

# 会社法・証券法と分散台帳技術 —デラウェア州会社法改正を参考として

小 出 篤

## 要 旨

2017年の米国デラウェア州一般事業会社法改正は、分散台帳を用いて株主名簿その他の会社の記録を作成することができることを明文で認めた。本稿は、同改正の概要を紹介するとともに、同改正を契機として米国において展開された、分散台帳を用いて株主名簿を作成することが米国の会社法および証券法の制度のもとでいかなる実務的・理論的インパクトを有するかについてのいくつかの議論を概観する。

分散台帳による株主名簿には、リアルタイムに株式の所在情報を同期的に共有できることや、発行以後の株式の移転の履歴をトレースできることといった、従来の制度においてはなかった特質がある。これらの特質は、米国の証券決済システムの技術的制約のもとで生じているさまざまな問題を解決するツールとなる可能性があるとともに、現在の制度を前提とした法制度の運用や投資家の行動に変容をもたらす可能性がある。そのインパクトは、メリットとデメリットの両方が複雑に絡み合っており、米国で分散台帳を利用した株主名簿の実務が進行していないのは、技術面での問題にとどまらず、会社法・証券法の本質に関わる部分への影響について未だ見通すことが難しいということもあるのかもしれない。

## I. はじめに

いわゆる分散台帳技術（distributed ledger technology）とは、単独の端末ではなく、P2Pのネットワーク全体で取引履歴などの情報を記録し、その情報の存在を証明するとともにその情報が改変されないことを確保するための技術のことである<sup>1)</sup>。

従来の電子的な台帳（データベース）は、情報を中央のサーバーなどにおいて一元的に記録していくものであり、それを管理する責任を有する特定の主体（中央管理者）が存在することを前提としている（分散型のシステムに対して、中央集権型のシステムとも呼ばれる）。これに対して、分散台帳は、必ずしも中央管理者を必要とせず、ネットワーク参加者のコンセンサスによって記録が追加されていくシステムをとる。このような分散台帳は、中央管理

者が一元的に情報を管理するという中央集権型のシステムと対比すると、以下の3つの特徴を有する。

第一に、中央集権型システムにおいては、中央のサーバーが外部から攻撃されたり、あるいはサーバー自体が機能を停止する事態になれば、情報そのものが失われることになる。したがって、中央管理者は、予備のサーバーを用意して情報のバックアップをとっておくなどの冗長性の確保や、外部からの攻撃に備えた高度なセキュリティの確保などの対策をとる必要があり、これには相応のコストがかかる。しかし、分散台帳はネットワーク上のすべての端末（ノードという）で同期的に情報を管理しているため、あるノードが攻撃を受けて情報を失っても、別の一つのノードが活着している限りネットワーク全体では情報は失われない。したがって、冗長性やセキュリティの確保などに高いコストをかけることなく、低コストで高い耐改ざん性を備えたシステムが構築可能である。

第二に、中央集権型システムにおいては、記録を一元的に管理している中央管理者は、その記録を改ざんすることも可能である。したがって、利用者が中央管理者はそのようなことを行わないだろうという一定の「信頼」を有していないと、そのようなデータベースは利用されない。一方、分散台帳では、ある情報は、その情報に連なる過去の情報が収められたデータ（ブロック）と連携する形で各ノードに記録されており、すべてのノードにおいて、その情報とその情報に連なる過去の情報の全てを改ざんしない限り、特定の一人が情報を改ざんすることはできない。分散台帳の高い耐改ざん性は、特定のシステム運営者に対する「信頼」を根拠としているわけではない。

第三に、中央集権型システムにおいては、記録される情報の追加・更新は、その記録を行う中央管理者以外の者に対しては、（中央管理者が個別に伝達をしない限り）同期的に共有されることはない。一方、分散台帳では、ネットワークに参加する全てのノードに同期的に情報が記録されていくことから、情報を必要とする者がノードとしてネットワークに参加することによって情報の連携・共有を容易に行うことが可能となる。

分散台帳技術は、その概念を発明し初めて実用化した「ビットコイン」における「ブロックチェーン」のように、価値の移転を分散台帳ネットワークによって記録・管理することで、移転可能な電子的決済手段（暗号資産）の技術的な基盤として用いられることがその代表的な利用例であった。しかし、「台帳」という言葉のとおり、本質的には情報を記録する技術

---

1) 分散台帳技術は、特定のシステムを指すものではなく、たとえば記録を管理するネットワーク参加者の範囲（①誰でも参加でき特定の中央管理者が存在しないパブリック型、②限定された複数の管理者がネットワークに参加できるコンソーシアム型、③特定の中央管理者のみがネットワーク全体を管理するプライベート型などに分けられる）や、記録の信頼性を確保するためのアルゴリズムのあり方など、技術的特徴によりいくつかに分類される。分散台帳の基本的なメカニズムやその分類についての概観として、やや古いですが、小出篤「分散型台帳」の法的問題・序論 江頭憲治郎先生記念『企業法の進路』（有斐閣、2017年）828頁以下参照。

の一種であるから、情報の記録が必要となるさまざまな用途に応用可能なものである。会社法・証券法の分野においても、たとえば株主名簿、会計に関する各種書類、株主総会等の会議体の議事録のように、法制度上、情報の記録やその開示が求められる場面は多くあり、分散台帳技術をこうした記録・開示の手法として用いることは技術的には十分可能である。

分散台帳による情報の記録に、会社法・証券法上求められている情報の記録と同等の法的効果が与えられる（法的に「承認」<sup>2)</sup>される）ためには、解釈によってこれを実現することも可能であるが、法的な確実性の観点からは、立法によって直接にこれを認めることが望ましい。このような立法例として、米国のデラウェア州における2017年の一般事業会社法改正により、会社法において会社に作成・管理が求められる記録に分散台帳を利用することが可能になったとされたことが挙げられる。デラウェア州会社法準拠の上場企業が非常に多いことから、米国においては、この改正を契機に分散台帳を利用した会社の記録が会社法・証券法に与えるインパクトについても一定の分析がなされた。本稿では、2017年デラウェア州会社法改正について概観するとともに、同改正によって可能となった分散台帳による株主リスト（株主名簿）が実現することによって会社法・証券法の実務に対して及ぼしうる理論的な影響についての議論を紹介する<sup>3)</sup>。

## II. 2017年デラウェア州一般事業会社法改正

2017年のデラウェア州一般事業会社法 (Delaware General Corporate Law；以下「DGCL」という)における分散台帳に関する改正（以下「本改正」という）<sup>4)</sup>は、2016年5月に当時の同州知事であった Jack Markell によって立ち上げが表明された“Delaware Blockchain Initiative”と呼ばれる一連の取り組み<sup>5)</sup>の一環である<sup>6)</sup>。

本改正は、いくつかの条文にわたって行われているが、いずれも株主名簿をはじめとした

---

2) 分散台帳の法的な承認の意義について、小出篤「分散台帳技術と法制度」ジュリ1529号（2019年）21頁。

3) 本稿は、2019年に日本証券経済研究所金融商品取引法研究会において筆者が行った報告（金融商品取引法研究会研究記録71号（2020年））の概要に若干のアップデートを行ったものである。なお、本稿が紹介する2017年デラウェア州会社法改正とそれを巡る米国における議論等も踏まえつつ分散台帳を用いた株主名簿について論ずる最近の研究として、川瀬裕司「分散台帳技術を利用した株主名簿—アメリカ・デラウェア州会社法改正を契機として」國學院大學紀要60巻1頁（2024年）がある。

4) なお、2017年のDGCL改正は、分散台帳に関するもの以外の内容も含まれているが、本稿ではこの点は省略する。

5) 当初は、州の公文書を分散台帳で保存・管理したり、州の会社登録システムにおいて分散台帳を利用したりするといった計画が進められていたが、当時の判断としては分散台帳は公的な記録システムとして利用する水準には達していないとされ、それらの計画は中断された。一方、その他の領域で可能などころから分散台帳の利用を進めていこうという検討は継続され、その一つが、会社法上の記録における分散台帳の利用の承認である。

6) See, Ryan Strassman, Delaware Explicitly Legalizes Corporate Documentation via Blockchain, 37 Rev. Banking & Fin. L. 166 (2018).

会社の記録分散台帳によって作成・管理することを認めるためのものであるとされる。具体的な改正は以下の通りである。

### ① 219条 (a) 項の改正

同項は、株主総会において議決権を行使できる株主のリストを株主総会の10日前までに準備することを義務づける規定である。本改正前は、このリストの作成を担当する役員 (officer) が、このリストを準備し、かつ作成しなければならないことが規定されていた。しかし、本改正により、このリストは「会社が準備しなければならない」こととされ、会社内の「役員」が (準備とともに)「作成」を行うことを義務づける表現が消えることになった。

この改正の目的は、株主リストを分散台帳を用いて作成することができるようにするためのものであるとされている。分散台帳システム上の情報は、その性質上、ネットワークにおいて管理・共有されるものであって、会社内に存在する特定の端末内に保存されているものではない。後述のとおり株主名簿が分散台帳システム上で作成されると、株主リストもそのシステムの中で作成されることが予定されるが、本改正前の規定においては、社外のネットワーク上で管理される分散台帳によってこれを作成することが認められないと解されるおそれがあった。本改正は、かかる懸念に対応するものであるとされる。

### ② 219条 (c) 項の改正

同項はいわゆる「株主名簿 (stock ledger)」に関する規定であるが、本改正前は、株主名簿を定義する規定が存在せず、どのようなものであれば株主名簿として法的に承認されるかが明らかではなかった。本改正では、株主名簿の定義と記載事項を法定することで、分散台帳によって作成される株主名簿が法的に承認されることを明らかにした。

すなわち、本改正によって、本項には「株主名簿とは、会社によってまたは会社のために (by or on behalf of the corporation) 管理される1つまたは複数の記録であり、会社の登録株主 (stockholder of record) 全員の氏名、住所、各株主の名義で登録された株式数、会社の株式のすべての発行と譲渡が…第224条の規定に従って記録されるものをいう」との定義が新たに規定されることになった。ここでは、会社自身によって管理された記録だけではなく「会社のために」管理される記録であっても株主名簿たり得るとされており<sup>7)</sup>、会社内のシステムに保存された記録だけではなく、会社外のシステムを用いて株主名簿を管理することが可能であることが明らかとなった。同時に、記録は中央管理者によって記録された特定の一つのものではなく、分散的に記録された複数のものでもよいものとされた。これによ

---

7) 会社が一切関与していない帳簿は株主名簿とはならない。したがって、たとえば株主が勝手に株主名簿と称する記録を作ったとしてもそれはここでの株主名簿としての効力を有さない。

て、分散台帳によって記録されたものも、株主名簿の要件を満たすものとなった。

なお、株主名簿に記録される「登録株主」の意義については、規定上は明らかではなく、解釈に委ねられる。すなわち、名義株主ではなく、実質株主を登録した帳簿についても、適法な株主名簿たり得ることを、本項は否定するものではない。

### ③ 224条の改正

同条は、株主名簿・会計帳簿・議事録など、会社が保存すべき会社の記録の形態について定める規定である。従前より、合理的な時間内に明確に判読可能な紙の形態に変換することができるものであれば、いかなる情報記憶装置もしくは方法によってこれらを保存してもよいものとされていたが、本改正では「1つまたは複数の電子ネットワークまたはデータベース（1つまたは複数の分散型電子ネットワークまたはデータベースを含む）」においてこれらを保存してもよいことが明文化され、分散台帳を含む社外のネットワーク上で会社法上の会社の記録を管理することができることが明確にされた。

また、本改正では、会社の記録のうち、株主名簿を保存するために用いる手段において求められる要件を明確化し、以下の3点を規定している。

第一に、219条（上記①参照）および会社の帳簿・記録に関する閲覧請求について定める220条に規定された「株主リスト」を作ることができるものであることが求められる。

第二に、株式に関する所定の情報が記録されているものであることが求められる。具体的には、無券面株式である一部払込株式について株主名簿上に記録が求められる総払込金額および払込済金額（156条参照）、株式担保に関する情報（159条参照）、株式担保において担保提供者が担保権者に議決権行使を委任する旨を記録した場合の当該記録（217条（a）参照）、議決権信託等の議決権行使に関するアレンジメントに関する情報（218条参照）について記録されていることが求められる。

第三に、州法第6編第1章第8節（Article 8 of Subtitle 1 of Title 8）に従って株式の移転（transfer）を記録していることが求められる。州法第6編第1章第8節は、統一商事法典（UCC）第8編を採用した規定であり、株式を含む投資証券の移転はdeliveryによって行われるとされているとともに、deliveryは、券面ある証券については原則として証券の交付によって、また、無券面証券については原則として証券発行者が証券の購入者を登録所有者とする旨の移転の記録を行うことによって行われることとされている。本条が株主名簿を電子的方法によって記録するための要件としている「株式の移転の記録」とは、後者の記録（無券面株式についての移転の記録）を指しているということになる<sup>8)</sup>。

### ④ その他

232条（c）項は、DGCLにおける「電子的送信（electronic transmission）」の定義を定め

る規定であるが、そこに「1つまたは複数の電子的ネットワークまたはデータベース（1つまたは複数の分散的電子ネットワークまたはデータベースを含む）の利用または参加」が含まれることが明確化された。I. で見たように、分散台帳ではネットワーク上の全てのノードに同期的に情報が共有されていくこととなるが、このような同期による情報の伝達がDGCLにおける有効な電子的送信の手段として認められるということになる。また、DGCLの通知(notice)について、これまでsent(送付された)という言葉が用いられていたものを、given(与えられた)に変更するという改正もなされている(151条(f)項, 202条(a)項, 364条)。これも、分散台帳ネットワークの同期的な情報共有による通知が可能であることを明確化する趣旨である。

### Ⅲ. 分散台帳による株主名簿

以上のように、本改正は、株主名簿をはじめとした会社記録を分散台帳で管理することを明文で認めるための法整備を行うものであった。デラウェア州において、株主名簿には、株式の発行が記録されるとともに、無券面株式においては株式の移転が記録され、かつそれが株式の移転の要件とされている(Ⅱ. ③参照)。本改正によって、無券面株式についてはその発行から移転までを、分散台帳上の株主名簿に記録していくことができることが明確になったということになる<sup>9)</sup>。

分散台帳上の株主名簿を用いた株式の発行・移転のための具体的なシステムやその運用について法律に規定されているわけではないが、Delaware Blockchain Initiativeの担当者などからはたとえば次のようなシステムが考えられると説明されている<sup>10)</sup>。まず、会社の設立に

8) すなわち、券面株式を発行している会社は、株主名簿を電子的方法によって作成することができないということになる。券面株式を発行している会社が無券面化するという事は取締役会決議によって可能であるが、そのためには全ての券面株式が会社に提出される必要があり、実務的には必ずしも容易ではないとされる(Wonnie Song, Bullish on Blockchain: Examining Delaware's Approach to Distributed Ledger Technology in Corporate Governance and Law and Beyond, Harvard Business Law Review Online, Volume 8 (2017))。

9) なお、本改正は、株式をトークン化し分散台帳を用いて移転することを一般的に認める改正ではなく、あくまで株主名簿を分散台帳によって管理することを認めたところに主眼があるものである。たとえば券面発行株式について、これを電子化して分散台帳上の記録で移転するか、また、無券面株式についてその移転のみを電子化し、株主名簿は従来通り分散台帳とは切り離されて従来通り中央集権的に記録するといったような「株式のトークン化」は、本改正において認められたというわけではないとされる。See, Andrea Tinianow, Tokenized Securities Are Not Secured By Delaware Blockchain Amendments, Forbes (Jul. 4, 2018), <https://www.forbes.com/sites/andreatinianow/2018/07/04/tokenized-securities-are-not-secured-by-delaware-blockchain-amendments/>

10) See, Andrea Tinianow and Caitlin Long, Delaware Blockchain Initiative: Transforming the Foundational Infrastructure of Corporate Finance, Harv. L. Sch. F. On Corp. Governance And Fin. Reg. (Mar. 16, 2017), <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/03/16/delaware-blockchain-initiative-transforming-the-foundational-infrastructure-of-corporate-finance/>

において定款を認証し登録する州務局（Department of State）の法人部（Division of Corporations）が、デジタル署名を施した上で、当該会社の定款に定められた授權株式（authorized shares；会社が発行することができる株式）の数を発行会社に「移転」する旨のデータをネットワーク上に発信し、分散台帳システムにおいて承認されてノードに同期的に記録されていく。発行会社は、このように法人部から「移転」を受けた授權株式数の中から、実際の株式発行ごとに、当該株式を引き受けた株主に対して株式を移転する旨のデータをネットワーク上に発信し、同様に分散台帳に記録されていく。以後、株主から別の者に株式が移転される時も、同様に当該株式を移転する旨のデータが分散台帳に記録されていく。高い耐改ざん性を有する分散台帳システムにおいては、はじめに法人部から「移転」を受けた授權株式数の数を超えて株式を（いわば二重に）発行することはできないし、また、記録された株主名簿を改ざんすることもできない。株主名簿上の移転の記録が株式の移転の要件となっているため、ネットワーク上の分散台帳は、完全な株主のリストを記すものとして、会社法上の株主名簿を管理するための（中央集権型のシステムに比べて低コストで耐改ざん性を実現した）システムとして機能するということになる。

もっとも、上で提唱されたような具体的な株主名簿管理のための分散台帳のシステム基盤がデラウェア州において実際に整備されたわけではなく、本改正は各会社が自らのシステムにおいて分散台帳で株主名簿を管理することを認めるにとどまっている。デラウェア州が株主名簿を分散台帳で管理することを認めたというニュースは、実務的・理論的には大きな関心を引き起こし、以下で見るとその想定されるメリットやインパクトがさまざまに議論されているものの、システムを新たに構築したり（特に上場株式のような大量の取引を遅延なく処理する分散台帳システムの構築には困難が伴う）、券面発行株式を発行している会社ではその無券面化をしたりする<sup>11)</sup>など、わざわざコストをかけて従来の株主名簿管理実務を変更するには至っておらず、2017年の本改正からすでに相当の時間が経過しているにもかかわらず、デラウェア州における株式会社において分散台帳を用いて株主名簿を管理するという実務が広く行われているという状況ではないようである<sup>12)</sup>。

## IV. 分散台帳による株主名簿のインパクト

### （1）リアルタイムな株主リスト

分散台帳による株主名簿には、発行会社において中央集権的に管理される従来の株主名簿にはない重要な特徴として、ネットワークに参加しているノードから入力された情報が同期

11) 注8参照。

12) See, Holly Quinn, What ever happened to the Delaware Blockchain Initiative?, Technically (Mar. 31, 2022), <https://technically/civic-news/delaware-blockchain-initiative/>

的にすべてのノードに共有されるという点がある。すなわち、従来の株主名簿においては、情報が中央管理者の管理下にある株主名簿に反映されるまでのタイムラグが発生する（特に上場会社の株式決済システムのように多くの関係者が関わるシステムの下では（2）で見るようにならなりのタイムラグが発生する）のに対し、分散台帳による株主名簿では、情報が同期的に記録されていくことにより、ネットワークの参加者（発行会社自身も含む）は常にリアルタイムで正確に株式の所在を把握できるということになる。

分散台帳上で株主名簿を管理することができるようになることの意義は、このように、常にリアルタイムで正確な株主のリストを得ることができるようになるということが実務に対して及ぼしうる影響という形で主に論じられている<sup>13)</sup>。たとえば、ベンチャー企業などにおいては、ベンチャーキャピタルなどの投資家から資金調達を行う際に、現在の株主構成、各株主の属性、各株主の保有する株式の内容等を詳細に記した capitalization table（資本政策表）を作成し、投資家に資料として示すことが求められるとされているが、資金調達の都度、その時点における資本政策表を正確に作成することはかなり困難であり、過誤が見つかり事後的に訂正を行うということもしばしば発生しているとされる。分散台帳を用いると、いつでも簡単に、正確な資本政策表を作成することが可能になるとされる<sup>14)</sup>。

しかし、分散台帳で株主名簿を作成することで、発行会社が株主をリアルタイムで把握できることのインパクトは、以下に見るようにとりわけ証券決済システムを用いて決済が行われるような株式（上場株式）において大きい。

## （2）従来の証券決済システムの問題点への対応としての分散台帳システム

米国において、上場株式の証券決済は、Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) の傘下にある Depository Trust Company (DTC) を用いて行われている。上場会社の実質株主（投資家）が保有している株式は、DTC のメンバーであるカストディアン（場合によっては階層的に複数のカストディアンを介することもある）やブローカー（証券会社）を通じて、当該カストディアン・ブローカーの名義で DTC に預託される。DTC に預託され、混蔵保管された上場株式は、すべて DTCC のグループ会社である Cede and Company (Cede & Co.) の名義とされる。個々の実質株主の株式保有に関する情報は、当該実質株主が利用しているカストディアンやブローカーにおいて管理されている。

13) 分散台帳で株主名簿を管理することのその他のメリットとしては、たとえば転換権や拒否権などが付された種類株式を発行する場合に、分散台帳上の株主名簿といわゆるスマートコントラクト（分散台帳上に、将来実行されるべき取引のプログラム等を記録することで、それが事後的に変更・改ざんされることなく、また、特定の機関による行為を介せずに自動的に実行するシステムのこと。小出・前掲注1・839頁参照）を組み合わせることで、あるイベントをトリガーとして自動的にこれらの権利を発動させるといったことが可能になるといったことなどが挙げられている。See, J. Travis Laster and Marcel T. Rosner, Distributed Stock Ledgers and Delaware Law, 73 Bus. Law. 319, 331 (2018).

14) See, Tinianow and Long, supra note 10.

このような仕組みのもとで、たとえば A（売主）から B（買主）への株式の売買が行われた場合、まず A が用いているカストディアンまたはブローカー（たとえば C 証券会社）の記録において A の持株数が減少され、その情報が DTC に伝達され、DTC において C 証券会社から預託されている株式数の記録が減少させられるとともに B が用いているカストディアンまたはブローカー（たとえば D 証券会社）から預託されている株式数の記録が増加され、その後 D 証券会社に B が株式を取得した旨の情報が伝達されて D における B の持ち株数の記録が増加される、といったように、順番にそれぞれの記録が書き換えられ、最終的に株式の決済が完了することとなる<sup>15)</sup>。これには実務上、相応の時間がかかり、取引から決済まで、1995年から2017年までは3日（T+3）、2017年から2024年までは2日（T+2）がかかっていた。これを短縮しようとする動きは2000年頃から見られたが、技術的な制約等もあり、2024年になってようやく T+1 が実現したものの<sup>16)</sup>、未だに即時決済という仕組みにはなっていない。

さらに、こうした DTC を介する証券決済の仕組みのもとでは、DTC に預託されている株式は Cede & Co. の名義の下、特定性のない形で混蔵保管されていることから、発行会社からは、その背後にいる実質株主が誰であるかはすぐには判明しない。もちろん、DTC は、メンバーであるカストディアン・ブローカーからの預託に関する情報は保有しているから、発行会社は DTC を通じて当該情報を手に入れ、カストディアンやブローカーまでは行き着くことができるが、その先の実質株主の情報については、投資家とカストディアン・ブローカーとの間の契約などの関係もあり、容易に入手することはできないことが多い。したがって、発行会社は、ある時点における自社の株主構成等を容易に知ることはできないし、また、実質株主に対して何らかのアプローチをする場合にはカストディアンやブローカーを介して伝言ゲームのような形で行うしかない。しかも、上記で見たように、株式の決済は、売買と同時にされるわけではないため、日々多数の株式売買がなされる上場会社においては、カストディアンやブローカーが有している株主情報すら、そのタイミングにおける真の株主情報であるということも言えない。

発行会社がある時点の実質株主をリアルタイムで特定できないという証券決済システムに伴う制約は、実務においてさまざまな問題を生じさせてきている。

#### ① Dole 事件—真の株主による権利行使が確定できなかった事例

たとえば、合併対価をめぐる信認義務違反についてのクラスアクションがなされた Dole 事件（In re Dole Food Co. Stockholder Litig., 2017 WL 624843 (2017)）<sup>17)</sup>においては、合

15) See, George S. Geis, Traceable Shares and Corporate Law, 113 Nw. U. L. Rev. 227, 234 (2018).

16) 米国における証券決済期間短縮化の経緯については、福本葵「アメリカの証券決済期間 T+1 への短縮化」証研レポート1748号54頁（2025年）参照。

17) 本件について、川瀬・前掲注3・7頁以下も参照。

併の完了日である2013年11月1日現在の株主に対して1株当たり2.74ドルを支払うという和解が成立したため、和解管理者がカスタディアンやブローカー、その他マスメディアなどを通じてDoleの株主に対して通知を行って、請求を受け付けようとしたところ、2013年11月1日現在の株式数として記録されている約3700万株を遙かに超える4900万株あまりの株式について請求がなされるという事態が生じた。これは、この事件の当時（2013年）は決済期間がT+3であったために、11月1日現在の株主の情報には、それより3日以内（10月30日・31日・11月1日）に行われた取引は反映されておらず、この3日間に株式を売却した者は記録上株主として残っているために通知を受けて請求をしてくる一方で、この3日間に株式を取得した者も自らが実質株主であると考えているためにやはり請求をしてくることになったためである。また、11月1日の直前にはDole株式に大量の空売りもなされているが、その際にどの株式が貸株となって権利を行使できない状態にあるかは実質所有者には通知されず、また、実際にもトレースできないため、貸株に供された株式の株主も権利行使をしていくこととなったことも原因であるとされる。

この事件では結局、発行会社あるいは裁判所においては、11月1日現在の真の株主の情報を入手できない以上、どの請求が真に権利のある請求かを判断することができないため、合併対価の支払いにおいて行われるのと同様に、名義上の株主であるCede & Co.に対して一括して支払いがなされた後、各カスタディアンやブローカーを通じて、実質株主に分配がなされていくこととなった。

## ② Dell事件一株主の意思と異なる権利行使が行われた事例

会社がある時点における真の株主のリストを持っていないという問題は、議決権行使の場面においても問題を引き起こす。

上記のように、米国のDTCにおいては、預託されている株式はすべてCede & Co.の名義となっており、会社の株主名簿上は実質株主は判明していない。したがって、株主総会を開催する場合には、名義人であるCede & Co.が議決権を行使することになるが、Cede & Co.は各カスタディアンやブローカーにそれぞれの持分に相当するだけの議決権行使の委任状を送付する。各カスタディアンやブローカーは、実質株主からその持分に相当するだけの議決権行使の指図を受け、委任状に基づいて議決権行使をしていく（あるいは、各カスタディアンやブローカーが実質株主に対してさらに持分相当の委任状を送付し、実質株主が当該委任状に基づいて議決権行使を行うこともある<sup>18)</sup>。議決権行使の場面で生じているこうした「伝言ゲーム」は、場合によっては、間に株主管理サービス業者（Broadridgeなど）や議決権行使助言会社による議決権行使システムの利用などが入り、より複層化していくこともある。

18) See, Marcel Kahan & Edward Rock, The Hanging Chads of Corporate Voting, 96 Geo. L.J. 1227, 1243-1249 (2008).

この伝言ゲームの過程で、事務的な過誤やシステムの問題により、実質株主の真の意思とは異なる議決権行使がなされてしまうということが生じうる。たとえば、In re Appraisal of Dell Inc., 143 A.3d 20 (Del. Ch. 2016) においては、Dellにおける合併の承認等の議題がかかっていた株主総会について、実質株主である T. Rowe Price が反対の議決権行使をすることを意図していたにもかかわらず、実際には賛成の議決権行使指図が行われてしまったということが生じ、その結果、T. Rowe Price は合併に対する反対株主に対して与えられる株式買取請求権 (appraisal right) を行使できなくなってしまったということが生じた。このような事態が生じた原因は、もともと T. Rowe Price は一定の基準に従って自動的に賛否の議決権行使の指図をするよう、利用していた議決権行使助言会社である ISS のシステムに登録をしており、それに従うと本件合併には賛成の議決権行使となるところ、本件合併については反対であった T. Rowe Price は個別に反対の議決権行使の指図をシステムに入力していたが、本件株主総会決議は何度か延期をされたこともあり、ISS のシステムへの反対の議決権行使の指図の入力が取り消され、当初にシステムに入力されていた一定の基準に従って賛成の指図が行われてしまった、ということのようである<sup>19)</sup>。

Dole 事件も Dell 事件も、現在の証券決済システムが、発行会社と株主の間に多くの関係者が介在する仕組みとなっていること、また、そのために技術的に発行会社がリアルタイムで実質株主を把握できなくなっていることの問題点が露呈した事例であるということが出来る。分散台帳による株主リストを用いることで、証券決済に関係する各当事者（発行会社、株主、証券会社、議決権行使助言会社など）において株式の所在がリアルタイムで共有できるようになり、当事者同士のアプローチも直接に行うことができるようになれば、これらの問題は生じなくなるということになる<sup>20)</sup>。実際、Dole 事件決定において、Laster 判事は、これは Dole 特殊の事情で生じた問題ではなく、実質株主を即座に特定できないという米国の証券決済システムの問題であると述べるとともに、分散台帳の利用がこのような問題への有効な対処となり得るとコメントしている。

### (3) 過去の取引のトレーサビリティと分散台帳

(2) で見たように、すべての株主の保有する株式が DTC において混蔵保管されている証券決済システムにおいては、ある実質株主の保有する株式がそのどの部分であるかは特定されておらず、したがってある実質株主の保有する株式のこれまでの履歴（いつ誰に対して発行され、その後いつ誰に譲渡され、いつ誰から今の実質株主に譲渡されたか）ということ

19) 川瀬・前掲注3・6頁以下参照。

20) 株式買取請求権が適切に処理されるようになることについて、Brandon Ferrick, Modernizing the Stockholder Shield: How Blockchains and Distributed Ledgers Could Rescue the Appraisal Remedy, 60 B. C. L. Rev. 621 (2019)。

をトレースすることはできない。

この問題が、たとえば証券法上、虚偽開示の責任を追求するための足かせとなっているとの指摘がある<sup>21)</sup>。証券法 (Securities Act of 1933) 11条 (15 U.S.C. §77k) は、証券発行時における発行登録書類等の虚偽の言明について、発行者や引受人等に厳格な責任を課した規定である。発行者は無過失責任であり、役員や引受人等についても主観的要件 (サイエンター) を必要とせず、また、発行から1年以内に取得した証券取得者については、証券取得者が虚偽の言明を信頼したという信頼要件も不要とされている。このように、証券法11条は虚偽開示に対する責任追及のための非常に強い武器となりうるものであるが、実際にはこの責任が追及されることはそれほど多くない。これは、証券法11条が、証券発行時に虚偽の言明がなされた証券についてのみ、この責任を追及できるものとしているためであるとされる。すなわち、発行開示における虚偽の開示が判明した際、証券法11条の責任を追及できるのは、自らの保有する株式がその虚偽の開示のあった新株発行等において発行等がなされた株式であると証明できる場合のみである (tracing の法理)。虚偽開示のあった発行で直接株式を取得した (発行市場で取得した) ことを証明できる株主、あるいは、流通市場で株式を取得した株主であったとしても、市場には虚偽開示のあった発行で発行された株式以外の株式は流通していなかったことを証明できる株主であれば、この要件を満たすことができる。しかし、ごくわずかでも、虚偽開示のあった発行以外において発行されたものが市場に存在する株式を、流通市場で取得した株主は、この証明を行うことが難しい。たとえば、Krim v. pcOrder.com, 402 F.3d 489 (2005) においては、虚偽開示のあった発行において発行された株式が市場の99.85%を占める状態において、市場で3000株を取得した株主が証券法11条の責任を追及できるかについて、その3000株の全てが残りの0.15%に相当する株式の中に含まれている可能性が否定できないとされた。3000株のうち1株でも虚偽開示のあった発行において発行された株式である可能性は、 $\{1 - (1 - 0.9985)^{3000}\} \times 100\%$ 、すなわち99.9999… (小数点以下に9が360連続する数字) %を上回るとされながらも、完全に100%ではあるとはいえないとされたのである。

一方、分散台帳は、過去の取引データをブロックに収め、それを連ねて記録していくところにその特徴がある。ある取引データを書き換えるためには、その取引と連なっている過去の取引データが収められたブロックについても書き換えをしなければならないということになっており、これが分散台帳の高い耐改ざん性の一つの根拠となっている。したがって、分散台帳を用いた株主名簿では、ある実質株主の保有する株式の前歴がすべてトレースできる

21) See, Kelsey Bolin, Decentralized Public Ledger Systems and Securities Law: New Applications of Blockchain Technology and the Revitalization of Sections 11 And 12 (A) (2) of the Securities Act Of 1933, 95 Wash. U. L. Rev. 955 (2018); see also, Geis, supra note 15 at 238-244. 戸本幸亮「ダイレクトリスティングによる株式上場と1933年証券法による投資者保護」筑波法政93号88頁以下 (2024年) も参照。

ことになり、証券法11条の責任を追及するためのハードルが下がることになる。

証券法11条の規定は、厳格責任であってこれを流通市場で取得した株主が容易に追及できるとすると発行者等に対して過酷であり、したがって上記のように虚偽開示のあった発行において発行された株式であることを証明することが難しいことで、バランスがとれているという考え方もありうる。分散台帳を用いることで証券法11条の責任追及が容易となることは、発行者にとって必ずしもメリットであるとは言い切れないが、それは証券法11条の規定のあり方自体の問題であり、証券決済システムによって現在、意図しない形で同条の適用がゆがめられていることは、少なくとも分散台帳を利用することで是正をすることができる。

#### (4) 分散台帳による株主名簿が及ぼしうるインパクト

ここまで見てきたような、分散台帳による株主名簿の特質（リアルタイムな株主情報の同期的共有、株式のトレーサビリティの確保）は、さまざまなインパクトを及ぼしうる。以下では、米国において論じられているいくつかのインパクトを紹介する。

##### ① 「基準日」(record date) が不要となることのインパクト

(2) で見たように、現在の証券決済システムにおいて、発行会社、DTC、カストディアン等、株主などの関係当事者同士で情報を伝達していくためには一定の時間を要することとなる。したがって、発行会社が、株主総会開催の瞬間での株主の情報を把握して当該株主に議決権行使を行わせるということは不可能である。そこで、実務上はいわゆる基準日(record date)を定め、基準日現在の株主に議決権行使を行わせることとなっている。

このことは、株主総会で議決権を行使している株主が、実際にはすでに株主ではないかもしれないということを意味し、いわゆる empty voting の問題（株式の経済的利益の所在と、議決権の所在がずれることによって、望ましい議決権行使がなされなくなるという問題）を生む<sup>22)</sup>。

しかし、分散台帳による株主名簿の制度の下では、常にリアルタイムで株主情報を入手することができるため、必ずしも基準日を設定する必要がなくなり、会社は株主総会の瞬間の株主に議決権を行使させることも技術的には可能である<sup>23)</sup>。基準日に伴う意図しない empty voting を抑止することが現実的に可能となり<sup>24)</sup>、empty voting を巡る議論の前提に変容を

22) See, Kahan and Rock, supra note 18 at 1263-1267.

23) もちろん、基準日には、議決権行使の基準日現在の株主に株主総会資料を送付することで、株主側に議決権行使のための事前の準備を可能にするための適切な情報提供を行うという機能もある。もっともこの点について、株主総会が近くなって株式を取得する人は、近く行われる株主総会で議決権を行使することを前提に株式を取得することになるので、たとえば株主総会資料を誰もがアクセスできるウェブ上などに株主総会前の一定の日までにアップしておくこととすれば、かかる株主は株式を取得する以前から株主総会に関する情報を確認しておくことができ、株主への準備の機会は確保できるとする見解がある。See, Geis, supra note 15 at 267-268.

24) Id. at 269.

もたらしうる。

## ② 株式の設計に対する影響

近年、株式の保有期間によって議決権の数が変わる（長く保有するほど多くの議決権を行使できる）いわゆる *tenure voting* といった実務が注目されている。創業者の支配権を確保しておきたいベンチャー企業や、短期的投資家からの介入を受けず長期的な経営を行いたい企業などにおいて、活用の可能性があるとされる。しかし、この制度を導入するためには、各株主の保有する株式の保有期間を特定できることが必要となり、DTCによる混蔵保管のもとではこれが困難であるとされる<sup>25)</sup>。株式のトレーサビリティが確保できる分散台帳を利用することで、このような実務の導入のハードルが下がるとの指摘がある。

## ③ 株主間での株主情報の共有による影響

分散台帳のもとでは、発行会社に限らず、ネットワーク上のノードにアクセスできる関係者にはすべて情報が同期的に共有される。どこまでの関係者をネットワークに参加させ、情報へのアクセスを許容するかは、制度の設計次第であるが、すべての株主が他の株主の株式保有状況や売買の状況等をリアルタイムで共有することも技術的には可能となる。

このことは、いわゆる投資家の売買手口がすべて一般に開示されるということを意味する。証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934）13条（15 U.S.C. 78m）d項・g項は、大量に株式を取得した株主に大量保有報告を義務づけているが、分散台帳を利用すれば、1株の売買についてもすべてが開示されるということも可能である。

このことは、さまざまな形で現在の実務における均衡に影響を与えうる。

まず、株主が他の株主の情報を正確に知ることができれば、いわゆる委任状勧誘のためのコストは下がることになり、経営支配権争いの場面で、現経営陣に反対する株主のキャンペーンは張りやすくなる可能性がある<sup>26)</sup>。

一方、アクティビストはしばしば、少しずつ株式を買い集めていった上で、一定のタイミングで大株主として経営者に対する要求を行う、といった手法をとるが、1株でも売買が開示されることになると、有名なアクティビストがある株式を購入したという情報が他の投資家に筒抜けになり、それによって株価が上昇して当該アクティビストは高値で株式を買い集めていかざるをえなくなる可能性がある。このことは、アクティブ投資家のこれまでの投資手法は高コストとなりうることを意味する。一方で、分散台帳の利用により、株主の決済期間が短縮されることになれば、株式の売却のコストは低下するため、投資家は会社に対して要求を行うよりも、売り抜けを行うという手法に移行することになる可能性がある<sup>27)</sup>。

25) See, Paul H. Edelman, Wei Jiang and Randall S. Thomas, Will Tenure Voting Give Corporate Managers Lifetime Tenure?, 97 Tex. L. Rev. 991 (2019)

26) See, Geis, supra note 15 at 272-273.

27) See, David Yermack, Corporate Governance and Blockchains, 21 Rev. Fin. 7, 19-20 (2017)

また、経営者など会社の内部者による株式売買の手口もすべてリアルタイムで開示されることによって、インサイダー情報がすぐに市場に伝達されることになり、その結果、インサイダー取引によって利益を得ることが難しくなる可能性がある。売買手口が改ざん不可能な形で記録に残ることも含め、インサイダー取引に対しては大きな抑止となるとの見解もある。一方で、たとえば株式報酬で取得した株式を経営者が利益確定のため売却すると、その事実が市場に開示されることで、株価が将来的に下がると経営者が考えたために株式を売却したと市場が判断し、株価が下落して結果として経営者が得られるべき株式報酬による利得を得られないこととなるのではないかとの指摘もある。このことは、株式報酬のインセンティブ効果を阻害する可能性がある<sup>28)</sup>。

## V. まとめに代えて

デラウェア州において、分散台帳を用いた株主名簿の制度が会社法上整備されたことを契機に、分散台帳の特徴であるリアルタイムでの株主情報の共有や株式のトレーサビリティの確保が、これまでの米国における株式決済制度のあり方を前提としたコーポレートガバナンスや市場の制度に対して大きな影響を与えることが議論されるようになっている。

そのインパクトは、メリットとデメリットの両方が複雑に絡み合っており、どこまでの情報を誰に開示するべきかにも大きく依存する。米国で分散台帳を利用した株主名簿の実務が進行しないのは、技術面での問題にとどまらず、会社法・証券法の本質に関わる部分への影響について未だ見通すことが難しいということもあるのかもしれない。

(早稲田大学法学部教授)

---

28) Id. at 20-22.