議決権と経済的持分の分離に関する序説的考察
-米仏両国の諸制度を参考に-

メタデータ	言語: Japanese
	出版者: 明治大学大学院
	公開日: 2019-09-30
	キーワード (Ja):
	キーワード (En):
	作成者: 横沢, 恭平
	メールアドレス:
	所属:
URL	http://hdl.handle.net/10291/20381

法学研究論集
第51号　2019. 9

議決権と経済的持分の分離に関する序説的考察
――米仏両国の諸制度を参考に――

An Introductory Study on Separation of Voting Rights and Economic Interests
――In Reference to the US and French Systems――

博士後期課程　民事法学専攻　2017年度入学
横　沢　恭　平
YOKOSAWA Kyohei

【論文要旨】

本稿は，議決権と経済的持分の分離に対して序説的な考察を加えるものである。我が国においては現在でもなお，株式から議決権を分離することは不可能であるという考え方が主流であり，その現れとも言えようか，１株１議決権の原則が未だに堅守されている。

一方で，無議決権株式のような例外を認めるほかに，投機購買を行う個人投資家や，支配権維持のために株式を持合う固定株主等，経済的持分もしくは議決権のみを欲する投資家がいるなど株式保有のニーズが変わりつつあることも事実である。こうした状況下においても何故株式から議決権を切り離すことが許容されないのかという問題意識を基に，アメリカにおける議決権売買，議決権信託，議決権拘束契約や，フランスにおけるそもそもの議決権に対する捉え方や，開示規制，基準日など当該分離に関係する制度を概観し，我が国における制度への示唆を得ていく。

当該問題に関し，我が国における法制度は進んでいるとは言い難い。本稿で取り上げたアメリカとフランスの両国の制度を基に，我が国における当該問題への対処法を見出す足掛かりを得て，今後の本質的な研究に続けていくことを本稿の目的とする。

【キーワード】 Empty Voting，議決権売買，議決権信託，議決権拘束契約，基準日

研究論集委員会　　受付日　2019年４月18日　　承認日　2019年５月27日

【目次】

１．はじめに
２．アメリカにおける動向
⑴　議決権売買（Vote Buying）
⑵　議決権信託（Voting Trust）
⑶　議決権拘束契約（Voting Agreement）
３．フランスにおける動向
⑴　フランスにおける議決権の捉え方
⑵　議決権譲渡（cession）にかかる開示規制
⑶　基準日
４．検討－我が国における議決権と経済的持分の分離制度－
⑴　議決権売買
⑵　議決権信託
⑶　議決権拘束契約
⑷　基準日
⑸　貸株契約
⑹　議決権行使書面売買
５．おわりに―結びに代えて―

１．はじめに

議決権とは，株主総会に出席し，株主総会決議に加わることができる権利である。そして，株主の経済的権利の確保という点や，会社という社団の意思決定を行うという点においてきわめて重要な権利であると説明される[1]。議決権が株主に与えられている根拠としては諸説挙げられるが，株式会社の実質的所有者は出資者たる株主であることに鑑み，その財産権者としての地位を企業の運営上に確保されるために株主に認められたものであるとするのが通説的な見解だとされる[2]。しかし，近年この「株主＝株式会社の所有者」という構図に歪みが生じてきているようにも思われる[3]。

こうした議論が進む中，現代においてはオンライントレードが普及し，投機購買をはじめとした

[1] 黒沼悦郎『会社法』（商事法務，2017年）56頁。

[2] 大隅健一郎＝今井宏『会社法論　上巻〔第三版〕』（有斐閣，1991年）343-344頁，三枝一雄ほか『最新 基本会社法』（中央経済社，2015年）160頁，川村正幸ほか『詳説　会社法』（中央経済社，2016年）85-86頁，高橋美加ほか『会社法［第２版］』（弘文堂，2018年）12-13頁など。なお，川村ほかでは，「株主が，会社に対して出資をして会社のリスク（ここでは，不確実な事業活動の結果として生じる会社の損益）を引き受けたという事実」に議決権が株主に付与される根拠を見出し，高橋ほかでは，株主が受け取ることのできるリターンを増やすべく，株主にコントロール権を与え，経営者を規律づけすることを根拠として挙げている。

デイトレードを行う個人投資家が増え，株式投資の目的として「議決権を保有すること」よりも，各投資家個人の経済的利益（例えば配当請求権など）を優先させることの方が多くなっていることを示すデータ[4]に加え，関心が無いこと等を理由として議決権行使をしなかった個人投資家が7割を超える割合でいるとの調査結果[5]が存在する。

我が国の会社法においては，未だに根強く1株1議決権の原則が堅守されているところ，無議決権株式等の例外を除き，株式には経済的持分（配当請求権や残余財産分配請求権を享受する一方，出資額の範囲内で経済的リスクも負う，経済的権利義務関係を包含するもの）と議決権がセットで付されているのが基本である。また，従来展開されてきた株主の権利を巡る議論では，社員権論が通説であるとされており，この説に則ると，株式から議決権を分離することは不可能であるという考え方が主流とされている[6]。また，議決権を株式から切り離し，経済的持分と分離させてしまうと，本来財産権者としての地位を企業の運営上に確保するという目的に反することになるよう

---

[3]「所有と経営の分離」については，従来アメリカの経済学者であるBerleとMeansが主著A.A. Berle and G.C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, The Macmillan Company,（1932）.の中で代表的な議論をしているほか，多数の法律学者や経済学者が研究を重ねているところである。鈴木竹雄＝竹内昭夫『法律学全集28 会社法〔第三版〕』（有斐閣，1994年）95頁においては，「株主は，実質的にみれば会社企業の共同所有者であるが，この共同所有者である株主の会社企業における分け前は，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，株主はこの地位に基づいて会社に対し多様の権利を有することになる。株式の実体をなすものは，株主のこのような会社に対する法律上の地位である。」と説明がされ，黒沼教授は，黒沼・前掲注(1）において，「株主は会社の所有者だからという説明は，比喩にすぎないかトートロジー（同義語反復）であって説明になっていない。株主の議決権は株主の残余権者性から説明するのが適当であろう。」と述べられている。ただ，株主が唯一の残余権者であるという考えに疑問を呈する者もいる。例えば，田中亘「ステークホルダーとコーポレート・ガバナンス：会社法の課題」神田秀樹＝財務省財務総合政策研究所編『企業統治の多様化と展望』（金融財政事情研究会，2007年）5頁や，F.H. Easterbrook and D.R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard Univ Pr; Reprint, p.71（1996）.なお，株式所有と会社支配の問題を論じている論文として，例えば，奥村宏「株主とは誰のことか～株式所有と会社支配～」証研レポート1647号1-11頁（2008年）などが挙げられる。所有者を出資者である株主と直ちに捉えるべきなのかについては，筆者が疑問に思うところでもあるが，本稿においてはこれ以上踏み込まないことにする。

[4] 日本証券業協会「個人投資家の証券投資に関する意識調査報告書」（2018年）40頁によると，調査対象者の53.6％が「配当金，分配金，利子を得るため」と回答しており，経済的利益を優先的に考えていると解することができるように思われる。

[5] 野村證券「ノムラ個人投資家サーベイ」（2018年）10-11頁によると，約38％の個人投資家が「対象となるすべての企業において行使しなかった」と回答しているのに加え，議決権を行使しなかった理由として「面倒だから」「行使しても影響がほとんどないから」「議決権行使そのものに関心がないから」と回答した人の割合は合計で約77％となっている。

[6] 大隅＝今井・前掲注(2）341頁，神田秀樹「株式の不思議」前田重行ほか編『前田庸先生喜寿記念　企業法の変遷』（有斐閣，2009年）129頁，神田秀樹『会社法　第二十一版』（弘文堂，2019年）67-68頁など。なお，社員権論と対極にある社員権否認論の中でも株式債権論を唱えた松田二郎博士は，松田二郎『株式会社の基礎理論』（岩波書店，1942年）1頁にて「株式会社における企業所有と経営の分離の事実に即して，いわゆる社員権としての株主権を否認し，これを共益権と自益権とに解体する見地に立ち，株式を以て利益配当請求権なる社団法上の債権と解し，議決権その他の共益権を以て一身専属的人格権と解する」としてお

にも思われ，さらに，1株1議決権の原則[7]にも真っ向から反することになるようにも思われる。

しかし，株主自身の経済的持分を確保するべく，いわば担保として，出資額に比例して平等に与えられているはずの議決権[8]を，会社経営に興味を持たない者に付与することにどれだけの意味があるのだろうか。議決権と経済的持分は必ずやセットでなければならないという法技術は，もはや機能不全に陥っていると評価することはできないだろうか。加えて，所有している株式から議決権のみを分離する行為につき，所有権に基づき所有者の自由意思に依るべきであると考えるのであれば，当該分離を禁ずる根拠をどこに見出すべきなのだろうか。

こうした議決権と経済的持分の分離に関する問題は，Empty Voting（空議決権）と称され，2000年代から議論がより活発にされるようになってきた[9]。そこで，本稿においては，議決権と経済的持分の分離の研究の序説として，当該問題につき議論が活発に行われてきているアメリカとフランスの制度を日本における先行研究を基礎としながら考察し，若干の検討を加えることを意図している[10]。

2．アメリカにおける動向

議決権と経済的持分を分離する制度に関しては，アメリカにおける実務が特に進んでいるように思われる。以下本章では，数ある制度の中でもアメリカにおける議決権売買，議決権信託，議決権拘束契約の3つにつき概観していくことにする。これらを取り上げる理由として，アメリカにおいてこれらの制度が特に長い歴史を有するとともに，その中で捉え方に大きな転換を迎えたことが挙げられる。日本法における同様の問題を検討するに際し，アメリカにおけるこれらの制度の議論を踏まえモデルとすることで，より多くの示唆が得られることになると思われる。以下では，(1)議決権売買(2)議決権信託(3)議決権拘束契約の順でみていく。

り，この解釈によっても株式から議決権を分離するという問題は発生し得ないように考えられる。筆者の立場は未だ定まらないが，本稿の問題を論じるにあたっては，社員権論や株式債権論をとることは難しいように考える。

[7] 1株1議決権の原則に関する学説の対立に関しては，拙稿「複数議決権制度に関する一考察―フランスにおける2倍議決権制度を参考に―」明治大学大学院法学研究論集49号，145-149頁（2018年）にまとめてある。

[8] 例えば，大隅＝今井・前掲注(2) 344頁では，「経済的利益の享受と企業支配の可能性とが相ともなうところに株式の本質があるものといえる。かような株主の権利がすなわち株主権に他ならないのであって，自益権も共益権もともにいわば所有権の変形物にほかならない。したがって，共益権も株主自身の利益のために認められた権利であり，それは自益権の価値の実現を保障するためのものであるといえる。法は共益権の中核である議決権を一株につき一個あて認め，議決権が株主の有する株式数に比例すべきものとしているのは，かかる見地に立つものと言わなければならない。」と説明している。

[9] Empty Votingの呼称は，Hu教授とBlack教授が2006年に執筆された論文H.T.C. Hu and B.S. Black, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden*（*Morphable*）*Ownership*, Southern California Law Review, Vol.79, p.811-908（2006）の中で用いたものである。

[10] 議決権と経済的持分の分離に関する代表的な先行研究として，菱田政宏『株主の議決権行使と会社支配』（酒井書店，1960年）が挙げられる。

(1) 議決権売買（Vote buying）

議決権売買に関しては，Hu と Black が論文において，2002年頃からイギリスで盛んになり始めたと書いている[11] が，それ以前からアメリカにおいては著名な判例が出される程，議論が多くある問題であった。この議決権売買につき初めて包括的に分析を行ったのは Clark であるとされており[12]，その分類等については加藤教授が著書の中でまとめられている[13]。以下では，当該著名な判決に至るまでの間，議決権売買がどのように捉えられていたか，そして，当該著名な判決において議決権売買がどのように定義されることになったのかを概観する。そして，当該判決以降，議決権売買につき原則と例外が転換したことに触れ，そこから日本法に如何なる示唆を得られるかという観点からの検討を行うことにする。

議決権売買は，19世紀後半以降においては判例においても学説においても無効であると考えられてきた[14]。ただ，議決権売買が禁じられる理由は明らかにされてはおらず，判例によってその理由づけはまちまちであったと考えられる。例えば，①株主の義務という観点から議決権売買を禁じるものや，②投票権（選挙権）と議決権をパラレルに考え禁じるもの，③そもそも株式から議決権を切り離すこと自体が不可能であると考えるものなどがあった。以下これらの考えにつきみていく。①については，株主は議決権行使時に独立した個々の判断が尊重されるべきであるという観点，そして，対価を得て議決権行使をすること自体が他の株主に対する詐欺（fraud）を構成するとした上で公序（public policy）違反であるという観点から，議決権売買は株主の信認義務違反を構成するというものであり，判例において取り入れられている考えである[15]。②については，議決権売買を禁じる根拠を，投票権（選挙権）の売買が禁じられていることに見出すとするものである[16]。対価をもって投票権が売買されることが許容されると，資力を有する者がより多くの投票権を手に入れることになる一方，資力のない者がそれを売却することを助長することになり，本来平等であるべき政治的平等を侵害するという考え[17] や，証明は容易ではないが，投票権を行使する際には，通

---

[11] Hu and Black, supra note (9), p.817.

[12] R.C. Clark, *Vote Buying and Corporation Law*, 29 Case West. L. Rev. 776 (1979).

[13] 加藤貴仁『株主間の議決権配分　一株一議決権原則の機能と限界』（商事法務，2007年）224–296頁。

[14] 判例に関しては，Smith v. San Francisco & N. Pac. Ry. Co., 47 P.582（Cal. 1897）があり，当時の学者の見解としては，M.M. Bergerman, *Voting Trust and Non-Voting Stock*, 37 Yale L. J. 445, 466（1928）がある。なお，これらの判例や当時の学者の見解に関しては，佐藤勤「現代の議決権信託とその実質的効果であるエンプティ・ボーティング」小出篤ほか『前田重行先生古稀記念　企業法・金融法の新潮流』（商事法務，2013年）51頁の脚注(16)(17）において取り上げられており，参照させて頂いた。

[15] Bostwick v. Chapman, 24 A. 32, 41 (Conn. Super. Ct. 1890); Macht v. Merchant Mortgage and Credit Company, 194 A.19 (Del. Ch. 1937); Chew v. Inverness Mgmt. Corp., 352 A.2d 426 (Del. Ch. 1976) などが挙げられ，これらを含む他の裁判例に関しては，今野美綾「議決権買いと法ルール―米国法における vote buying をめぐる判例法理―」同志社法学64巻 6 号173頁（2013年）の脚注(72)(73）において取り上げられており，参照させて頂いた。

[16] T.J. Andrdé, Jr., *A PreliminaryInquiry into the Utility of Vote Buying in the Market for Corporate Control*, S. CAL. L. Rev. 63, n° 26, p.542 (1990); R.L Hasen, Vote Buying, Cal. L. Rev. 88, n° 5, p.1338 (2000).

常は個人的利益よりも社会全体の利益を考慮すべきであるとする考え[18]がある。③については，判例などで，議決権と経済的持分を切り離すことができないと示されており[19]，このことから議決権売買はできないとするものである。

このように，議決権売買が様々な根拠を基に無効であると考えられてきた中，議決権売買に関し著名な判例としてSchreiber判決[20]が出された。本判決において，議決権売買に対する定義付けがなされ，議決権売買を当然違法にするのではなく，目的等に応じて判断をするという流れへと転換することになった[21]。

Schreiber判決においては，議決権売買それ自体を即座に無効とするのではなく，内容や目的につき検討を加えた上で，最終的に議決権売買が有効か否かの判断をするようになった。そして，本判決において議決権売買に関する定義付けがなされ，議決権売買とは何かが明確となった。すなわち，「議決権売買とは，株主が個人的に対価を受け取り，その結果として株主が議決権行使に関する自由裁量を放棄し，相手方の指図に従って議決権行使をする議決権拘束契約」とされた。そして，この定義に当てはまったとしても，議決権売買そのものの目的が他の株主にとって詐欺（defraud）や権利の剥奪（disenfranchise）[22]とならない限りにおいては無効とはせず，濫用のおそれがある場合には，本質的公正性（intrinsic fairness）テストを行うべきであるとしており，本判決後のデラウェア州裁判所においては，議決権売買に関する判断はSchreiber判決の流れを汲むものとなっている[23]。なお，後述する議決権拘束契約との差異は，株主が「対価を受け取」って「自由裁量を放棄」した上で議決権行使がされたか否かという点にある。

---

17 Hasen, *supra* note（16）, p.1329–1331.

18 Ibid, p.1336–1337.

19 Woodruff v. Wentworth, 133 Mass. 309, 309（1882）など。なお，本判決を含む他の裁判例に関しては，今野・前掲注(15）171頁の脚注(59）において取り上げられており，参照させて頂いた。

20 Schreiber v. Carney, 447 A. 2d 17（Del. Ch. 1982）. 本判決の概要は以下の通りである。Texas International Airlines社（以下TIA社）がTexas Air社（以下TA社）の完全子会社となる株式交換による組織再編が計画されている最中，TIA社のC優先株式を全て保有するJet Capital社（以下J社）がそれにつき反対の意向を表明した。TIA社の定款には，組織再編を行うためには，各種類株主総会のおける過半数の賛成が必要とされており，J社の賛成がないと当該組織再編を進めることができない状況にあった。J社が当該組織再編に反対する理由としては，TIA社とTA社の間で株式交換による組織再編が成立してしまうと，J社が保有するTIA社に対する普通株式のコールオプションにより多額の税負担が生じてくることにあった。とはいえ，その時点においてJ社はTIA社に対する当該コールオプションを行使するだけの資金を有していなかった。そこで，J社が当該コールオプションを行使し，TA社との組織再編に賛成をしてもらえるよう，TIA社はJ社に対して5％の金利で融資を行った。なお，本件組織再編はTIA社にとって有益なものであると特別委員会によって確認されており，TIA社の株主総会において，全発行済株式の過半数と利害関係を有さない株主の過半数の賛成をもって可決されるに至った。これらの事象につき，当該融資は議決権売買に相当し違法であるとして，TIA社の株主が当該融資の無効を求め訴訟を提起した。

21 なお，例えばニューヨーク事業会社法（N.Y. Bus. Corp Law 609（e））などは法令で議決権売買を禁じている。

22 defraudやdisenfranchiseに関する解釈に関しては，加藤・前掲注(13）238頁以下や，今野・前掲注(15）187頁以下において詳細に検討がなされている。

⑵ 議決権信託（Voting Trust）[24]

アメリカにおける議決権信託は，議決権そのものの信託ではなく株式の信託であるとされている。1984年模範事業会社法には，「議決権信託とは，株主が，株主のために議決権を行使することを目的として，受託者に保有株式を移転し，受託者は信託の存続期間においてその議決権を行使するものである。」と規定されている[25]。前節において，議決権売買の定義が Schreiber 判決によって明示されたが，模範事業会社法の規定によると，議決権信託は議決権売買には相当しないと解するのが妥当であるように思われる。というのも，議決権信託の受託者は，受益者に対して信認義務を負うとされており[26]，議決権売買の要件である「株主が議決権行使に関する自由裁量を放棄し，相手方からの指図に従って議決権行使をするもの」を満たさないと考えられるからである[27]。故に，ここでは議決権売買と議決権信託を分けて紹介していくことにする。

議決権信託は，19世紀後半にはすでに行われていたとされる。ただ，当初においては企業独占の手段として用いられていたこともあり違法とされていた[28]。違法とされるに至った理由としては，会社支配権を，金銭的（経済的）権利（pecuniary interest）を有さない者に移すことは，公序に反し，また議決権信託自体を権限濫用であるとする考えがあったからだとされている[29]。ここにいう公序とは，株主は独立した判断をもって議決権を行使しなければならないというものであり，他の株主に対して義務を負っているということであると説明がされている[30]。これらを理由として，如何なる目的であろうとも議決権信託自体が違法であり，当該契約に対する無効判決が出されていたとされている[31]。ただその後，存続期間に制限のある議決権信託が会社法並びに判例法上で適法とされるようになった[32]。20世紀に入る頃になると，今まで違法とされてきた議決権信託が当然に違法とされるのではなく，その目的や信託内容が制定法やコモンロー，公序に反しない限り

---

[23] 例えば，Wincorp Reality Investments, Inc. v. Goodtab, Inc., 1983 Del. Ch. Lexis 559 や，Weinberger v. Bankston, 1987 Del. Ch. Lexis 514. そして，後者の裁判例は，本質的公正性テストを行ったものとしても知られている。なお，これらを含む他の裁判例に関しては，加藤・前掲注(13) 235頁の脚注(58) を参照されたい。

[24] アメリカにおける議決権信託の詳細については，菱田政宏「米国会社法における議決権信託」立命館法学18号70頁以下（1957年）や，佐藤・前掲注(14) 39頁–77頁を参照されたい。

[25] Model Bus. Corp. Act § 7.30（1984）.

[26] 例えば，Stone v. Massa, 218 N.E.2d 583（1966）がある。なお，本判決を含む他の裁判例に関しては，佐藤・前掲注(14) 53頁の脚注(38) において取り上げられており，参照させて頂いた。

[27] 佐藤・前掲注(14) 52–53頁。

[28] 菱田・前掲注(10) 169頁。

[29] H.W. Ballantine, *Ballantine's manual of corporation law and practice: a treatise on the principles of corporation law practical directions on organization corporate forms* 587（1930）.

[30] Cone v. Russell, 48 21 A. 847, 849（Mass. 1891）. なお，本判決を含む他の裁判例に関しては，佐藤・前掲注(14) 51頁の脚注(31) において取り上げられており，参照させて頂いた。

[31] 今野・前掲注(15) 174頁。

[32] 佐藤・前掲注(14) 56–57頁の脚注(43) において，アメリカ国内における議決権信託を認める立法の流れがまとめられている。

は議決権信託を有効と解するように変化したとされている[33]。その理由としては，経済や産業が発展することにより，議決権信託が組織再編等において必要なスキームであると認識されるようになったからであると説明される[34]。ただ，過去における議決権信託の使用目的や状況等を考慮し，議決権信託契約に存続期間を設けること，信託条項を開示することなど，条件付きの容認であったとされている[35]。こうした流れを受け，1984年に模範事業会社法において議決権信託を認める規定が置かれることになった[36]。

その後の流れとしては，議決権信託に対し当然に違法とする考え方は無くなっているとされている。というのも，上述した公序に違反するという考え方が，現在は完全に廃れているという評価を下すことが可能であるように考えられるからである[37]。

⑶ 議決権拘束契約（Voting Agreement）

最後に，アメリカにおける議決権拘束契約についてみていくことにする。議決権拘束契約は，会社支配権の獲得や，経営の安定や継続のために用いられてきたものであるとされている[38]。一般的にアメリカにおいて，こうした議決権拘束契約自体は有効と解されてきており[39]，単に会社のために共同の意思を持って，議決権行使に関し何らかの取り決めを交わすことは特段公序に反するものではないとされてきている[40]。しかしながら，議決権拘束契約に関し，株主の議決権に対する自由意思を阻害するような契約そのものが公序違反であるとする裁判例[41]や，そもそも株式から議決権のみを分離すること自体が許容されるものではないとする裁判例[42]なども存在する。

こうした中，菱田教授は著書の中で，アメリカにおいて議決権拘束契約が無効とされる場合を8パターン[43]に類型化された。ただ，前述した通りではあるが，Schreiber 判決以降においては，類

---

[33] Brightman v. Batcs, 55 N.E. 809（Mass. 1900）. なお，本判決に関しては，佐藤・前掲注(14) 53頁の脚注(44) や今野・前掲注(15) 174頁の脚注(91) において取り上げられており，参照させて頂いた。

[34] I.M. Wormser, *The legality of Corporate Voting Trusts and Pooling Agreement*, 18 Colum. L. Rev. 123, 123 (1918).

[35] Model Bus. Corp. Act § 7.30 (1984).

[36] Model Bus. Corp. Act § 7.30 (1984). なお，1984年模範事業会社法の後，デラウェア州等において，議決権信託の存続期間が撤廃ないし延長されたとされている。詳細は，佐藤・前掲注(14)57頁の脚注(47)を参照されたい。

[37] 佐藤・前掲注(14) 54頁。

[38] 菱田・前掲注(10) 142頁。

[39] H.W. Ballantine, *Ballantine On corporations*, § 183, p.421–422 (1946).

[40] 菱田・前掲注(10) 142–143頁の脚注(3) に根拠となる裁判例が挙げられているので参照されたい。

[41] 例えば Haldeman v. Haldeman, 176 Ky. 635, 197 S.W. 376 (1917). なお，本判決を含む他の裁判例に関しては，菱田・前掲注(10) 143頁の脚注(2) において取り上げられており，参照させて頂いた。

[42] 例えば Bache v. Central Leather Co,. 78 N. J. Eq. 484, 81 Atl. 571 (1911). なお，本判決を含む他の裁判例に関しては，菱田・前掲注(10) 143頁の脚注(3) において取り上げられており，参照させて頂いた。

[43] 菱田・前掲注(10) 145–147頁。①他の株主または債権者に対する詐害，②議決権の売買，③当該株主または株主群の不公正乃至不公平な利得，④取締役に対する制約，⑤株式の譲渡に不法な制限を加えるもの，⑥制

型②に関しては，当然に無効とするのではなく，目的等の判断がなされることになる。

こうした流れの中，21世紀現在における議決権拘束契約の使用用途が変容しつつあるようにも思われる。すなわち，会社合併の際の取引保護手段として議決権拘束契約を用いるケースがみられるようになってきている[44]。ただ，こうした議決権拘束契約の場合，議決権と経済的持分の分離状態は創出されないものであるので，本稿においてはこれ以上踏み込まないものとする。

3．フランスにおける動向

フランスにおいても議決権と経済的持分の分離に関する議論には歴史があり，1920年代から議論されていたとされている[45]。ただ，アメリカと比較すると，フランスにおいては議決権と経済的持分の分離に関し消極的である。その現れとして，フランス商法 L242−9 条には，議決権売買に関する罰則規定が設けられ[46]，L225−116条には，貸株に関する情報開示規制があり，違反すると議決権行使ができなくなる[47]。以下ではまず，フランスにおける議決権に対する捉え方につき概観し[48]，その後に本稿のテーマを論じるにあたり関係するフランスの法制度につき触れていくことにする。

⑴　フランスにおける議決権の捉え方

従来フランスにおいて議決権とは，社員の本質的な属性（attribut essentiel）であると考えられてくるとともに「神聖不可侵な権利の一つ」であると考えられてきた[49]。加えて，フランス民法典

定法の規定に反する場合，⑦不当に長期または永久期間の契約，⑧撤回しえない規定をもつ場合。本稿においては，これらの項目に関するこれ以上の検討を加えることは差し控えることにする。

44 例えば，デラウェア州においては Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc., 818 A. 2d 914（Del. 2003）や，Orman v. Cullman, 2004 Del. Ch. LEXIS 150 などがある。なお，前者の判決については，白井正和『友好的買収の場面における取締役に対する規律』（商事法務，2013年）389−397頁，後者の判決については，古川朋雄「合併交渉において競合取引を排除する旨の議決権契約を締結した取締役の信認義務」近藤光男ほか編『新・アメリカ商事判例研究〔第 2 巻〕』（商事法務，2012年）239−246頁などを参照させて頂いた。

45 P. Cordonnie, *L'actionnaire peut-il ceder son droit de vote ?*, Journ. Societes 1927, p.5.

46 フランス商法 L242−9 条柱書には，“Est puni d'un emprisonnement de deux ans et d'une amende de 9000 euros”「以下の各号に該当する場合は，2 年の禁固刑と9000ユーロの罰金を科される」とあり，1 号には“Le fait d'empêcher un actionnaire de participer à une assemblée d'actionnaires”「株主が株主総会に参加することを妨げる行為」，3 号には“Le fait de se faire accorder, garantir ou promettre des advantages pour voter dans un certain sens ou pour ne pas participer au vote, ainsi que le fait d'accorder, garantir ou promettre ces avantages”「ある特定の方針（sens）に基づき議決権を行使する，または議決権行使をしないために，利益を供与，保証，約束してもらう行為，または，利益の供与，保証，約束をする行為」と定められている。

47 本条は2010年に設けられたものであり，詳細については，商事法務研究会「株主による議決権行使の在り方に関する会社法上の論点についての調査研究報告書」（2013年）40頁にて触れられている。

48 フランスにおける議決権に関しての先行研究として，小西みも恵「定款による社員の議決権剥奪―フランスにおける判例の変遷―」佐賀大学経済論集第43巻第 6 号93−120頁（2011年）や，齋藤雅代「フランス法における株式と議決権をめぐる近時の展開について」山梨学院大学法学論集第80号113−118頁（2017年）があり，本稿はこれらに負うところが少なくない。

1844条１項には「全ての社員（associé）は集団的意思決定に参加する権利（le droit de participer）を有する。」という規定が設けられており，当該権利は定款によっても奪うことのできないものであるとされている[50,51]。さらに，フランスにおいて会社はフランス民法典1832条に規定されるように契約の集合体であると考えられているところ，当該権利は株主が有する固有の権利にとどまらず，会社利益を最大化する職務（fonction）としての権利であると説明がなされる[52]。

ただ，議決権は社員の権利であり義務ではないとした上で，社員は金銭的な利益を期待する貯蓄家であるので，社員が会社の経営から遠ざかり，議決権と経済的持分が分離されるようになったとする考えも存在する[53]。そして，1978年７月13日法により配当優先無議決権株式が発行可能となった[54]ことにより，株式に付されている議決権は神聖なものではなくなっているとも考えられよう[55]。こうした流れの中，1999年２月９日破毀院判決[56]（SCA Château d'Yquem 事件）が出されたことは注目に値する。本稿においては，本判決につき詳細な検討を加えるのは差し控えるが，本稿と関係する部分に関しては，以下のように示されている。即ち，民法典1844条を根拠とし，定款によるものであったとしても議決権を奪うことは許されないとした上で，議決権が社員の本質的特権であることが確認された[57]。ただ，その後の判例の動向をみていくと，民法典1844条にある「参加する権利（le droit de participer）」と議決権（le droit de vote）は区別されるべきものであるとするものが出されており[58]，この点につきさらなる議論が必要なように思われる。

⑵　議決権譲渡（cession）にかかる開示規制[59]

フランスにおける一時的な議決権譲渡に関しては，フランス商法 L225−126条に開示規制が存在

---

49 A. Viandier, *Observations sur les conventions de vote*, JCP éd. E., 1986,15405; Y. Guyon, ''*Droit des affaires*'', Tome 1, 12e éd., 2003, p.316, n° 307; M. Germain, Le droit de vote, LPA, 4 mai 2001, p.8.

50 1994年１月４日破毀院判決（Cass. Com., 4 janv. 1994, *Bull. civ.*, Ⅳ, n° 10.）。

51 フランス商法 L235−2−1 条には「株式に付与された議決権を律する規定に違反して行われた決議は無効となり得る。」とされており，議決権に関する規定は強行規定であると考えられる。

52 G. Ripert et R. Roblot, par M. Germain et V. Magnier, ''*Traité de Droit des affaires*'' t.2.22e éd. LGDJ, 2017, p. 423.

53 G. Blanc, *JCP*, 1999, Ⅱ, 10168, note sous Cass. com., 9 févr. 1999.

54 なお，2004年６月24日のオルドナンスにより，無議決権優先株式（actions de préférence sans droit de vote）を発行可能となり，議決権に対する見方も完全なものでは無くなってきているようにも思われる。

55 P. Merle, *Droit commercial, Sociétés commerciales*, 21e éd., p.393（2017）.

56 Cass. Com., 9 fevr. 1999, *Bull. civ.*, Ⅳ, n° 44.

57 *JCP E*, 1999, n°16, p.726, note Y. Guyon.

58 例えば破毀院商事部2013年７月９日判決（Cass. com., 9 juill. 2013, n°11−27235 et n°12−21238, Bull. civ., IV, n°123 et n°124.）などが挙げられ，当該判例についての邦語論文に小西みも恵「フランス企業法判例研究　強行法規に違反した社員の除名条項に対する制裁」佐賀大学経済論集第50巻第１号103−111頁（2017年）がある。

59 前掲注(47）でも触れたが，本節に類似の構造はフランスにおける貸株の開示規制（L225−116条）にもみて取れる。本稿においては紙幅の都合により本注で触れるに留めるものとする。

する。L225-126条1項には，「会社住所がフランスにある会社の株式が，EU 加盟国（中略）の規制市場における流通が認められているときは，（中略）当該株式を対象とする一つもしくは複数の一時的な譲渡行為，または，その者に権利を付与しまたは譲渡人に当該株式を再販するもしくは返還することを義務付ける全ての行為において，単独または共同して議決権の200分の1以上を示す株式数を保有するすべての者は，（中略）遅くとも株主総会前の株主口座登録日に，その者が一時的に保有する株式総数を会社及び AMF（フランス金融市場庁）に通知する。当該申告には，取引により取得した株式数の他に，譲渡人の同一性，取引に関する契約の日付と履行期日，議決権拘束契約（la convention de vote）がある場合には記載しなければならない。（以下略）」とした上で，2項において会社または AMF に通知がない場合には，議決権剥奪がなされる旨の規定を設けている。1項にある「当該株式を対象とする一つもしくは複数の一時的な譲渡行為，または，その者に権利を付与しまたは譲渡人に当該株式を再販するもしくは返還することを義務付ける全ての行為」とは，本稿において取り上げている議決権と経済的持分を分離するために取られる方法であると考えられるとともに，議決権拘束契約[60]に関しては報告義務が発生するとされている。これらの条項に加え，上述した議決権売買に関する罰則規定である L242-9 条が設けられていることから推察するに，フランスおいては少なくとも対価を用いての議決権売買は禁止されているので，議決権と経済的持分を分離した上での会社支配（中でも会社に隠れた形で行う会社支配）は事実上不可能であるように思われる。

⑶ 基準日

最後に，フランスにおける基準日について若干触れておく。フランスにおける基準日は，R225-85条に規定があり，「パリ時間において，総会の2営業日前の0時」を基準日と定めている。諸外国と比較してみてもフランスにおける基準日は総会により近く設定されていることがわかる[61]。基準日が総会の2日前と極めて短く設定されている理由は定かではないが，基準日と総会の間が短くなっていることにより，後述するような基準日株主に関する問題はフランスでは起こりにくくなっているようと思われる。そしてこのことは，議決権と経済的持分を切り離すことが基本的には不可能であり，議決権行使をするのは株式を保有している者であるとするフランス商法のスタンスを

---

[60] P. Merle, *supra* note (52), p.397では，議決権売買を除き，議決権拘束契約が適切（bonnes）か不適切（mauvaises）かを判断するためには，①議決権行使の自由を侵害することの深刻さを考慮した判例を参照する一方で，②当該拘束契約が会社経営のために示すことができる利益を考慮する必要があると，議決権拘束契約に対する一定の判断基準が示されている。なお，フランスにおける議決権拘束契約についての研究論文として，菱田・前掲注(10) 138-142頁，白石智則「フランス会社法における議決権拘束契約の有効性（一）～（三）」早稲田大学大学院法研論集97巻75-98頁（2001年），100巻135-156頁（2001年），103巻53-80頁（2002年）がある。

[61] 経済産業省「第4回株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会事務局提出資料　～基準日変更に関する考え方～」（2016年）11頁。

汲んだものとも考えられる[62]。

4．検討―我が国における議決権と経済的持分の分離制度―

以上，アメリカとフランスにおける議決権と経済的持分の分離に関する代表的な制度や議論をみてきた。以下ではこれらから得られる日本法への示唆や，我が国における議決権と経済的持分の分離制度に対する検討を行っていく。議決権と経済的持分を分離する手段は数多く考えられ得るが，本稿では検討対象を絞り以下の6つにつき検討を加える。検討の順序としては，アメリカ法との比較検討を行う上で(1)議決権売買，(2)議決権信託，(3)議決権拘束契約からみていき，その後にフランス法と関係の深い(4)基準日をみる。その後，今後我が国において注目を浴びると思われる(5)貸株契約，(6)議決権行使書面売買の順で検討を加えていく。

(1) 議決権売買

議決権売買とは，株主が経済的持分（配当や株主優待等）のみを手元に残した上で，議決権のみを他者に売却する形式をとる契約のことであるといえる。アメリカにおいてはSchreiber判決で定義付けがされることになったが，我が国においては議決権売買に関する規定や切り離された議決権を取り扱う市場が存在しないが故に，当該契約の有効性が問題となる。

この点，Schreiber判決によって議決権売買とは，「株主が個人的に対価を受け取り，その結果として株主が議決権行使に関する自由裁量を放棄し，相手方の指図に従って議決権行使をする議決権拘束契約」[63]と定義づけされているところ，当該売買によって株式（議決権）の名義株主の変更は生じないと解される。アメリカの判例を基に我が国における問題を検討すると，我が国においても株主総会招集通知の送付先に関する問題のようなものも生じては来ないであろう[64]。実際に議決権行使を行うのは議決権を売却した名義上の株主であり，その者に対する指図権を購入する契約が議決権売買であると考えられる。基準日において株主名簿上に記載されている者こそが議決権を正当に行使することが可能な者であるが故に，その者に議決権行使をさせるという形式を用いれば，対会社との関係においては特段問題がないようにも思われる。しかし，例えば，議決権取引がなされる株式が譲渡制限株式である場合には，さらなる検討が必要となる。というのも，譲渡制限株式に付された議決権につき，上記議決権売買を認めてしまうと，譲渡制限株式の趣旨に反すると考えられるからである。

---

[62] 斎藤・前掲注(48) 130頁。

[63] Schreiber v. Carney, 447 A. 2d 17（Del. Ch. 1982）.

[64] 株主総会招集通知の送付先は，当該株主総会において議決権行使をすることができる株主の株主名簿上に記載の住所であるとされている。（会社法126条1項）この点，議決権売買があったとしても，議決権の名義のみの移転はされないので，株主名簿に記載の株主に株主総会招集通知が送られることになり，特段問題は無いように思われる。

また，上述の議決権売買と類似の構造は，株式の譲渡担保によっても創出することが可能であるように思われる。最決平成17年11月15日（刑集59巻９号1476頁）では，株式の譲渡担保時の共益権の帰属につき議論され，「その株式の内容，譲渡担保契約に至る経緯，契約の内容等諸般の事情を考慮して，契約当事者の合理的な意思解釈によって決すべきである。」と示しており，当該法技術をもって有効に議決権と経済的持分の分離構造を創出し得るようにも考えられる[65]。本判決を前提とすれば，アメリカ法における議決権売買の構造は我が国においても受容される余地があるように思われる。ただ，これらの問題を検討するに際しては，アメリカ法においてあげられていた，①目的が他の株主にとって詐欺（defraud）や権利の剥奪（disenfranchise）とならないこと，②濫用の恐れがある際には本質的公正性（intrinsic fairness）テストを行うこと，という２つの要件について，我が国においても十分に示唆的である。

加えて，議決権売買につき一時的な売買と恒久的な売買に何ら差が生じるのかという検討課題や，議決権売買契約後に株式そのものが売却された場合に当該効力が新たな株式購入者にまで及ぶと考えるべきなのか等の問題も浮上してくる。この点，一時的売買と恒久的売買の際に関しては，アメリカ法においては，前述した菱田教授の分類によると「⑦不当に長期または永久期間の契約」は無効の対象となるとされている[66]。これは，議決権売買のみならず議決権信託や議決権拘束契約にもいえることであり，我が国では会社法310条２項に代理権の授与は株主総会ごとにしなければならないとする趣旨の規定を設けており，この規定は，議決権の代理行使が会社支配の手段として濫用されるのを抑制することを目的としているとされている[67]。この規定と平仄をあわせるのであれば，我が国においても恒久的な売買は無効の対象として考えても良さそうである。さらに，議決権売買の後に株式が売却された場合（いわゆる二重譲渡に類似の構造），当該契約の効力が新たな株式購入者まで及ぶのかという問題があるが，この点につき，新たな株式購入者に効力は及ばないものと解するのが妥当であろう。というのも，議決権売買に関しては，株式から議決権が物理的に切り離されているわけではなく，あくまでも株式を保有している者の議決権行使に際しての自由裁量につき対価をもって制約を加えるという債権契約であるので，株式の保有者が変わった時点で，当該契約の効果は新たな株式購入者に影響を与えるものではないと考えられるからである。

---

[65] 多和田隆史「判解」法曹時報60巻６号，335–336頁（2008年）では，譲渡担保権者が株式の交換価値の把握のみに関心を有しているような場合には，当事者間で株主共益権を設定者に委ねる趣旨の債権的拘束があると考えられるが，本判決においては，事情が異なり（担保の目的が会社の支配権を取得することにまで及んでいるとされる），特段の明示的な合意がない場合には，個別具体的な事情の下で株主共益権の帰属について，当事者の合理的な意思を探求すべきものと考えられると解説される。ただ，現代財産法研究会編『ジュリスト増刊　譲渡担保の法理』（有斐閣，1987年）225頁で岩城教授は，「担保権者に一切の権利を行使させるのは，明らかに行き過ぎなわけで，例えば議決権の行使というようなものは，担保の目的でしか取得していない者としては，会社に対してはともかく，当事者間でそこまでの権利がないと考えるべきでしょう。」と述べられ，共益権の帰属に関しては未だに議論が絶えないところである。

[66] 菱田・前掲注(10) 147頁。

[67] 岩原紳作編『会社法コンメンタール７ 機関(1)』（商事法務，2013年）182頁〔山田泰弘〕。

⑵　議決権信託[68]

我が国においては，アメリカ法と同様に議決権のみの信託は許容されないと解されている。その根拠として，信託財産についての定義規定である信託法２条３項が挙げられる。信託財産とは，「受託者に属する財産であって，信託により管理又は処分をすべき一切の財産」であり，金銭的に見積もり得る積極財産でなければならないとされている[69]。そして，従来通説として支持されている見解（社員権論）に依れば，議決権を株主の地位から切り離すことができないと考えられているところ，議決権のみを信託財産として扱うことはできず，議決権単体での信託は許されないと説明されている[70]。ただ，現行法下においては，株式の信託自体は有効であると解され，このことにつき争いはないように思われる[71]。

株式の信託を用いることによっても，議決権と経済的持分の分離状態を創出することが可能となる。例えば，議決権留保をした上での自社株承継信託が挙げられよう[72]。会社支配権（議決権）はオーナーの手元に残しつつ，経済的利益（配当請求権等）は後継者に移すといったことが可能となり，議決権と経済的持分が分離される状態となる。他にも，一般的な投資信託においても分離状態が生じることが考えられる。その際，問題点として考えられることは，①実質株主（委託者）の意に反した議決権行使が行われた際の効力と，②長期間の信託契約の効力，そして③議決権信託の目的の三つであるように思われる。

①については，信託法30条において，「受託者は，受益者のため忠実に信託事務の処理その他の行為をしなければならない」と忠実義務の規定を設けているのに加え，受託者は善管注意義務（民法644条）も負っていると考えられる。受託者は受益者の投資収益の増大を図ることを目的として議決権行使を行っているが，投資収益の増大のためになす議決権行使と，委託者の望む議決権行使にずれが生じる場合も出てくるであろう。この際，議決権の指図権等の取り決めを事前に交わしていればそれに則れば良いが，そうでなければ「受益者のため」という目的[73]につき踏み込んだ議論が必要となるところであるように思われる[74]。

---

[68] 議決権信託に関しては，委託者から受託者に財産権が移転している点，議決権と経済的持分との間に分離状態が無いように思われるが，委託者からの資金を基に行われているという性質と，受益者は経済的利益を得るという性質に鑑みて分離状態があると考える。

[69] 浅野裕司「信託財産の意義と財産管理問題について」東洋法学39巻１号 1–29頁（1995年）。なお，本論文を検討するに，英米法上では議決権も信託財産として捉えることが可能なようにも思われる。

[70] 道垣内弘人『信託法（現代民法　別巻）』（有斐閣，2017年）36頁。

[71] 森田果「議決権拘束契約・議決権信託の効力」浜田道代＝岩原紳作編『ジュリスト増刊 会社法の争点』（有斐閣，2009年）102頁。

[72] 日本経済新聞2019年２月16日朝刊や，りそな銀行のホームページにて紹介がされている。https://www.resonabank.co.jp/hojin/service/bs/jisyakabu/giketuken/index.html（最終閲覧日2019年６月16日）。

[73] 道垣内・前掲注(70) 44–47頁。

[74] なお，一般的な投資信託銀行においては，議決権行使基準並びに議決権行使結果についてはインターネット上で公表している。

②については，数度の株主総会を跨ぐような期間設定がなされた信託契約の合理性につき検討が必要である。この点，我が国において信託契約の契約期間に関する規制は存在せず，信託期間につき委託者受託者間での自由な取り決めが可能となる。その際，議決権売買のところでも論じた通りであるが，議決権の代理行使（会社法310条）との関係性で考えた際に，少なからず問題が生じてくる。即ち，議決権にかかる代理権の授与は，株主総会ごとにしなければならない（会社法310条2項）とされているところ，当該規定との関係性を検討する必要があるように思われる。ただ，信託契約においては，受託者に株式の所有権が移っており，議決権の代理行使をしている訳ではない点には注意が必要となる[75]。上述のように，アメリカ法においては，存続期間に制限のある議決権信託が会社法並びに判例法上で適法とされるようになっている[76]。

最後に③の議決権信託の目的についてであるが，この点に関する我が国における裁判例として，大阪高決昭和58年10月27日（判例時報1106号139頁）が挙げられる。本判決では，本件信託契約を「株主の議決権を含む共益権の自由な行使を阻止するためのもの」とした上で，「会社法の精神に照らして無効と解すべき」であると示している。このことから，裁判例では，議決権信託契約の目的に応じ，有効無効の判断が下されるものと推察でき，目的が著しく不当と判断されない限りにおいては，我が国における議決権に関する信託契約は有効なものと解して良さそうであり，この流れはアメリカ法におけるものと同じであるようである。

⑶　議決権拘束契約

議決権拘束契約とは，株主が総会における議決権行使の仕方につき合意し，ある目的に沿った決議成立を目指す契約であると説明がされる[77]。閉鎖会社やJV（ジョイントベンチャー）において用いられることが多いとされ，定款に議決権行使に関する規定を設ける以上に，柔軟かつ個別に契約を締結することが可能であるので利便性の観点からして有用に思われる[78]。例えば，A社が60％，B社が40％の出資を行いJVの設立をした際，通例に従うと議決権の過半を超える割合を有するA社が総会における支配権を保持することになり，取締役選任に関してもその全員をA社が選出することが可能となる。しかし，そのように対処すると40％という持分を保有するB社の意向が企業経営に反映されないこととなり，JVを経営していく上では不都合となる場面も想定される。故に，A社B社間で議決権拘束契約を締結し，株式保有割合に応じた取締役の選任を行うようアレンジすることも可能である[79]。

---

[75] 鈴木竹雄『商法研究Ⅲ　会社法（2)』（有斐閣，1983年）102–103頁。

[76] 前掲注(32）参照。

[77] 森田・前掲注(71）102頁。

[78] 会社法108条1項9号に定義される取締役等選任権付種類株式を用いることによっても，後述の例のようなケースに対応することが可能となるが，議決権拘束契約との差異は，柔軟かつ個別に対応できるか否かという点にあることを付言しておく。

[79] 森田・前掲注(71）102頁の事例を参照させて頂いた。

しかし，議決権拘束契約においては，まずその有効性の側面において問題が残るように思われる。通説的な見解によれば，「契約の目的・制限の態様などを考慮し，株式会社法の精神または公序良俗」[80] に抵触しない限りにおいて有効と考えられている。ただ，議決権拘束契約は一般に定款上に定められるものではないので契約撤回が自由であるなど柔軟に対応できるが，契約違反の際の問題解決等に法的問題が残る。この点，議決権拘束契約は債権契約にあたると考えられるので，契約違反をした場合には，その効果は当事者間にのみ及ぶと考えられ，会社に対して効力を持つものではなく，株主が当該契約に違反したとしても議決権の行使自体の効力に影響はないと考えられる[81]。つまり，契約当事者が契約違反をした際に，その解決には民法415条が適用されるに過ぎず，当該契約違反が即座に総会決議取消事由とはならないように思われる。加えて，積極的な契約違反（例えば，総会において賛成の票を投じる議決権拘束契約を締結したにも拘らず，総会において反対の票を投じた場合）と消極的な契約違反（例えば，総会において賛成の票を投じる議決権拘束契約を締結したにも拘らず，票そのものを投じることをしなかった場合）に差異を付けるべきなのかの問題も残るところである。この点，積極的な契約違反も消極的な契約違反もともに議決権拘束契約の内容に反していることに差異はない。ただ，これらの問題を解決する際に適用される会社法上の条文は存在せず，何れにしても民法の規定を適用した上での解決となるであろう。

我が国において，議決権拘束契約に関する明文規定は存在しないが，議決権拘束契約に基づく議決権行使の差止めの可否につき示した決定[82] がある。本決定によると，①議決権拘束契約に基づき議決権行使を差し止めることになれば，その影響は，契約当事者である債権者及び債務者にとどまらず，他の株主にも及ぶことになること，②本件の議決権拘束契約締結当時，議決権拘束契約に基づく議決権行使の差止めの可否について判断した判例は見あたらず，学説上はこれを否定する学説が優勢であったことからすれば，本件議決権行使の差止めを認めることになれば，法的安定性を害するおそれがあるとした上で，原則として差止めは認められないとした。しかし，加えて[1]株主全員が当事者である議決権拘束契約であること，[2]契約内容が明確に議決権を行使しないことを求めるものといえること，の 2 つの要件を満たした際には，例外的に差止請求が認められる余地があるというべきであると判示した。ただ，この考えにつき田中教授は疑問を呈しており[83]，株主

---

[80] 大隅健一郎＝今井宏『会社法論　中巻〔第三版〕』（有斐閣，1991年）79頁。

[81] 議決権拘束契約の効力についての詳細は，大森忠夫「議決権」田中耕太郎編『株式会社法講座第三巻』（有斐閣，1956年）903頁，西原寛一『会社法（商法講義Ⅱ）第二版』（岩波書店，1969年）229頁，大隅健一郎＝今井宏『新版会社法論 中巻Ⅰ』（有斐閣，1983年）68頁，森田・前掲注(71) 103頁参照。ただ，議決権拘束契約の効力の根拠が示されていないと批判するものもある。杉本泰治『株主間契約 株式会社法の人的基礎』（成文堂，1991年）362頁。

[82] 名古屋地裁平成19年11月12日決定（金判1319号50頁）。本決定の評釈として，太田洋「スズケン vs 小林製薬事件」中東正文ほか編『（別冊金融・商事判例）M&A 判例の分析と展開Ⅱ』（経済法令研究会，2010年）76頁がある。

[83] 田中亘「議決権拘束契約についての一考察―特に履行強制の可否に関して」岩原紳作ほか編『会社・金融・法　上巻』（商事法務，2013年）225頁。

全員が当事者となるのでなければ議決権拘束契約の履行強制はできないとする主張は説得力に欠けるとし，要件に課すべきではないと述べられている。しかし，議決権行使の差止めを行うことにより，他の株主を害するような法的安定性を損なう結果が生じることもあるであろう。故に，差止請求をし得る要件として筆者は同決定が示した要件が妥当であると考える。

また，実効性の観点からも議決権拘束契約には問題が残る。上述のような閉鎖会社においては，当該契約の実効性はあるように思われるが，株式分散度合いの高い株式会社（主に公開会社）においての実効性は果たしてあるのだろうか。そのような会社において対株主と個々に契約を締結することになると，そのコストは計り知れないものになるように思われるのに加え，議決権売買や議決権信託の際にも同様の問題が浮上してきたが，当該契約の効力期間についても検討を要する問題を含むものである。即ち，総会毎に議決権拘束契約を締結する必要があるのか，議題毎に契約締結の必要があるのか，または，株式を手放すまで効力を有する議決権拘束契約を締結することが可能なのか，など解決すべき問題は少なくない[84]。

実際のところ，アメリカにおいては菱田教授が紹介されたように8つの類型に該当する場合には議決権拘束契約は無効であると解されている。加えて，フランスにおいては脚注(60)に記載の判断根拠を考慮する必要があるところ，我が国においてもこれらの類型に対し検討を加える必要が生じてくるであろう。また，議決権拘束契約を締結する当事者は株主に限られるのか否かも問題となってくる。すなわち，①契約当事者双方が株主である場合，②契約当事者の一方が株主で他方が株主ではない場合，③契約当事者の一方が株式を発行している会社である場合など，様々なケースが想定できる。さらに，議決権拘束契約に対価を伴わせるとするならば，これは本稿において論じてきた議決権売買にあたるところ，当事者の合意の上で対価をいわば契約の実効性の担保として用いた場合の対処など，この点については今後の検討課題となる。

(4) 基準日[85]

基準日の制度は一般に，「基準日における株主名簿上の株主を当該権利行使に限って固定化する

---

[84] この点森田教授は，森田果「株主間契約（6・完）」法協121巻1号，24–25頁（2004年）において，「議決権拘束契約に特段の期間制限を設ける必要はないと考えるべきである。なぜなら，長期にすぎるものは，信頼関係破壊に基づく特別解約権を設定する（民法683条・651条参照）などの手段で対応すれば足りると考えられるからである。」と主張されている。確かに，我が国においては議決権拘束契約を規定する条文が存在しない故に，私人間による特別解約権等を用いての解決が良いのかもしれない。加えて，我が国における他の制度（例えば議決権信託）にも期間制限を設ける規定は存在しない。しかし，我が国においては，民法310条2項と平仄を合わせて検討していく必要が出てくるのではないかと考える。

[85] 基準日株主と会社支配の関係を論じるにあたり，本稿において触れる基準日と議決権行使日のギャップの問題以外に基準日後株主に対する議決権付与の問題も存在する。直近だと出光興産や大塚家具，TOYO TIRESなどの企業が基準日後発行した株式につき議決権付与することを決めている。なお，基準日後に発行の株式につき議決権を付与することに関しては，会社支配権の濫用等の問題を引き起こす恐れもあるが，本稿においてはこれ以上深く論じるのはやめ，他日に期したいと思う。

技術的制度」[86]であると説明がされ，我が国のみならず諸外国においても採用されている法技術である[87]。会社法124条に基準日に関する定義規定を設け，2項には基準日株主が行使することができる権利は，基準日から3ヶ月以内に行使されなければならないと定められている。我が国においては，決算期日を3月末とする企業が多数存在し，その決算期日を剰余金の配当及び定時株主総会における議決権の基準日とする実務が定着している[88]。このため，会社法124条2項との関係で，株主総会の集中日は一般に6月末とされている。

ここでの問題は，基準日と議決権行使日（株主総会日）の間に3ヶ月のギャップが生じていることであり，この3ヶ月のギャップを利用することにより，基準日の時点においては株主であるが，株主総会時点においては株主でない者が，総会において議決権を行使し得る状況が存在するということである[89]。

これに類似の状況は，株式の実際の売買を行わずとも，基準日跨ぎで貸株契約を締結した際にも生じる。いずれにせよ，日本における基準日制度が議決権と経済的持分の分離現象を創出し得る原因となっていることは疑いようがない。

基準日に関して諸外国に目を向けると，アメリカにおいては日本とさほど変わらないスケジュールで設定がなされているが，フランスにおいては，前述した通り，株主総会の2営業日前と設定がされている。この点，フランスにおいては基準日を利用した議決権と経済的持分の分離現象が生じ難い状況となっており，我が国における同様の問題を解決するに際し重要な示唆を与えてくれるものであると思われる。

⑸　貸株契約[90]

貸株契約とは，株式保有者（貸主）が，希望者（借主）に株式を貸与する一種の消費貸借契約であり，一般に，借主が受領する配当金等相当額は貸主に返還される契約である。借手が貸株契約を締結する主な目的は，株式の空売りを容易にするためであり，借手は市場において株式を売却するのが原則となっている[91]。当該貸株契約が締結されている間は，株主名簿には借手の名前が記載さ

---

86 山本爲三郎『株式譲渡と株主権行使』（慶應義塾出版会，2017年）14頁。

87 本稿第3章第3節において簡潔にではあるがフランスにおける仕組みにつき触れた。

88 浜田道代「新会社法の下における基準日の運用問題〔上〕」商事法務1772号4頁（2006年）。

89 例えば，創業家一族の経営権争奪を反映した取締役選任に関する株主提案がなされた大手家具会社の株主総会において，基準日時点では約11％の株式を保有していた機関投資家が，株主総会時点においてその保有比率を約5％まで下げていたにも拘らず，基準日時点での持株比率に応じた議決権行使をしていたという事例があり，この状況に対し疑問は残るところである。本事例については，弥永真生「基準日はこのままでよいのか」金融・商事判例1466号1頁（2015年）参照。

90 日本における貸株契約の先行研究としては，下記脚注の文献の他に，岩谷賢伸「エクイティ・スワップ，貸株取引を用いた議決権の取得と持分の隠蔽」資本市場クォータリー2007年夏号188-200頁（2007年）や，岩原紳作『商事法論集Ⅰ　会社法論集』（商事法務，2016年）127-152頁などがある。

91 福本葵「ヘッジファンドが主役の新たな議決権売買」証研レポート1651号40頁（2008年）。

れるところ，基準日を跨いで貸株契約が締結された際に，株式に付されている議決権につき，借手が行使するのか貸手が行使するのかが問題となる[92]。本来であれば，経済的持分を所有している貸手が議決権を行使して然るべきであると考えられるが，株主名簿上の株主は借手に移っている状況に鑑みると，事実上の株主は借手であるが故に，貸株契約を用いることにより，経済的なリスクを負わずして議決権行使が可能となっている。すなわち，「危険資本の拠出者が議決権行使の主体（経営者の選任者）となる，という会社法上の基本的な考え方・制度設計とは矛盾する結果が生じる」[93]ことになるのである。ただ，議決権行使に関する取り決めを貸手借手間で設けることも可能であり，名簿上の株主である借手に貸手が議決権の指図を行い得ることから，貸株契約の全てが議決権と経済的持分が分離している状況を創出するものであるとは言えない。

日本において貸株契約を買収防衛策に用いたケースとして「ニッポン放送 対 ライブドア」が記憶に新しいであろう[94]。買収防衛策とはいえ，議決権と経済的持分を一時的に切り離す行為に対しては，その制度や有効性に疑問が残るように思われる[95]。

いずれにせよ，現行法下において貸株契約の規制は存在しないことから考えても，議決権と経済的持分を切り離す手段の一つとして今後も利用されていくことになるように思われる。

⑹ 議決権行使書面売買

会社法301条１項に規定のある「株主が議決権を行使するための書面」そのものを売買する方法が議決権行使書面売買である。議決権行使書面売買に関し重要な点として，議決権を取引するという点で議決権売買と類似の構造をとりつつも，議決権そのものの売買ではなく議決権行使書面の売買であるところが挙げられる。即ち，真の議決権保有者ではない者が，書面を購入したことをもって議決権行使をする状況が創出されるということであり，議決権に関し何ら権利を有さない者が議決権を行使し得ることになるのである。この点，無権利者の権利行使を助長する取引であると考え

---

92 井上聡「共益権と自益権の乖離（Empty Voting）」岩原紳作＝小松岳志編『会社法施行５年　理論と実務の現状と課題（Jurist 増刊）』（有斐閣，2011年）14頁によると，我が国において貸株契約が基準日を跨ぐ際には，借主は基準日前に対象株式を貸主に返還し，株式の名義を貸主に戻すのが一般的であるとされている。

93 岩﨑政明「有価証券の Hidden Ownership に係る課税問題」証券税制研究会編『証券税制改革の論点』（日本証券経済研究所，2012年）259頁。

94 本事例は，資本のねじれ状態にあったニッポン放送とフジテレビの関係を上手く利用し，フジテレビの親会社であったニッポン放送株の50％超を獲得したライブドアが，ニッポン放送を通じて子会社であるフジテレビの支配を計画したものである。その際，ニッポン放送が保有していたフジテレビ株をソフトバンクインベストメント社等に貸株契約を締結した上で貸し出すことで，ニッポン放送のフジテレビに対する議決権を事実上喪失させ，ライブドアによるフジテレビに対する間接支配の計画を断念させた。なお，本事例につき取り上げている論文として，例えば，佐藤勤「議決権と経済的所有権の分離」南山法学35巻３・４号86−87頁（2012年）がある。

95 筆者が思うに，民法94条２項の通謀虚偽表示に類似の構造を創出しているのではないかと疑問が残るところであるが，これ以上深入りするのは避けておく。なお，日本以外でのケースだと，香港におけるものが存在するようである。詳細については，福本・前掲注(91) 41−42頁を参照されたい。

られ，公序良俗違反（民法90条）により当該売買は無効と評価することが可能であると考えられる。しかし，実際の株主総会の現場では，株主総会の規模等の問題から，議決権行使書面を持参した者を株主と推定し，特段真の株主であるかどうかのチェックはほとんどなされないことになっているようであり[96]，実際のところ，株主総会におけるイベントや記念品目当てにインターネット上で議決権行使書面を購入することで，株主総会に参加するという事例が存在するようである[97]。

以上のことを踏まえた上で，議決権行使書面売買が認められるべきなのかにつき検討を加えていく。議決権行使書面は株主たる本人しか使用することができないとされているにも拘らず，現状として当該書面が売買され，それを購入した者が株主総会に参加する事例があることは上述した通りである。現行法上においては，議決権を有する株主が他者に議決権を行使させる際には，会社法310条のような議決権代理行使規定が厳格に定められているところ，議決権行使書面売買はこの厳格な規定を潜脱するような形になると思われる。そもそも議決権行使書面の趣旨は，株主が地域的に分散し，自ら株主総会に参加することができないといった株主が多く存在することから，そうした株主の意見を株主総会に反映させるべきであるというものであるとされており[98]，株主本人が議決権行使をすることが前提となっているように思われる。これまでの議論をまとめると，議決権行使書面売買に関しては，議決権行使書面の制度趣旨や議決権代理行使の規定に鑑み無効とされるべきであると考える。ただ，現状として議決権行使書面売買が行われているところ，当該売買によって得られた書面によって行使された議決権については，現時点において争われた事例が存在しないので，総会決議取消事由に該当するのか等今後さらに議論が深められていくべきであろう。

5．おわりに―結びに代えて―

本稿は，議決権と経済的持分の分離に関する序説的考察と題して，アメリカとフランスにおける諸制度の説明，そこから得られた示唆を基に日本法において当該分離を創出する制度につき若干の考察を行った。アメリカにおける３つの制度は，企業の独占に繋がり不公正な支配構造を創出するとして法律によって禁じられてきたが，時代の流れにより変化を遂げてきている。一方，フランスにおいては議決権につき未だに厳格に考えられており，基本的には株式から議決権を切り離すことはできないと解され，本稿で取り上げた諸制度にはそれが現れている。こうした相反するアメリカとフランスの制度を踏まえた上で，我が国における議決権と経済的持分の分離につき論を進めてきた。

ただ，本稿においては議決権と経済的持分の分離といった壮大な問題に対する若干のアプローチ

---

96 実務家による説明が以下のホームページでなされている。https://business.bengo4.com/practices/179（最終閲覧日2019年６月16日）。

97 近年，大手フリーマーケットアプリのメルカリに，議決権行使書面の出品が認められた。日本経済新聞2017年６月14日朝刊19面。

98 岩原紳作編『会社法コンメンタール７ 機関(1)』（商事法務，2013年）74頁〔青竹正一〕。

に留めざるを得なかった。本稿執筆の際に得られた新たな問題に対する詳細な検討についても，今後の筆者の検討課題としたい。