法政大学学術機関リポジトリ
HOSEI UNIVERSITY REPOSITORY

PDF issue: 2025-07-31

エクイティと受託者責任の歴史的本質(第2回)株式はshare(分け前)か、stock(塊)か、equity(衡平)か

Watabe, Ryo / 渡部, 亮

(出版者 / Publisher)
野村アセットマネジメント研究開発センター
(雑誌名 / Journal or Publication Title)
ファンドマネジメント / ファンドマネジメント
(開始ページ / Start Page)
26
(終了ページ / End Page)
33
(発行年 / Year)
2004-12-25

「エクイティと受託者責任の歴史的本質」（第二回）
株式はshare（分け前）か、stock（塊）か、equity（衡平）か

法政大学教授 渡部 亮

近年の資本市場では、株式のことを英語で表現する場合、share や stock というよりも、equity ないし equities と呼ぶことが多くなっている。

株主資本を equity capital、株主持分を shareholders' equity、株式部門は equity division という。ファイナンス論の教科書などで equity capital というときは、普通株、優先株のみならず、内部留保も含めた株主資本全体を意味している。share や stock が株式といった具象的概念であるのに対して、equity は、広義の抽象的概念と理解した方がよいであろう。なお株式という具象物を指すときは equities と複数形になる。

Equity の語源は、平等や公平を意味するラテン語 aequus に由来するが、英国の法曹界において、エクイティは「衡平法」を意味する言葉として使用されてきた。後述のように、この衡平法は、中世以降コモンローの持っていた厳格な訴訟方式を補完し、原告の権利を救済する法体系として発展してきた。

コモンロー（common law）というのは、慣習法と判例法からなる英国の不文法体系であり、成文法であるローマ法（大陸法）に対比される。コモンローとは「イングランド王国に共通（common）の法」という意味である。またローマ法とは「ローマ市民の法」という意味であって、英国人はローマ法のことを市民法（civil law）と呼ぶことが多い。

1．Share と stock の意味

エクイティがラテン系の単語であるのに対して、share と stock はアングロサクソン系の単語である。このうち share は、主として英国において株式の意味で使われ、米国では株式を指して stock ということが多い。ちなみに普通株を英国では ordinary share、米国では common stock、また優先株を英国では preference share、米国では preferred stock という。

英国の証券市場で stock というと、持参人払い形式の債務証書の総称であって、株式（share）だけでなく社債（debenture stock）や国債（gilts）なども含まれる。ロンドン証券取引所（London Stock Exchange）では、株式のみならず国債や社債も取引したので、Stock Exchange という名称がついたのであろう。英国の金融界や実業界では、stock というと会計用語の在庫（米国では inventory）も意味する。

そもそも株式会社の前身は、英国における共同出資会社（joint stock company）だが、この joint stock の stock には、「一つのまとまった塊（single mass）」ないしは「金のなる木の株根っ子」というようなニュアンスがある。金のなる木の株根っ子の塊（stock）を、同業者や仲間同士が共有するのが joint stock company であった。したがって、均質な株式（share）という証券を多数発行する

前に、まず最初に、志を同じくする仲間の結合体という塊（stock）が存在したと考えられる。

share of stock という表現も使われるが、これは集合体としての塊（stock）が、個々の仲間の分け前（share）に分解されるといったニュアンスの表現である。共同出資会社が会社資本を持つということは、出資者が個々にバラバラではなく、一つの事業目的を持って、資金（まとまった資本の塊）を出し合ったという意味であった。

この共同出資会社では、出資者全員が経営に参加することはなく、会社専属の執行機関（取締役会）を持っていた。「まとまった資本の塊」は、株主持分として次第に独自の存在となっていったと考えられる。「まとまった資本の塊」の分け前としての株式が発行され、その譲渡可能性の高まりとともに、会社は、一片の株券（a share of stock）に分解されるようになった。特に分解主義的カルチャーと所有欲が強い米国では、株券は株主の個人的な持ち物に過ぎないとみなされる傾向がある。株式の持ち主（株主）は刻々と変わって行くから、株主とは切り離された存在として株券（株式）があり、それが市場で流通するわけである。

2．エクイティ発生の歴史

次にエクイティ（衡平法）の起源に関して、もう少し具体的にみてみよう。

英国では14～15世紀以降、土地の信託が盛んに行われるようになった。それに伴って土地の原所有者（委託者）と利用者ないし経営者（受託者）の間で、土地から上がる収益をどちらに帰属させるかという問題が発生するようになった。コモンローの伝統によれば、土地の信託使用を任された受託者が、法的な所有者とみなされたのであるが、それでは委託者に不公平であろうというので、徐々に救済が行われるようになった。

そしてヘンリー八世時代の1535年にはユース法（Statute of Uses）が集大成された。ユース（use）とは、土地使用から上がる収益ないし収益権を意味する言葉である。ユース法を現代風に意訳すれば「土地信託使用法」と呼ぶのが適当であろう。エクイティやユース法が出現したのは、不在地主の権利問題や女性・未成年者の土地所有問題など、新しい経済問題が発生するようになったのだが、そうした問題に対して、旧来のコモンローの訴訟方式では対応できなくなったためである。

たとえば、領主や修道士が戦地に出征したような場合、その領主や修道士は、もはや土地経営をしていないにもかかわらず、封建諸侯（Lord）への年貢（土地貸借料）の支払いを強いられた。また、その領主が兵士として戦死したような場合、その土地は封建諸侯によって没収された。そこで年貢の支払いや没収を回避するために、領主は自分の友人に土地経営を委託して出征するのが通常であった。この場合、領主およびその妻子が、現代風にいえば委託者ないし受益者（beneficiary）であって、領主に代わって土地を経営する友人が受託者（fiduciary）ということになる。この両者間の信任関係を規定したのが、上記のユース法の始まりであり、エクイティの起源でもある。

この当時は、そもそも女性・未成年者には土地の所有権が認められていなかった。先例を重視するコモンロー上も、信託を受けた友人（受託者）が土地の法的所有者（legal owner）であるとみなされた。慣習法であるコモンローによれば、不在地主である委託者（出征した領主とその妻子）よりも、現実に土地を経営管理している受託者（領主の友人）の方が、所有権を主張しやすかったのであろう。

しかし、領主が無事帰還した場合には当然のことであるが、かりに戦死した場合でも、その息子が成人に達したときには、あらかじめ約束された要領で、委託者の所有権が復活するはずのものであった。なぜなら領主およびその妻子は、その土地のエクイティ上の所有者（equitable owner）だったからである。この約束は、後の時代になると信託証書（trust deed）に記載されようになった。

かりに受託者（友人）が土地の返却を拒否したような場合、領主およびその親族は、国王に直訴したであろう。しかし、先例を重視するイングランドのコモンローは、極めて厳格であって、裁量的な救済措置を認めなかった。そのため14世紀頃までは、領主と友人の間の信頼に基づく約束（現代風にいえば信託契約）は履行されず、領主家族の権利が救済されないことが多かった。

３．衡平法裁判所の創設

こうした問題の解決に当たったのが、大法官（現代の最高裁判所長官）であった。当時の大法官は、国王の政権のもとで、首相ないしは国務長官の役割を果たす重鎮であった。そのため領主の遺族などから直訴を受けた国王は、首相ないし国務長官として信頼を置き、しかもコモンローにも通暁していた大法官に、直訴案件の解決を付託したのであろう（注1）。

大法官（Lord Chancellor）は、狭義の裁判官ではなく、また独自の裁判所を持っていたわけでもないが、往時において大法官は、通常僧侶がその任を務めていたから、裁きを受ける者の立場からすれば、「国王の良心の守護者」として、個別の直訴案件に対して公平にして、かつ良心的な救済判決を期待することができた。こうした受益者の救済が「エクイティによる救済」の由来である。

コモンローのもとでは、委託者（領主）の法的権利が限定され、過去の判例がないと受益権や所有権を主張できないという障害があった。また、兵士（領主）が死亡したような場合、遺言が残されていたとしても、第三者への遺産信託をコモンローは無効としていた。これは、長期間にわたって出征する兵士にとって、厳しく不利な取扱いであった。

かくして、コモンローでは複雑化した社会の新しい問題に対応できなくなり、さらに一方では、コモンロー裁判所の機能も、証人への賄賂、政治的圧力、コモンロー自体の不備などによって阻害されるようになり、敗訴した側が国王に直訴するケースが増加した。

このようにエクイティは、コモンローによっては法的権利を保護できないような信託問題に対して、大法官による裁量的救済措置を施すことから始まった。「エクイティによる救済」において、大法官の判断規範となったのは、社会的な公平性と良心であった。つまりコモンローをそのまま適用すると、法律上は合法ではあるが、良心的にみると不公平であるというようなケースで、大法官が公平性（equity）の観点から受益者を救済したのである。

実際に大法官は、受託者（領主の友人）がコモンロー上の所有者（legal owner）であると認めつつも、委託者（領主）との約束を実行すべきであり、約束を破る者は責任違反として追及した。コモンローの手続きでは、原告や被告など裁判の当事者に対する尋問が認められていなかったのだが、エクイティによる救済では、大法官が当事者を尋問する権限をもっており、出廷命令（subpoena）や判決に応じなかった者は、裁判所侮辱罪で大法官が収監して罰することができた。被告として召

喚された受託者は、大法官の前で宣誓して、彼が良心と道徳に従って行動したことを申し開くように迫られたのである（注2）。

この「エクイティによる救済」の判例集積をもとに、エクイティ問題を解決する「大法官裁判所」ないし「衡平法裁判所」（Court of Chancery）が創設された。そして1529年にトマス・モアが初代の世俗大法官として就任してからは、一貫したルールや解釈が確立されるようになり、それが詳細な規則として出版公表され、後の大法官もそうした先例に従って救済を行うようになった。

コモンローを補完する関係にあったエクイティは、1873‐75年の裁判所法（Judicature Acts）によってコモンローと統合され、英国法体系の基盤となった。

４．エクイティが株主持分権の救済に

このように、その昔土地や財産の信託関係において、原所有者（委託者）の権利を救済する状況が生まれ、それが、徐々に衡平法（equity）という法体系を形成していった。

前回の本稿でも述べたように、19世紀中頃になり、会社法の制定と有限責任原則の確立によって、準則主義の株式会社制度が確立した。さらには株主の権利（企業資産の持分権）が流動化するようになって、譲渡可能な有価証券としての株式が発生した。それに伴って、エクイティ（衡平法）の法理が、会社制度にも援用されるようになった。

一つには、株式を所有した当時の投資家層が、土地所有者層でもあったため、土地所有に関わる信託法理との類推から、株主資本の考え方にエクイティ法理を応用することを素直に受け入れることができたのではないか。

さらに近年になると、株式市場での流通取引が活発化するようになり、株式そのものがエクイティと呼ばれるようになった。もともとの信託関係は、富（資産）を保全するために結ばれた相対（あいたい）の金銭関係であったが、その関係が資本市場という公開市場に持ち出されて流動化し、今日的な意味でのエクイティ（株主持分）として再生したものといえる（注3）。そして株主は、会社（法人）の支配者ではないが、会社経営から上がる収益の受益者と位置付けられるようになった。

ところで、17～18世紀の企業形態は、勅許状や特別立法に基づく「特許会社」か、無限責任のパートナーシップや商人組合が中心であった。それに加えてもう一つの企業形態として「法人格という実体のない会社（unincorporated company）」が存在した。この「法人格のない会社」は、ユース法を根拠法として設立されたもので、大法官裁判所（最高裁判所）が、1673年にこうした会社の設立を認可したのが始まりとされる（注4）。

それが会社法の制定（1844年）によって、法人格を持った準則主義の会社として、いわば法的に認知されるようになった。ユース法を根拠法とする「実体なき会社」の延長線上に、法人という実体のある「共同出資会社」が設立されたわけだから、そもそもからして株式会社には、信託やエクイティの伝統が生きているといえるわけである。

５．信託は英国の発明品

信託やエクイティの考え方は、英米法の一大中心概念となって、大陸法には見られない特徴を形成した。この信託の考え方は、アングロサクソンの最高の発明品だとさえいわれる（注5）。

なぜ英国で信託の考え方が発生したのであろうか。それはおそらく1066年のノルマン人によるイングランド征服を契機として、中央集権的な封

建制が確立したことが原因ではなかろうか。ドゥームズデーブックと呼ばれる土地台帳が、ノルマン人によって整備され、土地の信託使用が相当に早い時期に始まったものと考えられる。

ちなみにドイツでは、同時期の1077年に有名なカノッサ事件が発生し、イングランドとは全く逆に、地方分権化の道を歩むことになった。そんな歴史的経緯もあってか、欧州大陸では「王国に共通な法」が発達せず、12世紀以降になってローマ法を継受する必要があった。それが大陸法となったわけだが、こうした経緯もあって、信託法理は、大陸欧州においては発達しなかった。ローマ時代には、会社が存在しなかったからでもある。

その英国でも、そもそも信託やエクイティの考え方が生まれた起源は、封建制にあったのだから、封建制が終焉した18世紀には、エクイティによる救済制度も終了するはずであった。ところが、封建制が瓦解する頃までに、コモンロー上の所有権とエクイティ上の所有権という二つの所有権を認知する考え方が、英国の法制度のなかに根深く浸透し、特に婚姻法や会社法などの分野で、応用範囲が広いことが認識されるようになっていた。そのため封建制崩壊にもかかわらず、エクイティによる救済が営々と続いたのであろう。

なおここで一言付け加えれば、「コモンロー上の所有権」とは、現代風にいえば経営支配権を意味する。エクイティ上の所有権はあくまでも受益権であって、コモンロー上の所有権や所有に関わる訴訟権は、受託者の側にある。

信託契約が存在する場合、信託財産に関する訴訟権や訴訟手続きは、受託者（trustee）にある（注6）。したがって、受託者が信託財産を不当に処分したような場合、受益者にできることは、受託者責任の追及にとどまり、原理的には、信託財産そのものを奪回することはできない。日本の信託法27条にも、受託者が信託財産に損失を与えたときの規定があるが、その内容は「損失の補填」と「信託財産の復旧」とされている。

株主（委託者）と経営者（受託者）との関係に関していえば、経営者がビジネスジャッジメントとして採った行動に対しては、それが不適当な判断であったとしても、株主は経営者の受託者責任を問うにとどまり、処分されたり流用されたりした会社資産を、株主が奪回することはできない。

ともあれエクイティによる救済の考え方は、時代を経るにつれて、会社経営における株主権の保護、特に少数株主権の保護として、現代的な株主資本の意味を持つようになった。コモンローだけでは、所有と支配の分離といった株式会社制度に固有の問題に、対応できなかったからである。

ただしエクイティは、その発生のルーツからして厳格なルールというよりも、良心に基盤を置く緩いガイドラインといった色彩を帯びている。経営者が、会社ないし株主に対して受託者責任を負っているというときにも、こうした緩い意味においてであって、株主が経営者の箸の上げ下げまで厳格に規制することはできない。そんなことをしたら、経営者のイニシアティブやリーダーシップは発揮できないからである。

６．所有と支配の分離

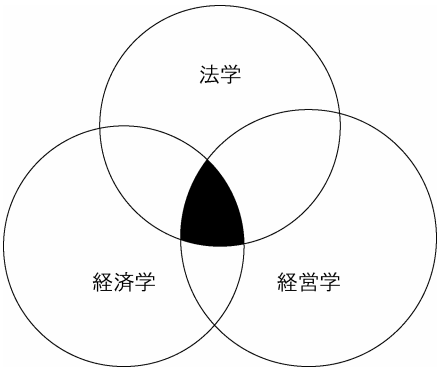
米国では1930年代に、証券法や証券取引所法などが制定されたが、この段階ですでに「株主による所有」と「経営者による支配」の分離対立といった事態が進行していた。株主責任は有限であるからこそ、株式会社は多数の投資家（株主）から資金を集めることができる。しかし反面、これら株主の経営に対する関心は薄い。法人としての権

利義務は、専門の経営者によって行使され、しかも経営者の強力な支配力が目立つようになっていたのである。

米国の法学者アドルフ・バーリと経済学者ガーディナー・ミーンズの二人が、1932年に『近代株式会社と私有財産』という画期的な書物を著して、こうした経営者支配の現実を喝破した。簡単にいえば、出資という行為と経営支配という行為は、全く別物であるという現実を活写したのである。これはアダム・スミスの時代の会社観とは大きく異なるものであった。

この書物は、今日のコーポレートガバナンス論の原点ともなったのだが、法学者と経済学者の共著という点に、この問題の学際的な特徴が象徴的にあらわれている。つまりコーポレートガバナンス論は、①会社が適法に経営されているかどうかという法律論、②会社が効率的に経営されているかどうかという経済論、③会社の経営に主たる影響力を行使するのは誰か、ないしは経営監視を円滑に行うためにはどのようなシステムを採用したらよいかといった経営組織論、こういった学際的な議論なのである（図表１参照）。

［図表１］ 学際的領域としてのコーポレートガバナンス



ここで経営支配権（control）というのは、突き詰めていえば経営者（その中でも特に最高経営責任者＝CEO）の任免権を指している。そして「経営者支配」というときには、この支配権を（株主ではなく）経営者自身が行使することを意味している。なお、バーリとミーンズの著書では、取締役（director）という単語が、現代の CEO を含む広義の経営者の意味で使われていた。

７．経営者不祥事

所有と支配の分離問題は、30年代以降しばらくの間、陰に隠れていたが、01～02年に起きたエンロンやワールドコムなどのガバンナンススキャンダルによって、今日的問題として再び脚光を浴びることになった。経営者は、株主の権限が経営者自身に及ばないことを熟知していたため、「株主のために会社を経営している」というレトリックを使って、自らの支配意図をカモフラージュし、実は陰で自己利益を追求するといった利益相反行為を犯したということになるであろう。

こうしたことが株主の受益権を著しく侵害する結果となったため、「エクイティによる救済」という古くて新しい問題を、再び表舞台に引きずり出すこととなった。

日々の経営執行に当たる CEO 以下の執行役は、会社の短期的な業績向上に主眼を置いて経営に当たる。執行役の報酬や地位は、会社の短期的な業績にリンクした形で決定される。取締役会のメンバーとして名を連ねる執行役（すなわち社内取締役）は、CEO と最高財務責任者（CFO）に二名くらいに限定される場合が多い、ということは、現在では取締役の大半が、社外取締役であることを示している。

日本では、この社外取締役制度がまだそれほど普及していないが、それにもかかわらず最近の商

法改正で、社外取締役制度を前提として成り立つ委員会等設置会社が、一足先にスタートした。

ちなみに、取締役会（board of directors）や会長（chairman）の語源は、共同出資会社の出資者たちが集まると、のこぎり台（X字型の木枠）を二台用意して、その二台の間に平らな板（board）を渡し、テーブルの代用品としたことに由来する。大きなテーブルや椅子が貴重品であったため、代用品で間に合わせたのであろう。この大テーブルを囲んで出資者たちが集まり、出資者のうち長老だけが肘掛椅子（chair）に座って、司会役を務めた。そのためchairmanと呼ばれるようになった。

米国では、経営トップのことをchief executive officer（CEO）と呼び、日本語では「最高業務執行役」とか「最高経営責任者」と訳す。CEOは取締役会会長を兼務することが多く、その場合にはChairman & CEOという肩書きが付く。CEOの次席がchief operating officer（COO）で、社長（President）を兼務する場合が多く、その場合にはPresident & COOという肩書きを使う。

８．プリンシパル・エージェント問題へ発展

信託の考え方は、一つの資産の上にコモンロー上の所有権（legal ownership）と、エクイティ上の所有権（equitable ownership）という二つ権利（二重所有権）を認めるという点で、英米法に固有のものであった。この二重所有権の考え方が、会社の二面的性格の原点ともなっている。

支配権者（経営者）と受益権者（株主）との間の関係を、エージェンシー関係、また両者間で起きる利益相反（conflict of interest）問題をプリンシパル・エージェント問題と呼ぶが、こうした名称は、法律論というよりも、効率性を追求する経済学的観点からの位置付けである。

経済学の議論では、株主をプリンシパル（本人）、経営者をエージェント（代理人）と位置付けているのだが、経営者を「単純な代理人」とか、厳格な意味での「狭義受託者」とみなしてよいかどうかには、議論の余地もある。

ともあれ、二重所有権の考え方は、英米法に固有のものであって、元来の大陸法の伝統の中には存在しない考え方である。したがって、大陸欧州の会社経営においては、プリンシパル・エージェント問題自体があまり起きないともいえよう。

英米法の場合、一つの資産に二つの権利を認めるのだから、利害の衝突（利益相反）はやむを得ないのだが、それをあいまいにしておいたのでは、受益者である株主の権利保護が明確にはならない。しかし、この関係を法律や契約によってがんじがらめにしてしまうと、経営者には裁量の余地がなくなってしまう。そこで、定款によって大枠は規定するものの、裁量的判断（business judgment）に関わる事項は経営者に任せ、その経営者に対しては、「広義受託者（fiduciary）」としての責任を課したものと考えられる。

つまり受託者責任という概念が、プリンシパル・エージェント問題を解くうえで鍵を握っているわけだが、この受託者責任は、次に述べるように、契約と信頼という二つの概念集合の重なり合った部分に位置するファジーな概念だといえる。

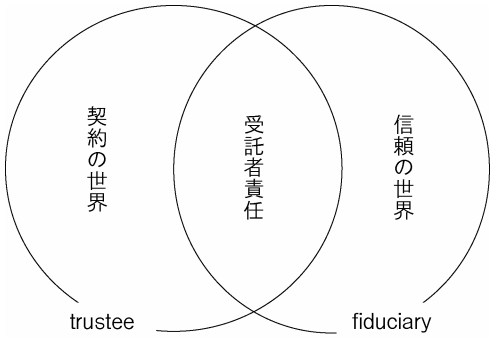
９．経済的効率性の観点

株式会社における経営者と株主の関係において、なぜ受託者責任という概念が重要かというと、会社という存在は、二面的性格を帯びているからである。会社は、一方では別個の独立した法人格（legal personality）を持つ反面、他方では株主（メンバー）の人的結合体（association of

persons）としての性格を持っている。この二面性を裁くのが会社法であり、なかんずく経営者と株主との関係が、会社法の中心テーマとなっている。そしてこの関係を解明する鍵が、ファジーな意味での受託者責任なのである。

もちろん一般的にいえば、プリンシパル・エージェント問題を法的に解決するには、信託証書（trust deed）という形で、厳密な契約を取り交わしておくことが考えられる。しかし、起こり得るすべての事態を想定して、完全な契約を作成することは不可能に近い。たとえ可能であっても、大変なコストがかかる。そこでアングロサクソン・モデルの会社制度では、信頼を基盤とする受託者責任とか信任義務と呼ばれる考え方が導入されたと考えられる。したがって経営者は、信託証書に定める契約法理の「狭義受託者（trustee）」ではなく、信頼法理を加味した「広義受託者（fiduciary）」である。

［図表２］ 契約と信頼の狭間を裁定する受託者責任



これは経済的な効率性を考えたうえでの措置といえる。つまり契約で経営者を縛り、契約の履行を強制するためには、監視コストや訴訟コストなど相当のコストがかかり、株主利益もその分侵食される。それよりも受託者責任という標準的かつ一般的な規定を置いた方が安上がりであろう。

もちろん受託者責任を全うさせるためには、経営者に対して金銭的インセンティブを与える必要がある。そういった意味では、この方法にもコスト（エージェンシー・コスト）がかかる。したがって、この経済的効率性の議論では、エージェンシー・コストをいかに節約して、株主利益を高めるかが一つの焦点となる。

10. 日本にとっての受託者責任の意味

日本は元来、大陸法を受け継いだ国だが、第二次大戦後に英米の会社法の考え方が商法に移入され、受託者責任の考え方も、接ぎ木的に採用された（この点に関しては次回に述べる）。

また近年、日本は貯蓄超過国となって、国際金融資本市場において、所有権（受益権）を主張する立場に立っている。したがって、受託者が責任を果たすかどうかは、重大な関心事項である。というのは、貯蓄者である日本人が、外国人や外国金融機関に経営支配権を委任する場合が増えているからである。

そこで受託者責任に信頼法理が不可欠とすれば、国際資本市場で信頼感をいかに築くかが、日本にとっても大きな挑戦となるであろう。

（注１）Martin, J.E., [1997] “Modern Equity” (Sweet & Maxwell)
（注２）田中英夫[1980]「英米法総論（上下）」（東京大学出版会）
（注３）注1と同じ文献を参照
（注４）M.J. Daunton, “Progress and Poverty” (Oxford University Press)
（注５）Zweigert, K. & &Kotz, H. [1977] “An Introduction to Comparative Law” (North Holland Publisher Company)
（注６）注１と同じ文献を参照