

博士論文

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  
——日米の法制度の歴史・利用実態の比較検討を素材に——

(要旨)

平成 29 年 7 月 6 日

高城 寿雄  
(学籍番号 : ID11L006)

筆者は中堅企業のオーナー経営者である。1961年、23歳の時に創業し、その後オイルショックの不況の中で和議を経験したが、2017年現在では、年間売上高200億円以上、ベトナム工場を合わせると千数百名の人々が働く会社に成長した。

これまでの人生は正に、全ての時間と資産を会社経営に注いできたと言っても過言ではない。紆余曲折はあったが、現在まで経営を続けて来られたことに感謝しながらも、多くの人々が当社での仕事により生計を立てており、地域経済にも深く根付いている現状を考えると、従業員の幸せと地域経済の発展に貢献するために会社の将来を考えていかねばならないとの思いをさらに強くする。

筆者は79歳であり、経営の承継について検討しなければならないが、大企業とは異なり人材（経営者）確保が容易ではない。雇われ経営者（サラリーマン経営者）に経営を承継させることも考えられるが、彼等は自分の地位の確保を優先し、また、会社の存続発展や従業員の雇用に対する責任感、地域社会における責任感等が不足している側面があり、経営を引き継がせるには、会社にとっても、会社を巡る利害関係者にとってもリスクが大きい。こうした事情を考えると、当面は親族への経営承継を考えざるを得ないのが実情である。親族への事業承継には、ある程度の中堅企業ともなれば、多額の相続税・贈与税負担という問題がある。相続税・贈与税の支払のために会社を売却すれば、もちろん、会社の経営支配権を手放すことになる。それは、創業者・オーナー経営者の本意ではないし、親族への経営承継も不可能となるだろう。相続税対策を第一に考えて事業運営を行うにしても、相続税評価額を下げるためには非効率的な経営とならざるを得ず、社会経済的な損失も発生する。また、そうした相続税対策には逆相続リスクもあり、事業承継に当たっては、非常に不安定な状況を惹起させる要素が含まれている。現状においては、過大な相続税負担額のことを考えると、ファミリー中堅企業のオーナー経営者が積極的に事業拡大して行こうとするインセンティブは低下せざるを得ないということなのである。会社の成長、雇用の安定、地域社会の発展、経済成長の観点から、このような状況を放置するのが果たして好ましいことなのか、大いなる問題意識を持っている。

筆者としては、会社を持続的に成長させ、従業員の幸福、地元経済の発展、日本経済の成長に貢献して行きたいので、相続税・贈与税問題とその支払いのために生じ得る経営支配権喪失問題についての方策を決定した上で、経営に集中できる環境を作ることが非常に重要であると考えている。そのためには、会社の株式を公開した上で、保有株式を売却して相続税・贈与税の支払い原資を確保し、同時に経営支配権を出来る限り維持していくという方法が前向きであり、社会経済的にもメリットが大きいと考える。

現在の日本の法制度の下で株式を上場し、相続（贈与）税の支払いを行った後も当面経営支配権を維持する方法としては、相続前に支配株式を寄付して財団法人を設立し株式の分散を避けた上で当該財団法人の実質的な支配権を確保するか、事実上の複数議決権株式を発行して経営支配権維持に必要な議決権比率を確保するか、相続前に複数の信頼できる株主に株式を移転する等の方法が考えられる。しかしながら、財団を通じた支配や株式の分散保有には不透明さやリスクを伴うので、現段階では事実上の複数議決権株式の発行が、経営支配権の維持には最適な方法であると考えられる。

以上のような状況の中で、平成 26 年に事実上の複数議決権株式を発行しているサイバーデザイン社が新規上場を行った。事実上の複数議決権株式を発行するファミリー中堅企業の新規上場が認められるようになれば、相続を経ても経営支配権を維持することが可能となり、経営者は本来の会社経営に集中し、従業員の幸福、地域経済や日本経済の発展にさらに貢献することができるであろう。

事実上の複数議決権株式発行会社の株式の上場は、投資家に不測の損害を与えかねない等の観点から、現在は非常に限定的にしか利用されておらず、会社法学においては上場会社における事実上の複数議決権株式の利用拡大には慎重な見解が主流だと言える。現在、東京証券取引所（以下、東証という）においては、「必要性」と「相当性」という基準に基づいて事実上の複数議決権株式発行会社の株式の上場の可否の判断を行っているが、現状では当該株式を発行して新規上場を果たすのは非常に難しいと言わざるを得ない。将来、上場しようとするファミリー中堅企業が事実上の複数議決権株式を利用できるようになれば、オーナー経営者は経営支配権の喪失を懸念することなく経営に専念でき、日本経済の発展にとってもプラスになるのではないかとの問題意識から、ファミリー中堅企業が事実上の複数議決権株式を利用して積極的に新規上場できるようにするための道筋や条件の検討を本論文において行なっていく。その際、日本の会社法・証券規制が多くを参考としている米国での複数議決権株式に関連する歴史や利用の現状を検討し、日本の歴史や現状と対比することにより、有益な示唆を得ることができるのではないかと考える。

そこで、第一章で米国における株主の議決権の歴史、第二章で米国のデュアル・クラス（複数議決権株式）の現状、第三章で日本における株主の議決権の歴史、第四章で日本の複数議決権株式の現状を検討し、第五章でこれらの日米対比から導くことができるファミリー中堅企業の複数議決権株式の利用促進の方向性について論じる。

## 第一章 米国における株主の議決権の歴史

### 一．米国における株主の議決権に係る州会社法および証券取引所規制の歴史

米国における本格的な会社設立は、米国が英国から独立した後のことであり、集権的政治支配への恐怖から、連邦ではなく州の特別法により行われるようになった。英国からの独立直後に設立された会社は、運輸関係のインフラ事業、事業資金調達インフラとなる金融事業が多くを占めていたので、会社運営においては公共の便益が重視され、株主による会社の経営支配権濫用による弊害防止の必要から、株主の議決権は制限されるのが一般的であった。公共性のない純粋な営利事業は数多くなかったが、公共の便益を維持するという要請がないので、1株1議決権を採用する場合もあった。さらに、公共性が強くても規模が大きく多額の資金が必要な事業においては、一般投資家である多額出資者の経営支配権への欲求を満たす必要から、1株1議決権を採用する場合も生じていた。

その後、州の特別法による運用は政治的な腐敗や不正行為を招くとの批判があり、また、特別法による特許主義は、会社に与えられる独占的特権により個人が自由に会社を設立する機会を奪うものであるとの反省が生まれ、州の一般会社法による自由な会社設立に移行した。その背景には、州政府の関与という会社設立における障害の存在の認識と、民衆に

よる反会社感情の高まりや、会社間における競争激化・州政府間の会社設立獲得競争が存在していた。こうした会社を取り巻く状況の変化は、株主の議決権の設定にも影響を与え、州の一般会社法に基づく自由な会社設立が認められるようになると、株主の議決権も、1株1議決権をデフォルト・ルールとして自由な株主の議決権設定を認めることになった。

米国においては、州一般会社法上は株主の議決権配分が会社の自由裁量に任されることになったため、会社設立の準拠法が州の特別法から一般会社法へと以降した後は、上場会社における株主の議決権は、州一般会社法上の問題よりも、むしろ証券取引所の上場規制において問題とされることとなった。元来、証券取引所には上場会社における株主の議決権に関する規制は存在しなかったところ、株主の議決権について初めて問題となったのは1920年代半ばのことであった。その時期、無議決権株式を大量に発行することにより、あまりにも小さな資本で投資銀行が会社の経営支配権を獲得するといった、行き過ぎた状況が現れ、このことに対して、社会的な非難が高まった。そのような社会的な非難に対応する形で当時の主要株式市場であるニューヨーク証券取引所（以下、NYSE とする）は、無議決権普通株式の上場を事実上禁止し、1株1議決権の基本を確認した。

当時は、第一次世界大戦から続く好景気で、投資家の関心は配当・収益性・成長性に向かっており、また、会社の規模が巨大化し株主と会社との関係が希薄化したこともあり、会社の支配や議決権の行使に無関心な株主が増加していたという背景もあった。それにも拘らず、あまりにも少額の資本しか投資していない者が会社を支配することは、不公正であり、支配株主による権利濫用のおそれを生み、議決権による安全弁が働かなくなり、所有と支配の分離により経営の非効率が生じるといった批判が巻き起こった。それは無議決権株式そのものに対する批判ではなく、大量の無議決権株式の発行により生じた行き過ぎの状況を問題としていると解される。こうした批判を受け、NYSE は1株1議決権を上場承認の基本原則とする方向へ舵を切ったが、その決定は、社会的な批判に対応したものであったと言える。

その次に株主の議決権が問題となったのは、1980年代半ばのことであった。敵対的買収防衛策として複数議決権株式が活発に利用される状況が現れ、証券取引所における複数議決権株式の取扱いについて大きな議論が巻き起こった。当時、NYSE の上場規則では、非上場会社が複数議決権株式を既に発行している状況で、NYSE に上場することを原則認めていなかったのに対し<sup>1</sup>、アメリカン証券取引所（現 NYSE MKT。以下、AMEX とする）と NASDAQ では——AMEX では株主の議決権割合が 10:1 を超えてはならない等の制約はあったものの——複数議決権株式を発行する会社の上場を認めていたことから、複数議決権株式を発行した上で（普通）株式の上場を望む会社の上場が、NYSE から AMEX および NASDAQ に流れ、NYSE の地盤沈下が起こったと考えられた。そこで、NYSE は複数議決権株式を発行する会社の上場を認めるように上場規則の改訂を提案したのであった。そして、アメリカ合衆国証券取引委員会（以下、SEC とする）による同提案の検討過程において、詳細な議論が行われた結果、「上場会社による複数議決権株式の発行は原則的に認めな

---

<sup>1</sup> ただし、1956年にフォード・モーターが約5%の出資で40%の議決権を支配できるようなB種普通株式を発行していたにも関わらず、NYSEは同社の上場を認めた。これはNYSEとしても極めて重要な上場案件であったことから例外的に上場を認めざるを得なかったと指摘されている。

いが、新規上場時においては複数議決権株式を発行する会社の株式の上場を認める」という現在の主要取引所の規則が定まるに至った。

こうして、NYSE が 1 株 1 議決権政策を変更した背景には次のような事情が介在していると考えられる。まず、デュアル・クラスは、株主の議決権配分を自社にとって最適な形で決定することができ、敵対的買収防衛策として機能するという点に焦点が当たったことから、①敵対的買収防衛策としてのデュアル・クラスを採用したいとする企業が増加したと同時に、②デュアル・クラスを採用すれば株主の議決権配分に苦慮することなく会社の資金調達等の柔軟性を確保できるという意味においても有用であることが知られるようになったという環境変化があった。そして、AMEX や NASDAQ はデュアル・クラスを採用する会社の新規上場を認めていた一方で、NYSE はこれを認めていなかったことから、③NYSE は他の証券取引所との競争上不利であることが、いよいよ明白になってきたことも挙げられる。さらには、④情報開示や独立取締役の任命など株主の利益を保護するための会社に対する規制が厳しくなったことが、NYSE の 1 株 1 議決権政策の変更を後押ししたと考えられる。

とはいえ、新規上場後にデュアル・クラスを採用するのであれば、既存株主の権利を事後的に侵害することになりかねない。そこで、NYSE は、既存株主の権利を保護するために、会社による株主の議決権配分の「自由」を必要な範囲で制限するとのスタンスで規定された、SEC 規則 19c-4 の内容に沿った形で、新たな上場規則を定めたのであった。換言すれば、敵対的買収防衛策として複数議決権株式を発行したいという支配株主（経営者）の必要性と既存株主の権利が侵害される蓋然性という、2 つの要素を調和させる形でルールが決められたと言える。

米国においては、コーポレート・ガバナンスを定めるのは基本的には州一般会社法である。そして、州一般会社法においては、株主の議決権配分のデフォルト・ルールは 1 株 1 議決権が一般的だが、株式ごとに異なる議決権を設定する等、定款において株主の議決権を自由に定めることができるようになっている。この基本原則に従って設立された会社の株式が公開されるのが株式市場であり、それぞれの会社が、最適な資本構成を自ら必要な範囲において決めることが許容されていることを前提として、必要な範囲で上場規則において、株主の議決権の扱いについて定めてきたというものが、米国に関する全体的な評価である。また、州一般会社法および証券取引所規則における株主の議決権に纏わる歴史的な変遷は、その時々の大株主の要望や、株主保護の必要性、会社の経営環境の変化等から発生した問題への現実的な対処によるものであったと評価される。

## 二. SEC 規則 19c-4 を巡る議論の整理・評価

米国における複数議決権株式発行会社の上場の議論については、特に、1980 年代半ば以降、敵対的買収防衛策として上場会社が複数議決権株式を発行する事例が非常に増加したことを契機として、NYSE が上場会社による複数議決権株式の発行を認めるように上場規則の改正を SEC に申請したことを巡り、様々な角度から複数議決権株式に関する賛成論・反対論等が検討された時の議論が注目される。

当時の複数議決権株式を巡る賛否の議論は、本稿の関連では主に次の 3 点に集約される。

第一に、複数議決権株式によるコーポレート・ガバナンス体制への影響に関する議論、第二に、複数議決権株式が敵対的買収防衛策になることの是非に関する議論、第三に複数議決権株式が株主の権利・利益を侵害するとの議論である。

第一のコーポレート・ガバナンス体制への影響に関する議論については、複数議決権株式により支配権が支配株主に固定化されることにより、経営者が株主の監視と会社支配権市場の監視から保護・隔離されるので、株主への説明責任をあまり考慮することなく会社や株主の利益よりも自己の利益を優先し、経営成績の悪化に繋がる懸念が大きくなるとするもので、複数議決権株式に対する否定的な議論である。この否定論に対しては、独立取締役 2 名の任命義務や独立取締役のみから構成される監査委員会の設置義務等のコーポレート・ガバナンス体制の充実や、会社情報開示の充実・改善により、複数議決権株式によるコーポレート・ガバナンスの劣化による悪影響は小さくなっているとの指摘がある。

第二の敵対的買収防衛策としての側面の是非に関する議論については、複数議決権株式により経営支配権が固定化されれば、企業買収に伴うプレミアムを株主が享受する機会がなくなり、株主の利益を害するので好ましくないとする否定論である。一方で、経営支配者が、有効な敵対的買収防衛策として機能する複数議決権株式の利用を否定されることは、敵対的買収に対抗する上で経営者にとって理不尽な足かせになるとする賛成論がある。敵対的買収を危惧して、短期的な株価引き上げに焦点を当ててしまうと、中長期的な経営が疎かになることから、敵対的買収防衛策そのものについては肯定的な見方が多く、敵対的買収防衛策になるという点から単純に複数議決権株式について否定的に捉えるという見方は説得力を持っていないと思われる。

第三の株主の権利・利益を侵害するという議論については、以下のような状況である。まず、株主の権利を守るために議決権は存在するので、その権利を稀薄化させる複数議決権株式の発行は問題であるとする主張があり、それに対しては、正当なビジネス上の理由が存在する複数議決権株式の発行もあり、全てが問題であるというわけではないとする主張もある。株主の利益という面では、複数議決権株式を導入していることが株価にどのような影響を与えるかという実証研究が行われており、株価にとって明確にマイナスになるという結論も、株価にとって明確にプラスになるという結論も得られておらず、研究により結論が区々であり、明確に言うことができないのが実情である。

以上の視点とは異なるが、本論文の主題となっている、ファミリー企業による複数議決権株式を利用した支配権維持についての考え方が存在する。すなわち、1株1議決権原則は、支配ファミリーが事業拡張資金を調達する際にファミリー支配の維持を著しく制限するので、そのような場合には複数議決権株式の利用は必要であるという認識である。このような認識は米国では一般的であるが、複数議決権株式はコーポレート・ガバナンスに歪みをもたらすので、一律に認めるべきでないという意見も一部に存在する。結局のところ、こうした米国における複数議決権株式を巡る賛否の議論は、賛成論、反対論ともに決め手に欠ける議論であり、米国においては様々な利害関係者を巻き込んだ、きめ細かな議論の結果として、ケース・バイ・ケースの類型化を行い、取扱いを明確化したとすることができるだろう。

## 第二章 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

第二章では米国の上場会社の研究データベースを利用してファミリー中堅企業を抽出し、デュアル・クラスを利用する上場ファミリー中堅企業の事例分析を行った。そこから判明した事実は以下の通りである。

まず、デュアル・クラスを採用している会社は、上場会社の約 10%で、その 87.5%はファミリー企業である。米国の上場会社においては、ファミリー企業の割合は決して高いわけではなく、データベースの上場会社のなかにおいてファミリー企業が占める割合は 34.5%である。従って、上場ファミリー企業の 4 社に 1 社程度がデュアル・クラスを採用していることになる。これらの事実から、米国の上場会社において、デュアル・クラスはファミリー企業が利用するために存在していると言えるであろう。つまり、米国の上場会社では、デュアル・クラスは、ファミリー企業が主に利用するスキームなのである。

抽出されたデュアル・クラスを採用している上場ファミリー中堅企業 26 社の状況については、以下のように整理することができる。

会社設立年度については、1880 年代から 1899 年が 6 社、1900 年から 1979 年が 7 社、1980 年代以降が 13 社という分布になっている。複数の世代にわたり支配権を継承してきた会社もあれば創業世代がまだ経営支配権を維持している会社もあり、歴史の浅いベンチャー企業が複数議決権株式の主な利用会社ではないことが示されている。また、半数が比較的新しい時期の会社設立となっている。

上場市場については、NYSE と NASDAQ が同数で拮抗している。なお、10 社については複数議決権株式についての上場が、原則的に新規上場時においてのみ認められるようになる以前に、複数議決権株式を発行していた会社であり、その他の 16 社は、1988 年に SEC 規則 19c-4 が施行され、複数議決権株式を発行する会社の上場が、新規上場時に限定された後で上場された会社である。

複数議決権株式（3 社は無議決権株式と議決権付株式から構成されるデュアル・クラス）の 1 株当たりの議決権数は 18 社において 10 議決権となっており、10 議決権がいわば標準になっていると言うことができよう。しかしながら、1 株当たりの議決権数が 20 議決権や 5 議決権（議決権の少ない株式の 5 倍の議決権）、2 議決権の場合や、取締役選任に関する議決権のみ 10 議決権とする場合等、バリエーションが存在する。経営支配権を持つ側としては、議決権の倍率が大きい方が、出資が少なく済むため好都合であるということは当然であるが、10 議決権を標準に置きながら経営支配権維持の要請と株価水準との兼ね合いも考慮に入れた上で、決定されていると言えるであろう。

複数議決権株式を保有する取締役・経営陣による経営支配権の確保の程度について見てみよう。ほとんどの場合（15 社）、複数議決権株式の大部分（およそ 90%以上）は取締役・経営陣が保有している。取締役・経営陣による普通株式の保有は概して非常に限定的で、取締役・経営陣はその保有する複数議決権株式の議決権により経営支配権を確保している。

複数議決権株式により経営支配権を確保している会社であっても、交渉による M&A やサンセット条項により、デュアル・クラスの収束（消滅）が生じている場合も存在することには注意を要する。つまり、複数議決権株式により経営支配権の固定化が行われていても、デュアル・クラスを解消させるという経営判断や、複数議決権株式の残存株式数が一定数

を下回った場合に、サンセット条項が発動し、複数議決権株式が自動的に普通株式に転換されデュアル・クラスが収束することにより、複数議決権株式が消滅している事例が複数存在するということである。ただし、創業者等の死亡、退任に伴う複数議決権株式の収束を規定するサンセット条項や、敵対的買収を一定程度可能にするブレイクスルー条項が規定されている事例は存在しない。

開示情報を入手できた 9 社について、発行する複数議決権株式の内容を確認した結果によれば、複数議決権株式はいつでも普通株式に転換できるように設計されている。複数議決権株式は非上場でかつ譲渡制限があるので、売却する場合には普通株式に転換した上で市場において売却するのが一般的であることがその理由だと考えられる。

複数議決権株式の譲渡制限の内容は様々で、譲渡は一切認めず、譲渡されれば自動的に普通株式に転換されるものから、一定の親族間の譲渡、あるいは複数議決権株主間の譲渡は認めるもの等、会社によってバリエーションが存在する。大多数の会社においては、複数議決権株式は非上場で、複数議決権株式を譲渡すれば自動的に普通株式に転換される規定があり、例外として複数議決権株主（一般には支配株主）の一定の範囲内にある親族およびその関係法人・トラストへの譲渡、あるいは他の複数議決権株主への譲渡にはこの自動転換の規定は適用されないとし、複数議決権株式が支配株主ファミリーの中で承継されることを可能にする構造を採用している会社もある。少数の例で、孫の代までしか、譲渡制限の例外規定が適用されないとする会社もあるが、複数議決権株式の承継に一定の制限を付ける目的、背景については明らかではない。

9 社の事例では、発行開示においては 1 社を除く他の 8 社で、継続開示においては 2 社を除く他の 7 社で、「支配株主が重要事項の決定を自由に行うことができるため、その他の株主の利益に反する決定をする可能性があり、M&A においてもその他の株主の利益に反する決定を下す可能性がある」との趣旨の「複数議決権株式についての注意喚起」を行っている。しかしながら、サンプル企業の開示資料においては、複数議決権株式の導入理由・目的について説明している事例は全くなかった。サンプル企業ではないが、2004 年のグーグル社の上場に当たっては、デュアル・クラスを導入する意図、目的について非常に丁寧に説明していたが、むしろこのような説明は例外的であり、一般にはそうした説明は要求もされていないし、進んでなされることもない。デュアル・クラスは、敵対的買収防衛策としての期待も含めて経営支配権を維持するためにあり、その導入理由・目的について説明を求めるという考えも、説明しなければならないという考えもないし、それを求める規則も存在しないことが、導入理由の説明等を行わない理由だと思われる。

複数議決権株式と比較すると、普通株式の議決権数は少ないため、そうした間隙を埋め合わせる意味で普通株式の配当を複数議決権株式よりも優遇しているのは、1 社だけである。この会社のデュアル・クラスは、上場継続中に敵対的買収防衛策として資本再構成により導入されたものであり、既存株主に議決権数が少ない普通株式を選ばせるための「甘味料 (sweetener)」として、配当面での優遇を打ち出したものと考えられる。換言すれば、個々の株式の 1 株当たりの議決権数に差がある場合、議決権数の劣る株式には議決権数の劣後を埋め合わせるために配当などキャッシュ・フローに対する権利での優位性を与えるべきであるとの考えに基づく配当上乘せではないと言えることができるであろう。



### 第三章 日本における株主の議決権の歴史

日本の株式会社の歴史において、初めて議決権の定めが登場したのは、明治 5 年の国立銀行条例においてであり、そこでは 1 株 1 議決権原則が明示された。同条例は、米国のナショナル・カレンシー・アクトを参考に制定され、1 株 1 議決権も同法に従って規定された。その後、大株主の権利濫用問題が生じたことで、原則 1 株 1 議決権としつつも、保有株式数に従い、大株主の議決権を制限する内容に修正された。このように日本における株主の議決権の歴史は、外国法の継受と修正から始まった。明治 23 年商法および明治 32 年商法では、定款における 11 株以上保有する株主の議決権制限を認め、11 株以上株式を保有する者の議決権を制限する規定を定款に設けることを奨励した。議決権制限の背景には、大株主の横暴を抑制し一般投資家の投資機会を保障すべきであるとの思想や、外国での大株主の議決権を制限する潮流などがあった。ここで重要なことは、商法が 1 株 1 議決権から乖離することが認められるところからスタートしたという事実なのである。つまり、大株主の議決権濫用問題への対処、政策的な要請、あるいは外国の制度への追随という理由・背景により、1 株 1 議決権から乖離した議決権制限が導入されたことから、1 株 1 議決権という議決権配分は、逸脱不可能な大原則ではないと見ることができる。

その後、昭和 13 年改正商法では新たな議決権制限類型が登場して、株式を保有して 6 ヶ月間経過しなければ議決権を行使できないという制限と、無議決権株式が現れた。前者は、いわゆる会社荒らしが多発したことに対応したものであり、少数株主であっても議決権を制限される場合があることが示されたと評価することができる。後者は、多くの一般投資家は会社の経営にそれほど関心を有していないという実情を反映したものであるが、無制限な無議決権株式の発行を許容すると、議決権を有する少数株主が経営支配権を濫用する可能性があるとの懸念から、無議決権株式の株金総額が資本の 4 分の 1 を超えてはならないという制約が設けられた。ここでも、株主の議決権の取扱いは、その当時発生していた問題への対処、一般投資家の経営への「無関心」という状況変化などの理由・背景、あるいは、会社に多様な資金調達手段を与えようという「政策目的」により決定されており、あまりにも少額の資本で会社を支配することは好ましくないとの考えから発行上限が定められたのであった。

丁度この時期、複数議決権株式を巡る議論が現れた。通説では、優先株式で優先される内容は財産的利益に限定されるため、議決権が優先する株式の発行は認められないとされていた。同時に、中西の調査に表れているように、そもそも複数議決権株式に対する社会的需要も低かった。しかしながら、大隅は独国における外国資本による敵対的買収劇を引き合いに、日本においても、複数議決権株式を導入する余地はあるとし、株式の優劣を財産的内容に限定させる理由はないとして、通説に対する批判論を展開していた。外国資本の脅威だけではなく、日本国内においても敵対的買収が行われていた事実もあり、潜在的には、敵対的買収防衛策としての複数議決権株式が必要とされる状況が存在したと思われる。それにも拘わらず、昭和 13 年改正商法においては、複数議決権株式ではなく無議決権株式が導入されることになった。その背景には一般投資家の経営や議決権行使に対する無関心、外国人投資家に議決権を委ねることを望まないとの意向があったと考えられる。さ

らには、この当時、既に普通株式だけで支配権を維持することが十分に可能であったことも指摘されている。それゆえ、複数議決権株式の導入が見送られたのは、純粋に需要が乏しかったためであり、積極的に複数議決権株式が批判されていたわけではなかったのである。

昭和 25 年改正商法では、大株主の議決権制限と保有期間に基づく議決権剥奪が共に認められなくなり、純粋なる 1 株 1 議決権が法定された。その背景には、株主権を尊重すべしとの思想や、議決権制限を課す会社が稀であり議決権制限を認めることの意義が希薄化していたという事情もあったが、戦後復興に向けた外資導入において、大株主の議決権制限が障害となっていたことも挙げられる。しかし、外資導入の必要性があったとはいえ、この昭和 25 年改正商法において議決権制限が一律禁止されたことは、株主の議決権配分についての会社の選択肢が奪われる結果となったわけであり、当時、議決権制限は殆ど利用されていなかったとはいえ、議決権配分の自由度という側面からは消極的な改正であった。無議決権株式は配当優先株式でなければならないと改正されたのも昭和 25 年改正商法においてであった。このように、昭和 25 年改正商法は株主の議決権や種類株式の態様について抜本的に改正されたが、株主の議決権については、議決権が制限されていた株主の要望により、純粋な 1 株 1 議決権が法定されたというわけではない。戦後復興という事情や議決権制限規定を設ける会社が減少していたという背景が存在していたがゆえに、1 株 1 議決権に収斂したのである。このことは、1 株 1 議決権は「政策的な要請」によって容易に位置付けが変わり得るものであることを表していると言えるだろう。

平成 2 年商法では、公開会社のファイナンスを容易化させることが改正目的の 1 つに挙げられていた。無議決権株式の発行制限が緩和され、発行済株式総数の 4 分の 1 から 3 分の 1 に引き下げられたことはその一例であるが、発行済株式総数が少ないベンチャー企業は多くの無議決権株式を発行できるようになったため、一層の資金調達の実便性を図る制度改正であったと言える。

平成 13 年 6 月の第一次改正商法では、単元株制度が導入され、条文上、実質的には複数議決権株式を発行することができるようになったと解釈され、また種類株式の自由化とともに、資金調達手段の多様化による効率的な資金調達の実現に大きく貢献したものと考えられる。

また、平成 13 年 11 月の第二次改正商法は種類株式にとっても重要な商法改正であった。トラッキング・ストックや拒否権付株式が発行できるようになったことや、無議決権株式が議決権制限株式として整理され、株主総会の決議事項ごとに議決権の有無を設定することが可能となったこと、利益配当優先株式でなくとも無議決権株式を発行することができるようになり、さらには議決権制限株式の発行制限が発行済株式総数の 2 分の 1 までに拡大され、議決権復活条項も削除された。こうして、平成 13 年の一連の商法改正により、種類株式の自由化・活用促進という政策に舵を切り、従来は連結されていた果実の分配と支配の分配が、本改正により切り離されることになると同時に、種類株式制度の自由化を加速し、コーポレート・ファイナンスの手段を多様化した。

最後に、平成 17 年の会社法では株主の議決権それ自体について変更は見られなかったが、株主平等原則が明文化された点が特筆される。その解釈・範囲については今なお多くの議論はあるが、結局のところ、株式の内容や数が異なるのであれば異なる取扱いをしても良

いのであり、柔軟に株式設計を認め、会社、株主、投資家といった株式会社を取り巻く利害関係者にとって利益となる合理的な株式設計が可能になった。とはいえ、そうした株式ごとの異なる取扱いが認められたといえども、それを株主や投資家に受け入れてもらえるためには、合理的な説明や情報開示が要求されることは言うまでもない。

以上の通り、日本における株主の議決権は、米国を参考にした 1 株 1 議決権の導入に始まり、株主の議決権制限の設定と廃止を経て、1 株 1 議決権が原則化した後、単元株制度が制定されたことにより、昭和 25 年の商法改正以降続いてきた 1 株 1 議決権の位置付けが変更された。このように、株主の議決権は時代によって扱いは様々であり、その時代において、どのような株主の議決権配分が妥当であるのか、妥当でないとしたらどのように配分すべきかが模索されてきたと思われ、常に 1 株 1 議決権が不動の原則であったと捉えられていたわけではない。

平成 13 年の第一次商法改正により事実上の複数議決権株式の発行が可能となったことにより、会社が自らの必要性に応じた議決権配分を設定できるようになったという意味において、株主の議決権配分に会社法上の風穴が開いたと評価することができる。そして、平成 17 年の会社法の制定により、非公開会社については、さらに、そうした緩和の恩恵をフルに利用することができるようになり、複数議決権株式を発行することも可能となったが、上場会社については、そのような自由は認められていない。複数議決権方式を活用して、支配権を維持した状態で東証に新規上場を果たそうとすれば、東証の上場審査等に関するガイドライン（以下、ガイドラインとする）等に従った上場審査に適合する必要がある。こうした状況から、事実上の複数議決権株式を発行する会社の上場について議論できるベースが整い、次のステップとして、事実上の複数議決権株式を発行する会社による上場審査の具体的な内容に関する検討が必要となってくる。

#### 第四章 複数議決権方式による日本の上場事例と上場規制の現状

第四章においては、サイバーダインの複数議決権方式を利用した上場事例の詳細な内容の検討と、複数議決権方式を利用した会社に関する東証のガイドライン等における取扱いについての詳細な検討を行った。

前述のように、平成 13 年の商法改正で単元株制度が創設されたことにより、いわゆる複数議決権方式による事実上の複数議決権株式の発行が、会社法上可能になった。一連の会社法（商法）改正で、種類株式制度が大幅に緩和されたことに対応して、上場制度の整備が進められた結果、平成 20 年にガイドラインが改正され、複数議決権方式を利用する会社の上場審査基準が整った。その後、平成 26 年 3 月になって漸く複数議決権方式を利用する会社として第 1 号の上場案件であるサイバーダイン社が現れた。同社の上場後、平成 26 年 7 月にガイドラインが改訂されて、東証による複数議決権方式採用会社の上場審査内容がより明確化され現在に至っている。サイバーダインの上場審査とガイドライン改正作業は平行に進んでいたと思われるが、サイバーダインの支配権維持スキームならびにその審査結果が、新しいガイドラインに則したものとは言えない。なぜなら、サイバーダインの新規上場から 4 ヶ月後の平成 26 年 7 月に現行のガイドラインが発表されたからである。従って、現行のガイドラインに基づく、複数議決権方式を利用した会社の新規上

場事例は未だ存在しない状況にある。

東証による複数議決権方式採用会社に係るガイドラインとサイバーダインの複数議決権方式を利用した上場事例については、本稿の視点から以下のように捉えることができる。

## 一．東証による複数議決権方式を採用する会社の上場に係るガイドラインについて

まず、複数議決権方式を利用する会社に関する東証のガイドラインは、「東証の審査において、定められた諸条件を満たすと認められた場合にのみ、複数議決権方式を採用する会社の新規上場を認める」という内容であって、非常に制限的であり、規制色が強い。

ガイドラインにおける複数議決権方式の取扱いについては、平成 20 年と平成 26 年の改訂を経て、現在の規則となっている。その内容は、上場会社が複数議決権方式を利用することは認めず、その利用は新規上場時に限定されている。また、複数議決権方式を用いた上場を認めるとはいえ、上場される株式は議決権が少ない株式に制限されている。さらに、ガイドラインにおいては、支配権維持スキームの「必要性」と「相当性」について確認するとしている。「必要性」とは、議決権の多い株式等を利用して特定の者が経営に関与し続けるスキームが株主共同の利益になることをいう。「相当性」とは、当該スキームの内容が先の「必要性」に鑑みて相当であることとされ、具体的には、サンセット条項やブレイクスルー条項の有無により判断される。複数議決権方式を利用して上場するには、「必要性」について明らかにした上で、必要性がなくなった場合に複数議決権方式のスキームを解消する方策が採られていなければならない。そうした方策として、特定個人による支配権を確保するためのスキームである場合はその個人の取締役退任に伴い、あるいは、極めて小さい出資割合で会社を支配する状況が生じた場合にスキームが解消される仕組みが求められている。

平成 13 年商法改正以前は、会社が複数議決権株式を発行することは——正確を期せば、現在においてもそうであるが——全く許されていなかったため、新規上場会社に限るとはいえ、無制限に複数議決権方式による上場を認めてしまうと、投資家や市場の混乱を招く懸念があることから、新規上場時における複数議決権方式の「門戸を狭める」基準を設定しているとも考えられる。とはいえ、現行のガイドラインを概観すれば、複数議決権方式を活用した新規上場を殆ど認めないと言えるほど制限的な内容になっていることは明らかである。複数議決権方式による新規上場の実務慣行が確立されていない日本においては、東証が主導して、望ましい上場制度のあり方を形成していくことに一定の合理性はあるが、複数議決権方式を利用したスキームの導入を極めて困難にしてしまうと、将来的に複数議決権方式を用いて上場しようという会社が、上場それ自体を躊躇する可能性が高いため、効率的な資金調達を阻害する要因になり得る。他方で、投資家の視点からも、投資対象となり得る会社の上場が抑制されると、投資対象の増加が妨げられる。あまりにも高いハードルを設定することは、証券市場の発展や日本の経済成長という観点からも、適切な対応であるとは言い難い。

## 二．サイバーダインの複数議決権方式を利用した上場事例について

東証のガイドラインが余りにも制限的であるためか、複数議決権方式を利用した上場実績はサイバーダイン 1 社のみである。同社が新規上場した際には、複数議決権方式に関するスキームの目的・必要性・相当性（サンセット条項・ブレイクスルー条項）について、比較的詳細に説明されている。それは、繰り返しになるが、サイバーダインの上場審査とガイドラインの改正作業がパラレルに進行していたからであると推察される。

サイバーダインのスキームの概要は、以下の通りである。B 種類株式は普通株式の 10 倍の議決権が付与されており、B 種類株式は B 種類株主以外には譲渡等できない。そのため、現支配株主の山海社長から、同氏が代表理事を務める財団法人に B 種類株式を贈与あるいは遺贈した場合、当該財団による支配は実質的に永続できる形となっている。山海社長が大学教授という立場での研究開発をベースとして、研究成果を事業化してきたというこれまで経緯から考えると、創業者自身が大きなリスクを取って育ててきた会社ではないため、ファミリーに支配権を引き継がせるモチベーションは、一般的なファミリー企業に比べれば低いのかもしれない。この点に関して、ファミリー企業による複数議決権方式を利用した新規上場の促進という本論文の観点からは、サイバーダインによる新規上場は、それ程参考になる事例ではないとも考えられる。ファミリーへの支配権の承継という点については、東証のスタンスでは事業承継に関連する相続等の場合に、相続であることを理由に事実上複数議決権を有する株式の譲渡制限に例外を付することは極めて限定的であり、譲渡制限の例外とすることの合理性を十分説明しなければならないとしているため、少なくとも、ファミリーによる支配権の維持を主な目的とする譲渡制限の例外が認められるのは非常に難しいとすることができる。

ファミリー企業の複数議決権方式を利用した上場事例は存在しないが、東証のガイドラインの運用から言えることは、東証は、ファミリー企業が支配権を維持することを主たる目的として複数議決権方式を利用する場合には、「必要性」の要件を満たさないとして、上場を認めないとの立場を採っているということである。

サイバーダインによれば、複数議決権方式を利用する目的は、同社の技術が軍事利用されずに、あくまでも平和目的のために利用するとの事業方針を貫くことにあるとされている。ただし、ガイドラインによれば、複数議決権方式の必要性については審査対象とされているが、その目的については審査対象とされていない。

その他の内容について見てみると、キャッシュ・フローに対する権利については、サイバーダインは議決権以外の権利は同一であると定めている。B 種類株式から普通株式への転換については、B 種類株式に取得請求権を付与することで、B 種類株式から普通株式への転換権を与えている。

サンセット条項およびブレイクスルー条項については、両条項が共に規定されている。サンセット条項は、B 種類株主であり支配株主兼 CEO である山海社長が取締役を退任した場合には、株主総会において B 種類株式の議決権数を普通株式と同議決権数として計算する形で株主意思確認手続を実施し、スキームを解消するかどうかの判断を株主に委ねる。山海社長が取締役を退任する時点における当該手続においてスキームの存続が決定された場合でも、以後 5 年ごとに同様の株主意思確認手続を踏み、スキーム存続の是非を判断する。ブレイクスルー条項は、同社に対する公開買付けにおいて発行済株式総数の 75%以上を買付者が保有するに至った場合には、全ての B 種類株式は 1 対 1 で普通株式に転換され、

スキームが解消される。B 種類株式の譲渡制限とその例外については、B 種類株式は非上場で譲渡制限が付いており、例外として山海社長と山海財団法人で構成される B 種類株主間では譲渡できるが、山海社長の相続人や親族等への B 種類株式の譲渡は認められない（譲渡したい場合は取得請求権を行使して普通株式に転換した上で譲渡することになる）。

最後に複数議決権方式に関する情報開示についてであるが、サイバーダインのスキームとリスクについては、充分に開示資料の中で説明されている。ただし、一般投資家がこうしたスキームやリスクの意味するところを理解し得るのか疑問は残る。また、B 種類株式が敵対的買収防衛策として機能する点について同社がどのように考えているのか、具体的な説明が不足していると思われる。

このように、サイバーダインは、複数議決権方式を利用して上場する意味について、株主や投資家が納得し得るレベルで説明し尽くしているとは言い切れない。とりわけ、山海財団法人が、山海社長が取締役を退任した後も実質的に支配権を保持できる点に関する説明は不足していると思われる。また、事実上の複数議決権株式が敵対的買収防衛策として機能する点についても説明不十分であること等、問題点も存在する。

## 第五章 複数議決権株式に係る法制度の歴史・利用実態の日米比較と日本の複数議決権方式の取扱いの方向性

株主の議決権に関する歴史は、米国では、早い時期から議決権の設定が会社の定款に委ねられてきたのに対し、日本は 1 株 1 議決権原則が長期間継続した後、平成 13 年に商法が改正されて初めて会社による 1 株 1 議決権から乖離した議決権方式の選択が可能となった。また、歴史的な経緯の差異から、新規上場時の複数議決権株式発行会社の上場取扱いについては、米国の証券取引所では原則的に上場が認められるのに対して、日本では非常に間口を狭めた条件で東証が審査を行っている。米国でも議論されているように、複数議決権株式の利用はコーポレート・ガバナンスの劣化を招くとの懸念等があるので、日本においては、米国に倣い新規上場時に限定したとはいえ、さらにその範囲を絞り込むことで投資家の信頼を失うような事態が生じないように必要性や相当性の基準でマイナス面をできるだけ抑制しようとしていると理解される。

米国は、複数議決権株式の発行により既存の株主の権利を害するのは妥当でないとの考えから、新規上場時の複数議決権株式の存在を容認している。これは、投資家は予め複数議決権株式の存在を認識して同意した上で株主になり、そのことによる不利益は市場において株価により調整され、またそのコストは支配株主が負っているため、フェアであるとの判断に基づくものであろう。そして、その背後には、複数議決権株式そのものが悪いのではなく、その導入形態により既存株主の権利を害する可能性があるという認識があると思われる。最近の議論としては、主に機関投資家がデュアル・クラスに対する反対姿勢を示しているが、彼らが根拠として引用する事例研究の結果は、主張の根拠としての的を射ておらず、デュアル・クラスの排除を正当化できる主張だとは到底言うことができない内容である。

概して言えば、米国の上場規則による複数議決権株式の取扱いは、極めて「プラグマティック」な観点で行われているが、日本の取扱いは、株主共同の利益という観点から複数

議決権方式の「必要性」を捉える等、いわば「観念的」に複数議決権方式の取扱いを定めている。日本における議論が、投資家保護とファイナンスの必要性をいかにバランスさせて双方の要請に添えていくのかという観点からなされていないことが影響していると思われる。慎重に複数議決権方式の取扱いを始めたのは合理的な面を有するが、その結果として生まれたガイドラインの下では、複数議決権方式の利用は一向に進まず、実質的には複数議決権方式の利用が始まっていない事態を招来している。

なぜ、そうした状況に至っているのか、つまり、なぜ日本では複数議決権方式を利用した新規上場が次々に現れないのかが問題である。現行の東証のガイドラインでは、ファミリー企業が複数議決権方式を利用して新規上場する余地は、ほとんど存在しないと言う他ない。現行のガイドラインにおいて想定されているのは、これまでの会社経営実績等に鑑みて、その創業者や経営者等が将来的にも経営支配権を確保し、安定した経営を継続していくことが、株主全体の利益になり、(少数)株主も期待しているといった状況である。つまり、経営支配権を有する経営者が交代すれば、もはや当初株主が期待していた状況は存在しなくなるのであって、その場合には複数議決権方式を解消できる仕組みを整えておかねばならないということになる。このことは、事実上の複数議決権株式が、特定の人物等に当然のごとく承継されることは想定されていないということの意味する。複数議決権株式の利用状況と利用条件の日米の差異を冷静に観察すれば、米国ではファミリーが経営支配権を確保し、経営支配権を承継していくことができる形で複数議決権株式を利用している場合が最も多いのに対し、日本の現在の条件設定はファミリーによる経営支配権承継を事実上認めない内容であり、果たして妥当であるのかという疑問が生じる。

当然、東証は米国の現状を調査した上で、ファミリー企業がファミリーの経営支配権維持のために複数議決権方式を利用することに対して、少なくとも現在の時点では否定的な態度で取り扱うことを決定したということは間違いないものと推察される。ファミリー企業における経営支配権維持のために複数議決権方式の利用を認めれば、上場を希望する会社が非常に多く現れると予想されるため、最初のうちは、そうした目的以外の会社の上場を認めることで、様子を見るという意図があるのかもしれない。あるいは、ファミリー企業が複数議決権方式を利用して経営支配権維持を図ることは、現在の日本の株式市場においては不適切であると考えているのかもしれない。結果として、米国の上場会社ではファミリー企業のための制度であるとも言い得る複数議決権株式のスキームを、日本ではファミリー企業を実質的に除外して利用させるものとなっており、これを利用する会社が一向に現れない状態が続いている。会社法制の緩和ないし弾力化を受けて、複数議決権方式採用会社の上場を認めるようにしたと考えられるが、現状の取扱いでは同方式を利用して上場する会社がほとんど現れない状況である。こうした取扱いの意図が、日本社会全般に存在しているものと推測されるファミリー企業に対するネガティブな見方から、上場ファミリー企業における支配権維持や事業承継のための複数議決権方式の利用を積極的に否定するものであれば、ファミリー企業の経済的意義、特にファミリー中堅企業の重要性について研究した上で、認識を改めることが重要であると考えられる。筆者は、地域経済ひいては日本経済全体にとってファミリー中堅企業は非常に重要な役割を果たしており、ファミリー中堅企業における喫緊の課題の1つである事業承継問題の解決策として、複数議決権方式を利用した上場への門戸を広げ、ファミリー企業経営者の事業発展に対するインセンティ

ブを高めることが、日本経済の安定とさらなる成長に繋がり、不安定化する日本の経済社会にとって非常に有効なのではないかと考える。

前述のように、日本におけるファミリー企業に対する一般的な認識は非常にネガティブであり、日本経済の活性化にとって重要であるにもかかわらず、学者や政策担当者からも見放されてきたに等しい。また、日本には、中堅企業に注目しその潜在力を生かすという視点で、企業を分析し政策対応を行っていくという状況があまりない。さらに、中堅企業の相当数はファミリー企業であると推測されるが、ファミリー企業は「悪」との一般的な「偏見」が存在することで、ファミリー中堅企業に対する消極的な政策対応はさらに顧みられないことがない状況に放置されている。

こうしたファミリー企業に対する偏見と日本特有の相続税制が結びつくことにより、日本のファミリー中堅企業は世界的に見ても非常に特殊な環境の中に放置され、その潜在力を生かすことができずにいるのである。

日本における複数議決権方式を利用した会社による上場は新たな試みであり、市場の混乱等の懸念を考えると、新規上場時であっても複数議決権株式の発行を原則認めるところまで踏み切れていないのは理解できなくもない。しかし、複数議決権方式が、利用可能な株主の議決権配分の一方策となったにも拘らず、利用し難い状況が続くのであれば、ファミリー中堅企業の成長はもとより、日本経済の将来的な発展も望み難いと言えるのではないであろうか。会社法制の大改革の政策的な意図を前向きに捉え、日本経済発展の障害になっていると考えられるファミリー企業への偏見を解き、その重要性を再認識し、中堅企業に政策的にスポットライトを当て、ファミリー中堅企業による制度利用を推進すべきであると考ええる。

そこで、ファミリー中堅企業が複数議決権方式を利用した上で上場を行う際の条件を如何に設定するかが問題となるのであるが、本稿における検討の結果、次のような結論に至った。

まず、複数議決権株式のスキームについて日米で差異がない部分は基本的に現状をスタンダードと考えて問題ないであろう。日米で差異のある、複数議決権株式の譲渡制限の例外、目的・必要性の説明とその内容の証券取引所による審査の有無、およびサンセット条項とブレイクスルー条項について、どのような設定し、複数議決権株式の利用範囲を絞り、その有するネガティブな側面に対する対策を織り込むのかというアプローチが可能である。

具体的には、議決権倍率は、10倍がスタンダードと言える。譲渡制限の例外については、一定範囲の親族への譲渡を譲渡制限の例外とし、同時に、当面は現状からの乖離が大きいので、例外規定の適用を子や孫の世代までに限定したり、10年あるいは20年経過後は5年毎に複数議決権が付与された株式を含む全株式の議決権を1議決権として株主総会で複数議決権株式の存続の可否について決定したりする仕組みの併用が考えられる。「必要性」の要件については、ファミリー中堅企業のファミリーによる経営支配権の安定を「必要性」の内容として認めることが求められる。それ故、この点に関しては、複数議決権株式を利用したファミリーへの経営支配権の承継を可能にする形での、サンセット条項の見直しが必要であろう。

複数議決権方式の利用拡大に対する弊害防止措置についても考えなければならないが、注意しなければならないことは、弊害とされる事象が、果たして複数議決権方式に特有の



問題であるのか、それとも支配株主の存在が問題であるのかについて明確に区別するということである。すなわち、複数議決権方式の活用における具体的な問題について討議すべきであるのに対し、支配株主の存在ないし支配株主による濫用問題の抽象的弊害について考えるのは論点がずれていると思われる。この点に関する具体的検討については今後の課題とするが、株主・投資家保護と会社のファイナンスニーズとの間のバランスを適切にとることが肝要であると言えよう。

最後に、情報開示の意義と重要性についても指摘しなければならない。SECのパラデス・コミッショナーは講演において、情報開示と市場判断の組み合わせが市場規律の維持に役立っていること、情報開示が不正行為の防止に最も効果的な方法であることを述べている。また、投資家だけでなく、連邦政府（の規制）も誤った判断を行うことがあることから、政府規制の限界も認識し、情報開示による市場判断を通じた経営監視と政府規制との適切な役割分担の重要性を指摘しているが、ファミリー中堅企業の複数議決権株式を利用した上場を促進していく際には、当該ファミリー中堅企業の情報開示を促し、透明性の高い経営を担保する方向性が好ましいと考える。

東証は中堅・中小企業が資本市場を通じて機動的な資金調達を行う機会を提供し、日本経済の継続的な成長に寄与することを念頭に、中堅・中小企業による新規上場の活性化を目標に掲げている。東証が今後もこうしたスタンスを維持していくのかどうか定かではないが、日本経済の発展に貢献するファミリー企業が安心して事業を継続できるようにするために、今一度、日本はファミリー企業とどのように向き合っていくのか、改めて検討しなければならない時期が訪れていると言えよう。