Rev., 525-579(2007)
- ・ GARDINER, SAMUEL RAWSON, CONSTITUTIONAL DOCUMENTS OF THE PURITAN REVOLUTION 1625-1660 (2nd ed. 1906)

- HENN, HARRY G. & ALEXANDER, JOHN R., LAWS OF CORPORATIONS AND OTHER BUSINESS ENTERPRISES (1983)
- Holdsworth, W.S., *The History of the Treatment of Choses in Action by the Common Law*, 33 HARV. L. REV., 997-1030(1920)
- HOLLINGTON, ROBIN, SHAREHOLDERS' RIGHTS (7th ed., 2013)
- HORWITZ, MORTON J., THE TRANSFORMATION OF AMERICAN LAW 1870-1960(1992)
- Ireland, Paddy, *Capitalism without the capitalist: The joint stock company and the emergence of the modern doctrine of separate corporate personality*, The Journal of Legal History Vol.17, 41-71 (1996)
- KLUWER, WALTER, COMMERCIAL APPLICATIONS OF COMPANY LAW IN NEW ZEALAND (5th ed. 2015)
- KYD, STEWART, A TREATISE ON THE LAW OF CORPORATIONS (Vol.1, 1793),
- LOCKE, JOHN, SECOND TREATISE OF GOVERNMENT(1921)
- Matsch, Richard P., 51 Mich. L. Rev. (1952-1953)
- MCGEE, ANDREW, SHARES AND SHARE CAPITAL UNDER THE COMPANIES ACT 2006 (2009)
- MICKLEHWAIT, JOHN=WOOLDRIDGE, ADRIAN The COMPANY (2005)
- PALMER, FRANCIS BEAUFORT, COMPANY LAW : A PRACTICAL HANDBOOK FOR LAWYERS & BUSINESS MEN: WITH AN APPENDIX CONTAINING THE COMPNIES ACTS, 1862 TO 1900, AND RULES, &C. (4th. ed. 1902)
- PALMER'S COMPANY LAW (Clive M. Schmitthoff & T.P.E Curry ed. 20th eds. 1959)
- PALMER'S COMPANY LAW (Clive M. Schmitthoff & James H. Thopmson. eds. 21st ed. 1968)
- PALMER'S COMPANY LAW (Clive M. Schmitthoff et al.eds. 24th ed. 1987)
- PALMER'S COMPANY LAW ANNOTATED GUIDE TO THE COMPANIES ACT 2006 (David A. Bennett et al. eds. 2009)
- PENNINGTON, ROBERT, COMPANY LAW(8th ed. 2001)
- POITRAS, GEOFFREY, EQUITY CAPITAL (2016)
- Rodrigues, Usha, *Corporate Governance In an Age of Separation of Ownership from Ownership*, 95 Minn. L. Rev., 1822-1866(2011)
- SCHOULER, JAMES, A TREATIES ON THE LAW OF PERSONAL PROPERTY, Vol.1 (2nd ed. 1884)
- SCOTT, WILLIAM R., THE CONSTRUCTION AND FINANCE OF ENGLISH, SCOTTISH AND IRISH JOINT-STOCK COMPANIES TO 1720 (Vol. 1. 1912)
- SEALY, L.S., CASES AND MATERIALS IN COMPANY (7th ed. 2001)
- SEALY & WORTHINGTON'S CASES AND MATERIALS IN COMPANY Law (10th ed. 2013)
- Shannon P. Pratt & Niculita, Alina V., VALUING A BUSINESS (5th ed. 2008)
- Smith, D. Gordon, *The role of the shareholders in the modern American Corporation*, in RESEARCH HANDBOOK ON THE ECONOMICS OF CORPORATE LAW 52-67 (Claire A. Hill et al. eds., 2012)
- STEVENS, ROBERT S., HANDBOOK ON THE LAW OF PRIVATE CORPORATION (2nd ed. 1949),

- Stokes, Mary, *Company Law and Legal Theory*, in LEGAL THEORY AND COMMON LAW, 155 (William Twining ed. 1986)
- TAWNEY, R.H., RELIGION AND THE RISE OF CAPITALISM(1998, orig. 1926)
- The Best Practice Working Group of Online Shareholder Participation in Annual Meeting, GUIDELINES FOR PROTECTING AND ENHANCING ONLINE SHAREHOLDER PARTICIPATION IN ANNUAL MEETINGS(2012)
- Vandeveld, Kenneth J., *The New Property of the Nineteenth Century: Development of the Modern Concept of Property*, 29 Buffalo L. Rev. 325-367(1980)
- White, James Richard, *Class B Stock: A Voting Control Device*, 26 Sw. L. J., 616-625 (1972),
- WIKRAMANAYAKE, ARITTHA, COMPANY LAW IN SRI LANKA(2007)
- Williston, Samuel, *History of the Law of Business Corporations before 1800*, Harv. Law Rev. 2, 105-124(1888)

【英語文献（判例）】

イギリス法判例

- Boson v. Sandford, 83 E.R. 678(1689)
- Child v. Hudson's Bay Co., 2 P. Wms. 207(1723)
- Townsend v. Ash, 3 Atk. 336 (1745)
- French v. Backhouse, 5 Burr. 2727(1771)
- Buckeridge v. Ingram, 2 Ves. Jun. 652 (1795)
- House v. Chapman, 4 Ves. Jun. 542 (1799)
- Hooper v. Lusby, 171 E.R. 22(1814)
- Helme v. Smith, 7 Bingham 709(1831)
- The Queen v. Arnaud, 115 E.R. 1485(1846)
- Reg. v. Arnaud, 9 Q.B. 806 (1846)
- Walker v. Milne, 50 E.R.913(1849)
- Brodie v Howard, 130 E.R.1010(1855)
- Colonial Bank v. Whinney, 11 App. Cas. 426(1886)
- Birch v. Cropper, 14 App. Cas. 525(1889)
- Borland's Trustee v. Steel Bros & Co., 1 Ch. 279 (1901)
- Torkington v. Magee 2 K.B.427(1902)
- Macaura v. Northern Assurance Co., A.C. 619(1925)
- Short v. Treasury Commissioners, A.C. 534 (1948)
- Short v. Treasury Commissioners, 1 K.B. 116 (1948)
- Inland Revenue v. West, S.L.T. 337(1950)
- Caparo Industries Plc v. Dickman, Q.B. 653(1989)
- Timothy Richard Whittome v. Beverly Whittome, S.C.L.R. 137(1993)
- Her Majesty' Commissioners of Inland Revenue v. Laird Group Plc, No. SESSION 2002-02 UKHL54(2003)

- BTI 2014 LLC v. Sequana S.A., EWCA Civ 211(2019)

アメリカ法判例

- The Ohio and Mississippi Railroad Company v. Wheeler, 66 U.S. 286(1861)
- Bushell v. Kennedy, 76 U.S. 387(1869)
- Eaton v. Boston, C. & M.R.R., 51 N.H. 504(1872)
- In re State Tax on Foreign- Held Bond, 82 U.S. 300(1872)
- Tappan v. Merchants' National Bank, 86 U.S. 490(1873)
- Hyde v. Woods, 94 U.S.523, 24 L. Ed. 264(1876)
- U.S. v. Van Slyke, 8 Biss. 227 (C.C.W.D.Wis. 1878)
- Continental Nat. Bank v. Eliot Nat. Bank, FR. 369(C.C.D.Mass.1881)
- Slaughter-House Cases, 38 U.S. 36(1872)
- Barkley v. Smith, 107 Ill. 349(Ill. 1883)
- Butches' Union Co. v. Crescent City Co., 111 U.S. 652 (1884)
- Norton v. Norton, 3 N.E. 348(1885)
- State of Tennessee v. Whitworth, 6 S.Ct. 645(1886)
- M. & St. P. Ry. Co. v. State of Minnesota, 134 U.S. 418 (1890)
- Plant Inv. Co. v. Jacksonville, T. & K. W. Ry. Co., 152 U.S. 71(1894)
- Edmunds v. Illinois Cent. R. Co., 80 F. 78 (C.C.N.D.Iowa 1897)
- Jellenik v. Huron Copper Mining Co., 177 U.S. 1, 20 S.Ct. 559(1900)
- State v. Superior Court, 26 Wash. 385(Wash. 1901).
- Louisville & N. R. Co. v. Wright, 116 F.669(C.C.N.D.La. 1902)
- Talbot J. Taylor & Co. v. Southern Pac. Co., 122 F. 147(C.C. W.D. Ky. 1903)
- Lucas v. Milliken, 139 F.816(C.C. D. S.C. 1905)
- Bernier v. Griscom-Spencer Co., 161 F. 438(C.C.S.D.V.Y. 1908)
- Power & Irrigation Co, of Clear Lake v. Bank of Woodland, 213 F. 109(Calif. 1914)
- De Ganay v. Lederer, 39 Sup. Ct. 524(1919)
- Citizens National Bank v. Durr, 42 Sup. Ct. 15(1921)
- In Citizens National Bank v. Durr, 42 Sup. Ct. 15(1921)
- Cummings v. Clark., 282 F 300, 305(D.Pa. 1922)
- Vidal v. South Sec Co., 276 F. 855, 868(2nd Cir. 1922)
- Board of Trade of City of Chicago v. Johnson, 44 Sup. Ct. 232(1924)
- Automobile Mortgage Co. v. Ayub, 266 S.W. 134, 135 (Tex. Comm'n Appeal 1924)
- Gaskill v. Glayds Belle Oil Co., 146 A.337 ,747(Del. Ch. 1929)
- First Nat. Bank of Boston v. State of Maine, 52 S.Ct. 174, 179(1932)
- Chicago Corp v. Munds., 20 Del. Ch. 142 (1934)
- Great Northern Railway v. Washington Electric Co., 86 P 2d 208(Wash. 1939)
- Titus v. Wallice, 306 U.S. 252(1939)
- Myberg v. Superior Court of Los Abgeles County, 121 F.2d 685(1942)
- Liddick v. City of Council Bluffs, 5 N.W. 2d 361(Iowa 1942)

- Button v. Hikes, 176 S.W.2d(Ky. Ct. App. 1943)
- Investment & Securities Co. v. Robbins, 49 F. Spp. 620(Wash. 1943)
- American Soc’y Co. of New York v. Edwards & Bradford Lumber Co., 57 F.Supp. 18(Del. 1944)
- Downing v. Mun. Court, 198 P. 2d 926(Cal. Ct. App. 1948)
- Steinberg v. American Bantam Car Co., 76 F.Supp. 426(W.D. Pa. 1948)
- Hall v. Gulf South Utilities, Inc., 96 F.Supp. 351, 353(D.Miss. 1951)
- Westerman v. Gilbert, 119 F.Supp. 355(R.I. 1953)
- Feckham v. Ronrico Corp., 211 F.2d 727(1st Cir. 1954)
- Lehrman v. Cohen, 222 A.2d 800(Del.1966)
- Newman Mach, Co. v. Newman, 275 NC 189, 166 S.E.2d 63(N.C. 1969)
- Stroh v. Blackhawk Holding Corporation, 272 N.E.2d 1(Ill. 1971)
- Griffin v. Jones, 518 S.W.2d 435, 437(Tex. 1974)
- Pernell v. Southall Realty, 94 S.Ct. 1723(1974)
- Klaus v. Hi-Share Corporation, 528 F.2d 225(1975)
- In the Matter of Calamity Janes, Inc., Bkrtcy., 22 B.R. 5(D. N. J. 1982)
- Engel v. Teleprompter Corp., 708 F.2d 127((5th Cir. 1983)
- In the Matter of Sandefer, 47 B.R.133(Bankr.N.D. Ala. 1985)
- AFP Imaging Corp. v. ROSS, 780 F.2d 202(2nd Cir.)(1985)
- Capital Parks v. Southern Advertising & Sales System, Inc., 864 F. Spp.14,(W.D Tex.1993)
- Coala, Inc., 182 B.R. 887(Bankr.N.D. Ala.1995)
- Official Committee of Unsecured Creditors vs. R.F. Lafferty & Co., 267 F.3d 340(3rd. Cir. 2001)
- Kremen v. Cohen, F.3d 1024(9th Cir. 2003)
- In re Bridge Information Systems, Inc., 311 B.R. 781, 788(Bankr.E.D. Mo. 2004)
- Thyroff v. Nationwide Mut. Ins. Co , 460 F. 3d 400(2nd Cir. 2006)
- In re Billingsley, 338 B.R. 372(Bankr. C.D. Ill. 2006)
- Eberhard v. Marcu, 530 F.3d 122(2008)
- In re Haken, 43 B.R. 445(Bkrtcy.D.Idaho 2010)
- City of Portland v. Homeaway.Com, Inc., 191 F.Supp. 3d 1157 (D.Or. 2016)