

Title	株券の無記名証券化と株主の保護
Sub Title	Behandlung der Namensaktien als Quasiinhaberpapier und der Aktionärschutz
Author	高鳥, 正夫(Takatori, Masao)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	1983
Jtitle	法學研究：法律・政治・社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.56, No.10 (1983. 10) ,p.1- 19
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	論説
Genre	Journal Article
URL	<a href="https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-19831028-0001">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-19831028-0001</a>

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the Keio Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

# 株券の無記名証券化と株主の保護

高 鳥 正 夫

- 一 はしがき
- 二 株式の譲渡性の株主地位に及ぼす影響
- 三 株主の権利行使をめぐる株主地位と持株数の関係
- 四 むすび

## 一 はしがき

株式会社における株主の地位を構成する単位部分を株式と呼ぶが、株主はその株式に基いて議決権、利益配当請求権などのいわゆる株主権を行使することができると同時に、その持株を有価証券である株券の交付をとおして自由に譲渡することによつて、投下資本をいつでも回収することが可能である。<sup>(1)</sup>株式や株券に関して一般に行われているこうした説明のうち、前半の株主の地位や権利行使に関する説明の部分は、株式を株式会社という社団との関係においてとらえ、社員としての側

面から株主の地位を観察したものであるのに対し、後半の株券の交付をとおして行われる株式譲渡に関する説明は、株主を主として投資者の側面から観察したものである。その意味では、両者の観点の間には重要な差異のあることはいうまでもない。実際上も、わが国の株式会社の大部分を占める小規模で閉鎖的な会社においては、株主の地位に基く権利行使の内容や大きさが中心となるのに対し、大規模で公開的な会社においては、株式の譲渡をめぐる諸問題の解決に重点がおかれるという傾向が強い。

わが国の会社法は第二次大戦後においても、昭和二五年の改正や昭和五六年の改正のような大改正のほかに、度重なる改正を受けて現在に至つたわけであるが、それにもかかわらず小規模、閉鎖的な会社にとつては、会社法がかえつて適合し難いものとなつたという不満が少なくない。そのため、最近では大小会社の区分の問題が実業界や学界で議論されているのみでなく、商法上も改正を要する問題点として立法当局によつてもとり上げられ、有限会社を含む商法の規定の再検討が行われている。<sup>(3)</sup>更に注目しなければならないのは、大規模、公開的な会社においても、現在の会社法の規定では不十分な点が見られるほか、株主を主として投資者としてとらえ、株主の地位に基く権利行使の側面から考える機会が少なかったことも注目しなければならない。もちろん、現在の大規模会社における株主層の実態の変化を眺めれば、株主を投資者としてとらえることも必要であるが、立法や解釈に当つてその立場にのみ重点をおくと、株主の地位を軽視した会社運営が行われるおそれもある。また、株主が投資者として有する利益というものも、実質的には、株主が会社に対して有する権利によつて裏づけられているものであるから、株券の流通が盛んになるに従つて、株主の保護を考慮しなければならないという関係にある。そこで本稿では、株券と結合した株式の譲渡性と株主の地位、その地位に基く株主の権利行使の関係などについて、解釈上問題となる諸点を指摘しながら展望を試みることによつて、今後の立法に際して注目すべきいくつかの問題点を明らかにしたい。

- (1) 鈴木竹雄・竹内昭夫「会社法」七九頁、一二三―一二四頁、田中誠二「再全訂会社法詳論」上三四六頁、三三九頁。
- (2) 昭和五十六年度における株式会社の数約八万社にのぼるが、その五〇％は資本金五〇〇万円未満の小会社であり、資本金一〇億円以上の会社は〇・二八％に過ぎない。また、全法人のうちで同族会社と認定されたものは九七・四％に達している（国税庁総務課編「税務統計から見た法人企業の実態」昭和五十六年分による）。
- (3) 稲葉威雄「大小会社区分立法に関する諸問題」(1) (5) 未完、商事法務九七〇、九七二、九七三、九七五、九七七号。

## 二 株式の譲渡性の株主地位に及ぼす影響

株式会社とは株式会社における社員権、すなわち、社員の会社に対する法律上の地位のことであるという多数説の立場をとれば、社員の会社に対する法律上の地位を持分と呼ぶことからいって、株式会社における社員の持分も人的会社や有限会社における社員の持分も、本質的には差異はない。ただ、両者の持分の上で最も際立った特色の一つは、株式会社の株式という持分については株券が発行され（商二二五条・二二六条）、株式が株券と結合することによつて高度の流通性を發揮し、その流通性のために証券市場における代表的な取引の目的物となつている点であろう。このように、人的会社（商七三条）や有限会社（有一九条）におけると異なつて、株式会社においては債権者の保護のために一定の出資財産の保有が常に要請され、したがつて社員の退社が認められない代りに、その持分を自由に譲渡することによつて退社を認めないことから生ずる不便を救済するために、株式譲渡の自由が認められている。この株式の譲渡性を一層高めるために、株券の裏書譲渡がまだ認められていなかった昭和一三年の改正前の商法においても、記名株式を白紙委任状附で譲渡する方法が慣習法として成立していたし、昭和一三年の改正で裏書譲渡が認められてからも、簡易で迅速な白紙委任状附の記名株式の譲渡方法が盛んに用いられていた。その後、昭和二五年の改正では、裏書による譲渡に併せて譲渡証書による譲渡の方法も認められ、その譲渡は一層容易になつたが、更に昭和四一年の改正では、株式の譲渡は記名株式であると無記名株式であるとを問わず、単な

る株券の交付によつて行われるものと改められ(商二〇五条)、実質的にはすべての株券を無記名証券として扱ふこととなつた。<sup>①</sup>

この株券の無記名証券化によつて、株式の流通は一層活発なものとなり、株式の分散は促進されたが、昭和二五年の改正で額面株式の券面額が五〇〇円に引上げられながら、それ以前に設立された会社については五〇円のままに放置されてきた。その上、昭和三〇年代の後半以降における経済の発展に伴う企業資金の活発な需要は、大量の借入金増加のほかに、新株の発行に伴う会社規模の拡大をもたらししたが、株主総会の特別決議については、いぜんとして定足数の確保と厳重な決議要件とを定めていたため(商三四三条)、会社にとつては株主の総会出席を確保することが必要であつた。こうした理由から、商法は一方では株券の無記名証券化を進めながら、他方では記名株式と株主名簿の制度を維持することを続けたため、比較法的にもきわめて特異な法律制度となつてきている。このうち額面株式の券面額については、その後、昭和五六年の改正で五万円に引上げられた上(商一六六条二項・一六八条ノ三)、前回の引上げの場合とは異なつて、既に設立され活動が続けてきた会社についても引上げが強制されることとなつた。もつともこの場合にも、証券取引の現状を急激に変えないことを理由に、いわゆる単位株という過渡的な制度が認められたが(昭和五六改正附則一五二〇条)、このことは株式のもつ流通性を重視するということが、各方面にとつて重大な関心事であることを示すものにはかならない。

昭和二五年の改正以後における商法の改正は、これまで述べてきたように、株主を投資者として理解することに重点をおき、株式の流通性の確保、促進を主な目標としてきたし、そのことが株式会社における資金調達に便宜を与えると同時に、会社企業の民主化にも役立つという理念によつて支えられてきた。それにもかかわらず、現実には、発行会社と営業活動の上で密接な関係にある法人株主や金融機関である大株主が増加し、個人株主の持株比率が相対的に低下してきたことも見逃せない。<sup>②</sup> そのため、近年においては商法の改正作業とは別に、時価発行の公募増資について公募価格割れの現象が多発した

こととも関連して、個人株主の会社離れの傾向をくい止めるための方策が検討され、広く個人株主に基礎をおく会社作りの努力が続けられていることも周知のとおりである。<sup>(3)</sup>

次に、株式の無記名証券化の影響は小規模の会社についても顕著であつて、商法の規定とこれらの会社の現状との間には、ますますひずみが大きくなつてきている。すなわち小規模会社の現実を見ると、たとえば株券の発行を強制されること自体が負担になるといふように、株式の移転に伴う株主の変更はきわめて少ない。また、株式の譲渡制限に関する限定的な方法や詳細に定められた手続も（商二〇四条ノ二—二〇四条ノ五）、必要なものではあるが厄介にさえ感じている。そのため近年においては、会社を新設する場合に株式会社ではなく、有限会社の形態を選ぶものも多くなつてきている。特に、昭和四九年には株式会社についていわゆる休眠会社を整理する手続が定められたこともあつて（商四〇六条ノ三）、昭和五〇年以降は株式会社よりも高い比率で有限会社が増加している実態に注目すべきであらう。<sup>(4)</sup>

このように、有限会社の増加傾向は今後も続くものと予想されるが、それと同時に考慮しなければならないのは、既に設立され活躍している小規模、閉鎖的な株式会社の取扱ひの問題である。わが国で企業の法人成りがここまで進んできた理由は、法人組織にすると個人営業の場合よりも税金面で有利であり、企業の存続上も便宜であるほか、株式会社という名称自体がわが国でも信用のある会社であることを示しているという事情もあつて、この点の処理は簡単ではない。そこで、これらの小規模会社の問題を解決する方法としては、まず、現在の株式会社法を二分して簡易株式会社法とでもいふべきものを制定し、株式会社の形態の利用は原則的に認めながら、既存の小規模株式会社をそこで受止め、将来、その簡易株式会社法と有限会社法の調整をはかるといふ方法がある。これはアメリカの閉鎖会社法、イギリスの私会社法に関する規制の方式に近いものである。次に考えられるのは、西ドイツにおける株式会社法と有限会社法の関係を参考に、形式的には、この簡易株式会社法と有限会社法とを一本化するため有限会社法を改正すると共に、有限会社についても休眠会社を整理するなどし

て、実質的には、現在の小規模株式会社を緩やかな速度で有限会社へ誘導するという方法である。

この二つの方法のうちいずれが適切であるかを決めるには、現在の段階ではまだ資料が少ないように見えるが、<sup>(5)</sup>後者の方法をとる場合には、有限会社法の名称を簡易株式会社法、共同会社法または有限責任会社法と改めるなど、従来の有限会社という名称から離れてイメージを一新する工夫も不可欠であると考える。また、いずれの方法をとる場合でも、新しい種類の有限責任の会社を認めようとするときには、その会社が適切な組織を備え、債権者の利益保護を配慮しながら活発な活動ができると同時に、会社内部では社員<sup>(6)</sup>の地位を確立して、その権利行使を保護するという観点から、現行有限会社法の一〇万円という最低資本金(有九条)の引上げを実現することが必要である。この場合には、昭和五六年に小商人の資本的規模が二、〇〇〇円から五〇万円未満に引上げられたこと、また、現存する各種の会社における資本的規模の実態を見比べることなどが重要である。その意味では、既存の小規模な株式会社をいつたん簡易株式会社で受止めるときには、有限会社法の最低資本金を五〇〇万円、簡易株式会社法は一、〇〇〇万円以上とし、また、有限会社法自体を簡易株式会社法、共同会社法などに改めるときには、その最低資本金を五〇〇万円とするのが適當ではないかと考える。

他方、大規模、公開的な会社においては、既に述べてきたように、株券の無記名証券化は株主数の飛躍的増大をもたらす、それに伴う事務的な負担も無視できないところに来ていると同時に、会社運営の基本となるべき株主総会の形骸化という問題を生じてきた。これらの問題のうちには、株主名簿の閉鎖期間の短縮などのように、株式事務の機械化によつてある程度まで解決できるものと、株式の券面額の引上げや総会における説明義務などのように、法律を改正しないと解決できないか、または、明確にならないものが含まれている。その意味では、昭和五六年の改正で株式の券面額を五万円に引上げ、総会で株主からの説明の請求を拒否できる場合を明らかにしたことなどは、いずれも妥当な立法措置といふことができる。特に、株式の券面額の引上げが実現したことは、将来に向つて、会社が事務的な負担を減少させるきつかけともできる

ものであるから、関係者は単位株制度の早期の解消に向つて努力することが望ましい。これに反して、いつまでも過渡的で説明のし難い単位株制度を残しておくことは、株主にとつては当面の変更を避けるといふ便宜はあつても、結局は株主の不利益となつて返つてくることを認識すべきであらう。<sup>(7)</sup>

また、新しく認められた端株の制度についても、端株券を発行して一株にまとめさせることは理解できるが、端株について持分権的な権利が与えられる（商二三〇条ノ四）ほかに、定款で定めれば利益配当請求権や新株、転換社債などの引受権を与えることが認められたこと（商三三〇条ノ五）も問題であらう。すなわち、会社が定款で端株主にこれらの権利を認めたために、端株主が一株にまとめることをしないで、そのまま固定してしまつと、株式の単位を引上げて会社の費用と手間を節約するという狙いが損われる。元来、端株は一株にまとめるための手段と解されるから、端株について利益配当請求権を認めることは不必要であつたと考える。特に単位未滿株式の場合とは異なつて端株主に与える権利は永続的なものであるから、むしろ端株解消を促進するための措置について会社実務上も立法上も、必要な手を工夫することが必要であらう。

次に、株主総会をめぐる諸問題のうちでも、株式の分散と株主数の増加という現状からすると、いわゆる特別決議の場合の較重な定足数と決議要件とは（商三四三条）、会社に対して委任状や書面による議決権行使（商法特例二一条ノ三）のための書面を無理に集めさせ、かえつて総会の意義を軽視することとなりかねない。したがつて、その他の総会決議における定足数や決議要件とのつり合いも考慮すべきではあるが、差し当つては特別決議のための定足数を緩和し、総会の成立に要する会社側の労力を減少させると共に、出席株主の発言力を相対的に高める工夫をする余地があらう。また、前述した書面投票の制度は総会に株主の意思を直接結集する利益がある反面、総会の決議には討議は不要という考え方を認めてしまつておそれもある。また実務上も大株主から書面による議決権行使を受けただけでは、総会における各種の動議に対しても問題を生ずることもある。その意味では、比較的まとまつた数の株式を有する株主には総会に出席して議決権を行使させ、あるいは、委



任状による議決権の代理行使の方法を選ばせることとし、書面による議決権行使は小株主についてのみに認めるのが妥当である(9)(10)らう。

株券の無記名証券化に伴う株式の流通量の増大に伴つて、証券取引所における株券の受渡業務と証券会社の事務負担が大ききものとなり、このまま放置すると証券取引自体にも支障をきたすおそれが生じたので、現在、株券振替決済制度に関する問題の検討と立法化の準備が進められている。そして、昭和五七年一〇月には法務省から「株券振替決済制度試案」が公表され、関係各界の意見を求めてきたし、更に大蔵省の専門委員会における審議の結果が、同年一二月に「株券振替決済制度要綱案」として証券取引審議会総会に報告されている。(11)この制度は既に西ドイツ、フランス、アメリカなどの諸国において採用されており、わが国においても券面額引上げの影響をも見つめながら、将来の証券市場のあり方に関連して、その検討を要することはいうまでもない。また、商法との関係からいつても、この制度によつて大量的な株券の受渡業務を簡素化するために、中央事務処理機関である受寄機関に株券を集中すると共に、株主名義をすべて受寄機関に変更するというように、株券上の株主名義と株主名簿の記載を共に形式化することを前提とした構造をもっているから、その影響は決して軽微なものではない。

株券振替決済制度は、法務省からの諮問に応じて各方面から寄せられた意見を参考にしながら、今後なお問題点の検討と関係者の間の意見の調整が行われるため、公表された試案の内容に変更の生ずる個所もでてくるであろうが、この制度の概要は次のようなものである。まず、株主は取引している証券会社において口座を設けるが、証券会社は顧客から株券の寄託を受けるとこれを口座に記入すると共に、株券は直ちに受寄機関に提出することとなる。受寄機関では顧客分と証券会社分とを分けて、受寄機関の口座に記入する。もつとも実際上は、これらの株券は証券会社の手許で、顧客と証券会社分とを区別せず、いわば混蔵して保管することができる。そして受寄機関は、そのすべての株券について株主名簿上の名義を自己

名義に書換えるが、この名義書換がなされた場合には、受寄機関は株券に関するものに限り株主として権利を行使することができる。この株式について顧客または証券会社から申出があると、発行会社は形式的に受寄機関名義を記載した株主名簿のほかにも実質株主名簿を作成するが、会社に対する権利行使に関しては、この実質株主名簿の記載が株主名簿の記載とみなされる。以上が「株券振替決済制度試案」に盛り込まれた制度の基本的な仕組みである。

このように株券振替決済制度においては、従来の株主名簿のほかに実質株主名簿を作成することとなるため、試案の内容は証券会社にとつては事務の軽減に役立つが、発行会社の側では新たに実質株主名簿を作成するという事務負担が加わることとなる。その上、実質株主名簿の作成は株主からの申告があつたときに、証券会社や受寄機関が既に手にしている情報に基づいて作成されるため、発行会社は実質株主に関する情報がそのまま伝わらない点についても、不安と不満のあることを隠してはいない。こうした両者の利害の対立のなかで、株券振替決済制度においては常に株主が顕名するように構成し、株主名簿上の受寄機関名義の株式と実質株主名簿上の株式とを一致させることを促進すべきであるという見解もある<sup>(12)</sup>。この見解は株券振替決済制度に内在する問題点、特に証券会社と発行会社の利害を調整するために役立つように見えるが、株式取引を原則としてこの制度にのせて処理することを前提としながら、株主に顕名しない自由を認めないことにすると仮空名義の取引を増加させ、結局、株主名簿上の株式と実質株主名簿上の株式とを形式的に一致させるに過ぎないであろう。その意味では、この見解は株券振替決済制度の問題点を解決するための一つの方法ではあるが、この方法では事態の改善は難しいのではないかと考える。

株券振替決済制度に内在する問題点、特に株主名簿の記載の変更と実質株主名簿の作成などに伴う理論上の問題と、そこから生ずる実務上の利害の対立を考えた場合、この制度を実施する以前に、株価の変動に伴う単位未満株式の整理状況に注目し、また、前述した端株の解消のための工夫をして、株式関係の単純化をはかつておくことが適切であろう。更に、上場

会社を中心とする大規模、公開的な会社については、株券の無記名証券化を實質的に進めるばかりではなく、立法政策的には、現在の記名式株券を無記名式株券に変更するための手順を検討すべき段階にきているように考える。<sup>(13)</sup>したがって、無記名式株券の問題を株主保護の観点を中心に、種々の角度から考察した後に株券振替決済制度を構成していかないと、受寄機関の役割なりそれに対する期待の内容、発行会社と証券会社の関係などが、この試案の方向とは異なる場合も生ずるのである。<sup>(14)</sup>その意味では、株式の譲渡性を保護し促進することが株主や会社にとつて有益であるという理念を脇において、もう一度、株式会社における株主の地位やその権利行使における株主名簿の機能の限界などの問題を考えないと、新しい株券振替決済制度の実施が株式会社のあり方に一層ひずみを生ずるおそれのあることを指摘しておきたい。

- (1) 記名株式の譲渡方法の変遷については、北沢正啓「会社法」新版二一六一—二一八頁、高鳥「会社法」改訂版一一九—一二〇頁。
- (2) 昭和五五年度における全上場会社一、七三四社について所有者別株主数と株式数の割合を見ると、個人株主数は全株主の九七・四〇％にのぼるが、所有株式数は全株式数の二九・二六％に過ぎない。これに対して金融機関、事業会社などの法人株主数は全株主の二・五九％に過ぎないが、所有株式数は全株式数の七〇・五二％にのぼっている(第二〇回大蔵省証券局年報「昭和五七年版による」)。
- (3) 峯嶋利之「時価発行公募増資の改善等について」商事法務九五八号二頁。
- (4) 国税庁総務課「国税庁統計年報書」各年度版を見ると、各年度における種類別会社数の変遷が示されているが、昭和五五年度においては株式会社数七六七、〇八七社に対し、有限会社数五八四、二九四社となっている。また、有限会社の株式会社に対する比率を見ると、昭和三〇年度には五七％であった有限会社が、昭和三七年度には六九％に、昭和五五年度には七六％となっている。
- (5) 有限会社について株式会社におけるような休眠会社の整理を行うと、どの程度の数の会社が整理の対象となるか、近年における有限会社数の増加の原因はどの点にあるか、また、その場合に有限会社という名称に対してどのような感想をもっているかなど、主として有限会社をめぐる実態を明らかにすることも、閉鎖会社に関する法規制のあり方を検討する場合には重要である。
- (6) わが国の有限会社の最低資本金は昭和一三年には一万元であったが、昭和二六年の改正で一〇万円に引上げられた。また、会社の最低資本金に関する各国の最近の立法例を見ると、西ドイツでは株式会社が一〇万マルク(約一、〇〇〇万円)、有限会社が五万マルク(約五〇〇万円)となっており、イギリスでは公開会社は五万ポンド(約二、〇〇〇万円)となつてゐる。
- (7) 現在、立法化を目標に検討が続けられている株券振替決済制度によると、単位未満株式も振替決済のなかに入れるようであるが、法定のまたは定款所定の単位株数にまとめられたものは別として、それ以外の単位未満株式を振替決済に入れて取引することになると、単位株制度の解消を遅らせること

にならないかと懸念される。

(8) 田中誠、前掲上三三〇頁、鴻常夫「商法等の一部を改正する法律案要綱について」商事法務八九八号七頁、木内宜彦「端株と端株主」金融、商事判例六一号五三頁。

(9) 慶應義塾大学商法研究会「株式会社の機関に関する改正意見書」本誌五二巻九号九七頁においては、たとえば額面株式の券面額で五〇〇万円以上の株主については、自ら総会に出席して議決権を行使するか、または、代理人によつて行使することを要請すべきであると主張している。同旨、加藤修「議決権代理行使の研究」六三頁。

(10) 西ドイツにおいてはクラインヤ、ビュトナーなどによつて早くから株主の代表者による議決権行使が主張されていたが、一九八〇年に西ドイツ連邦司法省より刊行された「企業法委員会審議報告書」も、株主総代会をとりあげて検討を加えていることは注目される。Bericht über die Verhandlungen der Unternehmensrechtskommission, Herausgeb. vom Bundesministerium der Justiz, 1980, Ss. 336—348.

森本滋「会社による委任状の勧誘」鈴木古稀記念現代商法学の課題下一六五五頁、木内宜彦「株主総代会と株主機能の回生」法学新報八八巻三・四号六六頁以下、加藤修「議決権代理行使の研究」二三五頁以下、同「西独企業法委員会報告書における議決権代理行使制度の改善と代替方法」慶應義塾創立二二五年記念論文集。

(11) 竹内昭夫・河本一郎・前田庸「株券振替決済制度」商事法務九五〇号二頁、稲葉「株券振替決済制度試案の公表について」商事法務九五三号一一頁、同「株券振替決済制度試案に関する各界意見の分析」商事法務九六四号二頁。

(12) 佐藤修市「株券振替決済制度の立法化」商事法務九六二号三三頁。

(13) 無記名式株券を広く採用した場合には、株主総会の議決権行使や利益配当金の受領方法などについては、西ドイツにおける寄託議決権型の議決権行使やADRなどの議決権行使の方式を参考として、重要な変更を加えなければならない。その場合には、メストメッカーのように、銀行への寄託議決権をとおして権力の分立を果しうるとするものがあるが、実際には経営者への権力の集中は避けられないようであるから、事態がそう簡単に改善されると期待することはできない。Mestmäcker E. J., Verwaltung, Konzerngewalt und Rechte der Aktionäre, 1958, S. 90 ff.; 正亀慶介「西ドイツにおける寄託議決権」民商法雑誌六〇巻三三三七頁以下、加藤、前掲書八頁以下。

(14) 高島「株券振替決済制度の問題点」税経通信三八巻一七頁。

### 三 株主の権利行使をめぐる株主地位と持株数の関係

株式の譲渡が株券の単なる交付によつて行われるようになって、それによつて直ちに株主の権利行使のあり方が変化す

るものではないが、株式の分散に伴う多数株主の出現や法人株主の増加という現象が生じると、株主の権利行使を活発にするためには、株主の地位や発言力を強化する工夫が必要となつてくる。昭和五六年の改正を見ても、株主総会の運営をめぐつて総会検査役の制度を新設し(商三三七条ノ二)、株主に提案権を認めたり(商三三二条ノ二)、議題に関する会社役員の説明義務の範囲を明らかにする(商三三七条ノ三)などの改正も、こうした理由に基くものといえる。これらの立法上の工夫が成果をあげるか否かは各種の要因にかかつているが、これらの改正が関係者に意外でしかも厄介な感じを与えたとすれば、それは従来の立法や法理論の展開に当つて、株式の譲渡性の問題に重点をおき過ぎたためであることを反省する必要がある。そこで、次に株主の権利行使という視点を中心に、株主の地位と持株数の関係などについて検討してみたい。

株主の地位に基く権利行使という問題になると、それは株式の帰属者である株主を中心に観察することが重要であるが、株主が自然人の場合には、通常は、その権利行使は持株の全部について統一的になされると解するのが自然である。株主の権利行使は議決権の行使、利益配当金の受領、新株引受権に基く新株の引受などのいずれについても、株主の確定的な意思に基いて、その持株の全部について統一的に権利行使することが有利であり、また、そのように行使することが期待されるからである。その限りでは、合名会社や合資会社の社員が持分に基いて権利行使をする場合と比較してみても、その基本的な構造の点で差異はない。ただ株式会社の場合には、原則として、その権利行使の大きさは頭数ではなく持株数を基準として計算するという点で(商二四一条一項・二九三条・四二五条)、人的会社の場合におけるとは異なつてい

る。

この点に関連して、社員が数個の持分を有する場合には、人的会社においては持分単一主義で理解するのが通説であるが、株式会社の場合には、特に持分複数主義で理解するのが適切であるという立場がある。この問題は、社員の権利行使に際しての統一的な意思決定の点に注目するか、それとも、その際における権利の量の計算方法に注目するか、の差異に過ぎない。

いと理解すれば、いずれの主義が前述した法文（商二四一条・二九三条・四二五条）の表現に適合しやうかという用語の問題に過ぎないこととなる。これに対して、株式のもつ高度の流通性に関連して、株式会社の問題は株主よりもむしろ無性格の株式を中心に理解すべきであるとし、たとえば議決権も利益配当請求権も株式の一個一個に独立して付着しているという意味で、株式会社においては持分複數主義で理解すべきであるのが、現在では多數説のようである。<sup>(1)</sup> こういつた意味での持分複數主義の理解は、株主の権利行使は自然人株主の場合にも、必ずしも統一的になされる必要はないという主張に一つの根拠を与えることがある。<sup>(2)</sup> 株主の権利行使に関する不統一行使論のうちでも、右に述べた構成をもつ不統一行使論は株主の権利行使の本質を見誤り、個々の問題についても無理な方向に走るおそれがあると考えるが、法人株主の場合になると更に問題は複雑となる。

法人株主の場合には自然人株主の場合とは異なつて、法人株主における株主の意思決定はいかにして行われるか、法人の意思と法人を構成する自然人の意思との關係をどのように理解するかという問題があるためである。この点については、権利の主体となりうるのは自然人に限られ、法人は法が特に自然人に擬制したものと解するか（法人擬制説）、あるいは、法人は法の擬制した空虚なものではなく、社会的な実在であると解するか（法人実在説）によつて、それを構成する自然人の間の意思の内容なり比率が表面に出やすいか否かの区別はありそうに見えるが、構成員の意思の集積に當つては多數決の原理に支配されると解すれば<sup>(3)</sup>（商二九一条一項など）、法人株主にとつても統一的で確定した意思を認めることができる。これに対して不統一行使論者は、法人株主について不統一行使を認めることこそ株主の意思に近いと理解するようであるが、法人株主の権利行使で問題となるのは個々の構成員の意思ではなく、それを集積して多數決で統一したものにほかならない。その意味では、株主の権利行使に當つて個々の株式に意思を擬制したり、構成員の意思をできるだけ株主自身の意思に近づけようとするのは、特定の政策的な目的のために利用しようとする場合は別として、<sup>(4)</sup> そうでなければ、いずれも誤りといわ

ければならない。

株主の権利行使、たとえば議決権の行使は統一的になされるべきであるという立場をとると、その株主が総会の議題に反対票を投じて株式買取請求権を行使しようとする場合には(商二四五条ノ二・四〇八条ノ三など)、その持株の全体で反対票を投ずると共に、株式買取の請求も全体についてなされることとなる。これに対して、株主の議決権について不統一行使を認める立場をとる者は、買取請求権が認められるのは反対票を投じた株式に限ると解するようである。<sup>(5)</sup>けれども、反対票を投じた株式については買取請求権を行使して投下資本を回収するが、賛成票を投じた株式については会社に残つて株主の権利を行使するということは、その株主は会社に反対株式を買取らせるともはや不満は残らないと擬制するのであろうが、この点でも、株式を中心に権利行使を考えようとする立場が無理な構成をとることが明らかとならう。

昭和五六年の商法改正によつて、額面株式と無額面株式との間の相互変更については、会社がそのいずれか一方の株式しか発行していないときでも、取締役会の決議をもつて変更できることとなつた(商二二三条一項)。わが国の実情と株式分割の容易化という要請からすれば、二つの株式の間の相互変更といつても、実際には、額面株式を無額面株式とすることであることはいうまでもない。また、株式の分割<sup>(6)</sup>(商二九三条ノ四第一項)や無償交付(商二九三条ノ三第二項・二九三条ノ三ノ二第一項)については、従来から取締役会の決議で行うことができるとされてきた。そこで、株式の市場価格がきわめて高く、そのため市場に出廻る株式数が減少したような会社については、今後は株式の無額面化と分割が盛んに行われるであろうといわれており、また、そうした株主優遇が期待できるという見通しのもとに、現にいくつかの会社の株式は市場の人気を集めている。<sup>(7)</sup>このように、発行済株式の無額面化と株式分割などについて、これを取締役会の決議で実行できるということは重要であつて、授權資本の枠内で新株発行の権限を有する取締役会自身が、新株発行を容易にするための条件作りの権限をも認められたという意味で、注目すべき点であると考ええる。

もちろん、こうした権限が取締役に認められるということは、外国の立法例にも既に見られるところであるが、わが国では法人株主の持株数が圧倒的に多く、しかも、それらの法人株主が営業活動をとおして密接な関係を有していること、また、これまでも時価発行増資をめぐって、発行会社と証券会社とが無理な株価の釣り上げないし維持をはかつたためか、時価発行後の決算で減益や赤字に転落した会社が多く出たことなど<sup>(8)</sup>を考えると、株式分割などが漸く実現する見通しができてきたこの段階では、関係者が株主を尊重する気持をもつことはもちろん、株主保護のための仕組みの強化についても検討する必要がある。確かに近年における商法改正のたびごとに、会社の計算を中心とする監査制度は強化されてきている。けれども、それらは主として取締役会の営業活動の面における監査であることを考えると、額面株式の無額面株式への変更と株式分割、無償交付を行うことの必要性、および、その後の配当政策などを経営者に説明させると共に、それを監視するための仕組みについて、商法および証券取引法でも適切な配慮を講ずることが必要であろう。

株式の譲渡性を重視し、株主を投資者として眺める立場からすると、新株発行の際における株主保護の問題についても、株主以外の者に特に有利な発行価額で新株を発行しようとする場合に限って、株主総会における特別決議を要する規定を設ければ（商二八〇条ノ二第二項）、問題を解決することができると考えたようである。昭和四一年の商法改正によつて実現したこの規定は、新株発行に際してその全体を証券会社に買取引受させていたそれまでの取扱いが、新株引受権の付与に当るか否かが争われたため、新株発行によつて生ずる旧株主への影響を避けるためには、株主以外の者に対する新株の発行価額を公正に決定させれば、たとえ第三者に対する引受権付与に当る場合にも、取締役会の新株発行決議のみで足りるという考え方に基くものである<sup>(9)</sup>。こうした考え方は、その後、転換社債の発行などについても採用されている（商三四一条ノ二第三項・第五項、商三四一条ノ八第五項・第六項）。

新株の発行が株主に及ぼす影響は多方面にわたるが、発行される新株がある程度までまとまつて特定の株主または第三者



に割当てられると、それによつて会社支配の形態に変更を生ずることがある。また財産関係の面でも、新株発行に伴う株式数の増加による株価の低落は避け難いとしても、資本の増加に見合うだけの利益が生じなければ配当率の低下を免れない。前述したように、現行法はそのうちでも最も直接的な財産的損害、すなわち、株主以外の者に対する特に有利な発行価額から生ずる問題の解決を総会の特別決議に委ねているが、それ以外の会社支配の形態の変更や配当率の低下に対する株主の関与を認めてはいない。この点は立法論として眺めると不都合であり、発行される新株を特定の株主や第三者に割当てることまで取締役会に許すということは、企業形態の変更に総会決議を要求する商法二四五条との釣り合いからいつても妥当ではない。<sup>(10)</sup>

経営者の試みる活発な営業活動における動機のうちでも、個人的な権力や社会的威信の増大への欲求を無視できないとすれば、反対に、自己の地位が弱体化するような企業の拡大や縮小を行わない傾向が強いともいわれている。<sup>(11)</sup> その意味では、配当率の低下や株価の低落に直接つながり、あるいは、会社支配の形態に影響するおそれのあるような大量の新株発行に際しては、株主総会を開催して株主にその必要性を十分に説明した上で行うように、新株発行手続を再検討する必要がある。経営者が株主を軽視するような新株発行を行った場合、たとえば新株の有利発行や大量のプレミアムの入手などに見られたように、その点を中心に個別的な規制を強化していくことも必要であろう。けれどもそれ以上に、立法関係者も出資者たる株主の地位を尊重すると共に、新株発行が会社組織の拡大行為であるために株主に影響することの大きい点を認識して、今後の会社法の改正に当ることが大切であることを指摘しておきたい。

(1) 鈴木・竹内、前掲八二頁、田中誠、前掲上四八〇頁、大隅健一郎・今井宏「新版会社法論」上三五三頁、北沢、前掲一二七頁、木内宜彦「会社法」六四、一五〇頁。

(2) 阪盛光男「個人株主による議決権の不統一行使」本誌三八卷二二七九頁以下、一〇六頁、菱田政宏「株主の議決権行使と会社支配」四七頁以下、木内、前掲書一五二頁。

- (3) 西本辰之助「私法上に於ける決議の性質」私法学の諸問題六三六頁以下。
- (4) 持分単一主義に立つても、ADR、株券の管理信託あるいは西ドイツの銀行寄託議決権などの場合には、株主に不統一行使を認めることはできず、それによつて議決権の統一性から生ずる実際上の不都合を回避することができる。なお、田中誠二博士は持分複数主義に立ちながら、特定の政策的な目的のある場合以外は原則的に不統一行使を否定される(田中誠、前掲上四八〇―四八一頁)。
- (5) 阪奎、前掲九八頁、一〇五頁。
- (6) 会社が額面株式を発行している場合には、株式を分割すると券面額に関する定款の規定(商一六六条一項四号)を変更しなければならぬから、定款変更の特別決議を要するし、また、数種の株式を発行しているときに株式分割を行う場合にも、株式の分割によつて株主地位に變動を生ずるおそれがあるから、定款変更のための特別決議や種類株主の総会の決議を要するものと解される(田中誠、前掲下八七九頁、鈴木・竹内、前掲三四四頁)。
- (7) 長谷川正名「証券市場の今年の課題」商事法務九六二号四〇頁。
- (8) 野上浩三「株式時価発行の在り方について」商事法務八九七号三頁、峯嶋、前掲四頁。
- (9) 株主以外の者に対する新株の有利発行について総会の特別決議を要するとなれば、新株発行の際の株主保護の問題は解決できるとした昭和四一年の改正に対する批判については、高島「新株引受権と有利発行」会社法の諸問題(増補版)四九〇頁。
- (10) 田中誠、前掲下九一九頁、森本「新株の発行と株主の地位」法学論叢一〇四巻二号三三頁、宮島司「企業結合と新株の有利発行」本誌五一巻一一号二〇八頁。
- (11) Eisenberg M. A., *The Legal Roles of Shareholders and Management in Modern Corporate Decisionmaking*, 57 *California Law Review* 1, pp. 27ff., Gordon R. A., *Business Leadership in the Large Corporation*, p. 305ff. 前田重行「株主による会社経営者の支配に就いての一考察」石井追悼商事法の諸問題四七七頁以下。

#### 四 む す び

わが国における大規模、公開的な株式会社においては、第二次大戦後、会社が借入金に大きく依存してきたこともあつて、経営者の側には株主が会社の所有者であるという認識が十分でないのみでなく、株主の側でも一部の株主は別として、自分が会社の所有者であるという意識も薄いものであつた。こうした風潮を前にして、近年の商法改正がもたらした株券の無記名証券化と、これに伴う株式の流通の活発化が株主と会社にどのような影響を与えてきたか、また、株主保護の観

点からすれば、差し当つてどの点に留意すべきかという問題について、本稿では検討してきた。そこで、まず近年における商法改正の流れをふり返りながら、株券の無記名証券化の意義を明らかにした。この株券の無記名証券化は、株式会社の資金調達に便宜を与えると同時に、会社企業の民主化にも役立つという理念によつて支えられるものであるが、それにもかかわらず、現実には法人株主や金融機関の大株主が増加し、個人株主の持株比率が著しく低下したことは注目する必要がある。また、小規模会社にとつても、商法の規定は改正のたびごとに適合し難くなつてきたため、近年においては有限会社が増加する傾向にあることも指摘した。

更に、わが国の株式会社の大部分は小規模で閉鎖的な会社であるため、既存の小規模会社を今後どのように規制していくかは大きな問題である。この問題の解決の方法には二つあり、一方は株式会社法を二分してアメリカの閉鎖会社法のようなものを作り、有限会社法と合せて当面は三本立とすることであり、他方は、有限会社法を改正して小規模な株式会社を収容するために必要な余裕を作つた後、徐々に小規模会社をそちらに誘導するという方法である。いずれにしてもその場合には、有限会社という名称を変更し、その最低資本金を上げることが必要であろう。これに対して、大規模会社における当面の問題の解決のためには、株式の盛んな譲渡性から生じた零細な株式所有を保護するための端株や単位株の制度は、額面を引上げて会社の費用と手間を節約するという目標からはずれぬものであるから、これらの制度を縮小または解消させることについての十分な見通しと工夫もなしに始めたことは反省すべきである。また、株主総会の厳格な定足数や決議要件も、これだけ大規模になつた会社ではかえつて総会の形骸化につながるから、定足数の緩和などの方策を講ずることが必要であることを明らかにした。また、現在検討されている株券振替決済制度については、これを実施する前に単位未満株式の整理と、端株解消のための方策を工夫しておくことが適切であるし、また、今後生ずるであろう無記名式株券制度の採用の問題についても十分に研究しておかないと、株券振替決済制度を実施しても、再び制度の変更を検討することになるおそれのあ

ることを指摘した。

株主の権利行使という側面から株式の本質を眺めてみると、人的会社の持分とは異なつた特色のあることは認められるが、その権利行使は統一的になされることが株主にとつても有利であり、また、そう解した方が理論構成の点でも自然であることを述べ、議決権を不統一的に行使できるという考え方は、高度の流通性から株式が無性格なものになるという前提に立つた議論ではないかという疑問を提出した。そして、株主の権利行使で問題となるのは株主自身の最終的で確定的な意思であるから、理論上は統一的に行使されるのを原則とすべきであり、そうでないと、たとえば反対株主が株式買取請求権を行使しようとする場合に、一部賛成、一部反対では適切な買取請求権行使の根拠を見出し難いことを指摘した。次に昭和五六年の商法改正で、会社は既に発行している額面株式を無額面株式に変更できることとなつたが、従来から取締役会は株式分割を行うるとされていたことと関連して、会社は實際上、新株発行の権限をもつ取締役会が自ら新株発行のための環境作りの権限を行使することになるから、この点に関する経営者の判断を監視する仕組みを考慮すべきであると述べてきた。

最後に、株式の譲渡性を重視し、株主を投資者として眺める現行法の立場においては、新株発行の際の株主保護の問題は、株主以外の者に特に有利な発行価額で新株を発行することを監視すれば足りるとしている。けれども、新株発行の影響は多方面にわたるものであり、発行される新株がある程度まとまつて特定の者に割当てられると会社支配の形態に変更を生ずるし、利益配当の配当率の低下を招くおそれのある点も見逃せない。これらの面で株主保護を配慮していない現行法の規定は不十分であり、他の規定との関連からいつても不均合いなものであるし、また、新株発行のもつ会社組織の拡大行為としての側面からいつても、株主が新株発行の影響から自己の権利を守るための方策を充実することが望ましいことを明らかにした。