

日本における議決権種類株式（class shares on voting rights）の上場

酒井 太郎

一橋大学大学院法学研究科教授

《目次》

- I. はじめに——日本の種類株式制度の概要と問題意識
- II. 日本の種類株式制度
 - 1. 日本の株式制度の特色
 - 2. 日本における種類株式制度の沿革
 - (1) 1899年商法制定から2001年6月商法改正まで
 - (2) 2001年11月商法改正から2005年会社法制定まで
 - 3. 理論的考察
 - (1) 現状に対する評価と問題意識
 - (2) 「議決権種類株式」の定義
 - (3) 議決権種類株式が適切に機能するための条件
- III. 議決権種類株式に関する東京証券取引所の上場基準
 - 1. 上場基準改正の経緯
 - 2. 議決権種類株式の上場制度に関する報告書（2008年1月）
 - 3. 議決権種類株式に関する東京証券取引所の上場基準（2008年4月改正）
 - 4. 議決権種類株式の上場をめぐる状況

I. はじめに——日本の種類株式制度の概要と問題意識

日本の会社法は、株式会社が発行する株式に関して、一株一議決権の原則を明らかにし（会社法 308 条 1 項本文）、剰余金配当請求権または残余財産分配請求権を保障し（会社法 105 条 2 項）、株主提案権（会社法 303 条等）や株主代表訴訟提起権（会社法 847 条）その他の多数の監督是正権を法定しており、これらの権利を通じて株式会社の残余請求権者（residual claimant）である株主の地位を保全している。日本の会社法が株式の内容として規定している権利は、いずれも、諸外国の制度が定めているのと同様の標準的な権利である¹。

その一方で、日本の会社法は、株式会社が、前記の標準的権利から構成される株式（普通株式）とは異なる、特別の権利内容を有する株式を発行することを認めている。そのような、

¹ それらの権利は、①株主としての資格において会社から財産上の利益を受ける権利（cash-flow に関する権利）および②株主としての資格において会社の運営に影響力を行使する権利（control に関する権利）に大別される。

他との比較において特別の権利内容を有する株式のことを「種類株式」という（会社 2 条 13 号参照）。種類株式を発行する場合、会社は、当該種類株式の内容その他の事項および発行可能総数を、定款で定めなければならない（会社 108 条 2 項）。

日本において、種類株式の権利内容として株式会社が設定することができる事項（付加し、排除し、または調整することができる事項）は、次の 9 項目、すなわち、(i) 剰余金配当請求権、(ii) 残余財産分配請求権、(iii) 株主総会において議決権を行使することができる事項²、(iv) 株式の譲渡制限（譲渡による株式の取得について会社の承認を要する旨の定め）、(v) 取得請求権（株主の請求により株式を会社に取得させることができる権利）、(vi) 取得条項（一定の条件が成就した場合に会社が株式を取得することができる旨の定め）、(vii) 全部取得条項（株主総会の特別決議により、同じ種類の株式の全部を会社が取得することができる旨の定め）、(viii) 種類株主の拒否権（一定事項について、株主総会または取締役会で行われる法定の決議に加えて種類株主総会の決議を要すること）、(ix) 取締役および監査役の選任・解任（取締役または監査役の選任・解任について、種類株主総会の決議を要すること）である（会社法 108 条 1 号～9 号）。会社法上、上記の 9 項目以外の事項を種類株式の内容とすることは許されない。しかし、種類株式間で同じ項目について相互に異なる権利内容を設定することができるし、複数の項目を任意に組み合わせることもできるので、種類株式の「種類」の数は事実上無制限であるといえる³。

種類株式の内容とすることができる事項として会社法が定めている上記の 9 項目は、その全部が最初から法定されていたわけではない。後述するように、日本では、1899 年の商法制定当時から種類株式に関する規定が存在していたが、そこで種類株式の内容とすることができたのは剰余金の配当または残余財産の分配に関する事項に限られていた⁴。しかし、1990 年代以降、資金調達手段の多様化および株主間の権利内容調整（株主間契約の方法に

² 会社法では、株主が株主総会において議決権を行使することができる場合、当該株主が行行使することのできる議決権は、1 株について 1 個に限られる（会社法 308 条 1 項本文・309 条参照）。つまり、会社法が種類株式の内容として認めているのは、ある株主総会決議事項について種類株主が議決権を行使することができるか否かの二者択一だけであって、議決権を行使することができる事項に関して 1 株につき複数の議決権を付与することはできないのである。ただし、後掲注（41）および対応本文で述べるように、単元株制度を利用することにより、会社は事実上の複数議決権株式を発行することができる。さらに、発行する株式の全部について譲渡制限の定めがある株式会社（公開会社でない株式会社。会社 2 条 5 号参照）では、会社法 109 条 2 項に基づき複数議決権株式の発行が可能であると解されている。江頭憲治郎『株式会社法〔第 6 版〕』（有斐閣、2015 年）168 頁参照。

³ ただし、指名委員会等設置会社（board monitoring model を採用する会社。会社法 2 条 12 号）および公開会社（譲渡制限のない株式を発行する会社。会社法 2 条 5 号）は、本文（ix）の種類株式を発行することができない（会社法 108 条 1 項柱書ただし書）。また、後述するように（II 2（1）第 1 段落）、公開会社では、議決権を行使することができる事項が制限されている種類株式（本文（iii）の株式）の発行数が発行済株式総数の 2 分の 1 を超えた場合に、直ちに当該超過状態を解消するための措置を講じなければならない（会社法 115 条）。

⁴ II 2（1）第 1 段落参照。

よらない利益調整)の自由化の要望が実務界から強く寄せられ、また、コーポレート・ファイナンス理論および米国会社法学の議論の展開に影響を受けて、株式の権利内容に対する法的規制をめぐる日本の会社法学上の理論的再検討⁵が進んだ結果、日本における法改正の気運が高まり、2001年11月および2002年の商法改正、および2005年会社法の制定を通じて株式制度の大幅な拡充が行われた。種類株式の内容とすることができる事項も、これら数回の法改正を通じて、段階的に増えていったものである。

日本の会社法上、剰余金配当請求権または残余財産分配請求権のいずれか一方が保障されている限り、種類株式の権利内容をどのように構成するかは基本的に会社の選択に委ねられており(会社105条2項参照)、会社法による事前規制はほとんど行われぬ。すなわち、会社法の下で日本の株式会社は、株主の多様な投資目的に適合した種類株式を発行して迅速かつ確実な資金調達を行うことができるようになるとともに、種類株式の権利内容と発行数を調整することで、会社の長期的なまたは短期的な経営方針に適合した資本構成を実現することができるようになった。とりわけ、日本における種類株式の利用は、ベンチャー・ビジネス(business venture)において活発であり、実務慣行も急速に進化しつつある⁶。では、上場会社に代表される大規模企業において、種類株式の利用状況はどうであるか？

米国では、Alphabet(Googleの完全親会社)やFacebookといった数々の著名な新興企業が、議決権の内容を差別化した種類株式(class shares)を発行し、このうち、無議決権株式を証券取引所に上場して資金調達を行う一方、議決権付株式を創業者等に割り当てて会社支配権を固定化するという制度設計が広く利用されている⁷。日本についていえば、少なくとも会社法の規制の上では、議決権の内容を差別化した種類株式の発行には制約がない。したがって、そのような種類株式の日本における上場の可否は、投資者に対する投資機会の提供と上場会社に対する資金調達機会の提供という観点⁸に照らして行われる証券取引所の政策判断にもっぱら委ねられているといえる。

東京証券取引所は、議決権に関する種類株式の上場の可能性を探るため、2006年に専門家による研究会(実務者懇談会)を組織して種類株式の上場制度に関する検討を開始し⁹、

⁵ II 2 (2) 第2段落参照。

⁶ たとえば、保坂雄・小川周哉「種類株式を利用したスタートアップ・ファイナンス」旬刊商事法務2126号48頁(2017年)、経済産業省「ベンチャー投資等に係る制度検討会報告書～ベンチャーファイナンスの進化によるベンチャーエコシステムの活性化に向けて～」(2015年3月)

<<http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/ventureinvest/investigation.html>>参照。

⁷ 澤口実・戸嶋浩二「議決権種類株式の上場」ジュリスト1470号37頁(2014年)参照。なお、米国の上場会社および未上場会社における種類株式の利用状況について、竹内信紀・小川周哉「米国における種類株式の実務動向」旬刊商事法務2128号45頁(2017年)参照。

⁸ 森田果「種類株式」江頭憲治郎編『株式会社法大系』(有斐閣、2013年)133頁、147頁参照。

⁹ 検討の過程および公表資料に関し、東京証券取引所のウェブサイト<<http://www.jpx.co.jp/equities/improvements/general/>>を参照。

当該研究会の報告を踏まえて 2008 年に有価証券上場規程の改正を行った。改正に至るまでの議論において重点的に検討されたのは、議決権に関する種類株式が発行されている場合における、種類株主間の利害調整の方法、および種類株主（ここでは、議決権に関して有利な内容を有する種類株式の株主）と会社との利益相反を抑止する方法であった。

東京証券取引所における上場基準改正に至るまでの検討過程においては、(a) 上場会社であっても、一株一議決権の原則を放棄して議決権の内容を差別化した株式を発行することには、一定の条件が充足される限りにおいて、企業統治の観点から合理性があること、(b) しかし、会社法の規制だけでは前記の「一定の条件」を提供することは困難であると考えられ、上場規程を通じた事前規制が必要であることの 2 点が、理論的な前提とされていた。そして、そのような理論的前提は、一株一議決権原則の意義および限界をめぐる、今日の日本の会社法学の学説の趨勢を反映していた。

そこで本論文では、(1) 日本の株式制度の特色、および種類株式に関する制度の沿革、(2) 議決権に関する種類株式と一株一議決権の関係をめぐる会社法学の議論、(3) 議決権に関する種類株式の上場に関する東京証券取引所の規則改正、(4) 規則改正後の状況およびこれに対する評価を、順次見ていくこととする。

II. 日本の種類株式制度

1. 日本の株式制度の特色

日本の株式制度の特色として、以下の四つの点を挙げることができる。

第一に、種類株式を発行する場合、剰余金配当請求権または残余財産分配請求権のいずれか一方が何らかの形で保障されている限り、株式に含まれる諸般の権利を低減すること、増強すること、または排除することは、基本的に会社の自由である（会社法 105 条 2 項参照）。たとえば、古い制度においては、無議決権株式の発行は、当該株式を剰余金配当にかかる優先株式とする場合に限り認められていたが¹⁰、現在、そのような制限は存在しない。つまり、会社法では、株式の内容として網羅しておかなければならない権利のリストというものはない。また、株式に複数の権利を設定する場合に、それらの権利の間で内容上の均衡を図る必要もないのであり、たとえば、株式の内容を構成するすべての権利を普通株式に劣後させた種類株式を発行することもできる。

第二に、定款の定めをもって、発行する全部の株式の内容として特別の事項を設定することができる¹¹。そのような事項は、①株式の譲渡制限、②取得請求権、および③取得条項である。

第三に、発行する株式の全部に譲渡制限が設けられている株式会社（公開会社でない株式

¹⁰ II 2 (1) 参照。

¹¹ この場合、株式の「種類」というものが存在しないまま、普通株式とは異なる内容の株式が発行されることとなる。

会社¹²⁾は、その強い閉鎖性ゆえに、個別交渉を通じた株主間の利害調整が相当程度可能であると考えられるため、定款による独自の規範設定が広範に許容されている。株式に関していえば、このタイプの株式会社は、種類株式の内容とすることができる9項目に関し、定款に定めを置くことにより、株主ごとに異なる取扱いをすることができる(会社109条2項¹³⁾)。また、このタイプの株式会社に関し、取締役および監査役の選任・解任に関する種類株式¹⁴⁾を発行することができる(会社108条1項柱書ただし書)。

第四に、公開会社でない会社を除いて、株主総会において議決権を行使することができる事項が制限されている株式(議決権制限株式)の発行は発行済株式総数の2分の1を限度とする。これは、出資の大きさに比例しない議決権(=会社支配権)の付与を許さないという会社法上の政策を明らかにしたものである。しかしながら、会社法上、出資と議決権の間の均衡を図るための具体的基準または解釈原則は一切示されていない。また、議決権付与の根拠が、唯一、株主の出資に求められるべきであるのかをめぐっては、学説上疑義が示されてきた。ちなみに、後に紹介する東京証券取引所の現行の上場規程は、株主の出資をもって議決権付与の唯一の根拠としないという理解に基づくものである。

2. 日本における種類株式制度の沿革

(1) 1899年商法制定から2001年6月商法改正まで

日本では、会社法が2005年に制定されるまでの間、会社に関する法規制はすべて商法によって行われていた。現行の商法は1899年に制定されたのであるが、すでにそのときから、普通株式のほかに種類株式として、剰余金の配当および残余財産の分配に関する優先株式を発行することが認められていた¹⁵⁾。1938年の商法改正で、剰余金配当および残余財産分配に関する優先株式・劣後株式・混合株式の発行が可能となり¹⁶⁾、さらに、剰余金配当に関する優先株式に関し、無議決権株式とすることが認められた¹⁷⁾。ただし、株式を無議決権とする取扱いは、それ自体をもって種類株式の内容となるものではなく、あくまでも剰余金配当の優先株式に追加することができるオプションに過ぎなかった。すなわち、株式からの議決権排除は、唯一、優先配当と引き換えに行うことができると考えられていたのであり、このことは、優先配当が行われないうちに議決権が復活するという規定からも明らかであっ

¹²⁾ 前掲注(2)参照。

¹³⁾ 公開会社では複数議決権株式(1株に2個以上の議決権を付与した株式)の発行が認められていないにもかかわらず、この制度を利用することで、公開会社は事実上の複数議決権株式を発行することができる。後掲注(41)および対応本文参照。

¹⁴⁾ Iの第3段落で挙げた(ix)に関する種類株式。

¹⁵⁾ 1938年改正前商法211条。

¹⁶⁾ 1950年改正前商法221条1項。

¹⁷⁾ 1950年改正前商法242条1項。このほか、種類株式に付加することができるオプションとして、株主の転換請求権(conversion right)(Iの第3段落で挙げた(v)と類似の事項)が追加された。

た¹⁸。また、1950年商法改正で償還株式 (redeemable shares) が種類株式の一つとして追加された¹⁹。これ以降、2001年6月商法改正までの間、種類株式の内容は、Iの第3段落で挙げたうちの (i) 剰余金配当請求権 (剰余金の優先配当と無議決権の組合せを含む)、(ii) 残余財産分配請求権、(vi) 取得条項 (償還株式) の3項目のまま維持された。

なお、議決権付株式の保有者が相対的に少ない出資により会社支配権を取得することとなるのは適当ではないとの理解²⁰に基づき、無議決権株式の発行に関して法定の制限が設けられた。すなわち、無議決権株式を発行する場合、(1) 1938年改正商法では株金総額 (払込金額の総額) が資本金額の4分の1を超えないこと²¹、(2) 1950年改正商法では当該株式の発行総数が発行済株式総数の4分の1を超えないこと²²、(3) 1990年改正商法では発行総数が発行済株式総数の3分の1を超えないこと²³、(4) 2001年6月改正商法では、発行済株式総数の3分の1、または同改正で導入された単元株制度²⁴を採用する会社においては、当該種類株式の単元総数が総単元数の3分の1を超えないこと²⁵、(5) 2001年11月改正商法では、発行済株式総数の2分の1、単元株制度を採用する会社においては当該株式の単元総数が総単元数の2分の1を超えないことが要求されていた²⁶。このように、無議決権株式の発行数の上限は段階的に引き下げられている。ちなみに現行の会社法では、議決権制限株式の発行数は発行済株式総数の2分の1以下に抑えなければならない(会社法115条。単元数基準は廃止)。

(2) 2001年11月商法改正から2005年会社法制定まで

2001年11月商法改正により、株主総会において議決権を行使することができる事項を

¹⁸ 2001年11月改正前商法242条1項ただし書。議決権復活に関する本規定は、1950年商法改正で整備された。

¹⁹ 2001年6月改正前商法221条1項。

²⁰ 大隅健一郎・今井宏『会社法論上巻 [第3版]』(有斐閣、1991年)369頁等。

²¹ 1950年改正前商法242条2項。

²² 1990年改正前商法242条2項。

²³ 2001年6月改正前商法242条3項。

²⁴ これは、定款の定めをもって、一定の株式数(単元株式数)ごとに1議決権を与えるという制度である(会社法188条)。会社は株式の種類ごとに異なる単元数を設定することができる。後掲注(41)および対応本文参照。後掲注(41)の例でいえば、X種類株式およびY種類株式の発行総数をそれぞれ1,000株とすれば、X種類株式の単元総数(=議決権総数)は100であり、Y種類株式の単元総数(=議決権総数)は10であり、総単元数(=総議決権数)は110となる。

²⁵ 2001年11月改正前商法242条3項。しかし、種類株式間の単元株式数に大幅な相違がある場合、相当の出資を伴わない会社支配が容易に実現されてしまい、無議決権株式の規制方針に反する結果を生じることが指摘されていた。加藤貴仁「議決権・支配権に関する種類株式の規制方法」旬刊商事法務1777号4頁、10頁注(五)・(六)および対応本文(2006年)参照。現行の会社法115条は、この疑義を解消するため、単元数を用いた上限設定を廃止した(本文参照)。

²⁶ 2005年改正前商法222条5項6項。

もって種類株式を構成する内容とすることが可能になった（議決権制限株式の導入）²⁷。従前は、無議決権配当優先株に象徴されるように、種類株式制度が重視するのは会社の資金調達および株主への投資機会の提供という機能であったところ、この改正によって、会社の支配関係（種類株主間の支配権の分配）の設計を多様化するという政策が新たに採用された²⁸²⁹。そして、この新しい政策は、2002年商法改正における取締役・監査役の選任・解任に関する種類株式の採用³⁰、そして2005年会社法制定における種類株主の拒否権を内容とする種類株式³¹の採用という形で、次々と具体化されていった。ちなみに、種類株式に関する2001年11月商法改正の背景として、(1)一般企業の資金調達における直接金融の割合の増加（銀行に依存せず、経営実績に応じた有利な資金調達を図る傾向が増大したこと）、(2)前記(1)とも関連するが、ベンチャー・ビジネスの資金需要の拡大、(3)新興企業向けの株式取引市場³²の整備が指摘されている³³³⁴。

また、理論的見地からは、上記の一連の改正の背景を次のように説明することができる。すなわち、伝統的には、株主平等原則を強調して、株式におけるcash-flowに対する権利とcontrolに対する権利の配分に一定の制約を加えるという考え方（一株一議決権原則からの離脱を基本的に許容しない考え方）があった。これに対し、2000年代初頭において、株式を構成する諸権利を別個独立のものとして観念し、その各々について会社が定めることのできる内容について限界を設定した上で自由な組合せを認めていくべきであるという考え

²⁷ 2005年改正前商法222条1項5号。Iの第3段落で挙げた(iii)の事項に関する種類株式。

²⁸ 野村修也「株式の多様化とその制約原理」旬刊商事法務1775号29頁（2006年）参照。

²⁹ また、2001年11月商法改正では、単独で株式の種類を構成する事項とはならないけれども、種類株式に追加することのできるオプションとして、強制転換条項および種類株主の拒否権が追加されている（Iの第3段落で挙げた(vi)および(viii)と類似の事項）。本文の叙述および前記事項を総合すると、この2001年11月商法改正によって、今日の種類株式制度の原型が成立したといえるであろう。

³⁰ Iの第3段落で挙げた(ix)の事項に関する種類株式。

³¹ Iの第3段落で挙げた(viii)の事項に関する種類株式。

³² 東京証券取引所のMothersおよび大阪証券取引所（当時）のNASDAQ Japanなど。

³³ 神田秀樹・武井一浩編著『新しい株式制度』（有斐閣、2002年）149頁～150頁。2001年11月および2002年の商法改正後、ベンチャー・ビジネスにおいて多様な種類株式が発行されるようになったと指摘されている。野村・前掲注(28)29頁参照。山下友信編『会社法コンメンタール3』（商事法務、2013年）69頁〔山下〕も同旨であるが、その利用は期待されていたほどではないという。

³⁴ 山下編・前掲注(33)74頁～75頁〔山下〕は、2001年11月商法改正以前の種類株式制度は欧州大陸諸国の制度を参考としていたが、日本の高度経済成長期以降、米国の株式実務が日本企業の注目を集め、その導入を求める企業側の声が高まったため、同改正で、種類株式に関する規律が大幅に米国法化され、規制緩和が図られたと分析している。なお、米国デラウェア州会社法における証券設計の自由度について、玉井利幸『会社法の規制緩和における司法の役割』（中央経済社、2009年）111頁～117頁参照。

方³⁵が有力となった。このような考え方は、証券設計（security design）に関する現代のファイナンス理論に影響を受けたものであり³⁶、また、企業側の要望内容と親和的なものであって、一連の改正で採用された種類株式の規制枠組みを提供するものとなった。

3. 理論的考察

（1）現状に対する評価と問題意識

上述の改正を経た結果、日本の会社法は、種類株式の内容設計の自由を広範に保障するものとなっている。すなわち、株式の内容の同一性は会社法上の本質的な要請ではなく、種類株式間の差別化には基本的に制限が加えられない。しかし、学説上、種類株式間の内容上の差別化が完全に自由であるとまでは解されておらず、種類株式の利用は、差別化を正当化するだけの必要性があること（必要性のテスト）、および、差別化の結果として株主が受ける制約が差別化の必要性に照らして不相当なものではないこと（相当性のテスト）という、二つの観点からの審査に服するものと指摘される³⁷。

さて、会社法においては、議決権も株式に含まれる諸権利の一つとして相対化されている。会社法上、議決権の剥奪に対する補償は制度上必要ないのであり、一株一議決権の原則は絶対的なものではなくなっている。ただし、前述のように、議決権が制限されている株式（議決権制限株式）には発行数の上限があり³⁸、この点において一株一議決権の原則の影響が残っている。

議決権制限株式は、議決権の有無に関する株式である。議決権がある場合に行使することができる議決権の数は1個であって、その個数を1個以上に増やすことはできない³⁹。しかし、日本の会社法には単元株制度という仕組みがあり⁴⁰、種類株式発行会社において、1個の議決権が与えられる株式数（単元株式数）を株式の種類ごとに設定することができる⁴¹。

³⁵ 『『デットとエクイティに関する法原理についての研究会』報告書』金融研究 20 巻 3 号 1 頁（2001 年）等。当時の議論の整理として、中東正文・松井秀征編『会社法の選択——新しい社会の会社法を求めて』（商事法務、2010 年）694 頁～700 頁〔久保田安彦〕参照。

³⁶ 中東・松井編著・前掲注（35）734 頁～735 頁〔久保田〕。

³⁷ 野村・前掲注（28）33 頁。

³⁸ 加藤・前掲注（24）5 頁～7 頁は、議決権制限株式の導入に伴い、この上限規制が過剰な規制となっている一方で、実効性のある遵守確保の手段もないと批判する。

³⁹ 前掲注（2）参照。

⁴⁰ 会社法 188 条 1 項・189 条 1 項。これは、発行済株式数が極端に大きくなった会社において、株主管理費用（主として株主総会開催に必要な費用）を節減させることを主たる目的として設けられた制度である。

⁴¹ たとえば、X 種類株式の単元株式数を 10、Y 種類株式の単元株式数を 100 とすれば、1 株あたりに換算して、X 種類株式には Y 種類株式の 10 倍の大きさの議決権が備わることになる。ただし、単元株式数は 1,000 または発行済株式総数の 200 分の 1 にあたる数を超えることができない（会社法 188 条 2 項、会社法施行規則 34 条）。

つまり、単元株制度を利用することで、事実上の複数議決権株式を発行することができ⁴²、これを通じて、特定の種類株主に対し、相対的に小さい割合の出資で、より多くの会社支配権を付与することができるのである。単元株式数にかかる制限はあるものの⁴³、議決権制限株式におけるような株式発行数にかかる制限はない。したがって、単元株制度を利用した事実上の複数議決権株式は、上場会社のような大量の株式を発行する会社において、特定の株主に固定的に会社支配権を付与するのに好都合である。ちなみに学説は、後述するように、議決権の濫用を回避するための手段が講じられている限りにおいて、複数議決権株式を通じた会社支配権の付与には合理性があると解している。

ここでは、種類株式に関する日本の会社法学上の重要論点のうち、複数議決権株式の利用の是非をめぐる議論を概観する。それらの議論は、当該株式に対する会社法上の規制の限界を明らかにするとともに、とりわけ上場会社に関して、会社法を補完する規制の必要性を説くものである。そして、そこで指摘される補完的規制のイメージは、後述するように、無議決権株式および複数議決権株式に関する東京証券取引の新しい上場基準として具体化されることとなる。

(2) 「議決権種類株式」の定義

以下の叙述では、(i) 議決権を完全に欠いている種類株式（完全無議決権株式）および議決権を完全に備えている種類株式（議決権付株式）、(ii) 株主総会において議決権を行使することができる事項が制限されている種類株式（議決権制限株式）およびそのような制限がない株式（議決権制限株式以外の種類株式）、そして、(iii) 単元株制度を利用して1株あたりの議決権の大きさが調整されている種類株式（他の種類株式との比較において「議決権の多い株式」〔事実上の複数議決権株式〕および「議決権の少ない株式」）を総称して、「議決権種類株式」という。これらの種類株式に共通する要素は、一株一議決権の原則から離脱していること、つまり出資の大きさと議決権の大きさが比例しないということである。

米国における dual-class shares の仕組みでいえば、class A shares に相当するのが、完全無議決権株式、議決権制限株式、および議決権の少ない株式である。そして、class B shares に相当するのが、議決権付株式、議決権制限株式でない種類株式、および議決権の多い株式である。

(3) 議決権種類株式が適切に機能するための条件

今日、一株一議決権の原則は、残余請求権者（residual claimant）である株主の地位に由来するものであるとの説明が、日本において有力である。すなわち、株主は、会社の様々な

⁴² 本文の段落冒頭で述べた趣旨に照らせば、このような株式は脱法的なものと解される可能性があるが、違法・無効であると解する学説は見当たらない。山下編・前掲注（33）81頁～82頁〔山下〕。

⁴³ 前掲注（41）参照。

利害関係者の中で、企業価値を増大させることについて最大の利害関心を持っており、その有する残余請求権 (residual rights) の大きさに比例して議決権を付与することには合理性があるということである⁴⁴。それゆえ、一株一議決権の原則には、議決権の濫用的な行使 (会社の利益に反する行使) を防止する機能があると考えられるが、他方で、株式の分散所有に伴う集合的行為の問題 (collective action problem) および合理的無関心 (rational ignorance) により、この原則の下では議決権自体が機能不全に陥りやすいという問題もある⁴⁵。

森田果 (MORITA, Hatsuru) 教授の分析によれば、一株一議決権の原則を強制するか、それとも無議決権株式の発行を許容するかという政策の選択が、(1) 効率的な支配権移転の実現、(2) 大株主 (block holder) による効果的な経営監視⁴⁶の実現、(3) 効率的な資金調達の実現という三つの局面で大きな相違を生じさせることになるという⁴⁷。

このうち、本論文の主たる考察対象と関係のある上記 (2) の点について、森田教授は、会社の外部者である大株主 (経営監視に関して一般株主と共通の動機を持つ大株主) と、内部者である大株主 (支配株主およびこれと通謀する大株主) に分けて検討を行っている。まず、外部者である大株主がいる場合には、一株一議決権の原則から離脱して、この者に議決権付株式を割り当てれば、より少ない株式取得費用で、この者による実効的な経営監視が実現する可能性がある (株主・経営者間の代理問題の安価な解決)。これに対し、内部者である大株主がいる場合、一株一議決権から離脱してこの大株主に議決権付株式を割り当ててしまうと、他の一般株主の意向を気にすることなく⁴⁸私的な利益 (cash-flow に関する株主の権利に由来しない利益) を確保することができるので、株主間の代理問題を悪化させてしまうことになる⁴⁹。それゆえ、大株主がいる状況下で一株一議決権原則から離脱して議決権に関する種類株式を発行することが望ましいかどうかは、その割当先が有しているところの、大株主としての属性によって変わり得ることとなる⁵⁰。

44 以上、岩原紳作編『会社法コンメンタール 7』(商事法務、2013年) 131頁～133頁 [加藤貴仁] 参照。

45 加藤貴仁『株主間の議決権配分』(商事法務、2007年) 447頁。

46 株主・経営者間の代理問題 (agency problem) の解消。

47 森田・前掲注 (8) 135頁。そこでは、問題の単純化のため、無議決権株式および議決権付株式 (1株に1個の議決権がある株式) の利用が想定されている。

48 さらに、そのような大株主は、資本市場および会社支配権市場の規律 (敵対的企業買収や委任状争奪などの圧力) からも隔離されている。加藤貴仁「議決権種類株式は資本市場を破壊するのか?」神作裕之責任編集・公益財団法人資本市場研究会編『企業法制の将来展望—資本市場制度の改革への提言—2015年版』(公益財団法人資本市場研究会、2015年) 141頁、155頁～156頁。

49 相対的に小さな出資で支配権を取得するということは、出資によって得られる cash-flow に関する権利の割合が相対的に小さいことを同時に意味するから、cash-flow に関する権利によって得られる利益を極大化しようという動機よりも、私的利益を追求しようという動機を持つ傾向が大株主に生じるものと推測される。そして、このとき会社が被る損失は、少数派株主に押しつけられることになる。加藤・前掲注 (48) 158頁参照。

50 森田・前掲注 (8) 139頁～140頁。

もっとも、外部者である大株主と内部者である大株主の区別は、その地位に基づいて私的な利益を享受しているかどうかという客観的事実から導かれるに過ぎず、一方が他方に転化するの原理上難しいことではない。すなわち、外部者である大株主に、経営監視機能を期待して議決権付株式を割り当てている場合、そのような期待に反する行動を当該大株主が取らないようにするか、または会社が一株一議決権の原則に復帰すること⁵¹ができるようにするための、何らかの装置が必要であるといわなければならない。

さて、一般的な説明として、株式に議決権が付与されること根拠は、会社に対して出資を行って会社のリスクを引き受けたことに求められている。しかし、会社のリスクの引受けが、出資（金銭または現物財産の拠出）に加え、それ以外の会社に対する「特別の貢献」をすることによって行われることもあると解するならば⁵²、そして、そのような貢献をする株主が、企業価値を増大するための行動を取る適切な動機を持ち得ると解するならば、議決権種類株式を利用して、そのような者に一般の株主よりも多くの議決権を付与してもよいという理解が得られる。ただしこの場合、より多くの議決権を付与された株主による議決権濫用を防止するための条件（株主間の代理問題を悪化させないための条件）の整備が必要になる⁵³。しかし、会社法上、出資の大きさに比例しない議決権を付与することについての規制方針は不明確であり⁵⁴、議決権濫用を防止するための条件整備が、（株主総会の決議や、資本市場における多数の取引参加者の選択行動を媒介として）自然発生的に行われるべきなのか、それとも、法律によらない規範を人為的に設定し、何らかの強制力を伴う形で遵守させるべきなのか、問題となってくる。

⁵¹ 一株一議決権の原則を採用すれば、株主・経営者間の代理問題を生じさせる反面、株主間の代理問題を回避することができる。当該原則から離脱して出資の大きさに比例しない議決権を付与すれば（議決権種類株式の採用）、前記とは逆の帰結となる。これらの二つの選択肢のどちらを採用すべきであるかは、個々の企業の特徴（株主構成、事業の特殊性など）に応じて判断せざるを得ず、一般的な判断基準を設定することは困難である。加藤・前掲注（48）168頁～169頁。

⁵² 日本の会社法上、株式会社の株主となるためには出資をしなければならないが、出資の目的財産は、金銭額として表示することができる価値を現に有している財産（金銭および現物財産）に限られる。また、会社法上、株主総会における議決権は株主のみが有する。したがって、本文にいう「特別の貢献」は、株主となるための出資をすることと並行して行われる必要がある。すなわち、「特別の貢献」のみをもって株主の地位を取得し、または議決権を行使することはできない。なお、日本の会社法上、合名会社（*general partnership company*; *société en nom collectif*）および合資会社（*limited partnership company*; *société en commandite*）の無限責任社員（*partner with unlimited liability*）は、自己の信用や経営上の才覚など、将来その価値を発現することとなるものを出資の目的とすることができる。

⁵³ 以上、加藤・前掲注（45）456頁～457頁。

⁵⁴ 加藤貴仁「上場会社による種類株式の利用」ジュリスト1495号20頁（2016年）。個別的規制に対する検討として、加藤・前掲注（48）159頁～160頁参照。

III. 議決権種類株式に関する東京証券取引所の上場基準

1. 上場基準改正の経緯

2001年11月の商法改正以降、種類株式に関して、議決権制限株式の発行許容（一株一議決権の原則からの離脱）に代表される大規模な法制度改革が相次いで行われたのに呼応して、東京証券取引所の有価証券上場規程が何度か改正されている。かつて、東京証券取引所に株式を新規に上場することができたのは、普通株式のみを発行する会社に限定されていたのであるが（単一銘柄規制⁵⁵）、2001年の上場基準の改正により、複数の種類の株式を発行している会社であっても、そのうちの普通株式を上場することが可能になった⁵⁶。このように、東京証券取引所において上場される株式は、普通株式を基本としてきたのであり、種類株式は、資金調達を確保することで得られる会社の利益と、取引量を最大化するためにより多くの投資者を誘引したいという証券取引所の利益が合致すると考えられる限りにおいて⁵⁷、逐次的に対象を限定して上場を認めるという対応が取られてきた⁵⁸。具体的には、1976年に配当優先株式、2001年に子会社の業績に連動して配当額が定まるタイプの株式（tracking stock）の上場が認められた。

議決権種類株式の上場も、上記と同様の動機に基づいて、2008年、個別対応の形で東京証券取引所が制度化したものである。もっとも、世界的に見れば、2007年にニューヨーク証券取引所（NYSE）とユーロネクスト（Euronext）が統合したり、ドイツ取引所（Deutsche Börse）とロンドン証券取引所（LSE）が合併契約を締結したりするなど⁵⁹、各国の証券取引所間の競争が激化していること、そして、米国およびヨーロッパ諸国のいくつかの国々において議決権種類株式を発行する会社の上場が認められているということも、東京証券取引所の対応を促す大きな要因であったことは確かである。

東京証券取引所における、議決権種類株式に関する上場基準の改正は、次のような経過をたどった⁶⁰。まず、東京証券取引所は2006年に上場制度整備のための実行計画を策定し⁶¹、当該計画遂行の一環として議決権種類株式の上場基準の整備に着手した。そして同年に有識者による「種類株式の上場整備に向けた実務者懇談会」が発足し、同懇談会は、2007年

⁵⁵ なお、会社が普通株式を上場した後に種類株式を発行し、これを追加で上場することは可能であった。

⁵⁶ 神田・武井編著・前掲注（33）150頁～151頁参照。

⁵⁷ 森田・前掲注（8）147頁。

⁵⁸ 山下編・前掲注（33）96頁〔山下〕。

⁵⁹ 2017年3月29日、欧州連合（EU）の欧州委員会（EC）は、競争が阻害されるおそれを理由に当該合併を不承認とした。

⁶⁰ 宇都宮純子「議決権種類株式の上場に関する制度要綱について」旬刊商事法務1834号15頁（2008年）および宮下央・松尾和廣「上場制度と種類株式」旬刊商事法務2133号24頁、25頁～26頁（2017年）参照。

⁶¹ 東京証券取引所「上場制度総合整備プログラム」（2006年6月22日）

<<http://www.jpx.co.jp/equities/improvements/general/01.html>>。本文中の叙述で紹介されている報告書は、いずれもこのウェブページに掲載されている。

3月に中間報告を行い、2008年1月に最終報告である「議決権種類株式の上場制度に関する報告書」を公表した。これを受けて東京証券取引所は、2008年4月に議決権種類株式の上場に関する制度要綱を公表した後、同年7月、有価証券上場規程の改正を行った⁶²。

以下では、上記実務者懇談会による2008年1月の報告書、およびこれを受けて改正された同年4月の新上場基準の内容を概観する。そして、一株一議決権の原則から離脱して議決権種類株式を導入した際に予想される、支配株主の議決権濫用の問題に対し、東京証券取引所が、上場基準を通じていかなる予防措置および是正手段を講じようとしているのかを見ていくこととする。

2. 議決権種類株式の上場制度に関する報告書（2008年1月）

そもそも、日本の会社法は議決権種類株式の発行に関してほとんど規制を行っていないので⁶³、あえて証券取引所がこれに関して自主規制を行う必要があるのかという疑問もあり得るところである。実務者懇談会の議論においても、種類株式による一定の資本構成が存在していればその状態を前提とする投資行動が取られるはずであるから、投資者の選別および市場における価格形成に委ねれば足りるとの意見があったとされる。しかし報告書では、

(i) 投資者保護に関して一定の役割を果たすことが証券取引所に期待されていること、(ii) 投資者は、十分な情報に基づいて適切な判断を行えるわけでは必ずしもないこと、(iii) 同一企業が複数の種類の株式を自由に発行すると種類株主間の利害関係が複雑になり、それによって投資者の投資判断が困難となり、魅力的な投資商品が提供されない結果を生じることという三つの理由を挙げて、議決権種類株式の上場に関して証券取引所の規制が必要であると指摘する。すなわち、「議決権種類株式の上場を認める場合には、投資者保護の観点から必要と認められる一定の要件を満たした株主の権利を尊重したスキームで、かつ、投資者にわかりやすい商品から順次解禁していくことが望ましい」との結論を明らかにしている⁶⁴。

上記の判断に基づいて、報告書は、議決権種類株式がもたらす弊害——出資の大きさと支配権の大きさの不均衡に由来する弊害——を防止するための対策が講じられている限りにおいて、議決権種類株式の上場を認めるという方針を明らかにする⁶⁵。具体的には、(1) 一定の場合に議決権種類株式を用いた制度設計を解消させるための措置、(2) 議決権種類株式の発行数等の制限措置、(3) 会社において重大な決定が行われる際に種類株主間の利益相反

⁶² 2014年2月には、「上場審査等に関するガイドライン」を改訂し、種類株式の上場審査の観点を明確化するための措置が行われた。詳細に関して、澤口・戸嶋・前掲注(7) 37頁参照。

⁶³ II 3 (1) 参照。

⁶⁴ 以上、東京証券取引所・種類株式の上場制度整備に向けた実務者懇談会「議決権種類株式の上場制度に関する報告書」（平成20年1月16日）（以下、「東証・実務者懇談会報告書」と表記）13頁。

⁶⁵ 上場することができるのは、議決権種類株式のうち無議決権株式または「議決権の少ない株式」である。III 3 第2段落参照。

が生じないようにするための措置が、例として考えられるとする⁶⁶。

上記の(1)に関し、報告書は以下の三つの対応を提案している。それらは、(a) 発行済株式総数の一定割合以上の株式を取得した者が現れた場合に、議決権種類株式による会社支配の構造を解消させること（ブレイクスルー条項。breakthrough provision）、(b) 議決権種類株式を上場する目的⁶⁷を追求する必要性がなくなっているか、当該目的を逸脱する状況が生じているか、または当該目的を実現することが不可能であることが確定した場合⁶⁸に、議決権種類株式を用いた制度設計を解消させること（サンセット条項。sunset provision）、

(c) 議決権に関して有利な内容を有する議決権種類株式（米国の dual-class shares における class B shares に相当する株式）が譲渡される場合、そのような有利な内容を無効化することである⁶⁹。

上記の(2)に関して報告書は、(d) 議決権に関して不利な内容を有する議決権種類株式に発行上限を設けること、および (e) 事実上の複数議決権株式が発行される場合に、議決権の少ない株式との比較において、議決権の多い株式が有する議決権の大きさに一定の制限を設けることの二つの方策を提案している⁷⁰。

そして上記の(3)に関して報告書は、(f) 議決権に関して不利な内容を有する議決権種類株式の種類株主について、そのような種類株主の利益に重大な影響を及ぼす可能性のある行為を会社がしようとする場合に、当該種類株主で構成される種類株主総会の承認決議を義務づけるという方策⁷¹、そして (g) 支配株主と会社間に利益相反が生じないようにするための方策（支配株主と会社との間の取引に関する情報開示、支配株主からの独立性を担保し得る諮問機関の設置など）を提案している⁷²。

このように実務者懇談会報告書は、株主・経営者間の代理問題に対処するため、出資の大きさに比して不均衡に大きな支配権を特定の株主に与えることの合理性を認めつつ、その際に懸念される弊害（株主間の代理問題）を未然に防止し、または是正するための具体的方策として、上記(a)から(g)の七項目を挙げる。これらはそれぞれ、上の(1)～(3)の分類のいずれか一つに属するものであるが、(a)・(b)・(d)・(e)の四つは、支配株主が最

⁶⁶ 以上、東証・実務者懇談会報告書・前掲注(64)13頁～14頁。

⁶⁷ そのような目的は、安定的な会社支配により、長期的視点に立った企業価値の向上を目指すことであると説明される。東証・実務者懇談会報告書・前掲注(64)15頁。

⁶⁸ 実務者懇談会報告書は、そのような状況の判断に関して、(i) 全株主が議決権を行使することができる株主総会決議に委ねる方法、および(ii) 支配株主の株式保有割合が、発行済株式総数の25%未満となったときに、そのような状況が到来したものとみなす方法の二つを挙げている。

⁶⁹ 東証・実務者懇談会報告書・前掲注(64)14頁～16頁。dual-class shares における class B shares を class A shares に転換することなどが、ここで想定されている。

⁷⁰ 東証・実務者懇談会報告書・前掲注(64)17頁。

⁷¹ これは、会社法322条2項の定めにかかわらず、同条1項の種類株主総会決議を義務づけることを意味する。

⁷² 東証・実務者懇談会報告書・前掲注(64)17頁～19頁。

小限充足すべき出資割合を設定したものとして共通性がある⁷³。また、(c) は、議決権において有利な内容の議決権種類株式の保有資格に関係するものであり、その点で (a) および (b) とは別個の性質を持つ。なお、(f) および (g) は効果に限界があるとして、(a) および (b) と組み合わせることが望ましいと指摘されている⁷⁴。

実務者懇談会の上記の報告を受けて、東京証券取引所は、議決権種類株式の上場に関する制度整備の要綱を 2008 年 4 月に公表した。それによれば、議決権種類株式の制度設計が株主の権利を尊重したものであると認定されるために、以下の六つの要件を充足することが必要となる⁷⁶。

①極めて小さい出資割合で株主が会社を支配する状況が生じた場合に、議決権種類株式の制度設計を解消することができる見込みのあること。

②種類株主間の利害が対立する状況が生じた場合に、議決権種類株式の株主が不当に害されないための保護の方策をとることができる状況にあること。

③支配株主が存在する場合には、支配株主と議決権種類株式の発行者の利益相反取引が行われる際に少数派株主の保護方策をとることができる状況にあること。

④議決権の少ない株式を上場する場合には、議決権の多い株式の譲渡等に際して当該株式を議決権の少ない株式に転換する条項が付されていること。

⑤議決権種類株式に優先配当が行われることとなっている場合、原則として、議決権種類株式の発行者が剰余金配当を行うに足る利益を計上する見込みがあること。

⑥その他株主および投資者の利益を侵害するおそれ大きいと認められる状況にないこと。

3. 議決権種類株式に関する東京証券取引所の上場基準（2008 年 4 月改正）⁷⁷

まず、一般的事項として、東京証券取引所における上場の際の審査項目は、(i) 企業の継続性および収益性、(ii) 企業経営の健全性、(iii) 企業統治および内部管理体制の有効性、(iv) 企業内容等の開示の適正性、(v) その他公益または投資者保護の観点から取引所が必要と認める事項という、五つから構成されている⁷⁸。そして、議決権種類株式に関する上場基準は、上記の審査項目の (v) に関する細目として新たに定められたものである⁷⁹。ここ

⁷³ 本文の (a) と (b) は相互に代替可能な性質を持つ。(d) と (e) の関係も同様である。東証・実務者懇談会報告書・前掲注 (64) 20 頁～21 頁参照。

⁷⁴ 東証・実務者懇談会報告書・前掲注 (64) 21 頁。

⁷⁵ III 2 第 1 段落参照。

⁷⁶ 宇都宮・前掲注 (60) 17 頁～20 頁参照。

⁷⁷ 議決権種類株式に関する新しい上場基準の詳細について、宮下・松尾・前掲注 (60)、澤口・戸嶋・前掲注 (7)、林謙太郎「議決権種類株式に関する上場基準の概要」証券アナリストジャーナル 52 巻 11 号 25 頁 (2004 年) 参照。

⁷⁸ 東京証券取引所・有価証券上場規程 207 条 1 項各号。

⁷⁹ 東京証券取引所「上場審査等に関するガイドライン」II 6。

での審査の目的は、議決権種類株式を用いた制度設計が株主の権利を尊重したものといえるか否かを、証券取引所が確認することにある⁸⁰。

東京証券取引所に上場することができる議決権種類株式は、会社が初めて株式を上場する場合と、上場会社が種類株式を追加上場する場合に応じて、次のように定められている。まず、初めて上場する会社については、無議決権株式の上場⁸¹、普通株式および無議決権株式の同時上場、または議決権の少ない株式の上場が可能である。そして、普通株式をすでに上場している会社については、無議決権株式のみを追加上場することができる⁸²。

次に、会社が議決権種類株式（無議決権株式または議決権の少ない株式）を上場しようとする場合には、上場しようとする株式の内容または上場しようとする会社の状況に関して、以下の実質的基準を充足することが必要となる（有価証券上場規程 207 条 1 項 5 号、上場審査等に関するガイドライン II 6（4））。

（1）議決権付株式または議決権の多い株式を発行することに必要性および相当性があること。相当性があるか否かの認定は、発行の必要性に照らしつつ、次の（a）～（c）の事項その他に基づいて行われる。

（a）発行の必要性が消滅した場合に、無議決権株式または議決権の少ない株式を利用した制度設計を解消することができる見込みがあること。

（b）株主の出資比率がきわめて低いにもかかわらず会社を支配することができる状況が生じた場合には、無議決権株式または議決権の少ない株式を利用した制度設計が解消されることになる旨、定款その他で適切に定められていること。

（c）議決権の少ない株式が上場される場合、議決権の多い株式が譲渡されるときには、原則として当該株式が議決権の少ない株式に転換される旨、定款その他で適切に定められていること。

（2）議決権付株式または議決権の多い株式を利用する主要な目的が、上場申請会社の取締役等⁸³の地位の保全、または当該会社の企業買収防衛ではないこと。

（3）議決権付株式または議決権の多い株式を利用することの目的と必要性、および制度設計が、上場申請に際して適切に開示されていること。

（4）議決権付株式または議決権の多い株式の株主が上場申請会社の取締役等ではない場合には、次の（a）および（b）に適合すること。

⁸⁰ 宇都宮・前掲注（60）17 頁～18 頁参照。

⁸¹ 有価証券上場規程において、無議決権株とは「取締役の選解任その他の重要な事項について株主総会における議決権が制限されている株式」であると定義される（東京証券取引所・有価証券上場規程 2 条 87 号）。ここには、完全無議決権株式および一部の議決権制限株式が含まれる。

⁸² 東京証券取引所・有価証券上場規程 205 条 9 号の 2・302 条の 2 第 1 号。このような制限が設けられた理由について、宇都宮・前掲注（60）16 頁参照。

⁸³ 「上場審査等に関するガイドライン」に「取締役等」の定義は置かれていないが、上場申請会社の業務執行権限を有する者をいうものと解される。

(a) 当該株主の議決権行使の目的や方針が、当該株式の発行の必要性に照らして明らかに不適切なものではないと認められ、かつ、上場申請に際して適切に開示されていること。

(b) 上場申請会社が属する企業集団が、当該株主（法人）の属する企業集団との間で、原則として、事業内容の関連性、人的関係、および取引関係を持たないこと。

(5) 異なる種類の株主間で利害が対立する状況が生じた場合に、上場株式の株主が不当に害されないための保護方策をとることができる状況にあること。

(6) 上場申請会社が支配株主およびその関係者との間で取引をする際に、少数派株主の保護方策をとることができる見込みがあること。

(7) 上場される株式が優先配当株式である場合には、剰余金配当を行うに足りる利益を計上する見込みがあること。

(8) その他、株主および投資者の利益を害するおそれ大きい状況にないこと。

新しい上場基準は、III 2 で紹介した実務者懇談会の報告書で提案された方策（サンセット条項、ブレイクスルー条項、支配株主の株式譲渡時における株式の転換など）をおおむね採用している。ただし、報告書が掲げる項目数と比較すると審査対象項目は限定されている⁸⁴。また、個別の審査項目に関して上場申請会社が講じるべき方策の具体的内容は指示されておらず⁸⁵、ある程度会社側に裁量を与えられている。これは、規制が過重にならないようにするための配慮に基づくものであると推測される。

しかしながら、新しい上場基準の基礎となった実務者懇談会報告書は、議決権種類株式に関する既存の実務慣行を規範化したものではないのであり、これまで規制が行われてこなかった領域に関して、新しい規制の枠組みを導入しようとするものである。しかもその内容は、どちらかという理論的な整合性を重視したものにとどまる。現在のところ、議決権種類株式（議決権の少ない株式）を東京証券取引所に上場している会社は、すぐ後で触れるように1社しかない。ここでは、（上で展開した理論的考察を通じて得られるところの）議決権種類株式の特長または留意点を一般向けにわかりやすく伝えて、発行会社の上場を促進し、または投資者に有益な情報を提供しつつ取引を誘引するといった、マーケティング面での工夫も検討すべき課題であるといえる。

4. 議決権種類株式の上場をめぐる状況

このようにして、東京証券取引所は2008年に上場基準を改正し、議決権種類株式（無議決権株式または議決権の少ない株式）の上場を認めるに至った。しかし改正から9年を経過した現在（2017年8月末）において、議決権種類株式を上場しているのは1社（ロボット工学を応用した医療機器の製造・開発メーカーであるCYBERDYNE株式会社）しか存

⁸⁴ たとえば、報告書の(d)・(e)に相当する要件は定められていない。

⁸⁵ たとえば、種類株主間の利害対立解消手段として、報告書の(f)は種類株主総会決議を義務づけているが、新しい上場基準にそのような要件は定められていない。

在しない⁸⁶。

議決権種類株式の上場が低迷していることの理由の一つとして、マーケティング不足が考えられることを上で述べた。しかし、たとえ議決権種類株式の特長が周知されていたとしても、他の合理的な理由から、会社があえて議決権種類株式を発行せず、または上場しないという選択をすることがあり得る。この点についての分析はほとんど見られないが、株式相互保有（cross-ownership）など他の方法によって、議決権種類株式を利用する目的（一株一議決権の原則からの離脱）が十分実現することができるとの指摘がある⁸⁷。また、景気浮揚のために日本の中央銀行が強力な金利抑制政策⁸⁸を長期にわたって採用していることから、株式発行よりも、社債発行または銀行からの借入れによる資金調達のほうが、支配権に影響が生じないため好まれるのかもしれない。さらに、日本の経営者市場の問題、経営者心理の問題、または投資者心理の問題として、大規模企業の経営を長期的に特定の人物（支配株主である経営者）が担うことについての躊躇または不安があるために、そもそも会社が議決権種類株式を上場して資金調達を行い、または投資者が株式募集に応じるという機運に乏しいということも考えられる。その結果、価値評価が相対的に難しいことに加えて価格の比較可能性に乏しい議決権種類株式よりも、普通株式のほうが投資者から選好されるというわけである⁸⁹。以上のように考えていくと、議決権種類株式の上場に関する東京証券取引所の制度改正は、目下のところ、海外の主要な証券取引所との競争において不利にならないようにするための戦略的対応という、象徴的な意味を持つにとどまるといえるだろう。

⁸⁶ CYBERDYNE の会社概要については、同社の有価証券報告書 <<https://www.cyberdyne.jp/company/IR.html>>を参照。同社は、普通株式（議決権の少ない株式）を2014年3月に上場する一方で、普通株式の10倍の議決権を付与された種類株式（議決権の多い株式）を、同社の創業者であり代表取締役である山海嘉之（SANKAI, Yoshiyuki）氏と、同氏が代表理事を務める二つの非営利法人に割り当てている。山海氏は、発行済株式総数の43.4%を保有しつつ、総株主の議決権の88.1%を行使することができる。その他、同社の議決権種類株式の詳細、および東京証券取引所の上場基準に適合する各種措置の内容に関して、加藤・前掲注（48）、および松尾健一「議決権種類株式上場に関する取引所規則の検討」阪大法学64巻3・4号317頁（2014年）参照。

⁸⁷ 森田・前掲注（8）149頁。See also, Lucian A. Bebchuk, Reinier Kraakman, & George G. Triantis, *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights*, in CONCENTRATED CORPORATE OWNERSHIP 295 (Randall K. Morck ed., 2000).

⁸⁸ 1999年2月以降のゼロ金利政策（zero interest-rate policy）、および2016年1月以降のマイナス金利政策（negative interest-rate policy）。

⁸⁹ この点に関して、山下編・前掲注（33）69頁～70頁〔山下〕も参照。