

信託された株式の議決権行使の諸問題

橋 本 孝 一

1 株式所有形態の多様化

第二次世界大戦の終結によって、わが国企業の株式は、いわゆる財閥中心の所有から、一般大衆の所有へと変ったことは周知の事実である。そして単に少数の株主が多数の株主に増加したことのみにならず、新しく株主となった層も厚く、また全国的に広域化した。さらに国内にとどまらず、国境を超えて、外国株主・外国株式の形で国際化した。

その結果、株券の所有、株式の管理、名義の使用方法など、多様複雑となり、記名株式における株券、株主名簿上の名義も、従来と変ってきたことも確かである。

本稿においては、記名株式における株式管理の形態を比較し、現行商法の株主名簿上の名義登録の意義を吟味し、株主の個々の権利行使とのつながりを検討しようとするものである。

(1) 株主の直接的な株式管理

記名株式は、これを所有する者すなわち株主の住所・氏名を株券および株主名簿に記載しなければ、株主は会社に対して株主たることを主張し得ないことから（商 § 206）、記名株式である限り、いかなる状態においても、株主の名義が登録されている。そして名義人と所有者が異なる場合に、名義書換の問題が生じるわけである。

この形式の株式管理の方法がもっとも一般的なもので、株主名簿にいったん自己の名義が登録されると、株主としての個々の権利行使は、原則として株主名簿の記載によるから、それ以後は株主は株券の管理だけで足りることになる。

(2) 代理人による株式の管理

上述のように、記名株式は株主名簿への登録によって、株主としてのその後の権利行使には、必ずしも株券を要さない（例外として株式併合等の場合の株券提出がある）から、株主はその株券を自ら保管・管理せず、他人に管理させても、通常の権利行使に差し支えることはない。とくに現行商法は株式の移転につき、株券の占有を中心にした善意取得の制度を認めたから、証券等の安全な保管手段を有しない一般株主は、銀行、証券会社等の貸金庫を利用したり、さらには代理保管（保護預り）制度を利用したりすることが、かなり普及している。

また株主の権利行使の現れとして、会社からの諸通知の受領があるが、これを他人に委託する方法として、常任代理人の設置も利用され、この場合には、常任代理人は商法上株主の住所（正しくは商§ 224 I 後段の住所になると思われる）の一部として登録される。

いずれの場合でも、株券および株主名簿上の名義は、株主そのものである点において、発行会社の側からすれば、株主の直接的な管理の場合と同じである。

(3) ノミニー利用による株式の管理

記名株式は株券および株主名簿に、株主の名義を登録する点に特色があることは前述したところである。そして株券の管理を株主自ら行わず、代理人に管理させ、もっぱら株主と株主名簿上の名義のみで結びついていくとなると、登録される名義は、必ずしも株主固有の姓名（もしくは法人名）と同一でなく、他人の名義を使用する形態も生じてくる。とくに株主に代って株券を管理する者が、自己の名義もしくは常用している名義を、組織的に貸与する方式が出現するに至って、普及の歩を早めることとなったものである。

この場合、株主が借用すべき名義を、ノミニーと称し、アメリカにおいては、すでに、50年近い歴史があるとされる。ノミニー借用の結果として、株主はノミニー管理機関を経由して、会社に対する権利を行使する形をとるのが一般的のようである。

(4) 信託による株式の管理

株式は私法上の財産権であるため、信託の対象となることはもちろんである。一般的に株式の信託といわれるもので、元来、株式を化体した株券の信託によ

り、その裏にある株式そのものに信託関係が成立して、一定の目的を果すところから発生したものであるが、信託された金銭が、その過程において株式に変る形式のものもあって（証券投資信託、年金合同運用信託など）、徐々に拡がりつつある。

また企業の従業員が、その企業の株式取得を目的に金銭を信託し、一定の時期の株式の買付により金銭が株式に変っていくものもある。従業員持株信託といわれるものである。もちろん信託の形式をとらず、参加従業員が任意の団体を結成し、その団体の名において、金銭なり株式なりが管理される形式もあるが、内容的には、信託の場合とさほど変らない。

いずれにしても株式が信託されると、株券の引渡によって株式が受託者に信託譲渡され、委託者、受託者（場合によっては受益者も）が、信託法上の関係人となり、以後、受託者によって株券を中心に株式が管理されていくものである。

2 株式が信託された場合の名義と株券の関係

(1) 信託目的と株式の権利内容

株式の信託は、信託法の下において有価証券の信託として位置づけられている（信託法1条、3条、業法4条）。いわゆる株券の信託といわれるものは、そもそも信託の成立が、株券の存在を前提とするもののようにすら見受けられる。しかし株券の信託といっても、受託者によって管理されるものは、たんに物理的な株券ではなく、またその交換価値だけではない。それは信託の目的が、財産の処分を目的とするものばかりでなく、長く受託者によって管理されるものもあるはずで、むしろそれが信託の基本であるといつてよい。

そのように考えると、形の上では、株券の引渡しによって成立する株券管理信託も、管理される対象は株券だけではなく、中心は株券が表象する株式であるということになる。受託者によって現に管理されている株券は、株式の信託を維持・全うするための一つの手段に過ぎなく、重要なのは、これから派生する株主としての権利の確保ということになる。

(2) 株券管理信託の場合

株券管理信託は、信託関係における委託者の株券を受託者に移転し、以後、受託者がこれを管理することにより、信託目的を遂行しようとするもので、受託者は自己の名において、信託目的にしたがった管理する点に重要性がある。

このため株券の交付により、株式は受託者に移転する。そして受託者は取得した所有権にもとづき、これを自己の名義に書き換える。株式の名義書換は株式移転の要件ではないが、受託者は信託法第1条の規定を遵守するために、株式取得後の履行行為として、名義書換を行うのが、株式の管理行為として、必要、適切な手続であるからである。したがってこの場合には、株券・株主名簿ともに受託者の名義となり、受託者は株主名簿上の株主として、株式の発行会社とも関係づけられる。

株式の名義書換に追隨して、信託財産の表示を行うのが例であるが、信託財産の表示は、株式の移転とは直接関係がない。信託表示によって受託者の財産と区分することにより、委託者すなわち信託財産を保護するためのものに過ぎない。

(3) 株券処分信託の場合

株式が財産権の一つとして輾転流通することは、商法の定めるところである（商204）。

株券の信託は、株式の管理を目的とするものが中心ではあるが、長期の管理でなく、比較的短い期間内に、もっとも有利に株式を処分するために信託することもあり得る。一般に株券処分信託といわれるもので、この場合には、受託者が株券の処分ができれば、一応信託目的は達し得るわけだから、受託者への株式の移転は必要であっても、株券および株主名簿の受託者への名義書換は、必ずしも必要でない。

もちろん株券処分の時期にもよるが、以上の理由から株券は、受託者の名義にせず委託者名義のままで、受託者がその株券を管理していくのが普通である。

(4) 金銭信託運用の過程で発生する株券信託の場合

信託の対象となる財産に、金銭が重要な地位を占めることは周知のところである。そして金銭がそのまま受託財産として、管理されることはほとんどなく、

その過程（貸付金）で金銭債権となり、あるいは株券、社債券の有価証券に変わり、ときには不動産に変ることもある。

このようにして、株券によって株式の信託関係が存在している限り、その期間は、当然に株券等の名義は受託者となる。したがって、その期間だけをとらえていけば、前記した株券管理信託の場合と同じことになる。

(5) 証券投資信託の場合

わが国の投資信託は第二次大戦の前（昭和13年以後）にも例があるが、重要なのは戦後のもので、今日まですでに25年が経過し、受託財産も常時、龐大なものとなっている。

これを信託法もしくは信託の分類でみると、金銭信託の一種と考えられるが、証券投資信託の場合には、財産の大半を株券、社債券に投資し、また信託関係人としては、個々の投資者が委託者とならないで、受益者の地位にあることである。この場合、受益者の権利すなわち受益権の所有は、無記名式の受益証券の所持によって確定するため、その都度、受益者の意見を聞くことが不可能のため、これに代って委託会社が、本来の委託者の立場に立つことになる。

この場合にも、株券が信託財産となっている期間中は、その名義が受託者となっている。

(6) 株券振替決済制度の場合

証券市場の株券の取引を集中的に決済し、また株式投資家の株券管理を合理化する目的で、すでに世界各国においては、株券の振替決済制度が具体化しており、かなりの歴史を有する国もある。

わが国においては、すでに20年の検討と、試験的実施の過程を経ているが、まだ本格的実施には至っていない。また株券振替決済のための法制の整備が終っていないため、かりに実施した場合に、どのようなスタンスに立つのかははっきりしない。いわゆる混蔵寄託を基礎にするということで、東京証券取引所（東証）が試案を公にしているが、この考え方に立つ場合でも、わが法制の下では、信託の思想を基礎に置かないと、スムーズにいかないのではないかと考える。

いずれにしても、株券振替決済制度においてプールされた株券の名義は、プ

ールされる機関のものとされる。プールされる機関というのは、この振替決済だけを目的として、設立される特別の法人になるものと思われるから、プール機関の名義の意義は、ノミニーに近いものと考えられる。

これはまた商法の側から見れば、記名株券の無記名化現象の一つということもできる。すなわち、ノミニーという株券上の名義があっても、全部の株式を一個の名義（ノミニー）に集約するわけだから、そこには個々の投資家を区別すべきものはない。投資家から見た場合、自己の所有すべき株券が、所定のプール機関にあることがわかっていれば十分で、それがいかなる名義によって、株主名簿に登録されているかは、さして問題ではないということになる。その限りでは無記名株券がプールされているのと、なんら異ならない。

株券振替決済の場合、集中して管理される株券の名義は、ほとんど一個のノミニー（試案では日本証券決済株式会社）に書き換えられ、株主名簿にもそのノミニーが登録される。また実質株主たる投資家の交替があっても、譲受人が振替決済の集団に参加するとすれば、そのノミニーは、譲受人たる新しい投資家のためにつづけて使用され、あらためて名義書換は行われない。

3 議決権行使に関する法的規制

(1) 代理人による議決権行使

株主総会における株主の議決権行使が、組織法上重要な権利であることは当然である。商法は株主の議決権を明定するとともに、この権利行使について代理人によることも認めている（商 239）。できるだけ議決権参加の機会を与えるために他ならない。株主議決権の性質については、学説上いろいろな考え方があるが、いずれの説にしても、株主の権利として重要であることは否定できないし、それだけに、株主に行使の機会を失わせないために、代理人による行使を規定したのと考ええる。

もちろん商法は株主の代理権授与につき、包括的・長期的に与えることを認めず、総会ごとの授權を定め、また会社に対する関係では、書面による授權の証明を規定している（同条3項）。

この場合には、それぞれの総会において発生する株主の議決権につき、その行使面をおさえて、代理人に行わせるもので、議決権そのものが代理人への移転の対象となるものではない。

(2) 特別利害関係人の議決権行使

株主総会において、決議の対象となる事項すなわち議案が、株主の地位をはなれて、個人の立場においてもかかわりが生じる場合に、商法はその議決権行使に利害関係があるものとして、その行使に制約を加えている（同条5項）。なにが特別利害関係となるかについては、その議案ごとに、内容と株主の立場とを検討するしかないが、利害関係が生じる場合に、株主本人と代理人のどちらに議決権行使の制限をうけるかについて考えると、本人に生じたときは当然うけ、代理人について生じたときには、授権の方法にもよるが、一般的には行使の制限をうけると考えるべきであろう。

(3) 議決権の不統一行使

株式を所有する場合に、単なる一個人の所有から共有へ、そして数百、数千人の団体的結合による総有の形に発展して、いろいろの所有の形が現れるに至っている。株主は株式会社の構成員として、株主総会の場において議決権を行使することにより、それぞれの意見をできるだけ反映させるのが、第一段の方法とされる。

その場合に、株主が単に一個人であれば、反映される意思も一つとなるが、前記のように複数の者が団体を構成して、一本化された名義で株式を所有する場合には、意思の反映も同一でない場合がある。このため商法は株主総会の決議の際の議決権行使につき、賛成か反対の一つの方向に、統一しなくてもよいものとしている。いわゆる議決権の不統一行使といわれるものである（商239の2）。この規定は株数が2株以上の場合に認められるが、多数の所有者たる委託者から株式を信託されている場合には、それぞれの信託目的遂行のためにも、有用な制度である。とくに商法第239条の2の規定は、信託の場合には、会社はこの不統一行使を拒み得ないものとしていることであり、この規定によって委託者の意思は、信託財産管理の上で、より効果的に発揮されることになった。

(4) 証券投資信託法による規制

証券投資信託が金銭信託の発展した形として、特別立法により確立されたことは周知のところである。この制度で特色があるのは、前記したとおり実際に金銭を信託した、委託者たるべき投資家は受益者となり、これら受益者の有すべき委託者の事務を委託会社（本稿においては法の規定どおり委託会社とした）が代って行うことにより、委託会社、受託者そして受益者の三者が信託関係人となっていることである。

これは証券投資信託の受益者を示す受益証券が、無記名式であるのを原則としているため、通常の受益者の権限を管理する機関として、委託者を置いたもので（投資信託法4、12）、法は議決権の行使について、委託会社の指図権を定めている（同法17条の2）。この指図は株主名簿上の株主たる受託者の議決権行使の方法を、委託会社が受託者に対して指示するもので、委託者が自ら行使するものでないこと当然である。もっとも受託者から交付される委任状によって、現実に株主総会の場合において、委託会社が議決権を行使することは不可能ではないが、この場合、形式的には代理人による行使に過ぎない。

(5) 独禁法による規制

独禁法によれば、金融を営む業者は、国内の会社の株式を、その発行済株式数の100分の5を超えて所有することを、禁止されている（独禁法11）。しかし、金融機関による所有であっても、信託財産として委託者のために所有し、かつその株式の議決権につき、受託者たる金融機関が行使しないで、委託者が行使する場合には、上記の制限は解除される。

この規定は株券の信託により株式を取得した場合に、議決権を委託者に行使させることにより、独禁法がねらっている金融機関の企業支配からの回避が図られるからである。したがって、株券の名義上は受託者でありながら、ここに規定された株式数を超える場合には、株主名簿に登載されていない者が議決権を行使するわけだから、実際に議決権を行使するに際しては、その行使者が信託関係における委託者である旨を、受託者が証明することになる。

(6) 議決権信託に関する規制

わが国においては、議決権信託に関する明文の規定は、商法にも信託法にもない。また株券の信託に関する事例も増えたとはいっても、決して一般化しているとはいえない。

このため、議決権信託の定義そのものにも、軌を一つにしているとはいえないといえるであろう。しかし具体的な株主総会の議決権だけを信託するという狭義の議決権信託が、わが国で認め得ないことは、ほぼ一致している。したがって信託法上の受託者に、議決権を行使させようとする場合には、株券の管理信託の方法をとるか、それに至らないときは、受託者たるべき者に議決権代理行使の委任状を交付して、代理人による議決権行使の形式をとっているのが実状である。

問題になるのは、議決権の行使を重要な信託の目的の一つとして、相当な時間（たとえば3年間とか）、株式を信託し、その間に発生する株主総会の議決権その他の株主の権利行使を、すべて受託者の管理に委ねるという方法である。この場合にはその期間の長短に関係なく、その間は、一応株式全体が信託の目的となっているわけだから、適法というほかに、場合によっては、有用な方法であるといえるかも知れない。

4 信託された株式の議決権行使

(1) 受託者（名義人）による行使

株式が信託されると、株券と株主名簿の名義は、受託者のものとなるのが普通の形である。本稿においてもそのことを前提とする。

株式が信託の対象となる理由はいろいろあるが、代表的なものは、長期的な株式管理を目的とした、いわゆる株券管理信託の方法によるものである。

株券管理信託は、株券の内容ともいえるべき株式から派生する個々の権利のすべてを、受託者が管理するものであるから、議決権も管理の対象となることに異論はない。したがって特別の事情がない限り、受託者は信託目的にしたがって、自ら議決権を行使するのが原則である。その限りでは株主名簿上の名義人と、議決権を行使する者とが一致することになる。

そして信託される目的が、それぞれの委託者によって異なることが予想されるところから、受託者の議決権は常に一つの方向に向って行使されるとは限らないし、またその必要もなく、商法もそのことを予想して、すでに法律的手当をしていることは前述した。このため株券管理信託を利用する委託者(実質的株主)が、いかに拡大されても具体的な議決権行使について障碍となるものはない。

もっとも信託契約の内容として、受託者の行使の方法、行使に至る委託者の指図等を定めている場合(たとえば従業員持株信託の場合)もあるが、これらは信託関係者間の契約の問題であって、株式の発行会社までも拘束するものではない。ただ独禁法のように、一定の株式数を超えるものについては、受託者(名義人)の行使を認めないのみか、その株式の所有すなわち信託の成立すら認めないから、このような場合には、株券の名義人でない委託者の議決権行使となる。したがってこの分だけ、受託者(名義人)によって行使される議決権の個数が減少することになる。

(2) 委託者による行使

株券の名義が受託者となっておりながら、その名義人が株主総会ごとに派生する議決権を行使しないで、名義人でない者が行使するのがこの形式である。この形式は株主名簿を通じてのみ、株主を管理している発行会社にとっては、変則的な権利行使の容認ということになる。

ノミニー、架空名義株式の場合の、株主本人による議決権行使は、その名義そのものが架空のものであって、その裏には常時株主本人がくっついているわけだから、株主本人の行使は、あくまでも株主が誰であるかが確定したことに過ぎないと考えられる。もっとも株券管理信託の過程で、ノミニーを利用することが将来あるにしても、ここではその問題はおくとして、単なるノミニー、架空名義の問題として考えるものである。

信託の場合に、株券の名義人たる受託者が、議決権を最初から行使しないで放棄したり、行使者を誰かと定めたりするケースは極めて少ない。もちろん他人に代理行使させることはあっても、最初から受託者が行使しないとする信託契約の内容のものは少ないはずである。また委託者の指図によって、受託者が

行使するという（投資信託の場合のように）ものでもない。

この例として挙げられるものに、前記した独禁法の規制のため、その規制回避の方法として、株券管理信託が結ばれることが考えられる。

この典型的な例として、株券管理信託の受託を予定している金融機関が、株式発行会社の発行済株式総数の100分の5を超えているような場合において、さらにこれ以上に株式の信託をうけようとすれば、その分に関しては、最初から議決権は委託者自ら行使するものとして受託しなければならない。なぜならば独禁法は取得または所有を認めない趣旨のものであるからである。

この場合には受託者は最初から議決権行使を管理の目的に含ませないものとして、株式の信託を受託しているものとみななければならない。もちろん、発行会社の発行株式数の増加、受託者の所有する株式数の減少もしくは他の委託者が、自ら議決権を行使することに変更されたりするから、このような約束は絶対的なものではなく、したがって受託者は、永久に議決権を行使しないとする必要はないと考える。

実際にこのような状態になった場合、記名株式の株券管理信託の委託者は、どのようにして議決権を行使するかであるが、名義人たる委託者の委任状によって、表面上は代理行使の形式をとらざるを得ないものと考ええる。それは本質的には代理委任ではなく、委託者たる実質株主の行使であって、かりに委任状の交付をうけても、内容的には委託者であることの証明の意味しかないといつてよい。その場合に委託者がかりに株主でない場合、会社の定款で代理人は株主に限る旨の定めがあっても、その規定は働かないと考える。さらに委任の方法についても必ずしも商法のいうように、総会ごとの委任である必要はなく、包括的な委任であってもよい。

(3) 第三者による行使

狭義の議決権信託が認められないわが国において、議決権を信託関係人たる受託者・委託者あるいは受益者のいずれでもない第三者が行使することはない。

現在ではなくなったが、昭和42年の改正以前の証券投資信託法の下では、信託された株式の議決権について、受託会社は通常は議決権を行使せず、発行会

社から委任状の勧誘があった場合においてのみ、発行会社に白紙委任する形式で委任状を交付していた。この白紙委任は実体的には第三者による議決権行使といえないことはない。投資信託が発足した昭和26年以降、この方法をとってきたわけだから、ほぼ慣行化されていたとみてよいであろう。

これが慣行化してきた理由はいくつかあるが、重要なのは商法の規定との関連である。すなわち証券投資信託においては、本来委託者の指図によって、受託者が具体的に管理あるいは行使するのであるが、多数の委託者、多数のユニット（投資集団）の分を信託財産として受託している受託会社は、それぞれの委託会社の指図によって議決権を行使しようとするときは、一つの株券上の名義人たる受託会社は、それぞれの議案につき、賛否のいずれかに統一されない行使も発生し得ることになる。

したがって不統一行使を認めない当時の商法の下では、必要な場合にのみ、発行会社へ白紙委任状を交付することによって統一し、会社から特別の勧誘がない場合には、あえて行使しないとしていたものである。現在のように不統一行使を認める商法の下では、委託会社の指図、これにもとづく受託会社の行使、あるいは委任状を交付して代理行使させることも可能である。その結果が賛否の両方に不統一に行使されても問題はない。

信託された株式の議決権を第三者が行使することはないにしても、委任状を交付することによって、第三者による行使と類似した形が、實際上利用されていることは事実である。とくに株主総会の決議事項が、一定数の株式数を有する株主の出席を必要とする場合に、発行会社が株主に対し委任状の提出を勧誘する場合において、一般の株主と同様に、信託の受託者が委任状を交付して第三者（会社が指定する代理人）に行使させることは一般化されているところである。

5 む す び

(1) 信託の広がりと法的規整

自己の財産権を他人に信託することが、金銭の信託から始まり有価証券、不

動産へと広がっていることは事実で、また信託を利用する委託者および受益者の層も、広くかつ厚くなっていることも否定できない。とくに証券投資信託の盛行により、株式の信託が高いウェイトを占めていることは重要である。

これは信託法の立場から見て当然であるが、株式と株券が基礎をもつ商法の立場からしても、極めて重要である。とくに記名株式を主軸とするわが国の株主名簿の下で、株主名簿にもとづいて付与される、個々の株主の権利行使が、どのような形で行われるかということが問題である。

たとえば株主総会における株主の議決権について考えてみると、株主名簿に記載された受託者名義の議決権が、そのまま受託者によって行使される場合にはさして問題ではないが、これが委託者によって行使されたり、あるいは実質株主ともいうべき受益者に、分散して行使されることになると、会社としては権利行使者をどのようにしてとらえるかという問題が発生する。ここに商法とこれを取りまく他の法的規制との調整の問題がでてくる。

(2) 調整のポイント

株式が信託の対象となる場合に、受託者の管理は単に株券のみならず、株券の裏にあるべき株式、すなわち株主の権利すべてに亘ることは当然である。したがって株主総会の都度発生する議決権も、当然受託者の管理から出発することになる。

一方、発行会社は株主名簿の記載にもとづいて総会の議決権者を定めることになるから、株式が信託されている場合、その名義人が受託者であれば、発行会社の側から見れば、名義人が議決権の行使者でなければならない。否、現実に行使するのが名義人でない委託者もしくは受益者（いわゆる実質株主）であるにしても、その行使は名義人の名において行使されるか、名義人の発行する委任状によるべきである。

株券の利用価値を高めるために、信託を含めて、いろいろな株券管理の形態が現れるであろうが、信託関係が成立する過程からすれば、信託の基礎には受託者への信頼があるわけで、受託者による権利行使は、委託者の意思が常に反映していると考えるのが基本的である。しかし集团的かつ広範囲の信託利用に

よって、受託者による権利行使は徐々に修正されつつあると見てよいであろう。実質株主に対し、直接に権利行使の機会を与えようとする傾向と考えられる。

その場合に信託の対象となっているのが株券であり、かつ記名式であるところからすれば、株主としての権利行使者は、少なくとも株主名簿から手の届く距離の者すなわち株主名簿上の株主をカナメにして、行使者が誰であるかを考えるべきである。いうなれば株式の名義から離れて、議決権のみが一人歩きすることは、記名株式制度に反すると考えられるからである。この点に調整のポイントがあるのではないかと考える。なぜならば記名株式の株主名簿は、その名義が誰であるかが公開され、株主・債権者は常時自己以外の株主の氏名、住所さらに所有株式数等を知り得る状態にあるからで、株主名簿の記載・備置そして閲覧の制度の意義もそこにある。

(3) 株券振替決済制度への対応

株券振替決済制度がいかなる仕組みによって実施され、その立法措置がどのような内容になるかは、まだ想像の領域を出ない。しかしいつかは立法化されて、具体的に機能するであろうと考えられる。すでに東証は混蔵寄託方式による試案を準備し、一部には立法化の動きすら感じられる。

株券の振替決済がかりに混蔵寄託の方式をとるとして、所定の機関（中央受寄機関）に集中し、プールされた株券に対する投資家の権利関係が、民法上の共有関係によって組成されとしても、その関係者間においては、信託に類似する基礎すなわち信頼関係があることは、否定することができない。その点において株式が信託された場合の議決権行使の問題は、振替決済の場合にもあてはまる問題である。

東証試案によれば、投資家のためにプールされた株券は、原則として受寄機関たる「日本証券決済株式会社（日証決）」名義に書き換えられる。したがって現行商法の下で考えられる株主名簿上の名義は、この名義一本に集約されるものと予想され、振替決済制度が浸透するにつれて、この名義の株主名簿上の株数は増加していくものと予想される。

他方で実質株主たる投資家には、株主総会の議決権行使を、直接に認めよう

というもので、発行会社から見れば、いかに実質株主とはいえ、本来の株主名簿にない者の直接行使を認めることは、まさに画期的なことである。また現行商法はこのような直接行使を認めていない。その限りでは日証決は、単なるノミニーで株主としての機能をもたないことになり、アメリカで利用されているノミニーとは若干異なることになる。

このため予想される立法措置としては、実質株主名簿（第2次名簿）を、本来の株主名簿（第1次）を補充するものとして、商法上も位置づけしようというもののようである。たしかに実質株主名簿（実際にはリストの形式）に記載された株主が、たとえ本来の株主だとはいっても、それは現行法が考えている株主名簿には登録されないものであるところから、この実質株主を発行会社との関係で明確に位置づけしなければならない。すなわち、第2次株主名簿登載の効力（たとえば商224条以下のような規定）をどのように規定するかであり、これにより実質株主による議決権等の直接行使を認める以上は、その前に、行使すべき株主の地位を、商法上明確にしておくべきであると考ええる。

そしてまた、実質株主名簿は本来の株主名簿に準じて、現行商法第263条に定める株主名簿の公開制度も適用され、他の株主、債権者等にも確認されることが必要である。当然のことではあるが、発行会社のかかわりあいも明確にされるべきであろう。それは株主名簿上の名義人たる日証決に議決権等の権限を認めないで、第2次株主名簿上の株主に行使の権限があるとする法制（考え方）の下では、その整合が必要であると考えからである。

株券振替制度の進展にともない、証券市場における株券受渡の合理化を図るとともに、これに参加する投資家を実質株主として、保護することはよいにしても、直接に議決権等の権利行使を幅広く認めようとする場合には、誰がどのような形で行使者となるか、発行会社、株主のためにも明確にしておくことが、商法の上で必要である。

（東洋信託銀行証券代行部長）

