

平成29年9月27日

一橋大学博士学位申請論文審査報告書

申請者：高城 壽雄

論文題目：ファミリー中堅企業による複数議決権株式を利用した上場促進に向けて
一日米の法制度の歴史・利用実態の比較検討を素材に一

審査委員：布井千博、宍戸善一、吉村政穂

現在、我が国において中小企業の事業承継が大きな議論を呼んでいる。本論文は、中小企業の中でも一定の規模（売上高が100億円から1000億円までの規模）に達した中堅ファミリー企業に焦点を当て、これらの企業が資金調達および家族内での事業承継の円滑化のために、複数議決権株式を用いて証券取引所に上場することの是非を、日米比較に基づいて考察する。

本論文における申請者の問題意識は、以下のとおりである。すなわち、平成13年商法改正により単元株制度が採用されて以降、実質的に複数議決権株式を発行することが可能になった。さらに、平成20年に東京証券取引所の上場審査等に関するガイドラインが改正され、複数議決権方式を利用する企業の上場審査基準が整った。それにもかかわらず、我が国において複数議決権株式を発行して上場をおこなった会社はサイバーダイン1社にとどまっている。その理由は、複数議決権株式の必要性和相当性を審査対象とする上場基準が極めて厳格なため、ファミリー企業が家族内での事業承継を確保するために複数議決権を利用して上場することが厳格に制限されているためである。このような証券取引所の上場基準は、中堅ファミリー企業に上場による資金調達の道を閉ざすものであり、米国では複数議決権を利用したファミリー企業の上場が認められるのと対比して、過剰規制である。このような日米間の相違の根本的な原因は、我が国では一株一議決権を株式会社における根本原理であると捉え、それから逸脱する種類株式とりわけ複数議決権株式の発行や上場を厳格に制限するのに対して、米国では一株一議決権を根本原則とはとらえず、種類株式や複数議決権株式の利用を極めて柔軟かつ政策的に認めてきたという歴史的な経緯の相違にある。

申請者は、以上の問題意識に基づき、米国と日本の複数議決権株式に関する法制度の歴史的変遷を探求し、かつ、現時点における利用実態を比較する。第一章および第二章では、米国における株式会社の議決権の歴史と米国の上場ファミリー中堅企業の複数議決権株式発行状況を検討する。第三章及び第四章では、日本の株式会社法における株主の議決権の歴史と複数議決権株式についての日本の発行事例と上場規制の現状を検討する。第5章では、複数議決権株式に関する日米比較と日本の複数議決権株式の取扱いの方向性を検討し、日本における複数議決権株式を採用する中堅ファミリー企業の上場

について提言を行う。

本論文の評価すべき特質として、次の点を上げることができる。

第一に、本論文は、米国および日本の一株一議決権の原則と種類株式制度の歴史的な発展状況を、両国の会社法の成立前後までさかのぼって、丁寧な文献調査に基づき論じている点である。米国では一株一議決権の原則は株式会社制度における絶対的な根本原則とはとらえられておらず、州会社法制定の当初から複数議決権株式の発行も認められていた。米国における上場会社の議決権の取り扱いについてのルールは、かかる定款自治の結果生じた問題の現実的な対応の結果であったことを明らかにした。これに対して、日本においては、商法制定当初は議決権を制限する規定が設けられていたが、昭和 25 年の商法改正で一株一議決権原則を導入して以降、本原則を株式会社における絶対原則と捉えるようになった点を明らかにした。かかる日米比較から、株主の議決権は、時代状況や政策的な要請により変遷を繰り返しており、一株一議決権が不磨の大原則ではないと主張する。

第二に、本論文は、米国の複数議決権株式を採用する上場会社について開示資料に基づく調査を行い、複数議決権を採用する上場会社が全上場会社の 1 割程度を占めている点を明らかにするとともに、そのうちの中堅企業 24 社を選択し、各社の複数議決権株式について実態調査した。調査の結果、①複数議決権株式を主に利用している会社は主にファミリー企業であり、②議決権倍率は 10 倍、③サンセット条項はまれで、ブレークスルー条項を採用している会社はない、④複数議決権株式には譲渡制限が付されているが親族間の譲渡は制限されていない、などの点が明らかになった。

第三に、本論文は複数議決権株式の学術研究にとどまらず、研究成果を踏まえて、複数議決権株式制度をファミリー企業が証券取引所に上場する際に積極的に利用できるよう、上場規則の緩和を行うべきであると提言する。現状の上場規則では、複数議決権を採用する必要性和相当性の審査基準は、禁止的と思われるほどに厳格であり、かつ、複数議決権株式に対する譲渡制限は家族内の事業承継を不可能にしている。本論文では、米国における上場ファミリー企業における複数議決権株式の利用実態を参考に、上記の規制の緩和を提言している。

このように、本研究における丹念な文献調査と開示資料に基づく実態調査は非常にレベルが高く、複数議決権株式制度に関する我が国の研究に大きく寄与するものである。もともと、本論文中には、昭和 13 年商法改正における種類株式制度改正の評価に関してやや牽強付会な部分があり、また、米国の種類株式制度に関する論述の中に引用が不十分な部分があった。この点は、申請者において再考が必要であると思慮するが、本論文全体の高い評価に影響を及ぼすものではない。

以上のような論文の評価と口述試験の結果に基づいて、審査員一同は、申請者高城寿雄氏に一橋大学博士（経営法）の学位を授与することが適当であると判断する。

以上