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ついて

――日米の法制度の歴史・利用実態の比較検討を素材に――

平成 29 年 7 月 6 日

髙城　寿雄

全　体　目　次

（第一章から第五章は各章の冒頭に目次の細目を掲載しています）

序章（全 5 頁）

　はじめに　――本論文を執筆するにあたっての筆者の問題意識――

第一章（全 55 頁）

　米国における株主の議決権の歴史

第二章（全 82 頁）

　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

第三章（全 93 頁）

　日本における株主の議決権の歴史

第四章（全 68 頁）

　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

第五章（全 53 頁）

　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

参考文献一覧（全 16 頁）

序章　はじめに

――本論文を執筆するにあたっての筆者の問題意識――

一．相続・事業承継リスク　――従業員と地域社会への責任と会社への思い――

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。

二．中堅企業の事業承継は地域問題、相続後の経営支配権の確保が課題

2015 年 12 月 26 日の日本経済新聞朝刊 19 面のコラム「大機小機」に事業承継の話題が取り上げられていた。事業承継の重要性を分かり易く表現した内容であるので、その中の記述を一部紹介する。「……事業承継に対する世間の関心は低い。核となる株式の（事業承継者への）移動は経営者個人の相続問題とみなされるからである。しかし、そうでもなさそうだ。事業が承継されなければ、解散あるいは廃業となって雇用はなくなる。設備投資も行われなくなる。加えて創業や起業をいくら支援しても、解散や廃業が進めば雇用はど

んどん減る。中小企業の事業承継はすぐれてマクロ経済的な問題であり、うまく行かないと地域の雇用や景気に悪い影響を及ぼしかねない。米国や欧州諸国では相続税の負担軽減措置が幅広く導入されている。……地域創生といえば、新規事業の創出に関心が集中しているが、地域活性化のためには既存の中小企業の事業を軸として雇用を維持・拡大することが重要となる。……」。

日本の相続税率は、最高税率が 55%で主要先進国の中では最も高い税率となっている。この相続税を支払うためには、株式売却時に売却益の 20%を所得税として支払い、その後55%の相続税を納付することになるので、保有株式の 60%以上を売却・現金化して相続税支払いに充てる必要がある。一般にオーナー経営者は、会社株式以外の資産に乏しく、多額の相続税を支払うには会社株式の売却に頼らざるを得ない。しかしながら、保有株式の半分以上を売却して相続税を支払えば、その結果、経営支配権を手放すことになる。

種類株式を発行することにより、会社の株式の 60%を手放しても、過半数の議決権や取締役選任権を確保して経営支配権を維持することは、非公開会社であれば会社法上は比較的容易である。しかしながら、現実には、経営支配権を確保できない会社の株式を 60%も取得するような人あるいは法人は非常に稀であろう。そうであれば、結局のところ、相続税支払いのために会社の株式を売却するには、経営権を手放すことを前提に、会社の株式を公開し株式市場で株式を売却するしか方法はないということになる。経営支配権を手放すということはオーナー経営者が替わり、社風も変わるということを意味する。特に発展途上のファミリー中堅企業は、オーナーの個性を反映した独特の社風を形成しており、その社風の下に人材が結集しているので、社風の変化は人材流出につながり、経営の根幹となる組織の弱体化を惹起し、社会的にも経済的にもマイナスの影響を及ぼしかねない。また、相続税を支払うために会社を売却するということは、一般の経営者の心情としては、非常に抵抗感がある。会社の成長・発展よりも、相続税を支払うために会社を売却する事態を避けるための相続税対策の優先順位が高くなるのは、ある意味、致し方ないことである。会社の成長発展より、会社を失うかどうかの方が重大問題なのである。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い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である。

ここで何ら対策をとらずに相続が開始する状況を考えてみよう。相続税納税資金を捻出するために株式を売却し、会社の運営上大きなリスクを負わせるという事態になれば、会社の経営支配権が第三者に移転する可能性が高く、そうなれば企業文化の変化、経営方針への影響は避けられず、人材の流出や経営状況の悪化等の可能性が高まり、中長期的な企業価値の向上を望めない事態にもなりかねない。また、仮に相続税支払いのための株式の売却をある程度回避できて、第三者への会社の経営支配権の移転が避けられたとしても、相続された株式が複数の相続人に分散し、経営支配権を巡る様々な問題が生じ、会社の衰退に繋がる事態も想定されるだろう。さらに、オーナー経営者が株式という形式を採らずに、会社に自らの資金や不動産等の資産を利用していた場合には、相続税納税資金を捻出するために、こうした資金の回収や資産売却等を行う必要が出てくることが考えられるが、このような事態になれば、会社経営に直ちに影響が及ぶことは想像に難くない。とりわけ、会社に融資をしている銀行は、融資の際にオーナーファミリーの資産状況を把握した上で、融資を実行していることも考えられるため、会社の資金調達能力に影響が及ぶだけでなく、

現実的には融資の回収等を迫られる事態にも繋がりかねないのである。このような状況に陥らないようにするために、何ら対策を講じないという選択肢はあり得ないと考えている。

非上場のまま、事業承継対策や相続税対策に注力すれば、親族の保有する実質資産価値を相続税による目減りからある程度は守ることができても、従業員の幸福ややりがい、地域経済の発展に対する貢献といった、より高次元の目的を犠牲にせざるを得ない。多くのファミリー中堅企業オーナーは、会社の売却を避け経営支配権を維持するために不本意ながら、こうしたやり方を行っているのが現実である。日本は第二次世界大戦で中心的な働き手となる年代の多くの男性を失った。終戦後、多くの若者が昭和 20 年代、30 年代に起業したのであり、日本経済は彼らの努力により成長してきた。これらの経営者が次々に引退する年齢を迎えているのは容易に想像できるが、事業承継及び相続を巡っては、経営者にとって不本意とも言える状況が、日本の社会・世代構造の中で急速に増大している。

三．上場して大企業という理想と相続税・経営支配権確保の問題

ファミリー中堅企業のオーナー経営者としては、経営支配権を維持して大企業レベルまで成長させたいとの思いを持つ者は多く、会社の規模を拡大させるためには、上場による資金調達が非常に重要となる。他方で、上場するとなると、前述のように、経営支配権を放棄せざるを得ないという板挟みの状態に陥る。そのため、経営支配権の維持・承継が難しくなるのであれば、上場による株式市場からの資金調達を行うことについては慎重にならざるを得ず、資金の調達手段と調達可能額が事実上制限されることになるので、積極的な事業拡大は難しくなる。

筆者としても、会社を持続的に成長・発展させ、地元経済の発展、従業員の幸福、日本経済の成長に貢献していきたいが、そのためには株式公開して株式の一部を売却して相続税資金を捻出し、相続（贈与）税を支払った後にも、当面は何らかの形で経営支配権を維持していけるということが重要になる。上場後に発生する相続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、経営に集中できる状況を作ることが非常に重要であると考えている。経営支配権確保の方法には様々な手段があるが、先に挙げた、いわゆる黄金株や複数議決権株式の種類株式の広範かつ自由な活用は、現行の会社法上は、非公開会社において採り得る手段と考えられており、公開会社には非常に限られた範囲でしか認められていない。

四．最適な解決策は事実上の複数議決権株式である

現在の日本の法制度の下で、株式を上場して相続（贈与）税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経営支配権を確保する、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。財団法人による株式保有を通じた経営支配権の確保については、財団法人の意思決定権者を法的に特定の人に縛ることはできないので、これが法的に保証されているわけではなく、外部から見て誰が会社の経営支配権を持っているのか分かり難くなる。相続前の株式の分散保有化については、新たに株式を

所有する者が信頼を裏切る可能性は常にあり、また、外部から見て誰が支配権を持っているのか分かり難く、不透明な経営に繋がる可能性もある。このような問題点を考慮に入れると、平成 13 年第一次商法改正によって導入された単元株制度を利用した、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。

平成 26 年に、医療・福祉・介護分野向けロボットスーツの開発・製造・販売を行っているサイバーダイン社が新規上場を果たした。同社の上場は、先進機器分野における初の赤字上場という点に関しても注目を集めたが、日本において事実上の複数議決権株式を発行する会社の上場が初めて認められたケースとしても有名である。サイバーダインに続く形で、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上場が広く認められれば、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。特に非上場会社の場合、資金調達手段は借入金への依存度が大きくなり、多額の投資資金の調達が困難であることが多い。そのことは投資機会を積極的に捉えた事業展開の大きな制約となるが、株式を上場することにより株式市場からの資金調達が可能となり、資金調達面において積極的な成長投資戦略の実行が容易になる。株式上場しなければそのような事業展開を行うことは困難である。事実上の複数議決権株式を利用し、支配権を維持した状態での上場という選択肢が現実的なものとなれば、支配権の希釈化に頭を悩ますことなく、投資の拡大、事業の成長に注力でき、地域経済・日本経済の発展にとって大きな力となる。こうした新たな動きは、現在の低迷する日本経済にとって新たな光となり、重要な変化をもたらすことになるであろう。

この点、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考えられている。具体的な証券設計、利用の範囲については、今後の研究や判例等により明確化されるべきであるとの主張はあるが、会社法学においては公開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であったと言える。また、投資家が混乱しないように明確性を確保すべきであるという課題との兼ね合いも利用拡大に当たっては重要である。現在、東証においては、支配権維持スキームを利用する必要性――議決権の多い株式等により特定の者が経営に関与し続けることができる状況を確保すること等が株主共同の利益の観点から必要であること――と相当性――その必要性に照らして議決権の多い株式等の株主を不当に利するものではなく相当なものであると認められること――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。

五．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上場する意義と本稿の構成

今後、事実上の複数議決権株式を利用する主体の拡大という見地から、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広く利用できるようにしていければ、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と考える。その思いを込め、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た新規上場を積極的に行っていけるようにするための道筋の検

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にしている米国での複数議決権株式や議決権に関連する歴史的変遷を研究することにより、有益な示唆を得ることができるのではないかと考える。

そうした米国の法制度の歴史的変遷に留意しつつ米国の具体的な事例についても検討することで、日本の状況と米国の状況の差異を浮き彫りにし、その差異を手掛かりに、日本の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、大企業レベルに成長するまで経営支配権の維持・承継についての不安を抱くことなく株式上場できるようにするための条件などを模索していく。

第一章では、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。

いずれの国においても、その経済を支えている会社は知名度の低い中堅企業であり、その中から大企業へと成長していこうとする会社に対して、いかにして意欲的に事業展開していく環境を提供していくのかについては、筆者が経営するようなファミリー中堅企業が法制度的にどのような経営環境を与えられるべきかという問題でもある。筆者の経営する会社が、事業承継に伴う日本独特の困難な問題に手足を縛られることなく事業活動に集中して取り組めるような法制度を含む事業環境を、日本がいかに整えていくかということが、これからの日本の発展にとって重要な要素の 1 つであり、その為の情報発信としてこの論文が役立てばと願っている。

第一章　米国における株主の議決権の歴史

第一節　はじめに 3
第二節　英国の特許状による会社設立の時代 4
第三節　州の特別法による会社設立の時代（独立戦争後から 19 世紀半ばまで） 7
一．銀行 9
二．有料道路会社 10
三．橋梁 12
四．運河 14
五．鉄道 15
六．製造業 15
七．小括 16
第四節　州の一般法による会社設立の時代（19 世紀半ばから 20 世紀初め） 18
一．株式会社の設立状況 18
二．議決権の動向 19
第五節　無議決権株式による資金調達の時代（19 世紀後半から 20 世紀初頭にかけて、特に 1920 年代） 22
一．無議決権株式による資金調達の時代の到来 22
二．無議決権普通株式に対する批判論の展開 27
第六節　無議決権普通株式の上場規制により 1 株 1 議決権が一般化していた時代（1920 年代後半から 1960 年代まで） 32
一．NYSE の 1 株 1 議決権政策（1920 年代から 1940 年代） 32
第七節　敵対的企業買収対策としての複数議決権株式大量発行時代（1970 年代以降 1990 年台前半） 34
一．敵対的企業買収対策等のための複数議決権株式の大量発行に対応した NYSE 等の動き 34
二．SEC 規則 19c-4 の制定と The Business Round Table v. SEC 判決 42
（一）SEC 規則 19c-4 の制定 42
（二）NYSE の 1 株 1 議決権政策の修正提案に関する公聴会での SEC の権限を巡る議論 43
（三）SEC 規則 19c-4 の背景と意義 45
（四）The Business Round Table v. SEC 判決 46
第八節　新規上場時以外の複数議決権株式の発行が原則禁止となった時以降の時代（1990 年台前半以降） 47
第九節　小括 48
一．議決権の歴史のまとめ 48
（一）米国法の歴史のまとめ 48
（二）米国法の歴史の評価 49
二．SEC 規則 19c-4 を巡る議論の整理・評価 51
（一）ガバナンス体制への影響に関する議論 51

（二）買収防衛策になることの是非に関する議論 52
（三）導入についての株主の承認に関する議論 53
（四）株主の権利・利益を侵害するとの議論 53
（五）まとめ 54

第一節　はじめに

株主総会における議決権とは、事業遂行の重要事項の決定、変更を行うプロセスにおいて票を投じる権利だと言える。株主による議決権行使は、株主の信認を得る機能と同時に、事業遂行実施者が株主の利益に反した行動、あるいは、株主に約束した内容から逸脱した行動を抑制するためのモニタリング機能を果たし、業務遂行実施者の暴走に対する制約原理として働くものだと言える。何かの金儲け（事業）にお金を出し、誰かにその金儲け（事業）の実施を任せるという場面を想像すれば、金儲け（事業）のために何をするか、誰に運営を任せ資金を預けるかによって、どういう議決権の与え方がその金儲けにとってリスクとリターンの関係から考えて最も適切かという判断に基づき議決権の与え方を決定するのが合理的だと考えられる。出資者がより納得できる議決権の与え方をすれば、より効率的な資金調達を行えることになる。その時代背景および個別の出資案件の具体的な内容を前提として、どのようなガバナンスを築けば、出資者がより安心して投資することができ、会社がより高いリターンを得ることができるのかを考えることが基本になる。1 株 1 議決権がいいのか、複数議決権株式の発行による安定した経営者支配がいいのか、米国における株式の議決権についての取扱い、制度の変遷を辿りながら、なにが議決権のあり方の変遷の背後にあり、なぜ、結果としてその議決権についての取扱いの変遷が起こったのかを理解することが、上場会社の株主の議決権について本質を解明する手掛かりとなり、複数議決権株式についての取扱いを考える際のポイントになるものと思料する。

株主の議決権については、世界中の国々で、長い年月をかけて議論されてきた。米国においても例外ではなく、株主の権利について論じる上で決して欠かせない原則、いわゆる「1 株 1 議決権の原則」が米国において一般化するのは、19 世紀後半のことである。米国における株主の議決権の定め方については、株式会社設立に関する歴史的動向と表裏一体の事象であり、米国における会社法制度は株主の声や実態を適宜反映させながら構築されてきたという歴史が存在する。米国の証券取引委員会（以下、SEC とする）のエグゼクティブ・アシスタントを務め、現在サンフランシスコ大学ロー・スクールの名誉教授であるラトナーは、1 株 1 議決権の原則は、会社の経営者に対して株主が如何にして支配権を行使していくかという 300 年（以上）に及ぶ論争の結果なのであり、コモン・ロー上、1 株 1 議決権の原則が確立していたというにはあまりに不適切であると指摘している[1]。1 株 1 議決権の原則は株式会社制度の成立と同時に当然の原則として存在していたものではなく、沿革的には株主が保有する議決権数の制限や 1 株当たりの議決権数の逓減がなされていた状況から、漸進的にそうした制限・逓減が解消されていったのであり、立法上の緩厳も州によって広狭甚だしい差異が存在した[2]。これを踏まえ、株主の議決権について検討していく中で、米国における諸州の会社法制度の軌跡についても若干ながら論じた上で、株主の議決権の歴史についてその変遷と背景を詳細に検討し、米国における上場会社の株主の議決権のあるべき姿についての考え方の手掛かりとしたい。

なお、米国における株主の議決権の歴史的変遷について大まかに分けると、以下のとお

---

[1] David L. Ratner, *the Government of Business Corporations: Critical Reflections on the Rule of "One Share, One Vote"*, 56 Cornell L. Rev. 1, at 9 (1970).

[2] 上村達男「株主平等原則の理論的基礎」専修大学法学研究所紀要 11 巻（1986 年）134 頁。

りである。①「英国の特許状による会社の設立の時代」（植民地としての米国における独立戦争以前の動向について）、②「州の特別法による会社の設立の時代」（独立戦争以後から19 世紀半ばまで）、③「州の一般法による会社の設立の時代」（19 世紀半ば以降）、④無議決権株式による資金調達の時代（19 世紀後半から 20 世紀初頭にかけて、特に 1920 年代）、⑤無議決権普通株式の上場規制により 1 株 1 議決権が一般化していた時代（1920 年代後半から 1960 年代まで。同時にこの頃の証券取引所の動向についても触れる）、⑥敵対的企業買収対策としての複数議決権株式大量発行時代（1970 年代以降 1990 年台前半）、⑦新規上場時以外の複数議決権株式の発行が原則禁止となった時以降の時代（1990 年台前半以降）。以下、上記区分に従い、米国における上場会社の株主の議決権の取扱いの歴史的変遷をその背景も含めて時系列的に振り返ることとする。

第二節　英国の特許状による会社設立の時代

米国における株式会社の起源を遡れば、それはすなわち、16 世紀の英国におけるジョイント・ストック・カンパニーにあり、さらにジョイント・ストック・カンパニーについては、11 世紀末に英国で登場した商人ギルドや 13 世紀から 14 世紀にかけて形成された職人ギルドに端緒があるが、ここではその点に言及するにとどめる。

さて、そうした英国での制度の変遷を引き継ぎ、米国においてはどのような状況が展開されていたのであろうか。1776 年に米国が英国から独立宣言する以前、米国における植民地の建設に当たっては、英国国王による特許状（勅許状）[3]が必要とされ、この当時、米国の植民地は英国の直接的な統治または間接的な支配の下に置かれていた[4]。英国が最初に米国に植民地を建設したのは、1607 年のヴァージニアであった。その後、1620 年にプリマス（1691 年にマサチューセッツに吸収合併）、1627 年にバルバドス、1630 年にマサチューセッツ、1634 年にメリーランド、1636 年にコネチカット、1644 年にロードアイランド、1655 年にジャマイカ、1665 年にニューヨーク、1670 年にカロライナ、1674 年にニュージャージー、1681 年にペンシルベニア、1691 年にニューハンプシャーと次々に植民地が創設された[5]。入植した英国人は 17 世紀末までに約 35 万人と言われている。その背景には、当時英国は人口が過剰であり、米国という新大陸での自由を求めるものが多かったとされる。と

---

[3] 英国国王が発行した特許状（勅許状）には、チャーターやパテントという用語が用いられている。両者は相互互換的に使用されていたとされ、意味においては同一である。例えば、マサチューセッツ州の場合、The Charter of the Colony of the Massachusetts Bay in New England（ニューイングランド・マサチューセッツ湾植民地への特許状）の本文には特許状は letters patents（パテント文書）と言及されており、本文中に charter の文言は登場していない。詳しくは、小倉いずみ「英国領北アメリカ植民地の創設と勅許状」大東文化大学紀要 45 号（2007 年）175-176 頁参照。なお、現在法人を設立する際に基礎となる会社の基本定款をチャーターと呼ぶのはこの頃の特許状を意味する用語の名残であるとされている。

[4] 久保田安彦「初期アメリカ会社法上の株主の権利（一）」早稲田法學 74 巻 2 号（1999 年）85 頁。

[5] 三浦永光「ジョン・ロックの自由主義とアメリカ植民地化論」国際関係学研究 33 巻（2006 年）1 頁。

りわけ、ピューリタンやユグノーといった宗教的抑圧を受けていた者にとって、米国は「避難所」として魅力的であったとされている[6]。

米国における植民地の建設は、前述のように、英国国王による特許状の授与に基づいて行われたが、植民地の経営は法人の形態によるもの（マサチューセッツ、ヴァージニア）、領主の支配によるもの（メリーランド、ノースカロライナ、ニューヨーク、ペンシルベニア、デラウェア、コネチカット）[7]、英国国王の直接支配によるもの（ジャマイカ、ニューハンプシャー、ニューヨーク、1625 年以降のヴァージニア、1685 年以降のニューイングランド、1688 年以降のロードアイランド、1702 年以降のニュージャージー、1719 年以降のサウスカロライナ、1755 年以降のジョージア）の 3 つの形態に分かれていた[8]。このうち、コモン・ロー上の規則から、法人は法人を創設する事は出来なかったため、法人形態の植民地は自ら法人を設立できないとされていた。そもそも、英国から権限の移譲を受けないかぎり、英国の特許を受けずに会社を設立することは認められていなかったことから[9]、独立宣言がなされる前に、植民地が自ら設立した会社はわずか 6 社にすぎない[10]。最初に設立されたのは①The New York Company for Settling a Fishery in these Parts（1675 年）であり、その後②The Free Society of Traders in Pennsylvania（1682 年）、③The New London Society United for Trade and Commerce in Connecticut（1732 年）、④The Union Wharf Company of New Haven（1760 年）、⑤The Philadelphia *Contributorship* for Insuring of Houses from Loss by Fire（1768 年）、そして⑥The Proprietors of Boston Pier or Long Wharf, in the Town of Boston in New England（1772 年）が設立された[11]。

英国による統治がなされていた米国植民地時代に、設立された会社が少なかった背景には、前述したように英国の特許が必要であったという事情も存在するが、17 世紀末から 18 世紀初頭の英国における投機熱の影響もある[12]。当時、英国では証券取引所が発達して空前の投機ブームが起こっていた。植民地におけるフランスとの戦争により、戦費調達目的の

---

6 同上 1 頁、田中秀夫「アメリカ植民地の形成と独立革命――大ブリテン史の文脈から――」経済論叢 186 巻 2 号（2013 年）43 頁。

7 領主による支配がなされていた植民地（領主植民地）は、少なくとも形式的には封建的土地所有がなされていたことを意味するが、実際にこの当時、米国において封建性が存在していたかどうかについては歴史家の間で論争されてきた。1688 年から 1689 年にかけての名誉革命により英国にて立憲君主制の基礎が確立されたことは米国にも影響を及ぼし、領主植民地は次第に英国国王による支配がなされた王領植民地へと変わっていった。田中・前掲注（6）50 頁。

8 三浦・前掲注（5）1 頁。

9 久保田・前掲注（4）85-86 頁

10 大隅健一郎『新版 株式会社法変遷論』（有斐閣、1987 年）86 頁。

11 正木久司「アメリカ初期の株式会社財務」同志社商学 43 巻 2-3 号（1991 年）66-67 頁。この点、Davis は植民地によって設立された会社は 7 社であるとしている。具体的には、本文中の③、④、⑤、⑥の 4 社に加えて Field's Fountain Society（1772 年）、Rawson's Fountain Society（1772 年）、Cooke's Fountain Society（1773 年）である。 Joseph Stancliffe Davis, *Essays in the Earlier History of American Corporations Book One* (Harvard University Press 1917)at 87-90.

12 松井秀征「株主総会制度の基礎理論（二）―なぜ株主総会は必要なのか―」法学協会雑誌 125 巻 10 号（2008 年）2282 頁。

会社が設立されるようになったのであるが[13]、そうした会社は事業遂行上の独占権を有していることもあったので人気が高まり、投資対象として選ばれることが多かった[14]。しかし、同時に詐欺的な会社や不健全な経営の会社も乱立されていたことや、英国議会と発起人との間での政治的な腐敗も発生し、他社の特権を流用した会社設立行為が横行していたことから、英国議会は無特許若しくは特許流用によるジョイント・ストック・カンパニーの設立を防止する為、1720 年に泡沫会社禁止法（Bubble Act）を制定した。これにより、英国では議会や国王の特許状なくして法人として活動することや譲渡自由な株式を発行すること、また破棄された特許状に基づいて活動すること、特許された活動目的以外に特許状を用いること等を禁止し、特許主義の徹底が図られた[15]。1741 年に米国にもこの泡沫会社禁止法が適用されるようになった[16]こともジョイント・ストック・カンパニーが設立されにくかった時代背景として存在する[17]。さらに、米国において会社が設立されにくかった要因として、当時の米国の経済状況や人々の心理状況が会社の発達を必要とせず、望んでいなかったことも指摘されている[18]。すなわち、植民地時代の米国では特許を得てまでも会社の運営資金を得ようとする需要自体が低かったのである。それは事業規模が小さかったということもあるが、他方で植民地の人々の中で英国からの独立心が強かったことや、事業に対する政治的な関与を遠ざけようとする心理が働いていたと考えられる[19]。また、英国において設立された大会社、特に東インド会社のような英国国王の特許状に基づく会社が独占的な性格を有しており、排他的な特権と勢力を行使していたことから、初期の米国においては、こうした会社――「独占的怪物」と称されることもあったという――に対する恐怖心のようなものも垣間見られたのである[20]。それは、極度に集中された資本に対する恐怖というよりも、むしろ貪欲な集権的政治支配体制に対する恐怖であったと指摘される[21]。

このような歴史的な経緯を経て出現したジョイント・ストック・カンパニーの意思決定の仕組み、議決権のあり様について見てみることとする。

16 世紀から 17 世紀にかけて英国で設立されたジョイント・ストック・カンパニーの特許状には議決権に関する詳細な規定は設けられておらず、専ら頭数主義――すなわち、一人

---

13 松井秀征「取締役の新株発行権限（一）」法学協会雑誌 114 巻 4 号（1997 年）430、437 頁。

14 大隅・前掲注（10）33 頁。

15 松井・前掲注（13）430 頁。

16 1696 年の国会制定法（Act of Parliament of 1696）では、当該植民地が特許状によって設立されていようが、領主の命令によって設立されていようが、あらゆる米国の植民地の憲法においては、英国法に植民地の制定法は矛盾してはならないと規定された。酒井吉栄「イギリス枢密院によるアメリカ植民地立法の規範統制」愛知大学法経論集法律編 115 号（1987 年）14 頁以下参照。一方、各州の特許状では、例えばマサチューセッツ州の特許状にも、植民地政府は様々な法律や条例を制定しても良いが、英国の法に反する法律を制定してはならないと規定されていた。小倉・前掲注（3）178 頁。

17 松井・前掲注（12）2283 頁。

18 同上。

19 同上 2284 頁。

20 大隅・前掲注（10）85 頁。

21 同上。

一議決権――が用いられていた[22]。その例外として、エリザベス女王が 1568 年に特許を付与したマインズ・ロイヤル会社とミネラル・バッテリー・ワークス会社という 2 つの鉱山会社に関しては、議決権を制限するという態様を試みていた。両社の議決権は四分の一株につき一議決権とされ、全体で 24 株発行されていた。注目に値するのは前社のマインズ・ロイヤル会社である。同社が発行した 24 株のうち、14 株は英国人が引き受け、南ドイツの商人が残りの 10 株を保有したとされる。この当時から外国の資本を導入したということも特筆すべき事項であるが、設立時において、特許状に議決権を制限する内容を設けたのは、ドイツ人による同社の支配を妨げるという目的で行使可能な議決権を制限していたということである[23]。その後、1650 年頃になると、議決権について、従来通りの一人一議決権方式を採るのか、それとも出資した額によって決定するのかが争われるようになった。1693 年の東インド会社の特許状では、如何なる構成員も 10 議決権以上を保有してはならないとされ、1698 年に新たに設立された東インド会社の特許状では 500 ポンドにつき 1 議決権が認められ、1 議決権以上の行使は認められていなかった[24]。米国においては、例えば先に挙げたペンシルベニア州のフリー・ソサエティー・オブ・トレーダーズにおける株主の議決権はペンシルベニア州に最低 1,000 エーカーの土地を所有し、居住する者には 2 株につき 2 議決権、6 株以上で 3 議決権を与えられたが、同州に土地を持たず、居住しない者に対しては 1 株につき 1 議決権に制限されていた。会社名などから推測すると、いずれの会社も公共性の高い団体として特許状を付与されていたことには注意を要する。

本節で概観した英国植民地時代の議決権方式について纏めると、以下の通りとなる。地域等をベースにした個人が集まり意思決定を行う場という位置づけが変化して、人的結合体としての団体ではない場においては、ルール等を頭数により決定する必然性がなくなったことから、主要出資者の発言権が強くなっていったと推測される[25]。ジョイント・ストック・カンパニーの議決権が上限はあるものの、出資額の多い者が複数の議決権を持つ意思決定方式が現れた。また、地域性、排他性の中での社交サークルでの意思決定から、域外の国あるいは個人との共同事業を遂行するような状況では、一方のグループが支配権を確保するための議決権制限も登場した。さらに、出資額の多い者が経営を任せることによる利益相反行為に対応して、小口出資者の権限を増大させ 1 議決権以上の行使を認めないという取り扱いが導入される状況も存在した。

第三節　州の特別法による会社設立の時代（独立戦争後から 19 世紀半ばまで）

1783 年に独立戦争が終結すると、会社設立の権限は英国から米国に継承された。当初、株式会社の設立に当っては、連邦議会が従来の英国国王の権限を継受すべきとの提案がアレクサンダー・ハミルトンにより行われたが、その場合、連邦議会が米国の商業・生活活動全般を支配してしまう恐れがあるとの指摘があり、株式会社の設立に関しては、各州に

---

22 小山賢一「初期米国の株主の議決権（1）」大阪経大論集 96 号（1973 年）69 頁。
23 同上。
24 松井秀征「株主総会制度の基礎理論（一）―なぜ株主総会は必要なのか―」法学協会雑誌 117 巻 10 号（2000 年）1396 頁。
25 同上 1394-1395 頁。

おいて解決することとなった[26]。独立戦争のさなか、1781 年に連邦議会は北アメリカ銀行に株式会社設立の特許を出したが、連邦による株式会社設立特許はあくまで限られた例外的なケースで、各州議会は個々の業種ごとに特別法を制定し、会社に特許状を付与するか、または特許状付与の権限を州知事に与えることで会社設立を採否するようになった[27]。州の憲法に会社の設立について明文規定を置いた州はペンシルベニア州とバーモント州であるが、その他の州は黙示的に認められ、州の特別法に具体的な会社設立の方法が規定されることとなった[28]。州の特別法による会社の設立は、19 世紀半ばに至るまで、一般原則とされた。この当時、1780 年頃から 1801 年の間に約 300 社以上の会社が各州の特別法によって設立された[29]。しかし、19 世紀半ばに至るまでは、株式会社の設立件数は増加したとはいえ、その事業規模は総じて小さかった。この背景には当時の米国経済が未成熟であったことも指摘されるが[30]、州議会が株式会社を厳格な規制の下に置いて、会社の自由を抑制する政策を維持し続けた為であるとも考えられている[31]。すなわち、会社設立の特許状を個人に付与することは、当該個人に、個人の能力では有することのできない権力を与えることを意味するのであり、従って会社の存在自体が平等に反すると捉えられたのであった。こうした、いわば反株式会社感情への配慮から、株式会社の設立自体を抑制することと、会社活動の自由を抑制することが求められていたとされている[32]。この点、米国経済の発達を促進するには株式会社を通じた経済活動が不可欠であったことから、政策上、会社の設立を容易にする方向に向かいつつも、会社の事業目的や存続期間を制限するといった形での株式会社の活動抑制政策が採られることとなった。

さて、独立革命期（18 世紀後半）から 19 世紀にかけて設立された会社の業種は主に有料道路、鉄道、運河、そして電信などの国内インフラ開発会社、銀行や保険といった金融業のように比較的大規模な資本を必要とする業種が中心であった[33]。この時期に設立が認めら

---

[26] 大隅・前掲注（10）86 頁。
[27] 同上。
[28] 同上。
[29] Ratner, *supra* note 1, at 5-6; 松井・前掲注（12）2284 頁。
[30] 久保田・前掲注（4）88 頁。
[31] 同上。
[32] 同上。
[33] ラトナーによれば、この時期に設立された会社の約 3 分の 2 は運送業や水道事業、または準公益会社で占めていたとされる。Ratner, *supra* note 1, at 6. こうしたインフラ系の公益会社が資本調達の為に大量に株式を発行したのは、公益会社の特質と大いに関係があり、主に 3 つの理由が存在する。第一に、公益事業は他の産業に比べて一般に一定の生産能力を生み出す為の単位設備投資額が巨額であり、内部資金によってのみ必要資金を調達することが困難であったことが挙げられる。第二に、公益事業は少数の会社に地域的に独占され、また事業会社が持株会社によって支配されることも多かったことから、各種の委員会や裁判所が主に「公正な収益率」を規定し、独占利潤を規制する役割を果たしていた。この収益率は減価償却を認めた上で留保利潤を必ずしも認めないものではなかったが、資金需要を留保利潤と減価償却によって満たし得るものとして決定されなかった。むしろ、公益事業の収益率は証券市場から資本を調達し得るに十分である程度に決定されていたのであった。そのため、新規設備資金の調達においては、証券市場を利用する事が当然とされていた。第三に、公益事業の投資率は他の産業に比べて極めて高かったが、巨額の資金を

れた会社はいずれも公共的または準公共的な性質を持つ会社や金融関係の会社であったと言える[34]。以下では、独立戦争以後の 18 世紀後半から 19 世紀半ばにかけて設立された株式会社について、大まかに業種別に設立状況について概説する。

一．銀行

米国で初めて設立された株式会社は北アメリカ銀行[35]である。独立革命による財政疲弊から再建する為の一手段として、1781 年 12 月 31 日に当時の米国の議会に相当する大陸会議（Continental Congress、後に連合会議 Congress と名称を変更する）は北アメリカ銀行に法人格を付与する法律を制定し、同行は特許状によりフィラデルフィア州に設立された[36]。同行は翌 1782 年 1 月 7 日から営業を開始したが、大陸会議に株式会社の設立を認可する権限があるかどうか、疑義を持たれた[37]ことから、北アメリカ銀行は各州に対して設立の承認と独立戦争中における独占を保証する法律の制定を求めた。マサチューセッツ州やニューヨーク州、ペンシルベニア州等がこれに応え[38]、最後は 1782 年 5 月までに関係各州において正式に特許状を付与された[39]。独立戦争が終結すると、北アメリカ銀行が商業銀行として成功を収めたことに触発されて、各地で銀行設立運動が開始された[40]。銀行設立運動の背景には地元商人達の期待が存在していた。18 世紀後半から 19 世紀初頭にかけて、各地に設立された銀行の株主の多くは地元の商人達であり、彼らは銀行の投資家ではなく、当該銀行の前身から資金を借り入れている人々であった[41]。後述する有料道路会社においても同じことが言えるが、この当時に設立された会社の多くはその土地・地域住民に対するサービス（利便性）を重要視しており、現代における会社像よりも、より地域と密着している印象が強く感じられる。

このような銀行が多数設立されたが、その多くは議決権を制限していた。ドッドの分析では、19 世紀初頭にマサチューセッツ州で設立された銀行では、1 株主の行使できる最大

内部資金によって賄う為にはかなり高い利潤率が実現されなければならなかったが、上述のように収益率が規制されている為に、なおさら投資資金を内部で調達するのは困難であったことから、公益会社は巨額の証券を発行せざるを得なかったのである。岡田有弘「アメリカにおける優先株金融――公益企業の利用が顕著――」財界観測 37 巻 4 号（1972 年）14-15 頁参照。

[34] 永田數夫「米国の Joint Stock Company」駒大経営研究 5 巻 1 号（1973 年）43 頁。

[35] 北アメリカ銀行について詳しくは、小山賢一「初期米国の株主の議決権（3）」大阪経大論集 112 号（1977 年）129-133 頁参照。

[36] 同上。

[37] 同上。

[38] 同上。

[39] 小山賢一「北米銀行の初期」大阪経大論集 98 号（1974 年）101 頁。

[40] 小山・前掲注（35）133 頁。

[41] Henry Hansmann & Mariana Pargendler, *Voting Restrictions in 19th Century Corporations: Investor Protection or Consumer Protection? , Prepared for the conference on Firm Governance*: L. Hist. Tel Aviv U., June 13-15, (2010) at 12, available at http://www.law.tau.ac.il/Eng/_Uploads/dbsAttachedFiles/Hansman-Mariana-paper.pdf.

議決権数を 10 議決権とする制限を設けることが「統一的な慣習」であったとされる[42]。19 世紀のコネチカット州における株式会社の動向について研究を行っていたドライエルによれば、同州に存在した銀行の 50%以上で議決権に制限を設けるないし行使可能な議決権の上限を設けていたとされる[43]。同様に、ニュージャージー州においても 1850 年以前では、約半数の銀行が議決権に何らかの制限を行っていたという[44]。他方で、1790 年から 1825 年の間にニューヨーク州で設立された銀行の議決権を見てみると、議決権を制限していた銀行は全体の 26%に過ぎず、63%は 1 株 1 議決権の原則が採用されていた[45]。

当時の銀行の議決権をめぐる変遷について少し詳細に見てみよう。既に述べたように、当時の銀行の株主は資金調達が必要な多数の商人たちから成っていた。大株主が他の株主たる商人の利益に反する形で、自分自身に対して資金を貸し付けるというような事態を防止するのに、議決権の制限は有効であった。しかし、こうした議決権の制限は、資金調達が必要な多数の商人たちから成る株主により必ずしも導入されていた訳ではない。早い時期に設立されたマサチューセッツ銀行の例を見てみると、株主の多くは資金調達が必要な商人達であったが、最大の出資者は資金調達の必要のない資本家である金貸しであった。このケースでは特許状では 1 株 1 議決権が採用されていた。最大出資者は銀行から借り入れを行っている株主から株式を買い取って支配権を得て、身内の者に便宜を図り、恣意的に資金提供を拒否し、独占的な利益を貪るような状況が生じた。こうした状況は特許状に関係する政治家の腐敗が関係する場合も見受けられた。資金調達を行っていた商人たちはこうした状況に不満を募らせた。不満に対する対応として、マサチューセッツ州では、1838 年に銀行の特許状の内容を改訂し、健全性規制、事業内容規制などと併せて、株主が行使できる最大の議決権を 10 議決権とした。このように不都合が生じた商人達の状況に対応して、州政府が 1 株 1 議決権の弊害を是正し、議決権制限を導入するような例が多かった[46]。

二．有料道路会社

この時期に設立された会社の中では、有料道路会社の数が一番多く、18 世紀から 19 世紀にかけて設立特許が与えられた会社の約 3 分の 2 を占める[47]。1781 年から 1790 年までに設立された会社は 0 社であったが、1791 年から 1800 年にかけては 72 社が設立され、同期間の総設立会社数の約 4 分の 1 を占めた[48]。最初に有料道路会社が設立されたのは 1792 年のことであり、ペンシルベニア州に設立された Turnpike Road であった。

---

42 Edwin Merrick Dodd, *American Business Corporations Until 1860* (with special reference to Massachusetts), Harvard University Press ed., (1954) at 215.
43 Hansmann & Pargendler, *supra* note 41, at 11.
44 John William Cadman Jr., *the Corporation in New Jersey: Business and Politics, 1791-1875*, Harvard University Press ed.(1949), at 308.
45 Eric Hilt, *When Did Ownership Separate from Control, Corporate Governance in the Early Nineteenth Century*, 68 J. Econ. Hist. (2008), Table 1 at 658.
46 Hansmann & Pargendler, *supra* note 41, at 11-17.
47 ニューヨーク州では 1800 年から 1830 年の間に設立された会社の 3 分の 1 が有料道路会社であった。Hansmann & Pargendler, *supra* note 41, at 8.
48 小山・前掲注（35）127 頁。

この時期の有料道路会社では、議決権数を制限することが一般的であった[49]。ニューヨーク州における有料道路会社では、1 株 1 議決権の原則を採用していた会社は 1%にすぎず、残りの会社は何らかの議決権制限を行っていた[50]。ニュージャージー州の株式会社の大多数は、この当時、すでに 1 株 1 議決権の原則を採用しており、議決権制限を行っている会社は 2 割に満たなかったが、その内、有料道路会社は 4 分の 1 を占めていた[51]。

議決権の集中状況に関しては、同時代の他業種に比べるとそれほど集中していなかったとの研究結果がある[52]。株式の保有者の多くは建設されていた有料道路近隣の商人や地主であり、有料道路から恩恵を得ていた者で構成されていた[53]。通常、株主は配当[54]の観点からその会社の業績に着目しがちであるが、有料道路会社の場合、その生産物（すなわち道路そのもの）に関心を寄せていた[55]。というのも、有料道路会社の株主が近隣の商人や地主、農家であったことから分かるように、株主は投資を通じて、市場へのアクセス性が向上したり、周辺の地価が上昇したり、商品の輸入コストが減少したりするといった副次的な利益を得ることが出来たのである。それゆえ、有料道路会社は――株価自体低く設定されていたということもあるが――比較的容易に株式を通じて資本を得ることが出来たのである。当時の有料道路会社の株主が配当よりも、自らにとって有益な有料道路を建設してほしいと願っていたことは、19 世紀初頭の訴訟内容に示されている。株主の保有する土地の近隣に建設されることを期待したにも関わらず、有料道路が走る場所が変更され、株主の期待よりも不便となったという場合に、株主が有料道路会社の株式購入申し込みを撤回し、支払いに応じなくてもよいと判示した判例が存在する。1811 年の Middlesex Turnpike 対 Locke 事件では、被告は当該会社の株式を購入したものの、有料道路の建設地が法律によって変更されたため、このままでは有料道路建設の恩恵を受けられないと主張して支払に応じなかった。判決では、被告は道路の建設予定地が現在の場所になることが最初から分かっていた場合には、当該会社の株主には決してならなかったこと、元の建設予定地が被告にとって如何に都合が良かったかを指摘し、マサチューセッツ州裁判所は原告の訴えを退ける判決を下した[56]。その一方で、被告が有料道路から得られたはずの恩恵について最大限理解を示しながらも、被告に株式購入費用の支払いを命じた判決も存在する。1831 年の Irvin 対 Susquehanna and Phillipsburg Turnpike 事件では、被告は、有料道路の建設予定地が変更となった為、購入した土地の地価が上がらなくなってしまったことから、原告に対して株式購入費用の支払いを拒んでいた。ペンシルベニア州裁判所は、土地の所有者

---

[49] Hansmann & Pargendler, *supra* note 41, at 8.
[50] Hilt, *supra* note 45, at 658. ただし、例外として、マサチューセッツ州の有料道路会社では 1 株 1 議決権の原則が圧倒的に多かった。Dodd, *supra* note 42, at 243-245.
[51] カドマンの研究では、ニュージャージー州では大多数の株式会社は 1 株 1 議決権を採用していた。Cadman Jr., *supra* note 44, at 308.
[52] Hilt, *supra* note 45, at 658.
[53] Hansmann & Pargendler, *supra* note 41, at 9.
[54] 実際、有料道路会社の配当が株主に支払われないことの方が多く、そもそも期待されてはいなかったという。*Id.*
[55] Daniel B. Klein & John Majewski, *Economy, Community, and Law: The Turnpike Movement in New York, 1797-1845*, 26 Law & Society 469 (1992), at 469-470.
[56] 8 Mass. 268 (1811).

が獲得する（有料道路から発生する）間接的な利益は、当該会社の株式を購入するかどうかを判断する上で極めて魅力的であることを認めつつも、間接的な利益を得たいとする動機と株式を購入する動機とは完全に一致してはいないとして、被告に株式購入費用の支払いを命じた[57]。

このように、裁判所は有料道路会社の株主の取扱いについて、有料道路から得られる間接的な利益について認識しつつも、州によって解釈が異なっていたようであるが、有料道路の敷設箇所に大幅な変更がなければ、会社にとっても株主にとっても、相互に利益が得られる関係にあったと言えよう[58]。株主の議決権について見れば、前述のように、議決権を制限する会社が多かったことから、有料道路の恩恵にあずからない者が大株主となり、通行料の値上げを行わせ有料道路会社の収益を上げさせようという動きは殆ど生じることがなかった。有料道路株式会社の議決権は、会社の事業が準公共的な役割であること、株主が有料高速道路を実際に利用し便益を享受する商人達であったことから、会社が特定の大株主のコントロール下に置かれることが好ましくないとの判断から議決権制限が行われ、その結果、特定の大株主による支配が生じやすい 1 株 1 議決権が非常に少なかったと理解される。

三．橋梁

橋梁会社における議決権制限は一部の州の会社で実施されており、例えば 1825 年にニューヨーク州で特許が与えられた橋梁会社のうち、42%の会社で議決権の制限がなされていた[59]。マサチューセッツ州でも多数の橋梁会社で議決権が制限されていた[60]。

19 世紀に創設された橋梁会社における著名な判例に、チャールズ・リバー・ブリッジ事件連邦最高裁判決[61]と Taylor v. Griswold 事件におけるニュージャージー州最高裁判決[62]がある。前者は同社の特許状は独占的な特権を与えるものではないとの判断が示され、後者は事業会社における株主の議決権においては、1 人 1 議決権の原則がコモン・ロー上の規則であるとする最も引用の多い判例である。これらの大きな影響を残した判例があるにも関わらず、橋梁会社はその他の会社と比較して、あまり研究文献がなく当時の記録が限られている分野である。

初期の橋梁会社における所有パターンに関する研究は少なく、何故会社化されたかについてもよくわかっていない。最初にマサチューセッツ州で特許状が与えられたチャールズ・リバー・ブリッジの法人化について、ジョセフ・デイビスは「通行料収入の見込みの他に、地場産業の発展と地価が上昇することへの期待が大きな役割を果たした」と述べている[63]。しかし、当該事件の決定が下されるまでの間（決定が下されたのは同社が設立され

---

57 2 Pen. & W. 466 (1831).
58 *Id.* at 10-11.
59 Hilt, *supra* note 45, at 658.
60 Dodd, *supra* note 42, at 241.
61 Charles River Bridge v. Warren Bridge, 36 U.S. 420 (1837).
62 Taylor v. Griswold, 14 N.J.L. 222 (1834).
63 Joseph Stancliffe Davis, *Essays in the Earlier History of American Corporations Book Two*, Harvard University Press (1917) at 187.

て 50 年後のことであった)、最高裁は一貫して同社の投資家たる株主の利益について述べる際には、それを投資家の利益として捉えていた[64]。最初は利用者の関心が契機となり橋梁会社の創設を強く求めていたものの、以下のような理由により投資家が保有する会社が主な事業主体になったと考えられる。つまり、チャールズ・リバー・ブリッジを含む初期の橋梁会社の特許状には、通行料を支払う全ての利用者に対するサービス提供を義務付ける内容を含む、利用者保護を目的とした規制・価格設定スキームについて詳細に規定していたが、有料道路会社や運河建設会社とは異なり、資金面、運営面、およびノウハウ等で特に難しい点がないので参入が容易で、通行料を徴収する橋梁会社の多くは収益性の高い営利会社となったことから、橋梁会社はそのサービスには必ずしも関心のない投資家を惹きつけたと考えられる[65]。

Taylor v. Griswold 事件では、ニュージャージー州最高裁において、橋梁会社の特許状に規定が無い場合、株主総会で委任状を用いた投票および 1 株 1 議決権の原則の採用を認める付属定款（bylaws）を採択出来るかどうかが争われた。最高裁は、付属定款ではなく、基本定款においてのみ、1 人 1 議決権の原則というコモン・ロー上の原則から離れることができると結論付け、付属定款に定めることによりコモン・ロー上の原則から乖離することを認めない判断を下した。その際、最高裁は、銀行や保険会社のような「純・民間（purely private)」と看做されている会社とは異なり、有料道路や橋梁、鉄道といった「公的性質」を持つ会社だという点について強調した。

とはいえ、同判例を注意深く分析すれば、19 世紀における制限的議決権スキームの採用は、少なくともある意味では、経済的な判断によるものであることが読み取れる。とりわけ、同判例における決定は、独占的企業を目の当たりにして、議決権の制限と一般消費者の利益の関連性を明らかに示唆している。ホーンブローアー裁判長が指摘するように、「1 株 1 議決権の原則を採用しようとする付属定款は、明らかに投機と独占を助長し、一般投資家の権利を妨げその価値を減じ、当該会社の全ての資産と支配を少数の資本家の手に渡すことになることが想定される。ある意味では、一般大衆の便益を全く無視、あるいは関知しないことになろう。そういう事態を企図したとは言わないが、当該付属定款はそのような結果をもたらすことになる。本裁判所は、橋梁は公的性質を帯びており、一般大衆はその経営に直接的な利害を持っている。この点を考慮すると、橋梁会社の公的な目的のためには、資本提供者の利益ではなく消費者（利用者）の利益を第一に考える 1 人 1 議決権が最もふさわしい[66]」。

橋梁会社の議決権については、資料不足から詳細な経緯は分からないが、橋梁の公共的な性格をベースとして考え、地域住民やその地域で事業を営む者の便益に供するという公共目的から乖離した資本多数の原理はなじまないとの認識があったことは推測できる。また、橋梁会社の収益性が高かったことから、利用者ではない純粋な投資家による出資（投資）を引きつけ、その者たちが支配権を獲得できるようにするために、1 株 1 議決権を推し進めたいとする要因も存在した。そうした中で、1 株 1 議決権と議決権制限が混在する状況が形成されていたと言える。

---

64 Charles River Bridge v. Warren Bridge, *supra* note 61.
65 Davis, *supra* note 63, at 186.
66 Taylor v. Griswold, *supra* note 62.

四．運河

運河会社に関して言えば､1781 年から 1790 年までに設立された会社は 16 社であったが、1791 年から 1800 年にかけては 58 社が設立された[67]。運河会社の増加は、当時の米国の経済発展が西部の開拓と同時に農産物の欧州への輸出に支えられていたことを物語っている[68]。

運河会社の議決権のあり方については、時代と場所により区々である。マサチューセッツ州の初期の運河会社においては、小規模な運河会社では資本比例の議決権も見られたが、公共性の高い大規模な運河会社においては議決権数の上限が定められることが多かった[69]。一方､ニュージャージー州の運河会社では､制限的な議決権方式は非常に限定的であった[70]。

米国で初めて運河会社が作られた背景は有料道路と同様である。つまり、交通手段の改善で利益を得る地場の商人と地主が資源を持ち寄り初期の運河会社は設立された[71]。しかし、その後の 18 世紀の運河会社は、始めから多くの外国投資を引きつけた。利用便益と無関係な投資家の存在はあったが、米国の運河会社は民間ではなく政府系企業として発展した[72]。その理由としては以下が考えられる。①人口分布が東海岸の中心部に集中しており、当該地域は道路や自然の水路が近接していることから、民営の運河会社への投資は魅力的ではなかったこと､②利用者による出資は､多額の資本が必要な事業であるため容易ではなく、また、長い運河の便益を受ける商人には様々なグループが存在することからも民間出資による運河会社の設立は容易でなかったこと、③運河建設は多額の初期投下資本を要し、その後の運営コストがあまりかからないという特徴があったことから、料金設定が平均コスト以下になり政府補助金の必要があったこと、などの理由である。草分け的なエリー運河の建設と資金調達において、ニューヨーク州政府は州政府による運河建設の先鞭をつけたが、運搬手段としての運河の役割は、間もなく鉄道の普及に取って代わられることとなった[73]。

運河会社のこの時代の議決権については、小規模な運河を除けば制限的な議決権方式が一般的であったが、地理的な人口分布や他の運搬手段の利便性、当初投下資本の大きさなどから、そもそも運河の建設運営の収益性があまり期待できる状況ではなかった。結果として、便益を受ける者以外の投資対象としては魅力が小さかったという特殊な状況の中での現象として理解できよう。他の事業分野における制限的な議決権方式が、出資者たる利用者の保護と便益を受けない投資家の利益との対立構造の中で捉えられるのとはやや状況を異にしている。

---

67 小山・前掲注（35）127 頁。
68 小林眞之「優先株と資本構造の再編 (1) ―1930 年代のアメリカ独占企業と擬制資本―」北海学園大学経済論集 37 巻 1 号（1989 年）13 頁。
69 Dodd, *supra* note 42, at 249-256.
70 Cadman, *supra* note 44 at 308－309
71 Alfred D. Chandler, *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, The Belknap Press of Harvard University Press (1977), at 35
72 Davis, *supra* note 63, at 184-185.
73 Chandler, *supra* note 71, at 24.

五．鉄道

鉄道に関して言えば、1830 年時点で 30 マイル程であった鉄道網は 30 年後の 1860 年には 3 万マイルに達し、人口は 1,280 万から 3,140 万に増加した[74]。鉄道は有料道路や運河より後に現れたが、19 世紀にはそれらにとって代わり長距離輸送の中心となっていた。1856 年時点でのニューヨーク証券取引所[75]（以下、NYSE とする）に上場している株式銘柄数は 1840 年の 112 銘柄から 1,466 銘柄へと急激に増加し、そのうち 985 銘柄は銀行株、360 銘柄が鉄道株であったことから、当時の鉄道事業の隆盛を読み取ることができる[76]。

鉄道会社の設立が最初に許可されたのは 1820 年台後半で、当初は政府の支援を受けた会社もあったが、東部ニューイングランドで 1830 年代に設立された初期の鉄道会社の大多数は、完全に民営会社であった[77]。議決権については、民間鉄道が開発された初期には議決権制限が一般に行われていた。しかし、議決権制限は次第に使われなくなり、ニュージャージー州では 1837 年以降に設立された鉄道会社は議決権制限を行っていない[78]。こうした議決権の態様の変化の背後にあるのは、初期の鉄道は規模も小さく会社創立者も株主も鉄道の便益を享受する立場にある沿線の商人や沿線で物作りを行っている人達であったが、初期の成功をきっかけに鉄道の規模と投資額は巨大になり、便益を享受する立場の人々ではなく投資家たる資本家が、創立者や株主になるようになったことである[79]。

六．製造業

米国で初めて設立された株式会社は1781年に特許が与えられた北アメリカ銀行であったことは前述の通りであるが、道路、鉄道、銀行などのように公共的な性格を持たない株式会社が初めて米国に設立されたのは1789年のマサチューセッツ製造会社であると言われている[80]。

製造業については、議決権制限はほとんどの会社で実施されておらず、例えば 1790 年から 1825 年の間にニューヨーク州で特許が与えられた製造会社 221 社（内 153 社は 1 株 1

---

74 Dodd, *supra* note 42, at 123.

75 NYSE の起源は、1792 年にウォール街の 24 名の証券ブローカーによって締結されたすずかけの木の協定（Buttonwood Agreement）とされている。当該協定は、証券ブローカーが徴収する最低限の手数料を取りきめ、一切の割引を行わないとすることを約束する内容であった。当該協定を締結した証券ブローカーグループが 1817 年に NYSE の前身であるニューヨーク株式取引所会所（New York Stock Exchange Board）を結成し、1863 年に現在の NYSE に改名した。詳しくは、李淼「ニューヨーク証券取引所による上場会社の規律――連邦証券諸法成立前を中心に――」早稲田大学大学院法研論集 152 号（2014 年）432 頁。

76 久保田安彦「初期アメリカ会社法上の株主の権利（二・完）」早稲田法學 74 巻 4-Ⅱ号（1999 年）450-451 頁。

77 Hansmann & Pargendler, *supra* note 41, at 24.

78 Cadman, *supra* note 44, at 309.

79 Hansmann & Pargendler, *supra* note 41, at 26-27.

80 永田・前掲注（34）43 頁。

議決権を規定している 1811 年のニューヨーク州の製造会社用一般会社法による設立[81]）のうち、91%の会社で 1 株 1 議決権が採用されており、議決権制限を行っていた会社は 2%であった[82]。1856 年までにコネチカット州で特許を与えられた製造会社 135 社のうち議決権制限を行っていたのは 1 社のみであった[83]。

七．小括

以上で見たように、とりわけ独立戦争以後、米国で急速に株式会社が増加した理由は、経済が未だ困窮しており、大資本を必要とするインフラ事業、とりわけ輸送事業を開始するには多くの投資家から資金を集める必要があったこと、および、株式会社の設立に当っては、英国議会に会社の設立の特許を求めるよりも、州議会に対して特許を求めることの方がはるかに容易であったことである。

米国における経済活動の増大に伴って会社が設立されていくなか、株主の議決権については、米国各州において一般会社法が制定されるまでの 19 世紀半ばまでは、個々の会社は特許状において株主が行使可能な議決権に関する規定を設けていた。

19 世紀半ばまでの特許状による会社設立の時代には、設立された会社の大多数は公共的な役割を果たす事業が大半を占めた。すなわち、鉄道、運河、橋梁、有料道路などの交通、輸送インフラに関する事業や、商人や事業に資金を融通するという公共的な役割を担う銀行などが、特許状により設立された会社の大部分を占めた。例えば、1790 年から 1825 年の間にニューヨーク州で設立された会社の業種を見てみると、合計 812 社に対して、銀行 43 社、橋梁 86 社、保険・金融 74 社、有料道路 304 社、製造 221 社、その他 84 社となっている（但し、製造の内 153 社は 1811 年に制定されたニューヨーク州一般会社法による設立）[84]。1791 年から 1844 年の間にニュージャージー州において特許状により設立された会社の業種を見てみると、合計 403 社に対して、銀行・保険等の金融 75 社、電気・ガス・水道 21 社、運輸・輸送 160 社、製造 110 社、その他 37 社となっている[85]。公共輸送やインフラ、金融といった多くの人々が利用し公共性の高い事業の議決権については、1 株 1 議決権による大株主による支配権の濫用を防ぐことが社会的に望ましいとの理由により、大株主による支配権の獲得を避けるために、議決権に制限、あるいは、行使可能な議決権への上限設定などが一般に行われた。それとは反対に、営利追求を前面に掲げる製造業などにおいては、ニューヨーク州の例に見られるように 1 株 1 議決権が大多数を占めた。

銀行については、当初、1 株 1 議決権の採用が多数を占めたが、支配権を手中に収めた大株主が支配権を濫用し、身内の者への便宜や恣意的な資金提供の拒否を行うなど独占的な利益を得るなどの弊害が生じた。そうした不都合を解消するために、19 世紀半ばには議決権に制限を設けるか、あるいは、行使可能な議決権に上限を設ける銀行が多数を占める状況になったという経緯がある。

---

[81] Hilt, *supra* note 45, at 657.
[82] *Id.* at 658.
[83] Hansmann & Pargendler, *supra* note 41, at 29.
[84] Hilt, *supra* note 45, at 658.
[85] Cadman, *supra* note 44, at 206.

既述の運輸・輸送関係の議決権状況についてもう少し見てみよう。有料道路については利用者ではない大株主が現れ利用者たる株主の利益を損なうような動きは見られず、1 株 1 議決権への動きは見られなかった。橋梁については、比較的収益性の高い事業も多く、利用者ではない投資家を引きつけたため、1 株 1 議決権と議決権制限が混在する状況が形成された。運河については、収益性があまり期待できない場合が多いため、投資家にとっての魅力も小さかったので、議決権制限が一般的だった。鉄道については、当初は議決権制限が多かったが、鉄道事業の大規模化に伴い投資額も巨額化し、利用者以外の投資家からも資金を調達する必要性が生じ、議決権制限は次第になくなっていった。このように、公共性の高い事業分野では、資金調達額の巨額化による利用者でない投資家からも出資を募る必要性、および、利用者でない投資家も引きつける収益性という 2 つの要因によって、議決権制限から 1 株 1 議決権への移行が生じたと言うことができる。つまり、利用者ではない投資家を引きつけるための手段としての 1 株 1 議決権と、高収益性故に利用者でない投資家の投資が集まり、集まってしまった投資家たちの支配権の欲求から生まれた 1 株 1 議決権という、2 種類のルートによる制限的議決権から 1 株 1 議決権への変容である。

当時の議決権の制限は、会社に法人格を付与するに当たって、特許状の内容を授権するという形で実現されていた。すなわち、当該特許状にはその会社の事業目的や存続期間、資本金等の規定が置かれていたが、州立法府はこうした事項について厳格に制限し、会社の規模を規制することに主眼を置いていた[86]。事業目的については、明確に定めることを求め、州によっては目的を 1 つしか認めないといった対応をした。例えば、オハイオ州では 1927 年まで株式会社が複数の事業目的をもって活動することを禁止していた[87]。資本金額についてもその上限や下限を定めるといった形で制限していた。このような規定が特許状になされていた中で、個人の経済力とは比較にならないほど大きな経済力を有する会社を特定の個人が支配することは許されないとの考えにより、一個人が出資できる金額も制限され、行使可能な議決権数についても制約が課されていた[88]。また、当時、株主の議決権が制限されていた背景として、地場の独占会社とその地域の農家や地主との繋がりが指摘されている。すなわち、株式を発行していた会社の多くはその地域に必要不可欠なインフラ会社であり、株主はそうした会社の株式を購入することで資金を提供し、代わりに株主は「消費者」として、そうした会社からインフラを含む様々な恩恵を得ていた。こうした、いわば持ちつ持たれつの関係を維持する為には、地域密着型の会社の支配権が競合他社の手に移らないように、議決権を制限する必要があったということである。

---

[86] Adolf A. Berle & Gardiner C. Means, *The Modern Corporation & Private Property with a new introduction by Muray Weidenbaum & Mark Jensen*, Transaction Publishers ed.,2009, at 121-128.

[87] *Id.* at 122-123. しかし、事業目的を 1 つしか認めないとする州は例外的であり、多くの州では複数の事業目的を定款に記載することが認められていた。

[88] 久保田・前掲注（4）89 頁。

第四節　州の一般法による会社設立の時代（19 世紀半ばから 20 世紀初め）

一．株式会社の設立状況

さて、19 世紀初頭から半ばにかけての時代は、特許状における株主の議決権の制限から 1 株 1 議決権の原則の胎動と並行して、会社の設立に当って適用されてきた州法が特別法から一般会社法に移行し始める時代でもあった。この点、特に著名なのがニューヨーク州の会社法である。1811 年に製造業を事業目的とする会社の設立に関するニューヨーク州製造会社法が制定され、資本金 10 万ドル・存続期間 20 年を超えないものについて、所定の書式の基本定款を州務長官に提出することにより、その設立を認める内容であった[89]。大隅によれば、ニューヨーク州製造会社法が米国における最初の一般株式会社法であるとされている[90]。1812 年にオハイオ州、1817 年にコネチカット州、1829 年にマサチューセッツ州と、ニューヨーク州製造会社法に倣った法整備が相次いだ。このことから、ニューヨーク州の法整備が他の州における会社設立の法制度に大きな影響を与えたことが伺い知れる。しかし、会社設立のあり方が変化したのはこれ以後のことであり、いわゆるジャクソン流民主主義の思想が広く人民に流布するようになってからのことである。

1824 年から 1854 年にかけてのいわゆるジャクソン流民主主義の時代において、州の特別法に基づき州政府が関与する形で会社が設立されるのは収賄や汚職といった政治的腐敗・不正行為を招くとして市民から非難されていたという事情がある[91]。それまでの、会社の設立に対する特許状の付与の目的は、会社に対して、個人では持つことが出来ない権力を与えることにあった。このことは、逆にいえば、個人では会社を設立して事業を営むことが出来ないことを意味していた[92]。つまり、19 世紀初頭までの特許主義の時代における、伝統的な会社観では、会社とは主権者から生命を与えられる人工的存在であり、そこでは主権者から与えられる会社設立に関する特許状を全体として受け入れるか否かの選択しか存在せず、会社の発起人による自由な会社設計の余地は存在しなかったのである。

こうした会社設立における障害の存在と民衆による反会社感情の高まりに基づく、会社の独占的特権への批判に対し、州は、これまでの特許状の付与による会社の設立（特許主義）は、個人が自由に会社を設立し事業を営む機会を奪うものであったと認識し、考えを改め、会社の設立と政治的腐敗を分かつべく、大多数の州は発起人が会社を自由に設立することが出来る「自由設立主義（free incorporation）」を掲げた一般会社法を制定するようになった[93]。とはいえ、各州の憲法で特別法による会社設立を禁止することが一般化した 19 世紀後半に至るまでは、特別法による会社設立も認められていた。例えば、ルイジアナ州では 1845 年に特別法による会社の設立を禁止し、その後、ニューヨーク州（1846 年）を始めとして 1875 年までに 22 の州が特別法による会社の設立を禁止していった。この点、

---

89 大隅・前掲注（10）89 頁。
90 同上。
91 久保田・前掲注（4）86 頁。
92 同上 86-87 頁。
93 Morton J. Horwitz, *Santa Clara Revisited: the Development of Corporate Theory*, 88 West Virginia Law Review 173 (1985), at 181；久保田 ・前掲注（4）86-87 頁。

特別法には一般法で課される各種の制限規定が存在しなかったことから、当該規定を避けるために特別法を敢えて利用していた州も存在した。ニュージャージー州がその例であり、同州は 1846 年から 1875 年の間は特別法と一般法が併存しており、1874 年までは一般法よりも特別法に基づいて会社が設立される方が多かったとされる[94]。

こうして、州によって移行時期は多少なりとも異なるものの、会社の設立に当っては、特許主義から準則主義（会社法人の設立に当り、法律等に則ってその要件を満たすのであれば、単なる登記によって法人格ある会社を設立しうるとする法原則）に切り替わることになった。すなわち、会社とは個人の集合による自発的な事業形態と考えられ、会社法は会社の設計について発起人の自由を認めるようになったのである[95]。また、ニュージャージー州が 1888 年の一般法で会社が他の会社の株式の保有・取得を認めたことで持株会社形態の利用の道を切り拓き、次いで 1896 年にその一般法の緩和を行ったことを受け、デラウェア州をはじめとする多くの州がニュージャージー州に倣って自州に会社設立を呼び掛け、州の財政収入の増大を図るようになる。こうして、独立戦争以後から 19 世紀半ばまでの、会社設立が特別法に基づく特許主義の時代から一般会社法に基づく準則主義の時代へと転換していくとともに、米国に会社設立自由の時代が到来することになり、会社の数はさらに増加していくこととなった。しかし、会社の設立が一般会社法に則るようになったとはいえ、その規定内容は州によって様々であった。それでは、州の一般会社法の下での議決権の動向はどうだったのであろうか。次項において説明する。

二．議決権の動向

1811 年にニューヨーク州で施行されたニューヨーク州製造会社法[96]では、「株主は各自が保有する株式と同数の議決権を有する……[97]」と、かなり具体的に規定された。同じように、1837 年にはコネチカット州、ミシガン州でそれぞれ一般会社法が制定され、1 株 1 議決権の原則がその規定のなかで謳われた[98]。一方、ニュージャージー州では株主に与える議決権数については株式数に応じて如何に付与するか定款で定めることができるとされた[99]。

---

94 Cadman, *supra* note 44, at 207-208; 久保田・前掲注（4）93 頁。

95 河村尚志「定款による支配分配と種類株式の活用（一）」法学論叢 157 巻 2 号（2005 年）94 頁。

96 1790 年に制定された、ニューヨーク州で最初の製造会社を設立する為の特別法では、3 条にて株主の議決権数に対する制約を課している。伊藤紀彦『ニュー・ヨーク州事業会社法史研究』(信山社、2004 年) 40-41 頁、An Act to incorporate the stockholders of New-York Manufacturing Society, Act of Mar. 16, 1790, N. Y. Laws, ch.26. § 3.

97 Act of March 22, 1811, N.Y. Laws 112, chapter.67, § 3. 同法について詳しくは、同上 118-135 頁を参照。同じニューヨーク州でも、1807 年に施行された高速道路業者に関する一般会社法においては、10 株までは 1 株につき 1 議決権だが、10 株以上の場合には 5 株につき 1 議決権とされた。Act of March 13, 1807, chapter 38, (1807), N.Y. Laws 104;同上 63-65 頁。

98 Act of June 10, 1837, ch.63, § 9, (1837), Conn. Pub. Acts 49; Act of March 22, 1837, No.121, § 3, (1837), Mich. Laws 285.

99 Act of February 25, 1846, § 11, (1846), N.J. Laws 66.

この点、ペンシルベニア州及びマサチューセッツ州の州法では、最初の内は株主 1 人当たりの議決権を制限する規定を置いていた。1836 年のペンシルベニア州法では、2 株までは 1 株当たり 1 議決権とし、2 株から 10 株までは 2 株毎に 1 議決権、10 株から 30 株までは 4 株毎に 1 議決権、30 株から 100 株までは 10 株毎に 1 議決権、100 株以上の場合は 20 株毎に 1 議決権と規定した[100]。こうした規定は 1849 年には削除され、代わりに「株主は各自が保有する株式と同数の議決権を有するが、全株式の 3 分の 1 以上の議決権は行使できない」とされた[101]。こうした議決権の制限は最終的には 1874 年の会社法によって削除されることになる[102]。同様にマサチューセッツ州でも、1809 年及び 1830 年の製造業者に関する一般会社法では議決権に関する規定は存在しなかった[103]。しかし、特定の会社を規律する法律では、一定数までは 1 株当たり 1 議決権としており、例えば銀行である場合には 10 議決権まで、保険会社である場合には 30 議決権までは 1 株当たり 1 議決権とされたが、鉄道会社の場合には「全株式の 10 分の 1 を超えて議決権を行使できない」とされた。こうした鉄道会社に対する制約は 1906 年の法律で削除され、銀行に対しても 1910 年の法律で制約が解除された。なお、保険会社に対する制約については 1928 年までは完全に削除されなかった。

以上に概観したように、各州の一般会社法では①最初から 1 株 1 議決権の原則を規定するもの、②議決権の制約はあったものの、改正を重ねるごとに制約が消滅していくものなど、19 世紀後半になるにつれて議決権に関する州法の制限的な規定は次第に少なくなっていった。その発端は前述の 1845 年のルイジアナ州憲法にあるという指摘がある[104]。同州の憲法では特別法（特許主義）に基づく会社の設立を一切または原則として禁止しており、その後大部分の州憲法がルイジアナ州憲法に従ったとされることから、1845 年を境に徐々に会社の設立は州の一般法に依拠するようになり、並行して議決権に対する制限も徐々に緩和されていったと解釈できる。そして、行使可能な議決権に関する制限が撤廃されていった結果、1 株 1 議決権の原則が支配的なルールとして制定されるようになったのである。

こうして州法が 1 株 1 議決権の原則に収斂していった背景としては、以下の理由が挙げられる。第一に、大株主による圧力を受けていた会社側の要望によるものであるとする指摘がある[105]。すなわち、会社としては株式の発行を通じて巨額の資本を得ようとする願望があり、その為には 1 株 1 議決権の原則を希望する（大）株主の声を無視することができなかったのである。第二に、別の観点からは、大株主が架空の人物に株式を移転したかのように見せかけることで、議決権数に関する規制を掻い潜ることが容易であったことから、

---

100 Act of June 16, 1836, No.194, § 3, (1835-1836), Pa. Laws 800.
101 Act of April 7, 1849, No. 368, § 4, (1849), Pa. Laws 564.
102 Act of April 29, 1874, No.32, § 32, (1874), Pa. Laws 79.
103 Act of March 3, 1809, Chapter 65, (1809), Mass. Laws 464; Act of February 23, 1830, Chapter 53, (1829-30), Mass. Laws 325.
104 伊藤紀彦「アメリカ合衆国における準則制事業会社法の変遷（Ⅰ）―1846 年から 19 世紀末まで―」中京法学 41 巻 3・4 号（2007 年）270 頁。
105 Stephen M. Bainbridge, *The Scope of the SEC's Authority Over Shareholder Voting Rights*, UCLA School of Law Public Law & Legal Theory Research Paper Series Research Paper No. 07-16 (2007), at 4-5, available at http://ssrn.com/abstract=985707.

当該原則が各州法で規定されるようになったとの主張もなされている[106]。実際、1836 年のメリーランド州法では、株主に対して、自身の保有する株式に基づいて議決権を行使すること及び株式に付与された議決権数を増やす意図に基づいて株式を買収していない旨を宣誓することを要求している[107]。他にも、第三に、1 株 1 議決権が支配的なルールとなった理由としては、会社の私的性格が強まり、会社経営に関する内部事情に対する公的な関心が薄れたことや、第四に、一般会社法の制定が会社の数そのものを増加させ、会社間での競争も促進されたことで結果として規制の必要性が減少したこと等が挙げられている[108]。また、第五に、各州の税収の側面からも、経営者にとって有利な一般会社法を制定することが州にとってメリットとなったことも指摘できるであろう。すなわち、経営者が自由に会社を設立することができるようになった結果、各州は税収の増加を見込んで――とりわけ、南北戦争以降――会社設立誘致活動を積極的に行っていった[109]ことが更に自由な一般会社法の制定を加速化させていった。さらに、第六に、州の一般会社法は柔軟な資金調達を可能にする手段を会社に与えるようになり、議決権に関しても、1 株 1 議決権の原則を厳格に遵守させるのではなく、定款に特別な定めのない限り、適用される法原則として 1 株 1 議決権の原則を位置付けたと考えられる[110]。換言すれば、各州の一般会社法においては、1 株 1 議決権の原則は強行法規として扱われていたわけではないということである[111]。例えば、1886 年のニュージャージー州の一般会社法では定款上の規定または定款変更により、議決権を制限することを認めていた[112]。また、1883 年のデラウェア州会社法では、議決権に関する事項は定款にて定めるものとされていた。すなわち、「(本法に基づき設立された会社は) 株主に 1 議決権または複数の議決権を与えるための株式の数を決定することができる」と規定されていた（§18)。その後、1897 年のデラウェア州憲法では「取締役が株式会社の経営者である場合のあらゆる選任において、個々の株主には自ら保有する株式 1 株ごとに 1 議決権が与えられる」と規定されることとなったのだが（Art. 9, §6)、1901 年と 1903 年の憲法改正により、当該規定は削除された。その代わりに、1901 年に制定された一般会社法では「設立定款において別段の定めのない限り」1 株 1 議決権の原則を適用すると規定されるに至った（§17）[113]。このように、州によって沿革は異なるものの、概して、条文上議決権に差異を設けることが認められていたが、議決権の差異がどの程度まで許容されているかは必ずしも条文上明らかではなかった[114]。米国各州で後述する無議決権株式の発行が認められるようになったこと、そして 1926 年に NYSE によって 1 株 1 議決権の原則が宣言されるまでは 1 株当たりの議決権数に関する規制については法的には殆

106 *Id.*, at 5.
107 1836 Md. Laws ch.264.
108 加藤貴仁『株主間の議決権配分』（商事法務、2007 年）155-156 頁。
109 村田淑子「ニューヨーク証券取引所の 1 株 1 議決権政策」六甲台論集 40 巻 3 号（1993 年）174 頁。Christopher Grandy, *New Jersey Corporate Chartermongering 1875-1929*, 49 J. Econ. Hist. 677 (1989) at 677-678.
110 同上。
111 加藤・前掲注（108）156 頁。
112 §18 Corporation Act. Revision of 1886, Comp. Stat. 1608.
113 Providence & Worcester Co. v. Baker, 378 A. 2d 121, (1977 Del.).
114 加藤・前掲注（108）156 頁。

ど存在しないと言える状況にあったと言うことができる[115]。

第五節　無議決権株式による資金調達の時代（19 世紀後半から 20 世紀初頭にかけて、特に 1920 年代）

一．無議決権株式による資金調達の時代の到来

取締役会を構成する取締役の選解任、定款変更といった会社の核心的・根本的事項については、株主総会の決議によってなされることになっており、株式会社を支配するということはすなわち、株主総会を支配することに他ならない。株主総会においては、株主は各自が保有する株式に基づく議決権を行使することから、株式には会社を支配する為の力が細分化され、均等に割り当てられていると理解することができる。この点、会社に対する支配を最小の投下資本をもって達成しようとする欲求を具現化したものとして、いわゆる無議決権株式が存在する[116]。菱田はこの無議決権株式について、「会社支配に無関心な者に対して議決権なき株式を発行することによって、議決権ある株式の有するところの支配力を相対的に増加せしめ、会社を支配するに必要な持株数の減少、すなわち支配資本の節約強化をもたらす法的手段である」と述べている。議決権は会社に対する支配を実効化するための法的手段であるため、まさしく株主の権利の中核的存在であるといえよう。とはいえ、現実的には、株主のなかには会社の経営や支配に対してそれほど積極的な関心を示さず、配当や株価の騰落にのみ関心を有している者は確かに存在している。無議決権株式は、まさにそのような一般投資家に向けて発行される株式である。ただし、無議決権株式の発行が無制限に許されてしまうと、少額の出資による会社支配が可能になってしまうことから、優先株に限って無議決権株式とすることが会社法先進国の一般的傾向であると指摘されている[117]。

大衆投資家から資金を調達する手段として、無議決権（優先）株式が会社によって発行されるようになったのは、1880 年代に入ってからであると言われている[118]。比較的早期に無議決権株式を発行した会社の 1 つに、1898 年に設立され、同年に当該株式を発行したインターナショナル・シルバー・カンパニーがある[119]。同社が発行した普通株式は 1902 年まで議決権が付与されておらず、1902 年以降は 2 株につき 1 議決権が与えられていた。インターナショナル・シルバー・カンパニーはコネチカット州のウォリングフォードにあった大小の工場が合併して誕生したのであるが、この当時、すなわち 1898 年から 1903 年にかけては産業会社の結合（industrial combinations）が盛んに行われた時代であった[120]。20

---

115 Ratner, *supra* note 1, at 8.
116 菱田政宏「無議決権株式（一）」関西大学法学論集 10 巻 2 号（1960 年）127 頁。
117 洲崎博史「優先株式・無議決権株に関する一考察（一）」民商法雑誌 91 巻 3 号（1984 年）329 頁。
118 同上 332 頁。
119 Bainbridge, *supra* note 105, at 6.
120 William Zebina Ripley, *Main Street and Wall Street* , Boston, Little, Brown and Company (1927), at 85.

世紀の初めに設立された会社が発行する株式には、普通株式や優先株式[121]を問わず、どちらも完全な議決権が付与されていた[122]。産業会社同士の結合の際には、優先株は会社結合の関係者により引き受けられ議決権が付与され、普通株式は会社の創設者等にいわばボーナスの形で報酬や経費の見合いとして分配され残余は一般投資家に売却されたので、普通株式に議決権を付けないことに反対する者はおらず、特に問題は生じなかった[123]。

工業会社の結合の時代の終わり頃から、無議決権優先株の発行が次第に増加していった。これは、一般投資家は普通株式の大量発行を引き受けられなかったので、優先株と普通株の抱き合わせ発行（普通株はボーナスとして）から、さらに一定率の配当を条件として議決権を制限したり無くしたりする動きが生じた[124]。加えて、超過利得税（excess profit tax）は資本に対する利益率に基づき課されていたので、資本金が大きくなるほど利益率が下がり同税の負担も少なくなることから、債券による調達よりも資本による調達が好まれたという事情もこの動きを後押しした[125]。会社の無議決権株式は経営者にとっては支配権を維

---

121 優先株式とは普通株式と比較して、例えば配当権や議決権において何らかの点において普通株式よりも優位に立つ場合を概して指す。無論、優先株式の方が普通株式よりも議決権の点で不利に立つ場合も存在する。なお、米国で優先株式が発行されるようになったのは 1830 年代から 1840 年代のこととされ、1880 年代迄は若干の発行事例があったようであるが、実際の所は判然としていない。なお、マサチューセッツ州では 1848 年に設立されたノールウィッチ・ウォーセスター鉄道が最初のケースだとされる。同社の優先株式は配当権に優先性があり、当初配当率は州知事が任命する委員会が決定するとされたが、その後株主総会や取締役会で決定されるようになった。初期の米国における優先配当率は 3.5%から 30%まで大きな開きがあったという。小山賢一「初期米国の株主の議決権（6）」大阪経大論集 123 号（1978 年）137 頁。また、佐々木は 19 世紀半ばから 1920 年代に至るまでの優先株式発行の理由について大きく分けると 5 つに分類されるとする。すなわち、①会社更生の為、②会社合同の為、③パートナーシップの株式会社化に当って、経営を担当しないパートナーに優先株式を宛がう為、④投機的な普通株を好まない投資家からの資金調達の為、⑤会社創立時に経営の支配権を創業者が確保する為である。佐々木は中でも優先株式の最大の存在理由は①会社更生の為にあると指摘している。優先株式の起源は英国にあり、16 世紀中頃迄遡るとされる。詳しくは佐々木暁秀「世紀転換期を中心とするアメリカの優先株」武蔵野女子大学紀要 14 号（1979 年）23-24 頁、28-29 頁参照。会社更生に関しては、小林（前掲注 68）34-53 頁参照。米国における優先株式に関する総論は、大蔵省大臣官房総合政策課〔編〕「アメリカにおける優先株の法制」調査月報 39 巻 3 号（1950 年）2 頁以下参照。

122 Ripley, *supra* note 120, at 85.ただし、Empire District Electric Company や Georgia Railway and Power のような公益会社では無議決権（優先）株式が頻繁に見られたが、一般の会社では優先株式には限定的な議決権が与えられるのが通例であったとされる。Summaries of Business Research*, the Development of Class A and Class B Stocks*, 5 Harv. Bus. Rev. at 333 (1927); W.H.S. Stevens, *Stockholders' Voting Rights and the Centralization of Voting Control*, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 40 (1926), at 354-355.

123 菱田・前掲注（116）141 頁; Summaries, *supra* note 122, at 333-334; Stevens, *supra* note 122, at 354-355. ただし、1898 年から 1902 年の 5 年間に発行された優先株式（19 億 7,300 万ドル）の内、一般投資家から資金を調達した割合は僅かに 12%（2 億 3,300 万ドル）に過ぎなかった。小林・前掲注（68）16 頁。

124 Summaries, *supra* note 122, at 333-334; Stevens, *supra* note 122, at 355-356.

125 Summaries, *supra* note 122, at 334.; Stevens, *supra* note 122, at 356.

持しつつ、市場から資金を調達することが出来、また一般投資家からすると通常の株式よりも配当の高さや安定性の観点から、とりわけ議決権に対して関心の低い者にとっては好都合であった。当時、無議決権（優先）株主は概ね一般投資家たる株主であり、期待通りの利益配当があれば満足し、株主総会における議決権に関してはほとんど問題としていなかった[126]。こうした配当に対する期待感と議決権に関する関心の低さから、無議決権株式は大衆に広く受け入れられるようになったのである[127]。具体的に配当率についてみると、例えば 1925 年における産業会社（industrials）162 社の配当率は株価に対して 5%から 8%の間であり、最も多かったのは 113 社の 7%の配当率であった[128]。産業会社は公益会社（public utilities）や鉄道会社といったインフラ系会社に比べ、リスクがあったことから優先配当率が高かったとされる[129]。増地によれば、公益会社においては直接事業を営んでいる会社では相対的に高い率の優先配当が行われるが、各地方の公益会社の株式を所有して、支配している持株会社では、危険の分散が行われる為にやや低い配当となり通常 6～7%の配当であった。更に鉄道会社では財務整理の為に強制的に発行させられた優先株が多いため、その優先配当率は低かった。実際、1925 年の調査では鉄道会社 47 社中 4～6%の配当率を設定していた会社は 36 社であった[130]。

産業会社の結合に伴う無議決権株式の発行が功を奏したことを受け、1903 年から 1925 年頃の間に、無議決権株式を発行する会社が増加していった[131]。普通株式を 2 種類に分割して発行した最初の会社は、1916 年に発行したパールマン・リム・コーポレーションと言われている。同社は議決権普通株式を「class A stock」という名で発行し、無議決権株式は「common stock」として発行した。同社が無議決権株式を発行したのは、同社の事業を買収したシボレー・モーター・カンパニー社長の W. C. デュラン[132]の意思によるものであり、無議決権株式の発行を通じて新資本獲得を狙ったのであった。この時、class A stock はデュランをはじめとする経営者の手に渡り、無議決権株式は一般投資家に売却された。デュランはその後ユナイテッド・モーターズ・コーポレーションの設立の際に再度無議決権株式を発行している。その際、経営者たちには議決権「class B」株が発行され、一般投資家には無議決権株式である class A が発行された。この A や B というアルファベット表記は単純に B よりも A の方が、価値が高いと一般投資家は推測するだろうとの思惑があったと

126 増地庸治郎『経営財務論』（東洋出版社、1934 年）212 頁。
127 Summaries, *supra* note 122, at 334.
128 増地・前掲注（126）185 頁。
129 同上 185 頁。小林によれば 1897 年に設立された産業会社では平均で 8.3%の配当率であったという。しかし、経営基盤が確立されるにつれて配当率は徐々に低下し、1926 年から 1930 年の間に発行された株式では 7%台が 101 社（50%）、6%台が 70 社（39%）と業種間での配当率の差は次第に埋まっていったとされる。小林・前掲注（68）28-29 頁。
130 増地・前掲注（126）185-186 頁、佐々木・前掲注（121）29 頁。
131 菱田・前掲注（116）142、151 頁。
132 デュランは 19 世紀末に馬車車両製造業を創始し、1904 年にミシガン州で破産の危機に瀕していたビュイック自動車を買収したことから自動車工業に乗り出した。ビュイック自動車はゼネラル・モーターズ社の前身に当たる。鎌田正三「アメリカ企業金融史考（4）両大戦間の大企業金融」北海道大学経濟學研究 29 巻（3）501 頁以下参照。

される[133]。

20 世紀初頭の米国にて無議決権株式を発行する会社が増加した背景には第一次世界大戦が存在する。第一次世界大戦中、米国では投機的投資家と呼ばれる人々が増え、同時期、会社の収益が一般的に見て増大し[134]、株式の配当も増加したことから、彼らは会社の発行する無議決権株式に着目するようになった[135]。一方、無議決権株式を発行した背景として、会社側の事情として配当とは別の理由も存在した。例えば、ベスレヘム・スチール・コーポレーションの場合、ドイツの投資家が同社の普通株式を買い付けていたという事情がある。1917 年から有名会社が無議決権株式を発行し出した理由としては、ベスレヘム・スチール・コーポレーションに倣って議決権支配を維持しようという経営者の思惑が色濃くなってきたという状況が指摘されている[136]。

第一次世界大戦が終結し、戦争特需の反動を受けて米国がデフレに陥ったころ、会社が発行する株式にも変化が生じ始めた。1921 年のデフレ以降、優良と看做されてきた多くの株式は徐々に株価が低下し始め、優先株式に対する不信感が芽生え始めた。一般投資家は、従来の優先株よりも、一見して魅力的に感じる新しい株式に注目するようになったのである[137]。例えば、1922 年にコマーシャル・ソルベンツ・コーポレーションが発行した「累積的[138]転換型 A 株（Cumulative Convertible Class A）」や 1924 年 12 月に発行されたイン

---

133 菱田・前掲注（116）146-148 頁；Summaries, *supra* note 122, at 334-335.

134 1917 年の米国におけるインフレ率は 23.32%、1918 年の GDP 成長率は 26.46%であった。北村行伸「物価と景気変動に関する歴史的考察」日本銀行金融研究所 Discussion Paper No. 2001-J-25（2001 年）7 頁。

135 Summaries, *supra* note 122, at 335. この時、アメリカン・キャラメル・カンパニーやロイヤル・ベイキング・パウダー・カンパニーは議決権優先株式を一般投資家に売却し、その議決権を制限していた。通常、無議決権株式を市場に売り出し、他方で議決権優先株式を経営者らが保有するという構造が一般的であるが、2 社が普通株式を保有していたのは、殊にベーキング・パウダービジネスが非常に高利潤をあげており、経営者らは将来の配当金を目論んで、その甘い汁を吸おうと画策していたからであるとされている。なお、ロイヤル・ベイキング・パウダー・カンパニーの無議決権株式は 4 ヶ月間配当がなされなかった場合、新たな取締役の任命権が付与されるという株式であったので、完全な「無議決権」ではなかった。Stevens, *supra* note 122, at 363.

136 Summaries, *supra* note 122, at 335.

137 1920 年代の米国の経済的発展は著しく、国内ではこうした繁栄が永久に続くとの楽観主義が蔓延していたとされる。当時の経済的発展を支えていたのは、自動車工業の発達がある。加えて、自動車工業が発達したことで道路敷設事業もまた急激に需要が生じた。また、国内的な要因に留まらず、欧州においても先の大戦からの復興による貿易収支の拡大、南米や欧州への民間の有利貸付等も要因に挙げられる。こうした米国の好景気の中で、株価は全般的に高騰を続けていたものの、好況のなかにも低迷を続ける会社が存在していたことや、国民総所得の中で賃金の占める割合が次第に低下していくなどして会社の利潤ばかりが増大し、失業率の増加を生む傾向にあったことも指摘されている。こうした状況から、一般投資家は目先の利益から、これまでの優先株式とは何か異なる、それでいて新しい株式に投機的な期待を込めて注目するようになったと思われる。加賀譲治「ブルースカイローの生成・発展とアメリカ連邦証券諸法の理念」創価法学 21 巻 4 号（1992 年）12 頁。

138 累積的優先株とは、配当金の不足等により優先配当がなされない場合、その不足分を次年度に繰り越して配当される株式を指す。累積的優先株については、増地・前掲注（126）186-192 頁参照。

ターナショナル・ユーティリティーズ・カンパニーの「参加的[139]累積的優先 A 株（Class A Participating Preferential Cumulative）」のように、「転換型」や「参加的」といった見慣れない言葉が付けられた株式が登場した。一般投資家はこの新たな株式によって購買意欲が掻き立てられ、株式の収益力を重視し、こうした新しい株式に飛びついたのであった[140]。しかし、実際に蓋を開けてみると、例えばサイミントン・カンパニーの A 株は 1 株当たり 27.5 ドルで大衆に売却されていたが、正味の資産価値は総計して 1 株当たり 23.05 ドルであったことから考えて、投資家にとっては株式の収益見込み故に、株価が株式の正味資産より高いことが正当化されるとの意識があったと指摘されている。

ここで、これまでの議論に基づき、米国における無議決権株式の普及について纏めてみる。既述のように、一般投資家は議決権の行使に関しては、それほど関心は高くなく、むしろ安定した配当や会社の成長性・収益性に目を付けて、自らの収益を向上させるために、無議決権（優先）株式を保有する動きが 19 世紀末から 20 世紀初頭にかけて、見受けられるようになった。他方で、無議決権株式は会社の経営者にとっても非常に都合の良い株式であった。会社を支配する経営者にとって議決権は殊更に重要である。例えば、会社の設立に際して、発起人自ら多額の出資をすることが困難である場合、議決権株式を発行して資金を集めようとすると、過半数の議決権が対立会社の経営者によって掌握され、結果的に設立した会社の経営権を奪われてしまう事態に繋がりかねない。こうした場合、発起人は議決権普通株式を保有しつつ、一般投資家に対しては無議決権株式を発行して、一般投資家には利益配当等の優越性を与える代わりに、議決権を創業者の下に残しておくという手段を取れば、発起人は安心して会社を設立することができるようになる。これは会社設立後に関しても同様であり、会社が増資する際にも無議決権株式を通じて資金を調達することで経営者は会社に対する支配を喪失することなく、そうした地位を脅かされることもないのである。さらに、税制面で、超過利得税（Excess Profit Tax）の計算の際、社債の発行よりも、無議決権株式を発行の方が超過利得税の負担が軽くなった。

しかし、こうした経営者にとっても一般投資家にとってもお互いに利益になる関係にあったとされる構造は次第に崩れ始めた[141]。1915 年から 1917 年にかけて株価が軒並み上昇

---

[139] 参加的優先株とは、単に利益配当の優先権を有するだけではなく、予め定められた率以上の配当を受ける可能性を有する優先株である。参加的優先株については、増地・前掲注（126）178 頁、192 頁以下参照。

[140] Summaries, *supra* note 122, at 336. 第一次世界大戦中に連邦政府が自由公債（Liberty bonds）の分売を全国的に推進した結果、一般大衆も政府債券の買入に参加したことを契機に、証券投資への関心が高まったとの指摘も存在する。多くの大衆の証券投資への興味が刺激されたことに加え、1920 年代後半にかけて多数の金融機関も証券市場に参入したことにより、第一次世界大戦前の証券所有者は 20 万人であったのに対し、その後は政府債所有者も含めて 2000 万人に急増したとされる。しかし、証券に深い知識を持たない者も市場に参加したことから、個人投資家が増加するにつれて不公正な取引もまた増加したことを受けて、証券取引所は証券取引所の上場要件や上場会社に対する情報開示要請を行うなど、徐々に「公共の利益」の名の下に、投資家の保護と証券市場における規律が高められていくようになった。李・前掲注（75）444-445 頁。

[141] とりわけ、1930 年代の不況を境にして優先株式の利用は更に減少することとなった。その最大の理由は負債利子、すなわち社債利子と配当の税法上の取扱いの違いにあるとされている。負債利子は損金算入できるが、株式に対する配当は課税対象とされるという原

し、配当が高まったことから、一般投資家は更に多くの株式を求めていたわけであるが、優先株式としてではなく、普通株式を二分し、議決権が付与された普通株式（Class B Common Stock）を経営者が保有し、一般投資家に対しては無議決権普通株式（Class A Common Stock）が発行されるようになると[142]、徐々に一般投資家からの反発を招くようになった。

二．無議決権普通株式に対する批判論の展開

無議決権普通株式の発行に対して最初に争われ、ニュージャージー州衡平法裁判所によって判示されたのが 1918 年のジェネラル投資会社対ベスレヘム・スチール・コーポレーションである。ジェネラル投資会社（以下、原告とする）は、取締役会における無議決権普通株式の発行決議に対して、以下の主張を行った（以下、下線部は筆者による）。

「……第一に、ベスレヘム製鉄会社（以下、被告とする）は、議決権のない普通株式または議決権のない普通株式の特徴を有する株式を発行する権限を持たない。第二に、本件（無議決権普通株式の発行のために定款を修正するという）目的が現状の支配を永続させることであると（被告が）認めていること、ならびに本件発行に賛成票を投じている取締役の幾人かは引受シンジケート団（syndicate subscribers）となり、（当該株式発行によって）恩恵を受けることになるため、当該取締役会における手続自体が無効である……」。「被告がこうした種類株式を発行する権限を有しているか否かについて判断するには、1896 年の（ニュージャージー州）会社法第 18 条を解釈する必要がある。当該条文を形式的に読むと、あらゆる種類の株式であって、普通株式や優先株式またはその他のあらゆる名称の株式であれ、議決権の有無を問わず発行することが出来ると解釈される。（しかし）……当該条文は、条文が施行された時ならびに現時点において広く行き渡っているとされる、公序に照らして解釈されなければならない…。普通株主は、少なくとも、協議し、助言し、行動を起こす権利が与えられている。そして、会社法の方針からすると、会社は株式を通じて経営されるべきである。換言すれば、議決権は普通株式に必然的に付随する[143]」。

原告は、ニュージャージー州会社法第 18 条について解釈する際には、「公序」に照らして解釈しなければならないこと、そして、株主は会社との対話を通じて経営に関与する権利を有していることから、株式には当然に議決権が付与されるべきであると主張した。

しかし、裁判所は原告の主張に対し、そのような公序は存在しないとし、改めてニュージャージー州会社法第 18 条を確認した。

「本法に基づいて組織化されたあらゆる会社は、定款または修正定款において規定され、記載されている名称、優先権及び議決権またはそれらに対する制限を有する 2 種類以上の種類株式を創出する権限を有する」。

則に変わりはないものの、1913 年に 1%に過ぎなかった法人税率がその後上昇し続け、1951 年には 52%に達したことから、資本構成の決定において課税上の有利不利が無視できないものとなり、優先株式に換えて社債が発行されることが多くなったとされる。洲崎・前掲注（117）332-333 頁。

142 菱田・前掲注（116）147 頁。

143 General Investment v. Bethlehem Steel Corporation, 87 N. J. Eq. 234（1917 年）.

この条文をもとに、裁判所は以下のように述べた。

「会社は本件普通株式……を発行することはできないとは俄かには信じがたい。仮に、一般大衆がこうした株式を購入したくないのであれば、購入する必要はないし、既存株主の法的権利には影響を及ぼさない。……本件の場合、既存株主には新たな株主に助言し、協議し、行動を起こすことを保証する機会が与えられているため、被告が更なる株式を創出する場合には当該株式に議決権を与えなければならないとする契約は存在しない。……会社が一般的に『創業者株式（founder's share）』と呼ばれる株式を発行する場合、議決権のない、B 株と呼ばれる普通株式を発行できないと主張することが出来るのか、理解しがたい。……15 社以上の定款を確認したところ、大企業のなかには議決権が付与された株式も付与されていない株式も発行している会社がある……本裁判所は本件株式を発行することが出来るとの結論に達した[144]」。

そして、本件無議決権普通株式の発行が経営者の手中に支配権を維持するという目的のもとにあるという原告の主張に対しても、以下のように裁判所は判示した。

「既存株主による支配を維持するという本計画の目的は、本件無議決権普通株式の発行を無効にするものではない。この問題は会社の誠実性に係る問題であるが、過去の判例においても不誠実を理由に告発された例は存在しない。……判例においても、『議決権信託[145]の唯一の目的が経営の永続性を確固たるものにすることであったとしても、……法律によって認められた必要な手段を採用することについては妨げられない』としている……よって、（株式の発行が）誠実になされるのであれば、こうした株式の発行に対する法的障害は存在しない。……また、被告の定款を修正するという計画に賛成した取締役のなかには引受シンジケート団（syndicate subscribers）になっている者が存在するとの主張については、決議の前から引受人であったとする証拠はない。一連の関与を理由に取締役会自体が無効であると原告は主張しているが、不正はなかったと思われ、また一連の引受協定をもとに取締役らが関与していたともいえない[146]」。

こうして、本判決においてニュージャージー州衡平法裁判所は原告が主張する、議決権は普通株式に必然的に付随するとの公序の如きものは存在せず、本件無議決権普通株式はあくまでも普通株式なのであるから、被告が普通株式を発行することを妨げることはできないとした。また、こうした無議決権普通株式について購入したくないのであれば、購入しなくとも良いとして原告を退けた点も興味深い。

本判決後、1917 年から 1921 年にかけて無議決権普通株式が積極的に発行されるようになった。最も顕著な例として挙げられるのは、ドッジ・ブラザーズによる発行である。同社が 1925 年に発行した優先株式並びに普通株式の 5 分の 4 は取締役選任権が付与されていなかった。同社に対して支配権を有していたのは投資銀行であるディロン・リード・アン

144 *Id.* at 350.

145 議決権信託とは、議決権行使に関する契約（Voting Agreement）の一種である。株主間においては、株主総会における議決権の行使につき、事前に合意し、契約を締結することがある。かかる契約は当事者間において有効とされ、不履行に対しては損害賠償のみならず、債務の履行自体を強制する特定履行（specific performance）による執行が認められている。こうした議決権行使に関する一類型として議決権信託があり、複数の株主が議決権を信託し、受託者に信託契約に基づいて議決権を行使させることにより、委託者たる複数の株主間で合意した内容による議決権行使を可能にする手段である。カーティス・J・ミルハウプト〔編〕『米国会社法』（有斐閣、2011 年）110 頁。

146 General v. Bethlehem, *supra* note 143.

ド・カンパニー[147]であり、ディロン・リード・アンド・カンパニーは 225 万ドルを出資して 250 万 1 株を保有したことで取締役の選任権を掌握し、同社に対する支配を確立させたのであった[148]。また、インダストリアル・レイヨン・コーポレーションの株式発行割合は、議決権が付与された普通株式（B 株）が 2 千株、無議決権普通株式（A 株）は 59 万 8 千株であった[149]。1921 年から 1925 年にかけて発行された株式に関する調査では、75 社が発行した普通株式数は総発行株式数 2 千 5 百万株中、1 千万株に相当し、無議決権普通株式の発行割合はその 53%に昇ったとされる[150]。

詳しくは後述するが、1926 年に NYSE は無議決権普通株式の上場を拒絶する決定を下した。それは無議決権普通株式に対する批判が高まったからであるが、無議決権株式は広く一般投資家に受け入れられたのに対し、何故無議決権普通株式に対しては非難の目が向けられるようになったのであろうか。そもそも、米国における株主の議決権に関しては、19 世紀後半に 1 株 1 議決権の原則が多くの会社によって採用され、普通株式については議決権が付与され、優先株式については議決権を有さないのが通例であった。その後、産業会社同士の結合が行われるようになると、経営者が自らの経営権を維持し、かつ資本を調達するために積極的に無議決権株式を発行していった。一般投資家はその配当性に着目し、かつ議決権にそれほど関心を持っていなかったことから無議決権株式を買い求めていった。こうして無議決権株式を用いた資本調達が一般的になると、上述のように普通株式さえも二分し、市場に投入するようになった。無議決権普通株式は A 株として社債権者及び優先株主に次ぐ優先順位を持つものとして、一般投資家に対して発行され、他方で議決権普通株式は A 株に劣後する B 株として投資銀行に対して発行されるのが一般的であった[151]。ドッジ・ブラザーズの場合は議決権普通株式を投資銀行たるディロン・リード・アンド・カンパニーが保有し、こうした議決権普通株式は「銀行家の株式（banker's shares)」や「経

---

147 ディロン・リード・アンド・カンパニーは外国債券を専門的に取り扱っており、当時債券分野では第 2 位の地位にあった。ロバート・ソーベル〔著〕＝安川七郎〔訳〕『ウォール街二百年―その発展の秘密―』（東洋経済新報社、1970 年）345 頁。

148この当時、無議決権普通株式を用いたわけではないが、シティーズ・サービス・カンパニーとスタンダード・ガス・アンド・エレクトリック・カンパニーの例も挙げておく。シティーズ・サービス・カンパニーは、1929 年に H. L. ドハーティー・アンド・カンパニーに対して優先株式 1 株につき 1 ドルで、百万株を売却した。当該株式には取締役の選任権につき 1 株当たり 1 議決権を与えていた。しかし、他方で普通株式においては、1 株につき 20 分の 1 の議決権しか付与されていなかった。議決権の 27%は一般投資家が分散して保有していたため(1930 年 6 月 15 日時点で優先株主は 81,470 人に対して、普通株主は 377,988 人であった）、普通株主の議決権価値はほとんど無いものに等しかった。この手法により、H. L. ドハーティー・アンド・カンパニーは 100 万ドル分の株式を取得することでシティーズ・サービス・カンパニーのおよそ 10 億ドル相当の資本に対する事実上の支配を構築したのであった。同様に、スタンダード・ガス・アンド・エレクトリック・カンパニーも、1 株当たり 1 ドルの優先株式の議決権は一株当たり 50 ドルの普通株式と等しかった。両社は普通株式の議決権数を極端に少なくすることで、優先株主の議決権支配を絶対的なものにしたことから、批判が向けられていた。Berle & Means, *supra* note 86, at 72.

149 菱田・前掲注（116）149 頁。

150 菱田・前掲注（116）149-150 頁。

151 Stevens, *supra* note 122, at 360-361.

営者株式（management stock）[152]」と呼称され、経営者や投資銀行に会社の支配権を集中させる手段――Banker's Control――として利用された[153]。また、こうした議決権普通株式は極めて少ない対価で発行される場合が多く、投資銀行は最小限の出資で会社の支配権を得ることが出来た[154]。実際、ドッジ・ブラザーズの場合、社債や無議決権優先株式、無議決権普通株式を発行して一般投資家から 1 億 3 千万ドルの資金を調達したが[155]、既述のように、ディロン・リード・アンド・カンパニーは 225 万ドルを出資して 250 万 1 株を保有し、同社の支配権を獲得した。すなわち、ディロン・リード・アンド・カンパニーは僅か資産価値の 2%の投資によって、1 億 3 千万ドルの資金を得た会社を支配下に置くことに成功したのである[156]。同社のように、議決権普通株式保有者たる投資銀行が会社の取締役会に自らの代表者を送り込み、また株主総会決議を通じて会社全体の支配を可能にしたことは、一般投資家による議決権を通じた経営監視機能が働かず、また、投資銀行から送り込まれた取締役は単なる名目的な存在にすぎず、投資銀行により影から操られていると評価することも出来るだろう[157]。

こうした無議決権普通株式の発行について、異を唱えたのがハーバード大学のリプリー教授である。リプリーは 1925 年 10 月 28 日にニューヨーク市で開催された政治学会の年次総会にて以下のように述べた[158]。

「第一次世界大戦以後、株式会社が選択されるようになると、個人やパートナーシップといった組織は実質的に消滅した。いまや、NYSE には 1000 社近くの会社が上場している……。近年の変革では、起業に当っては株式会社を選択するという方向に向かっている。あらゆる民間会社は銀行家によって買収されており、新しく設立される会社は一般投資家に株式を売却することによってその買収費用を取り戻すことが出来るため、古い会社に取って代わっている。しかし、売却される株式には……あらゆる選任権が存在しないという大きな変化が起きている。確かに、一般投資家は経営に関心が薄く、選任権の多くを委任している場合が多い。……こうした昨今の流れでは、今後、一般投資家の権利は堂々と奪われていき、そして新たな優先株が会社の資産価値を超えない範囲で徹底的に売却されていくことになる[159]」。

---

[152] Adolf A. Berle, *Non-Voting Stock and "Banker's Control"*, 39 Harv. L. Rev. 673 (1926), at 673-674.この点、Wood は、経営者株式（management stock）という呼び方はミスリーディングであると批判している。というのも、当該株主は実際に会社経営を行うわけではなく、取締役の選任権を有しているにすぎないため、誤解を招きかねないからである。Franklin S. Wood, *The Status of Management Stockholders*, 38 Yale Law Journal 57 (1928), at 57.

[153] 清水真人「米国州会社法における事業再編の展開と SEC の関与（1）」徳島大学社会科学研究 24 号（2011 年）98 頁。

[154] 久保田・前掲注（76）468-469 頁、鈴木隆元「アメリカにおける 1 株 1 議決権の原則（一）」法學論叢 131 巻 1 号（1992 年）54-55 頁。

[155] Joel Seligman, *Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy*, 54 Geo. Wash. L. Rev. 678 (1986), at 694.

[156] Berle & Means, *supra* note 86, at 71.

[157] 清水・前掲注（153）99 頁。

[158] Seligman, *supra* note 155, at 694.

[159] William Zebina Ripley, *Two Changes in the Nature and Conduct of Corporations*, 11

この翌日、ニューヨーク・タイムズにはリプリーの無議決権普通株式を批判する記事が掲載され、その後、Ripley の批判の影響から多くの関連記事が紙面を賑わすようになる[160]。1926 年 2 月 21 日付のニューヨーク・タイムズでは、その二面に「ウォールストリートは銀行家を締め出せ（Says Wall Street Must Clean House）」との見出しとともに、特集記事が掲載された[161]。その 5 日後、当時の米国大統領カルビン・クーリッジはリプリーをホワイトハウスに招待し、無議決権株式に関して議論がなされた[162]。リプリーの主張は一貫しており、株式の経済的利益から議決権を剥奪することは、まさしく社会的害悪であるとし、この忌まわしき 1920 年代を「株主の消えた年月」と表現した[163]。

リプリーの主張は所有と支配の分離によって生じる経営の非効率性と投資銀行による会社支配に対する懸念に集約される[164]。リプリーは議決権行使を通じて、投資銀行に会社の経営権が集中する状況を問題視した。とりわけ、無議決権普通株式が発行される場合、会社が当該株式を通じて調達した資金の出所は一般投資家である。また、会社を支配する投資銀行は、ドッジ・ブラザーズの例からわかるように、僅かな出資しかしないのが通例であるから、会社が倒産した場合のリスクは一般投資家に圧し掛かることになる[165]。さらに、会社を支配する投資銀行は、自己の利益に係る配当は別にして、会社の利益や行く末に関心が低く、そもそも効率的に会社を支配しようとするモチベーションを有していない場合があることも指摘している[166]。

こうしたリプリーによる批判を契機に、多くの学者が無議決権（普通）株式に対して批判を行うようになった。例えば、バーリは、無議決権普通株式は他人の資金によって得られた資本の一部を私有化させるという意味で、「寄生的な」株式であると非難した[167]。また、無議決権株式は所有と支配の分離を完全にかつ永久にしてしまう点を指摘している[168]。この点、株主が議決権を有していても、会社経営に無関心であれば、事実上、創業者や経営者の思想・意見だけがまかり通り、結果として少数者による支配が達成されてしまう場合がある。この場合、仮に経営が悪化してしまうと配当金が少なくなることから株主は経営者の交代を迫ることが予想されるため、経営者は自らの保身のため、会社の不利益となる行動をとらなくなる。さらに、経営が悪化することは株価の下落を通じて経営者自身の損害にも繋がるため、経営者は会社方針の正当性や、経営者交代の必要性がないことを必死

Proc. Acad. Pol. Sci. in the City of New York (1926) at 144.

160 New York Times, November 1, 1925, at E8; *id.* November 14, 1925 at 14.

161 New York Times, February 21, 1926 at E1.

162 Seligman, *supra* note 155, at 695; Louis Lowenstein, *Shareholder Voting Rights: A Response to SEC Rule19c-4 and to Professor Gilson*, 89 Colum. L. Rev. 979 (1989), at 982. クーリッジ大統領は Ripley 教授の話を熱心に聴きながら、Ripley 教授の批判は妥当であること、また会社はしばしば公共の利益に反して行動すること、さらには不健全な経済力の集中が存在することを肯定する態度をはっきり示したとされる。ソーベル＝安川・前掲注（147）340 頁。

163 Ripley, *supra* note 120, at 84.

164 Ripley, *supra* note 120, at 78-117.

165 Seligman, *supra* note 155, at 694.

166 Ripley, *supra* note 120, at 83.

167 Berle, *supra* note 152, at 683.

168 *Id.* at 675.

になって説明することになる。このことから、株主の無関心によって事実上、少数者支配が行われている場合にはこうした「安全弁」が働くことになるが、そもそも株主に議決権が存在しない場合には安全弁すら存在しなくなる恐れがあると指摘している[169]。また、スティーブンスは無議決権株式の場合、優先配当や諸種の株主保護契約が締結されることから、無議決権株主には利点が存在すると考えられるが、無議決権普通株式に関しては、こうした配当その他の優先性が存在しない点を挙げた[170]。このことから、スティーブンスは、株式は株式であって、議決権は株主固有の権利であることを改めて強調したのであった[171]。このように、無議決権普通株式に対するリプリーの批判は多くの論者の同調を得、マスコミの報道も相まって世論は無議決権普通株式に対する規制の方向へと動いていった。その結果、米国の各証券取引所がどのような対応を取るのかという点について、大衆の関心が向けられることとなった。

第六節　無議決権普通株式の上場規制により 1 株 1 議決権が一般化していた時代（1920 年代後半から 1960 年代まで）

一．NYSE の 1 株 1 議決権政策（1920 年代から 1940 年代）

1920 年代に多くの学者らがドッジ・ブラザーズの無議決権普通株式発行に対する批判――「ウォール・ストリートに漂う悪臭」とまで表現されていた[172]――を展開し、また報道機関もこの問題を取り上げたことから、社会の関心も比例して高まっていった。こうした批判に直面した NYSE は、1926 年 1 月 18 日にフォックス・シアターズ・コーポレーションの無議決権普通株式の発行[173]につき、その上場を拒絶したことで、証券取引所による無議決権普通株式に対する否定的態度と 1 株 1 議決権の原則こそが根本的なルールであるとする姿勢を初めて露わにした[174]。その 9 日後の 1 月 27 日、NYSE は「現時点では明確な指針は打ち出さないが、今後、株式の上場申請を検討する際、議決権支配について注意深く考慮する」との声明をニューヨーク・タイムズの紙面で発表した[175]。

この頃、NYSE の声明に呼応するように、州際通商委員会[176]も無議決権普通株式に対す

---

169 Milton M. Bergerman, *Voting Trusts and Non-Voting Stock*, 37 Yale L. J. 445 (1928) , at 466-467.

170 Stevens, *supra* note 122, at 383.

171 *Id.* at 385.

172 Manning Gilbert Warren Ⅲ, *One share, One Vote: A Perception of Legitimacy*, Journal of Corporation Law 89 (Fall 1988), at 92 .

173 同社は無議決権普通株式たる A 株を 80 万株上場し、議決権普通株式たる B 株は同社の社長である William Fox 氏が保有する計画であった。Seligman, *supra* note 156, at 697.

174 松原正至「いわゆる 1 株 1 議決権原則と自主規制機関の対応（一）―SEC 規則 19c-4 をめぐって―」六甲台論集 38 巻 4 号（1992 年）117 頁。

175 New York Times, January 28, 1926 at 25; 村田・前掲注（109）176 頁。

176 州際通商委員会とは、1887 年に鉄道を含む陸上輸送に関する事柄を規制するための法律として成立し、同法に従って実際の規制に当って設立された委員会である。州際通商法は輸送手段の発展に伴い、その適用範囲を拡大しながら運用されてきたが、1995 年に廃止された。州際通商委員会も同時に廃止されることとなったが、組織自体は同年に新設され

る見解を打ち出している。同委員会は、ニッケル・プレート鉄道の合併案を否認したのであるが、その理由として、当該合併案には議決権信託が含まれていたことを挙げた。当該議決権信託は少数の経営陣に議決権を集中させることを目的としていたが、同委員会は公共の利益（public interest）の観点から、「……一部の少数支配層だけでなく、株主全員に経営への責任を持たせること[177]」が要求されるとして、ニッケル・プレート鉄道の合併案を否認した[178]。同様に、ニュージャージー公益事業委員会は、デラウェア・ニュージャージー輸送会社の株式の発行を否認したが、その理由は、株式の大部分が無議決権株式であったからである[179]。その上、1926 年 5 月の理事会において、投資銀行協会の産業証券委員会は、無議決権普通株式の利用について以下のように述べている。

「無議決権普通株式に纏わる問題の賛否に関する議論を比較検討したところ、当委員会は以下の見解に至った。第一に、権利の濫用を防止するために何らかの方法が講じられない限り、公共の福祉の観点から、無議決権普通株式は発行されるべきではない。第二に、そうした濫用を防ごうとする規制の下で無議決権普通株式が発行される場合、当該株式の発行を取り扱う投資銀行はその責任を充分に認識し、その責任に従って行動するべきである。そして第三に、濫用の原因となっている無議決権普通株式が発行される前に、投資銀行は、議決権の付与されていない多くの普通株式が既に発行されている場合に議決権を持つ普通株式による支配の法的意味合いについて特別の注意を払うべきである」[180]。

NYSE の 1926 年の声明に基づき、上記のように各方面においても無議決権普通株式に対する反対論が巻き起こることとなったのであるが、そもそも、何故 NYSE は無議決権普通株式の上場を否定する立場を取ったのかについては、1934 年に NYSE 上場委員会会長のフランク・アルツシュールが以下のように述べている。

「無議決権普通株式は、次第に少数の議決権株式に支配を与えることを目的に使われるようになり、経営の選択における有効な発言（権）のない大量の株式が後に残された。当委員会は、こうした傾向は公序に反するため、今後、無議決権普通株式を上場させないことに決定した。当委員会の決定により、無議決権普通株式を発行する時代は終わりを迎えた」[181]。

その後、1940 年 5 月 7 日、NYSE は無議決権普通株式に対する方針を確固たるものとするために、「優先株式の議決権に関する上場要件の声明（Statement of Listing Requirements as to Preferred Stock Voting Rights）」を発表した。当該声明は、現在の NYSE 上場要件のなかにも残されている一文「1926 年以来、NYSE は無議決権普通株式の上場を認めていない」から始まっている[182]。1926 年の発表はあくまでも無議決権普通株式に対する指針であり、この 1940 年の声明により、NYSE は無議決権普通株式の上場を拒絶

た陸上輸送委員会に引き継がれた。詳しくは、水野里香「アメリカ合衆国における州際通商委員会の設立（1887 年）――独占規制政策における意義と役割――」国際交流研究国際交流学部紀要 11 巻（2009 年）215 頁以下参照。

177 New York Times, March 3, 1926, at 12-13.

178 Ripley, *supra* note 120, at 120.

179 New York Times, April 6, 1926, at 43.

180 New York Times, May 31, 1926, at 26.

181 Seligman, *supra* note 155, at 697-698.

182 *Id.* at 699.

することを初めて正式な文書により表明した[183]。

1926 年の発表以降、約 60 年間にわたり NYSE は 1 株 1 議決権政策を維持し続けることになった。セリグマンはこの点につき、「NYSE の 1 株 1 議決権政策は、主に政治的な理由のために長期間堅持された。つまり、NYSE は 1 株 1 議決権政策を大幅に変更した場合には、議会や SEC が黙っていないだろうと考えていた」と述べている[184]。他方で、セリグマンは、NYSE の 1 株 1 議決権政策を基礎づける原則または理論が不明確であるとも主張しているが[185]、このことは、1956 年にフォード・モーター社が約 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た状態で上場することを認めたが、それについて、なぜこの場合に上場が許されるのか、明確な説明は行われなかった点に表れている。唯一考えられる説明は、当時、フォード・モーター社は非常に重要な新規上場案件だったので、NYSE は 1 株 1 議決権政策について進んで譲歩したということである[186]。また、村田によると、1926 年と 1940 年に 1 株 1 議決権の原則の遵守を呼び掛け、その後、若干の例外はあったものの、この立場を継続した背景としては、NYSE における取引量を増加させるために一般投資家に対して PR する意味合いが込められていたとされる。すなわち、NYSE は 1 株 1 議決権の原則を含む厳格なコーポレート・ガバナンスに関する上場基準を設定することで、個人投資家の目を引こうと考えたのである[187]。

第七節　敵対的企業買収対策としての複数議決権株式大量発行時代（1970 年代以降 1990 年台前半）

一．敵対的企業買収対策等のための複数議決権株式の大量発行に対応した NYSE 等の動き

前節で述べたように、NYSE は 1926 年および 1940 年の声明以来、基本的には 1 株 1 議

---

183 *Id.* NYSE 上場基準 301 条（B）。なお、当該声明により、株式の議決権を無力化または制限する恐れのある議決権条項についても、厳しい検討対象とするとし、そうした議決権条項を持つ株式の上場を拒否する権限を留保するという形を採った（NYSE 上場基準 313 条（C））。更に、議決権が普通株式とその他の株式とに付与されている場合、議決権と会社に対する持分割合とを検討し、両者が比例的であるか否かを個別に審査されることとなった。当該審査によって、議決権配分が各種の株式の持分権と合理的な関係にない場合、NYSE は当該普通株式の上場を拒絶する権限を行使することが出来るとされた（NYSE 上場基準 313 条（D））。この点、注意すべきは、無議決権普通株式に関して NYSE はその上場を拒絶することとなったのであるが、「無議決権優先株式」については上場を認めているという点である。上場の審査に当たっては、優先配当が 6 四半期に渡って不履行となった場合には、最低 2 名の取締役を選任する権利が無議決権優先株式に付与されているかどうかを判断することになる。これに加え、無議決権優先株式の上場審査に当たっては、議決権の集中に関しても特別な考慮を払うことになったのである。洲崎・前掲注（117）335 頁、村田・前掲注（109）177 頁、松原・前掲注（174）118 頁。

184 Seligman, *supra* note 155, at 700.

185 *Id.*

186 *Id.*

187 村田・前掲注（109）181 頁。

決権の原則に則った株式についてのみ上場を認め、無議決権普通株式の上場を認めないとする立場を採っていた。ところが、1970 年代に入ると NYSE は困難な課題に直面することになる。

その時期、NYSE の競争相手である AMEX や NASDAQ に上場する会社数が増加したが、その大きな要因の 1 つが、1970 年代に入って敵対的買収が盛んになったことから買収防衛策として、複数議決権株式[188]を用いて会社の議決権支配を経営者に集中させ、経営権を維持しようとする動きが増加したことにあると考えられた。すなわち、複数議決権株式を用いて経営者に議決権を集中させ、敵対的買収に備えようとする経営者は、NYSE では 1 株 1 議決権の原則が上場基準とされていることから NYSE での株式上場を諦め、NYSE 以外の証券市場への上場・登録を検討するようになったため[189]、結果的に NYSE における上場会社数が減少することになった。NYSE とは異なり、AMEX や NASDAQ には議決権の配分に関する厳格な規則が存在しない[190]だけでなく、その他の上場・登録要件も NYSE よりは緩やかだったことから、新興企業が新規上場を行う際は NYSE 以外の証券市場を選択して上場させることが多かった。1980 年代になると NYSE、AMEX、NASDAQ の格差は縮小し、とりわけ NASDAQ は NYSE の有力な競争相手足り得る立場を獲得したことから、3 つの証券市場の競争が激しくなる様相を呈してきて、NYSE は危機感を募らせていた[191]。

NYSE のこうした状況の中で、象徴的な事象が発生した。NYSE に上場していたゼネラル・モーターズ社が 1984 年にエレクトリック・データ・システムズ社の買収資金を調達するために普通株式の 2 分の 1 の議決権しか付与しない議決権の少ない株式を発行すると表明したことである[192]。ちなみに、ゼネラル・モーターズ社の衝撃的な発表以後、1984 年から 1987 年の僅か 3 年間で NYSE に上場していた 46 社が 1 株当たりの議決権数の多い普通株式や、議決権数を制限した普通株式を発行することで資本の再構成を図る動きを示した

---

188 優先的議決権株式の発行や優先議決権株式ないし劣後議決権株式を交換申込みによって発行する等して、議決権に差異のある普通株式を用いて経営者ないし経営者一族、支配株主等に支配権を集中させることを目的とする株式発行が行われた。複数議決権株式を利用した資本構成は、Dual Class Stock (Share, Voting) Plan（Structure）や Disparate Voting Plan、Dual Class Recapitalization 等と呼称されている。詳しくは、加藤・前掲注（108）105 頁以下参照。

189 加藤・前掲注（108）107 頁。

190 NASDAQ は議決権に関する規則はなく特に規制していなかった。See Seligman, *supra* note 155, at 692. 一方、AMEX は、無議決権普通株式の上場は禁じていたが、議決権の異なる普通株式（デュアル・クラス普通株式）の上場は以下の 4 つの方針に従えば認めることとしていた。 ①議決権が多い株式と議決権の劣る株式の 1 株当たりの議決権の割合が 10:1 を超えないこと、②議決権の劣る普通株式の株主が取締役の 25%以上を選任できること、③議決権の勝る株式が発行済株式数に占める割合が 12.5%を下回った場合には残りの 75%の取締役選任について議決権の劣る株式は議決権の勝る株式とともに選任投票を行えること、④議決権の劣る株式の議決権を減じる株式の発行は許されないこと。なお、この方針はウォン・ラヴォラトリーズ社の上場に関連して 1976 年に作成された。See Self-Regulatory Organizations; Proposed Rule Change by American Stock Exchange, Inc. Relating to Issuances of Dual Classes of Common Stock With Different Voting Rights, Exchange Act Release No. 23951, 52 Federal Register 1574 (January 14, 1987).

191 加藤・前掲注（108）107 頁。

192 松原・前掲注（174）119 頁。

[193]。NYSE は 1984 年に 1 株 1 議決権の原則の一時停止を宣言するとともに[194]、1985 年には株主参加権と定性的上場基準に関する小委員会（Subcommittee on Shareholder Participation and Qualitative Listing Standards：以下、小委員会とする）を設置し、当該原則の妥当性について検討した。同年、小委員会は一定の要件を満たす場合には、議決権に種別を設けた普通株式の上場を認める提案を行った。このとき、小委員会が掲げた要件は以下の通りである[195]。

a. 議決権種類株式を発行するためには、当該議案に議決権を行使可能な全ての株主の 3 分の 2 の承認を得ること。

b. 当該議案が議決される時点において社外取締役が（取締役会の）過半数を占めている場合は、取締役の過半数が当該議案を承認すること、あるいは社外取締役が（取締役会の）過半数を占めていない場合は、社外取締役の全員の承認があること[196]。

c. 1 株当たりの議決権数の差異の割合が 10 対 1 よりも小さくならないこと。

d. 1 株当たりの議決権数を除き、二種類の普通株式の保有者の権利が実質的に同一であること[197]。

その後、上院証券小委員会議長のアルフォンス・ダマートや下院エネルギー商業委員会議長のジョン・ディンゲルからのプレッシャーを受けた NYSE、AMEX、および、NASD[198]の役員らは、これらの証券市場が 1 株 1 議決権の原則を自発的に遵守することができるのかどうか、議論をおこなった[199]。NASD はシカゴ大学のフィッシェル教授の見解に部分的に依拠し、NYSE が 1 株 1 議決権政策を変更することに反対した[200]。フィッシェル教授の

---

193 Warren, *supra* note 172, at 93 .

194 *Id.*

195 Seligman, *supra* note 155, at 692 にて NYSE Subcommittee on Shareholder Participation and Qualitative Listing Standards, Initial Report-Dual Class Capitalization (January 3, 1985)を引用して記載。

196 括弧書き内は筆者挿入による。

197 委員会は、これらの要件を満たしていれば定款に議決権数の異なる二種類の普通株式を発行する旨を規定していても、それを理由に上場廃止にはしないように提案した。Seligman, *supra* note 155, 692.

198 全米証券業協会（NASD）は 1938 年に制定された「マロニー法」によって 1934 年の証券取引所法が改正され、全国的な証券業協会の設立及び登録が認められたことにより設立された自主規制機関であり、NASD は株式の店頭取引における取引の公正の確保と投資者保護の確立を図る目的で設置された。当初、NASD の規制対象となった株式の店頭市場では、「ピンクシート」と呼ばれる日刊の気配表に記載された業者間取引の気配に基づいて取引が行われ、その後、1971 年に「全米証券業協会自動気配表示システム（NASDAQ）」が稼働し、米国の株式店頭市場は世界で初めての立会場を有しない組織化された株式市場である「NASDAQ」市場へと変貌を遂げた。大崎貞和＝吉永秀樹「自主規制機能への純化を進める全米証券業協会（NASD）―アメリカン証券取引所売却をめぐる動き―」野村資本市場クォータリー6 巻 2 号（2002 年）67 頁。

199 Seligman, *supra* note 155, at 692-693.

200 Self-Regulatory Organizations; Proposed Rule Change; New York Stock Exchange, Inc., Exchange Act Release No. 23803, 51 Federal Register 41716 (November 18, 1986)

見解は、以下の 6 点に集約される。①証券取引所は一般投資家にとって有益となる議決権規則を採用する強いインセンティブを有している[201]。②議決権規則の規定内容の点で、証券取引所間で差異があることは望ましい[202]。③会社が複数議決権株式を発行することについては正当な理由が存在する[203]。④複数議決権株式は一定の会社形態にとっては価値のある株式であることはこれまでの実証的な研究により証明されている[204]。⑤複数議決権株式の禁止には莫大なる費用がかかる可能性がある[205]。⑥議決権の内容は会社と各人との契約によって自由に定められるわけであるから、政治の場における投票権の議論と履き違えてはならない[206]。

以上がフィッシェル教授の見解を簡潔に纏めたものであるが、⑥については補捉説明を行うこととする。選挙権の平等の観点から、1 人 1 票とすることが政治の世界における民主主義であるとされていることから、1 株 1 議決権の原則は、会社民主主義の方法であると捉えられていた。なぜならば、普通株はそれぞれ等しいリスクを有するがため、株主がその所有の大きさに等しい議決権を与えられることが、民主主義に適うと考えられていたからである[207]。この点、フィッシェル教授は「不平等な議決権は『会社民主主義』にそぐわない為、望ましいものではないと主張する者がいるが、それは根本的に誤った主張である。すべての会社は多くの人々が自由に締結できる契約関係で成り立っており、それぞれが富の最大化を求めている。誰が議決権を有し、どのように、いつ議決権を行使できるかは契約によって定められる。富の最大化よりも広範な目的を果たすことを意図した『統治民主主義（governmental democracy）』とは異なり、個々の会社にとって最適な議決権規則を定めることは、その会社の価値を最大化させる上で有益となる。……政治の場における議決権が各人の富に従って配分される訳がないことから、政治的民主主義（political democracy）から派生する原則が会社統治のモデルとして扱われるべきではない」と主張した。フィッシェル教授は一株当たり一議決権を付与するか、それとも複数の議決権を付与するかは、会社と株主との契約によって定められるものであり、基本的には議決権の態様は自由であるということを前提に、1 株 1 議決権の原則を政治の世界における投票権と同一視してはならないことを強調した。

このように、フィッシェル教授の見解は複数議決権株式の発行自体には肯定的であったが、NYSE がこれまで維持してきた 1 株 1 議決権政策を変更することに対しては否定的であった。確かに、NYSE がこれまで維持してきた方針を変更することによって、NYSE に上場している会社を繋ぎとめることができるし、また新たに複数議決権株式を用いた新規上場を行う会社に対して門戸を開くことが出来る。しかし、NYSE が複数議決権株式の発行を認めてしまうと、1 株 1 議決権を遵守すると考えていた会社に投資してきた投資家の期

[hereinafter NYSE Proposal 1986].

201 Daniel R. Fischel, *Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock*, 54 Univ. Chi. L. Rev. 119 (1987), at 123-131.

202 *Id.* at 125-127.

203 *Id.* at 136-140.

204 *Id.* at 131-132.

205 *Id.* at 134-135.

206 *Id.* at 140-142.

207 村田・前掲注（109）182 頁。

待や約束に反することとなってしまう。NYSE の理念はある意味で財産[208]なのであって、NYSE が会社と投資家との間の信頼関係を断ち切る役割を果たしてしまうのは、長期的に見れば、投資家からの信頼低下という意味でも大きな損失となる[209]。その一方では、複数議決権株式は特定の会社にとっては柔軟な対応を可能にするので役立つと考えられ、一律禁止されるべきではないが、全ての証券取引所が同じ基準を設ける必要性はないというのがフィッシェル教授の見解である[210]。

1986 年 7 月及び 9 月の理事会において、NYSE は複数議決権株式資本構造を認める小委員会による提案を承認した。この時の NYSE の考えは、「証券取引所は他の証券取引所の上場基準に対して指図することはできない訳であるし、また今日の証券取引所間での競争環境において、他の証券市場では要求されていない（1 株 1 議決権）基準を一方的に維持することもできない」というものであった[211]。

その後、NYSE は同年 9 月に NYSE の 1 株 1 議決権政策を修正する旨の提案を SEC に対して申立て、その承認を求めた[212]。このとき、NYSE が提出した修正案では、上記 a.については「議決権を行使可能な全ての株主の 3 分の 2 の承認」から「過半数の承認」へ、b.については単純に社外取締役の過半数の承認へと、敷居を引き下げた。また、c.及び d.については要件から外していた。この時、NYSE は以下の 4 点の理由に基づき、これまでの 1 株 1 議決権政策を変更すると SEC に説明している。第一に、上場会社数の増加や維持を目的として AMEX や NASDAQ との競争が激化している観点から、現状の議決権基準を維持することは競争上の不利益となる。第二に、上場会社が敵対的買収に対して過敏にな

---

208 このころ、1 株 1 議決権の原則を維持していた証券取引所は米国では NYSE 以外にも Pacific Stock Exchange（以下、PSE とする）が挙げられる。NYSE が 1 株 1 議決権に関する議論を展開し始めた 1984 年に、PSE は上場会社が複数議決権株式を発行することを許可する旨の上場規則修正案を SEC に提出した。PSE における 1 株 1 議決権政策について規定している PSE 上場規則 I 3 条(b)では、あらゆる種類の株式を上場するためには、発行者は各種類株式の保有者に対して平等な議決権を与えなければならないと規定していた。しかし、PSE は上記規定の撤廃を SEC に提案したものの、NYSE と同様に、規則 19c-4 の制定を理由に、当該規定の撤廃を認めるか否かの議論を行わなかった。Voting Rights Listing Standards; Disenfranchisement, Exchange Act Release No. 24623, 52 Federal Register 23666 (June 24, 1987) [hereinafter Disenfranchisement 1987]; Voting Rights Listing Standards; Disenfranchisement Rule, Exchange Act Release No. 25891, 53 Federal Register 26376 (July 12, 1988) [hereinafter Disenfranchisement Rule 1988]; NYSE Proposal 1986, *supra* note 200, at 41717.

209 Fischel, *supra* note 201, at 151.

210 *Id.* at 152.

211 NYSE Proposal 1986, *supra* note 200, at 41716.

212 NYSE が SEC に対して修正提案の承認を求めたのは 1934 年の証券取引所法 19 条(b)1 項の規定のためである。同規定は以下のように定めている。「自主規制機関は、委員会（SEC）が定める規則にしたがって、委員会に、当該自主規制機関の新規則の提案または規則の変更、追加もしくは削除の提案（本項においては、以下纏めて『規則変更提案』という）の写し並びに当該規則変更提案の理由及び目的についての簡単な説明書を届けなければならない。……規則変更提案は、委員会によって承認されるかその他本項の規定にしたがって許容されない限り、効力を生じない」。日本証券経済研究所『新外国証券関係法令集アメリカ（Ⅲ）証券法、証券取引所法』（日本証券経済研究所、2008 年）323 頁。

っていることから、敵対的買収防衛策として NYSE に上場している会社が議決権に差異のある株式を発行したいとの欲望に駆られている。第三に、発行者が資金調達や買収、資本構造の立案の柔軟性を持てるようにしたい。そして第四に、会社の情報開示要件に改善がなされる等、投資や規制に纏わる慣行が大幅に変化していること、および株主の利益を保護する為、NYSE に上場している全ての国内会社は最低 2 名の独立取締役を取締役会に参加させ、全て独立取締役で構成されている監査委員会を設置するよう求めていることを挙げた[213]。

こうして、SEC は NYSE から提出された提案内容について 1986 年 12 月 16・17 日に公聴会を開催して検討を行うこととなった[214]。公聴会では 40 名以上が宣誓文を読み上げ、加えて 185 件に及ぶコメントが寄せられたことから、当該公聴会の規模や注目度の高さが伺える。当該公聴会では、意見は 2 つに分かれた。以下、NYSE の 1 株 1 議決権政策変更提案の賛成派と反対派の意見について紹介する。

まず、賛成派に立った者は 53 名いた。賛成派に立っていたゼネラル・データコム・インダストリーズの取締役会議長のチャールズ・P・ジョンソンは、現在の NYSE の 1 株 1 議決権政策は敵対的買収に抵抗する上で経営者に「理不尽な制約」を課しているとした。また会社の支配権の維持を目論む支配株主一族にとっても、資本を追加する上での障害になっていると主張し、アメリカン・ファミリー等もこの意見に追従した[215]。また、上場会社委員会（the Committee of Publicly Owned Companies）も、会社は以下の目的により、複数議決権株式を利用していると主張した。第一に、買収した会社との合併を成功に導くため。第二に、新聞社の表現の自由の確保のため。第三に、議決権は制限されているものの、配当権が高いといった中小企業の発行する株式に対する投資意欲を増加させる目的のためである。

更に、株価に関して言えば、米国司法省からも複数議決権株式を発行したことにより、株価に悪影響を及ぼすとする証拠はないことも指摘された[216]。また、株価への影響に関する学術調査の結果からも、制限的議決権普通株式の発行による悪影響は見受けられないとの報告がなされている[217]。

以上の賛成派の意見を集約すると、次の 2 点に纏めることができる。第一に、会社に議決権に差異を設けることを認めることに関しては、健全な経済的及び政策的理由が存在する。第二に、議決権に差異を設けることは株価に悪影響を及ぼすとの証拠は存在しない[218]というものである。

一方、NYSE の修正提案に対し、反対意見を表明した者は 112 名にも上った。ただし、そのうち 38 名は単に NYSE の修正提案に反対するに留まり、何らの具体的意見も表明しな

---

213 Disenfranchisement 1987, *supra* note 208, at 23666.
214 NYSE Proposal 1986, *supra* note 200, at 41715; 松原・前掲注（174）122 頁。
215 Disenfranchisement 1987, *supra* note 208, at 23667.
216 *Id.*
217 *Id.*
218 *Id.* at 23668. この点につき、全米製造業者協会（National Association of Manufacturers）は複数議決権株式を発行する会社は敵対的買収の脅威に晒されることなく効率的に経営を行うことができることから、当該株式にはプレミアム価格が課せられることになると指摘している。

かった[219]。

反対意見を述べた者のうち、39 名は NYSE の修正提案に反対した上で、NYSE を含む米国の全証券取引所共通の 1 株 1 議決権規則を確立すべきであると主張した[220]。

反対派の意見を集約すると、次の 2 点に纏められる。第一に、株主による議決権行使は経営責任（corporate accountability）を追及する上で必要不可欠の要素であるという主張である。すなわち、複数議決権株式を発行することは、経営者等の社内の少数グループに実質的な支配権を与えることとなり、委任状合戦のような直接的な株主行動を取る可能性を奪うばかりか、企業買収といった市場の働きを妨げることに繋がっていくことになる[221]。米国上院議員のウィリアム・S・コーエンは、支配権が経営者等に固着化することは、会社経営に対する市場の規律が会社に及ばず、非効率な経営となる恐れがあることを指摘し、株主は会社買収に伴う潜在的なプレミアムを失うことになると主張した。さらに、ニューヨーク大学のジェフリー・N・ゴードンは、委任状や買収といった経営責任（corporate accountability）を追求する上で効率的かつ信頼性のあるシステムが作動しなくなると、政府が経営責任を確保する手段を構築する為に動き出すことになるとし、そうした手段は既存の経営責任追及システムよりも非効率的なものになると警鐘を鳴らした[222]。

反対派の第二の主張として、複数議決権株式が発行されてしまえば、株主の承認という要件が存在しても経営権の濫用に対しては効果的な防衛策にはならないばかりか、株主の権利の保護にもならないとした[223]。弁護士のピーター・L・シモンズは、「（複数議決権株式を用いた会社買収に対する）防衛策は株主から経営者に会社の支配権を移転させることになる。当該移転に株主が賛成する議決行為は、個々の株主がその議決権の価値について十分に知らされていないがため、無効である[224]」と指摘している。また、ジェフリー・N・ゴードンは株主の集合行為問題についても指摘している。集合行為問題とは、株主全体は会社の利益になるように議決権を行使するインセンティブを有しているはずであるが、株式が分散保有されている状況における個々の株主にとっては、決議の成否に与える影響力が小さいことから、実際にはコストをかけて議決権を行使するインセンティブは弱くなるという状況を意味する[225]。すなわち、複数議決権株式を採用することは、株主 1 人 1 人の議決権行使の影響力の低さを更に強調してしまうことになるとして、ゴードンは複数議決権株式の発行に反対している[226]。

---

219 *Id.*
220 *Id.*
221 *Id.*
222 *Id.*
223 *Id.*
224 Peter l. Simmons, *Dual Class Recapitalization and Shareholder Voting Rights*, 87 Colum. L. Rev. 106 (1987), at 124.
225 加藤・前掲注（108）111 頁、得津晶「株主による議決権行使の在り方に関する会社法上の論点」公益社団法人商事法務研究会（2013 年）6 頁。Jeffrey N. Gordon, *Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, 76 Cal. L. Rev. 1 (1988) at 43.
226 他にも、集合行為問題としては、株主の「ただ乗り問題（free-rider problem）」も生じることが指摘されている。すなわち、自ら委任状闘争等の反対運動を行わずとも、他人にそのコストを負担してもらうことにより、そうした他人の行動によって結果的に利益が

さらに、ゴードンは、株主は資本増強に反対しているというよりもむしろ、無議決権株式や議決権制限株式を得ることが有利であるように思わせる方法で――ゴードンは「配当甘味料（dividend sweeteners）」と表現している――複数議決権株式が創出されているとして[227]、複数議決権株式を批判したのであった。他方、リチャード・ルバックは複数議決権株式を用いた資本再構成には、潜在的な圧力があることを強調した。すなわち、現在の「高議決権・低配当」株式から「低議決権・高配当」株式への株式交換申込みが会社から提案された場合、配当という魅力から株主はその他の選択の余地がなくなってしまう[228]。また、ルバックは、仮に、株主が議決権を放棄することに賛成する場合、当該株主は敵対的買収から得られるはずのプレミアムを失うことになりかねず、さらに会社支配権市場から隔離される（会社が敵対的買収されなくなる）ことで、更なる非効率経営から生じる損失を株主が被ることになるとした[229]。そして、複数議決権株式に反対する株主が少数派である場合、議決権の喪失は彼らの意に反することになるとしてルバックは NYSE の修正提案に反対し、現状の 1 株 1 議決権政策の維持を求めた。

NYSE の 1 株 1 議決権の原則に対する修正の動きを受け、AMEX および NASD においてもそれに対応する動きがあった。AMEX は無議決権普通株式の上場は禁止していたが、複数議決権株式の上場は条件付きで認めていたところ[230]、1986 年 12 月に複数議決権株式の上場についての条件を撤廃する内容で上場規程の変更を行うという提案を SEC に対して申し立てた[231]。一方、元々複数議決権株式の上場については何ら制限をしていなかった NASD は、NYSE と AMEX が享受している州証券法（ブルースカイロー）の適用免除を獲得するために、全証券市場に共通の 1 株 1 議決権原則の導入を求める方向に動いた[232]。

各証券市場間の話合いにより、複数議決権株式の上場について最低限の共通ルールを導入する可能性を模索して、SEC は 3 つの証券市場の間での話し合いを取り持ったが、結局、合意に至ることができなかった[233]。

3 つの証券市場間での協議が不調に終わったため、SEC が NYSE の提案を承認すれば、NYSE は他の証券取引所と効率的な競争関係に入ることはできるが、それは底辺への競争に他ならず、それを防止する為には、証券取引所法 19 条（c）[234]に定められた権限を用い

発生した場合には、その利益を享受することが出来てしまうため、自らは経営に無関心でいることの方が合理的な選択となってしまう場合も存在する。Gordon, *id.*, at 44.

[227] Disenfranchisement 1987, *supra* note 208, at 23668.

[228] *Id.* at 23669; Gordon, *supra* note 225, at 49-55.

[229] *Id.* at 23668

[230] Disenfranchisement 1987, *supra* note 208, at 23666.

[231] Self-Regulatory Organizations; Proposed Rule Change by American Stock Exchange, Inc. Relating to Issuances of Dual Classes of Common Stock With Different Voting Right, Exchange Act Release No. 23951, 52 Federal Register 1574 (January 14, 1987).

[232] Seligman, *supra* note 155, at 705-706; Stephen M. Bainbridge, The Short Life and Resurrection of Sec Rule 19c-4, 69 Washington University Law Review 575 (1991).

[233] Disenfranchisement Rule 1988, *supra* note 208, at 26377.

[234] 証券取引所法 19 条(c)「委員会は、自主規制機関の公正な運営を確保し、その規則を当該機関に適用される本法ならびに本法に基づく規則および規制の要件に合致させるために、またはその他本法の目的の推進のために必要または適当と認めるときは、規則により、（登録清算機関以外の）自主規制機関の規則を、次に定める方法により、廃棄、追加および削

て、SEC が規則を制定することが適切であると判断するに至り[235]、1988 年 7 月に複数議決権株式の発行に歯止めをかける内容の SEC 規則 19c-4 を制定した[236]。

二．SEC 規則 19c-4 の制定と The Business Round Table v. SEC 判決

（一）SEC 規則 19c-4 の制定

SEC 規則 19c-4 は、1988 年 7 月 7 日付けで施行された。その内容は、簡潔に言うと、「既存株主の 1 株当たりの議決権を無くし、制限しあるいは他の普通株式の議決権よりも減じるような株式等の発行や決定を行った場合は、当該会社の普通株式等（common stock or other equity securities）の上場を禁止する」という内容である[237]。当規則の制定にあたっての SEC の考え方は次のようなものである。

NYSE による 1 株 1 議決権の修正から生じる問題は、経営者の説明責任、敵対的買収や会社支配権の移転、多数株主と少数株主の権利、自主規制機関[238]の間での競争、証券市場の健全性といった問題にも関わりがある難解、複雑な問題である。株主から議決権を奪う行為について最低限の株主保護ルールの制定が必要である。複数議決権株式は、従来は内部者が相当の割合の株式を持っている小さめの会社が、新規上場の際に今後成長していっても創業者が経営権を維持できるようにするために発行する場合が多かった。ところが、

除（以下本項において『改正』と総称する）することができる」。日本証券経済研究所・前掲注（212）330 頁。

235 松原正至「1 株 1 議決権原則と SEC の規則制定権限　The Business Roundtable v. SEC, 905 F. 2d 406 (D. C. Cir. 1990)」岸田雅雄＝近藤光男＝黒沼悦郎〔編〕『アメリカ商事判例研究』（商事法務研究会、2001 年）238 頁。

236 Disenfranchisement Rule 1988, *supra* note 208, at 26376.

237 *Id.*

238 自主規制機関とは、証券取引所や証券業協会等を指し、ここでは NYSE, AMEX, NASDAQ を指して使われている。この議論がなされていた当時は NYSE と AMEX は法律上の証券取引所（National Securities Exchange）であったが、NASDAQ は全米証券業協会（NASD）が運営する店頭市場（Automatic Quotation System）との位置づけであったため証券取引所と呼ばれていなかった。その為 NYSE, AMEX, NASDAQ の 3 市場を包含する呼称として、自主規制機関〈SRO〉という呼称がここで用いられた。なお、NASDAQ は 2006 年に証券取引所（National Securities Exchange）になっている。また、2007 年には NYSE と NSDA の自主規制機能を統合した FINRA（Financial Industry Regulatory Authority）が自主規制機関として発足し、その後他の取引所の自主規制機能も FINRA に統合される動きにある。SEC のホームページ；日本証券経済研究所〔編〕『図説アメリカの証券市場 2013 年版』（日本証券経済研究所、2013 年）228 頁。自主規制機関ならびに自主規制の内容について、詳しくは、河村賢治「米国証券業の自主規制に関する調査・研究報告書」日本証券業協会「自主規制機関のあり方に関する検討懇談会－これまでの対応状況について〈最終報告〉」（日本証券業協会、2012 年）、王臻婷「証券市場における自主規制機関のあり方について―米国連邦証券取引委員会（SEC）による自主規制機関（SRO）に関するコンセプト・リリースを中心に―」早稲田法学会誌 58 巻 1 号（2007 年）53 頁以下、神崎克郎「証券取引の自主規制」川村正幸ほか〔編著〕『堀口亘先生退官記念　現代会社法・証券取引法の展開』（経済法令研究会、1993 年）313 頁以下参照。

大企業に対する敵対的買収が増加して、広く分散所有されている大企業が敵対的買収防衛策として複数議決権株式を発行する例が増加した。敵対的買収防衛策の導入のためにする複数議決権株式発行は、既存株主の議決権を侵害する形で行われるので、その目的を逸脱した結果をもたらすものである。そうした既存株主の議決権を減少・無効化させない形での、正当なビジネス上あるいは経済的な理由が存在する複数議決権株式の発行も、他方で存在している。集合行為問題により、株主が力を結集して会社の複数議決権株式発行提案（既存議決権の減少・無効化の提案）に反対することは困難であることを考慮すれば、株主の同意を得ても、それにより既存の議決権を減少・無効化させることを是とすることはできない。SEC が問題としているのは複数議決権株式そのものではなく、複数議決権株式の発行に伴い既存株主の議決権を減少・無効化させることである。それ故、SEC 規則 19c-4 は、既存株主の議決権を減少・無効化する複数議決権株式の発行の類型を明示したのである[239]。ただし、類型化しにくい場合や、新しい形態が現れる場合を想定し、自主規制機関が内容に応じて適切に判断できるように配慮されている。

（二）NYSE の 1 株 1 議決権政策の修正提案に関する公聴会での SEC の権限を巡る議論

前項で触れた NYSE の 1 株 1 議決権政策の修正提案について 1986 年 12 月に行われた公聴会の中で、SEC に NYSE の修正提案を承認する権限があるのかどうかという問題が議論されていた。既述のように、NYSE は新規則の制定、規則の変更、追加もしくは削除を行おうとする場合には、1934 年証券取引所法 19 条 (b) に従い、SEC にその旨の提案を行い、承認される必要がある。この点について、株主の議決権というコーポレート・ガバナンスに関わる事項の修正提案については、連邦政府の管轄事項であるのか、それとも州の管轄事項なのであるかが判然としておらず、SEC が株主の議決権のような事項に関しても規則承認権限を有しているかどうかが、当公聴会において議論された。

この問題をめぐっては、27 名が意見を戦わせた。その大部分は、SEC は NYSE の提案を否認すべきとする内容で、自主規制機関に対して統一的な規則を制定するよう要請した。ブルックリン大学のカーメル教授は、SEC は証券取引所法 19 条(c)により、自主規制機関の規則を修正する権限を有すると規定しており、この点、証券取引所における上場基準は自主規制機関の規則であることから、自主規制機関は SEC の承認なしに上場基準を変更することは出来ないと主張した[240]。また、統一基準を制定する SEC の権限は同法 14 条に規

---

239 許される複数議決権株式等の導入形態として、①新規上場時の複数議決権株式（既存の議決権を減少・無効化させることにならない）、②既存株式の議決権より議決権の少ない株式の発行、③M&A における議決権の少ない株式の発行、④株式配当による議決権の少ない株式の発行（但し、④の場合は既存株主の議決権を減少・無効化させる場合も想定されるので、自主規制機関により具体的事例毎に判断する）。禁止される複数議決権株式の導入形態として、①所有期間に応じて議決権が増加する株式（Time Phased Voting）、②最高議決権の設定（Capped Voting Plan）、③株式配当等による複数議決権株式の分配、④株式交換による既存の普通株式と議決権が異なる普通株式の発行がある。See Disenfranchisement Rule 1988, *supra* note 208, at 26383-26385.

240 Disenfranchisement 1987, *supra* note 208, at 23670.

定されている委任状に関する要件に由来しているとした上で[241]、同法 11 条(a) に従って、SEC は取引される証券が証券取引所における取引対象として適格であるかどうか判断することが出来るとした[242]。セリグマン教授は、委任状規制に内在する株主の保護と独立取締役の要件は、株主に議決権が付与されていなければ無意味な要件となってしまう点を指摘した。さらに、元 SEC 市場規制部[243]部長（former Director of the Division of Market Regulation）のアンドリュー・クラインは、証券取引所の上場・上場廃止基準は証券取引所法に従って規定された証券取引所の規則であり、SEC は常に当該基準を修正する権限を有しているとした。クラインは、詳しくは後述するが、米国法曹協会（以下、ABA とする）が主張する、証券取引所法 19 条（g）[244]は証券取引所に対して、発行者に規則を遵守させる権限を与えていないこと、並びに同法 19 条（h）は SEC に対して、発行者が規則の遵守を怠った場合の証券取引所への制裁権限を与えるものではないとの見解について指摘した。クラインは、ABA の見解は証券取引所法 19 条（g）並びに（h）の下、自主規制機関は同法および自らが制定する規則に従うことが求められているという点を無視していると反論した。従って、自主規制機関は自らの上場規則に従う義務を有し、当該規則を満たさない株式に対しては新規上場や上場継続を拒絶しなければならないと結論付けた[245]。

一方、SEC には NYSE の 1 株 1 議決権政策に係る修正案について承認する権限を有しないとして反論する者も一部存在した。彼らの主張では、議決権といったコーポレート・ガバナンスに関する事項については、伝統的に州が規律してきたのであって、証券の発行者に関する SEC の役割は情報開示要件を課すことに制限されていると主張した[246]。また、カスバウム上院議員は、州の会社設立権限のもとに会社としての地位が与えられることからして、会社の在り方に関する、本質的・根本的な事項に課せられる制限は州の責任の下で行われるべきであると主張した[247]。

反対論が展開されるなかで、最も激しい主張を行ったのが、ABA である。ABA は、SEC は NYSE および NASD に対し、1 株 1 議決権に則った上場基準を課すよう要求する権限を欠いているとし、仮に SEC が全米の証券取引所に統一的な議決権規則を課すことが出来るとしたら、それは事実上、SEC は議決権に関する連邦会社法を制定できてしまうことになると主張した。ABA の見解では、本件修正提案の承認は、証券取引所法 19 条（c）によっ

---

241 *Id.*
242 *Id.*
243 1935 年に SEC が設立された時から 1947 年までは取引・取引所部（Division of Trading and Exchange）であったが、その後 1948 年から 1962 年までは取引・取引所部（Division of Trading and Exchanges; 取引所部が複数形に変化）、1963 年から 1971 年までは先の取引・取引所部から執行部門が分離独立して市場規制部（Division of Market Regulation）となり、2007 年 11 月からは取引市場部（Division of Trading and Markets）と名称が変化している。松岡啓祐「証券市場・公開会社規制と米国 SEC（連邦証券取引委員会）の活動状況～組織改革の動向を中心として～」専修ロージャーナル 8 号（2013 年）37-38 頁。
244 Disenfranchisement 1987, *supra* note 208, at 23670 では、Section 19 (a)とされているが、正しくは Section 19 (g)である。
245 *Id.*
246 *Id.*
247 *Id.*

てSECに認められている権限を踰越する行為であると批判したのであった[248]。こうしたことから、ABAは、証券取引所の上場要件は私的契約上の合意事項であって、一般的にはSECが検閲する事項ではないと結論付けた。

この結論を補強する主張として、ABAは証券取引所法19条（g）および（h）の解釈についても触れている。同法19条（g）は証券取引所に対して、発行者に証券取引所規則を遵守させるよう強制する権限を与えていないとし、また同法19条（h）はSECに対して、発行者が証券取引所の規則を遵守しない場合に制裁を課す権限を与えるものではないとしている。

（三）SEC規則19c-4の背景と意義

SEC規則19c-4制定の検討過程で明らかにされた同規則の制定に至らしめた背景の中で、上場会社の複数議決権の発行ルールの内容に関連する部分については以下の通りである。

最近まで（敵対的買収防衛策として複数議決権株式が利用されるようになるまで）複数議決権株式は、主に比較的小規模の会社が、例えば、創業者が株式公開をする際に会社が成長しても支配権を維持できるようにするために利用していた[249]。ところが、1970年代末から1980年代半ばにおいて、買収対象が大企業に及ぶようになったことから、敵対的買収防衛策として大企業も複数議決権株式を頻繁に利用するようになったという状況変化が存在する。比較的小規模な会社が支配権を維持するために複数議決権株式を利用することについては問題視されていなかったことからも分かるように、複数議決権株式そのものが問題なのではなく、それらが発行される際に市場規律が働かなくなるような形で既存株主の議決権を侵害することが問題とされたのである[250]。

複数議決権株式の発行には正当なビジネス、経済的理由が存在する場合も多いと認識されている。例えば、ファミリー企業が新規上場で資金調達する場合、会社支配権の維持が確実であれば、積極的に新規上場による資金調達を行うだろう。それにより会社は事業資金を調達でき、議決権が劣っていることを知った上で株式を購入しているので投資家の利益を損なう訳でもない。複数議決権株式により会社支配権を確保している場合、議決権の劣る株式の公募増資での資金調達を容易に決断でき、また、投資家も議決権が劣る事実を知って株式を購入するので投資家の利益を損なうことにはならない。吸収合併の場面などで、被買収会社の株主に被買収会社の収益性等に応じた配当設定や権利付与を行う場合は、被買収会社の株主に対して議決権の劣る株式を割り当てることは、正当なビジネス上の必要性に基づくものである[251]。

複数議決権株式（disparate voting rights plans）の発行で問題になるものとしては、既存株主に対する複数議決権株式（super-voting shares or rights）の発行、議決権を多く持つ株式（higher voting shares）の株主に対する株式交換（exchange offer）を通じた無議決権株式あるいは議決権が劣後する株式（low-voting shares）の発行、最高議決権方式

248 *Id.* at 23670-23671.
249 *Id*, at 23671.
250 *Id.*
251 *Id.*

（capped voting rights plan）や保有期間が長い株式の議決権を優遇する議決権方式（tenure voting plan）の採用がある。これらの場合は、そのような議決権方式の導入により、一般株主の議決権が侵害されることになるからである[252]。

複数議決権株式の存在が株価にどのような影響をもたらすかについては様々な実証研究が行われているが、複数議決権株式が株価にどう作用するかについて、明確な結論を得ることができない[253]。

複数議決権株式（資本構造）そのものが問題なのではなく、既存の株主の議決権が侵害されるのが問題なのである。したがって、SEC は複数議決権株式が導入されるプロセスに着目して問題のある複数議決権株式を規制しようという考え方に基づいて、複数議決権株式に対する対応を行うこととした[254]。 SEC 規則 19c-4 の制定にあたって SEC が意図したのは、会社が資本構造を決めるにあたっての柔軟性は引続き許容しつつも、既存株主の議決権を侵害するような複数議決権株式（議決権の決め方）を禁じることである。株式購入時にそういう条件を考慮した上で購入している訳なので、無議決権株式や議決権の劣る株式の発行そのものを禁止しようという意図はなかった[255]。

SEC 規則 19c-4 の意義を簡潔に述べると、SEC は株主の権利保護（既存株主の議決権侵害の防止）と会社が複数議決権株式を利用する必要性を両立させることを目指して、上場会社の複数議決権株式の発行のルールを定めたものだと言える。その中で、中小ファミリー企業の資金調達において、複数議決権株式による支配権確保ができることの重要性の認識を明確に述べている点は注目に値する。また、1 株 1 議決権原則は基本的人権のような絶対原則だという考え方は採用されていないことには留意すべきである。経営支配者あるいは会社の立場と株主たる投資家の立場の利害調整を行った上で問題の取扱いを決めるという考えの中で、既存の権利（議決権）の侵害は認めないという態度を明確にし、複数議決権株式の導入プロセスに基づいて複数議決権株式の発行が既存株主の議決権を侵害するかどうかについて判断するという基本的な考え方を示した。

（四）The Business Round Table v. SEC 判決

SEC の規則制定権限をめぐる問題点が（二）で説明したように認識されていたが、こうした論争が法廷にて争われたのが、著名なビジネス・ラウンドテーブル（以下、BRT とする）対 SEC[256]である。BRT とは、日本における日本経済団体連合会に相当する一大組織であり、1972 年に設立された。BRT は米国の主要会社 200 社の CEO で構成され、その知見をもとに米国が直面している諸種の重要な課題に向き合い、研究・議論を通じて公の秩序の形成と米国経済の健全なる発展を奨励することを目的としている[257]。本判決において、

---

252 *Id.*
253 Disenfranchisement 1987, *supra* note 208, at 23672; Disenfranchisement Rule 1988, *supra* note 208, at 26381-26382.
254 Disenfranchisement 1987, *supra* note 208, at 23667, 23671-23672; Disenfranchisement Rule 1988, *supra* note 208, at 26382.
255 Disenfranchisement Rule 1988, *supra* note 208, at 26382.
256 Business Roundtable v. SEC, 905F.2d 406 (D.C. Cir. 1990).
257 BRT のホームページより活動目的を抜粋した。詳しくは、

株主間の権力配分を実質的に直接規制することは証券法第 19 条で SEC に与えられた権限を逸脱するとの理由で、SEC 規則 19c-4 は廃止とされた。

本判決に前後して NYSE と NASD は SEC との交渉を重ね、SEC 規則 19c-4 をベースにした統一規則に変更することとなった。NYSE は 1989 年 12 月[258]に、NASD は 1990 年 10 月[259]に議決権に関する上場規則の変更が SEC により認められた。さらに、1994 年には、NYSE、NASD、および AMEX は共同で最低限の議決権ルールを採用することで SEC の認可を得ており[260]、それが現在もこれらの証券取引所の上場維持条件として続いている。

第八節　新規上場時以外の複数議決権株式の発行が原則禁止となった時以降の時代（1990 年台前半以降）

前節で検討したように、上場会社による複数議決権株式の発行に関する上場規則についての SEC 規則 19c-4 を巡る動きが落ち着いた 1994 年の NYSE、NASD、AMEX による最低限の共通ルールの設定以降は、原則的に新規上場の時に複数議決権株式を既に発行している場合にのみ、複数議決権株式を持つ資本構造の会社の上場は許されるという同ルールに変わりはない。

同ルールには変わりはないものの、2004 年にグーグル社が複数議決権株式を持つ資本構造での新規上場を行って以降、ネット系企業やハイテク企業による同様の事例が増加していることもあり、複数議決権株式への注目度が高まっている。2014 年に書かれた研究資料によると、2007 年以降に新規上場で調達された資金の 35%が複数議決権株式を発行する会社によるものだという[261]。

同ルールが制定されて以降、複数議決権株式を発行している会社の新規上場は、市場における新規上場株式の販売が複数議決権株式を発行していない会社と比べて難しくなると言われていたので、複数議決権株式を発行している会社の上場事例は限られていた。ところが、2004 年のグーグルの新規上場以降は、フェイスブックなど多くのネット、ハイテク

---

http://businessroundtable.org/about を参照のこと。

[258] Self-Regulatory Organizations; New York Stock Exchange Inc.; Order Partially Approving Proposed Rule Change Relating to Amendments to the Exchange's Voting Rights Listing Standards and Listing Standards for Non-U.S. Companies as set forth in Section 313.00 and 103.00 of the Exchange's Listed Company Manual, Exchange Act Release No. 27554, 54 Federal Register 53227 (December 27, 1989).

[259] Self-Regulatory Organizations; National Association of Securities Dealers, Inc.; Order Approving Proposed Rule Change Relating to Voting Rights for Issuers Whose Securities are Listed in NASDAQ/NMS, Exchange Act Release No. 28517, 55 Federal Register 41628 (October 12, 1990).

[260] Self-Regulatory Organizations; American Stock Exchange, Inc., National Association of Securities Dealers, Inc., and New York Stock Exchange, Inc., Order Granting Approval to Rule Changes Relating to the Exchanges' and Association's Rules Regarding Shareholder Voting Rights, Exchange Act Release No. 35121, 59 Federal Register 66570 (December 27, 1994).

[261] Jason W. Howell, *Proposal: The Importance of Correctly Identifying and Classifying Dual Class Firms in the United States*, University of Denver, Daniels College of Business, Reiman School of Finance 1 (September 15th, 2014).

系企業だけでなく、様々な業種の会社を多数含む新規上場会社が複数議決権株式を発行している状況になっていると言われる。2015 年には上場 133 社のうち 13.5%以上の会社が複数議決権株式を発行していたが、2005 年にはその割合は 1%であったと言われている。年金基金などの機関投資家は複数議決権株式を発行する会社の株式には投資しないと表明していたが、実際には投資する投資家がいるので複数議決権株式を発行する会社の新規上場が続いている状況だと言える。このような現状は、議決権に投資判断を左右する価値をほとんど認めていない投資家が多数存在していることを意味している。機関投資家自身も、主張としては複数議決権株式を発行する会社の株式には投資しないと言い、会社のへの影響力を強める動きを取っているが、複数議決権株式を発行する会社の新規上場が魅力的な投資対象である場合には、議決権についてのこだわりを捨てていると思われる[262]。

第九節　小括

一．議決権の歴史のまとめ

（一）米国法の歴史のまとめ

米国における（上場会社の）議決権の歴史を辿ってきたが、そこでの議決権のあり方は、それぞれの時代の要請、即ち、会社側の必要性、投資家（資本提供者）の動機、社会経済的な必要性に応じて、歴史的な変遷を遂げてきた。州の特別法による会社の設立の時代である独立戦争後から 19 世紀半ばには、公共性の強い道路、橋梁、鉄道などの地域インフラ会社が多数を占め、特定の支配者による濫用の弊害を防止し、公共性を損なわないようにするために、議決権を制限するのが一般的であった。

建設するインフラ規模の巨大化に伴い調達資金が巨額化すると、公共性という要素は変わらないのであるが、資金提供者が出資金額に応じた支配権を与えなければ多額の出資に応じないという事情により、多額出資者（大株主）の議決権制限から 1 株 1 議決権へと議決権のあり方が変わっていった。公共性への配慮と、資金調達のための多額出資者への配慮が併存する中で、後者が優先されたのである。資金が集まらなければ何も始められないので当然の流れだと言える。また、公共性の低い利益目的の会社では、元々1 株 1 議決権が採用されることが多かった。

州の特別法による会社設立の運用においては、個人の能力以上の権力を会社に与えることは平等に反するとの意識もあり、会社の設立や活動を抑えることが求められた。ところが、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だったとの反省が生まれ、州の一般会社法による自由な会社設立に移行した。州の一般会社法では概ね 1 株 1 議決権をデフォルト・ルールとして自由な議決権設定を認めることになったが、その背景としては、①大株主の意見を反映した会社の要望、②議決

[262] Steven Davidoff Solomon, *Shareholders Vote With Their Dollars to Have Less of a Say*, The New York Times (Nov. 4, 2015), retrieved from ProQuest.

権の規制は他の方法で容易にかいくぐることが出来ること、③会社の私的性格が強まり会社内部の事項に対する公的な関心が薄まったこと、④会社間の競争激化で規制の必要性が減少したこと、⑤経営者に有利な一般会社法は州にも税収メリットを与えること、⑥柔軟な資金調達手段を会社に与えるようになり議決権に関しても 1 株 1 議決権をデフォルト・ルールとして会社の決定に委ねたこと、などが挙げられる。

州一般会社法で議決権の設定を会社の決定に委ねることが定まった後は、上場会社の議決権の設定は、証券取引所の取扱いに委ねられる問題となった。証券取引所においては特段上場会社の議決権について制限する取扱いはなかったが、時代が下って 20 世紀初めになり、無議決権株式の発行が横行するようになった。無議決権株式の大量発行により、少額の議決権株式の所有で、投資銀行などが会社の支配権を次々に獲得していく動きが生じた。元々会社を運営もしていなかった投資銀行が、会社の統合・合併などに乗じて無議決権株式を利用した資本再構成を行い、会社支配権を少ない資本で獲得していった。それに対する批判が強まったため、無議決権株式を発行する会社の上場が事実上禁止され、1 株 1 議決権の時代が到来した。元々会社を所有もしていない投資銀行が少額の資金で会社の支配権を手中に収めることは、社会的に行きすぎだと非難される状況に対応して、上場会社の株式の議決権について規制したものだと言える。この変遷は、公共性や、多額出資者の要望に基づくものではなく、社会的な非難、いわば「会社の支配権を安価に詐取」したという社会問題に対応したものであった。

1970 年代から始まる敵対的企業買収全盛の時代を迎え、敵対的企業買収対策としての複数議決権株式の大量発行時代が到来した。そこで複数議決権株式を発行している会社の上場について議論が戦わされ、既存株主の権利（議決権）を害する複数議決権株式の発行を上場会社には認めないこととされた。ただし、新規上場時点で複数議決権株式を発行している会社は、新しい株主は複数議決権株式の存在を承知の上株式を購入し、既存の権利を害される訳ではないので、その上場は認められることとなった。ここでは敵対的企業買収対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）の必要性があり、その一方で、それを認めると既存株主の権利が侵害されるという問題があり、その 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。

（二）米国法の歴史の評価

歴史の初期に議決権制限の時代があるが、これは大株主や会社支配を目論む者の立場から捉えると支配権の獲得を妨げる議決権方式であり、支配権維持を可能にする複数議決権株式とは対極に位置するものである。沿道・沿線事業者や地域住民などの公共の便益を妨げないという目的のために議決権が制限されたという意味では、便益を享受する地域の社会経済の妨げにならないように、逆に言うと、便益を享受する地域の社会経済のプラスになるように議決権を定めたと評価することが出来るであろう。実際、道路や橋梁など地域のインフラを提供する独占会社とその地域の農家や地主などの事業者との繋がりが指摘されており、地域の事業者等はそのような会社の株式を購入することで資金を提供し、同時にそのインフラ・サービスの利用を含む様々な恩恵を受けていたと言われた。この様な地域事業者等と地域密着型インフラ会社との互恵関係を維持するためには、当該会社の支配

権が競合他社の手に移らないように議決権を制限する必要があったのである。

その後、公共の便益に供するというより純粋に営利目的で事業活動を行う会社の増加、あるいは、多額の資本が必要で純粋に営利を求める投資家からも資金調達する必要がある場合の増加に伴い、利用者ではない投資家を引きつけるため、あるいは、高収益を求めて集まった投資家たちの支配権への欲求により、1 株 1 議決権が一般的になった。1 株 1 議決権はより多くの資本を提供した者がより多くの発言権を持つ議決権の付与方法で、守るべき公共の便益がなければ最も自然な形の議決権方式だと評価することが出来るであろう。逆に、株式による資金調達が拡大することは、会社規模の拡大や経済発展にとって重要であり、公共の便益（利益）に合致すると考えれば、1 株 1 議決権は株式による資金調達の拡大にとって必要な議決権方式であり、新しい公共の便益（株式による資金調達の拡大）のために 1 株 1 議決権が一般化したと評価することも可能であろう。

州の特別法による会社設立の時代は以上の様に評価されるが、州の一般会社法に移行して、1 株 1 議決権をデフォルト・ルールとする 1 株 1 議決権が一般化して、株式の議決権の配分が会社の決定に委ねられる過程の評価は以下の通りである。すなわち、会社設立の特許主義が、手続きに関連する政治の腐敗や会社に独占的特権を与えて個人が自由に会社を設立する機会の収奪をもたらしたことから、準則主義の州一般会社法による会社設立に移行した。そして、大株主の要望、議決権の規制は実効のある規制が難しいという現実、会社の公的性格が薄れ私的なものになったこと、会社間競争の激化、州政府間の会社設立獲得競争もあり柔軟な資金調達手段を会社に与える方向に動いたことなどの背景から、州一般会社法では会社が議決権を自由に決めることが出来るという形で定まっていった。

米国の州一般会社法で 1 株 1 議決権をデフォルト・ルールとする会社による自由な議決権設定が定まるまでの歴史の変遷は、「原理原則」に基づくものではなく、大株主の要望、会社を巡る環境変化、州政府間の競争といった要因により定まったと評価することが出来る。

州会社法で、会社に議決権の決定を委ねた後は、上場会社の議決権は証券取引所の判断によることになったが、当初は特に上場会社の議決権を規制する取扱いはなかった。1800 年代半ばまでは、株式の保有はそれほど分散されておらず、会社規模は比較的小さかったので、株主と会社の関係はより密接であり、議決権は株式に付随する固有の権利であり排除することは出来ないと考えられていた。その後、会社規模の拡大と共に株式の分散所有が進み、議決権に無関心な一般投資家たる株主が多数を占める状況になった。当初、優先株にも議決権があるのが一般であり、無議決権株式はほとんど見られなかったが、このような株主構成の変化を背景に、1910 年以降、無議決権株式が次第に増加した。債券の利息・株式の配当についての税制、超過利得税制の存在が、株式による資金調達を後押しした面もあった。第一次世界大戦による好景気で会社収益が拡大し、株価が高騰したことで投機的な投資家が多数生まれたという状況も存在した。1921 年のデフレ時には株価が下落し、株価の額面以下への下落により若干優先性を持たせるだけの無議決権株式が多数発行される状況が生じた。また、その後株価は上昇を続けたこともあり、無議決権株式により資金調達し支配権を維持しようとする動きが広がり、1920 年代の無議決権株式全盛の時代を迎えた。そうした中で、主に投資銀行が非常に小さな出資金で会社支配権を獲得・行使する状況が現れ、そのような行き過ぎた状況に対する社会的な非難が高まった結果、それに対

応する形で当時の主要株式市場である NYSE において 1 株 1 議決権の基本が確認された。一方、比較的小規模な会社が多く規模的にも小さい AMEX にはそうした規制は波及しなかった。また、1956 年にフォード社が支配ファミリーの議決権を 40%維持できる複数議決権株式を発行して NYSE での株式公開が認められるなどの例外も存在したが、NYSE による理由説明は行われていない。ただ、フォード社が 1 株 1 議決権から乖離した複数議決権株式を発行して株式公開したことについて、大きく社会的に非難されたという情報はないと思われる。フォードはフォード・ファミリーが創業し育ててきた会社であり、そのフォード・ファミリーが支配権を維持することについては大きな社会的非難の対象となる事象ではないとの判断で、上場が容認されたと評価することが出来るであろう。

1980 年代に敵対的企業買収の激増を背景に、買収防衛策としての複数議決権株式の利用ニーズが高まり、NYSE も AMEX や NASDAQ のように複数議決権株式の発行を広く認める動きに出て、最終的には新規上場の際に複数議決権株式を発行している場合には上場を認めるが、上場会社が新たに複数議決権株式を発行することは原則的に認めないとの上場ルールが NYSE、AMEX、NASDAQ において導入された。ここでは、既存株主の権利を侵害しないということが、複数議決権株式の発行を認めるかどうかの判断基準とされた。

会社のガバナンスを定めるのは州法であり、州法においてはデフォルト・ルールとしては 1 株 1 議決権が一般的だが、定款で異なる議決権方式を定めることが出来るとされている。すなわち、議決権については定款で自由に定めることができるようになっている。この基本に従い設立されている会社が株式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造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、必要な範囲で上場規則において議決権の扱いについて定めてきたと全体として評価することが出来ると考える。そして会社法、証券取引所規則の議決権に纏わる歴史的な変遷は、「原理原則」にしたがって起こった訳ではなく、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、などから発生した問題への現実的な対処として起こってきたと評価される。

二. SEC 規則 19c-4 を巡る議論の整理・評価

歴史を通じて積み上げられた 1 株 1 議決権の原則に対する考え方、複数議決権株式に対する考え方は、1980 年代半ば以降の NYSE の 1 株 1 議決権原則の修正の動きから SEC 規則 19c-4 の制定を巡る動きの中で戦わされた、上場会社の複数議決権株式についての賛成論、反対論（SEC の権限についての議論は除く）の中に、集約されていると言える。

そこで以下において、SEC 規則 19c-4 の制定についての SEC のリリース[263]から、上場会社の複数議決権株式の発行に関する賛成論、反対論を整理・検討・評価することとする。

（一）ガバナンス体制への影響に関する議論

複数議決権株式が、株主による監視と会社支配権市場から、経営者を保護・隔離するた

[263] Disenfranchisement 1987, *supra* note 208, at 23665-23678.

めに使われると、支配株主たる経営者は、株主に対して説明責任を果たすことなく意思決定することが可能となるので、会社の利益・株主の利益より自分（経営者）の利益を優先する非効率的経営につながる。さらに、それが投資家の株式市場への信頼を揺るがせて、株式市場からの資金の引き上げにも繋がりかねないとの指摘がある[264]。

それに対し、2 人以上の独立取締役の任命義務、独立取締役のみによる監査委員会の設置義務などの規制面での変化による上場会社のガバナンス体制の充実や[265]、会社情報開示の充実・改善により、投資家保護にとって 1 株 1 議決権の原則の重要性は低下しているとの状況変化を指摘する声が存在する[266]。

確かに複数議決権株式により経営者が株主・会社支配権市場の監視から保護・隔離され、それが非効率的経営につながる可能性があることは事実であり、独立取締役や会社情報開示によるガバナンス体制の充実・改善がその問題を完全にクリアする訳ではないが、そのような充実・改善は隠れて非効率的経営を行う事態に対する歯止めになっていると評価することが出来るであろう。

（二）買収防衛策になることの是非に関する議論

複数議決権株式を導入すれば、外部の者が経営権を獲得する敵対的買収の可能性がなくなるから、買収時の支配権プレミアムを株主が享受できなくなるとの主張がある[267]。

一方、上場会社としては、複数議決権株式を買収防衛策として導入したいという要望が存在する[268]。会社支配権を持つ経営者などが複数議決権株式を持つことは、非常に有効性の高い買収防衛策なので、1 株 1 議決権原則に基づき複数議決権株式の導入を認めないことは、経営陣が敵対的買収に対抗する際に理不尽な足かせになると主張される[269]。

敵対的企業買収に対する恐れが大きければ、株価を維持・上昇させるために、短期的な株価上昇に関心を持つ投資家に引きずられて経営の関心が短期的な収益に向かいがちになり、中長期的な経営にとってマイナスになる。こうしたマイナスの作用を及ぼしがちな敵対的企業買収に対してはネガティブな見方が多いこともあり、敵対的企業買収防衛策そのものに対しては、否定的な見方は少ないという状況が存在する。複数議決権株式の導入により買収プレミアムを享受できなくなるのは事実だが、その可能性はどこまで保護すべきものなのか、あるいは、元々期待していた可能性は保護すべきだが元々可能性がないと分かっていた場合にもその可能性を与えなければならないものなのか、買収防衛策そのものに対する考え方も踏まえて評価すべきであると考える。

---

264 *Id.*, at 23668; Disenfranchisement Rule 1988, *supra* note 208, at 26378.
265 Disenfranchisement 1987, *supra* note 208, at 23666; Disenfranchisement Rule 1988, *supra* note 208, at 26377.
266 *Id.*
267 Disenfranchisement 1987, *supra* note 208, at 23668; Disenfranchisement Rule 1988, *supra* note 208, at 26377-26378.
268 Disenfranchisement 1987, *supra* note 208, at 23666; Disenfranchisement Rule 1988, *supra* note 208, at 26377.
269 *Id.*

（三）導入についての株主の承認に関する議論

複数議決権株式の導入に株主の決議（同意）を求めても、会社（経営者）側は様々な方法を使って株主の同意を得ることが可能で、同意が会社（経営者）の権利濫用により得られる場合が多い。つまり、会社（経営者）は、議案書の内容を導入賛成へ誘導するように作成したり、会社の年金資産運用担当者に賛成投票をさせるように圧力をかけることにより、賛成票を獲得するのに謂わば事実上の強制力を行使できる。例えば、複数議決権株式を配当は高いが議決権が劣る株式に交換するという提案があれば、一般株主はその提案を受け入れない訳にはいかないだろう。本章第七節第一項で説明した集合行為問題も、株主の同意があればいいという訳ではないという考えをサポートするものである(株主の賛成があればいい、との意見に対する反論となる)。[270]

一方、株主により承認された複数議決権株式は許容されるべきであるとの主張もある[271]。

株主の同意を得る手続きにおいて、会社（経営者）側が事実上の強制力を行使できることに鑑みれば、株主の同意があれば問題なしとすることは出来ないとの結論を是とすべきであろう。

（四）株主の権利・利益を侵害するとの議論

議決権は株主が自らの権利を守るために保有する重要な手段の 1 つなので、議決権を稀薄化させる複数議決権株式の発行は問題だとする主張がある[272]。

複数議決権株式の発行は既存株主の議決権を侵害することもあるが、複数議決権株式そのものが既存株主の議決権を侵害するわけではなく、正当なビジネス上、経済的理由のある複数議決権株式の発行も存在する、との部分的な賛成論がある[273]。

また、複数議決権株式の導入が株価にマイナスの影響を与えるとは実証的には言うことができないので、複数議決権株式の発行が株主の利益を侵害するとは直ちに言うことはできないとされている[274]。

株主の（経済的）利益を侵害するとの主張については、どちらともいえない状況である。議決権は株主が自らの権利を守る重要な手段であることに異論はないが、複数議決権株式の存在が株主の議決権を侵害するのかどうかについてはケース・バイ・ケースで異なり、また、ビジネス的・経済的に正当で合理的な理由を持つ複数議決権株式の発行が存在することは事実であり、複数議決権株式の発行の是非を検討する際にはこれらの点について斟酌する必要があると言えよう。

---

[270] Disenfranchisement 1987, *supra* note 208, at 23666.; Disenfranchisement Rule 1988, *supra* note 208, at 26381.
[271] Disenfranchisement Rule 1988, *supra* note 208, at 26379.
[272] Disenfranchisement Rule 1988, *supra* note 208, at 26379.
[273] *Id.*, at 26381.
[274] Disenfranchisement 1987, *supra* note 208, at 23667.

（五）まとめ

（一）から（四）で述べたように、複数議決権株式に関係する論点については、複数議決権株式をネガティブに捉える意見と、ポジティブにサポートする意見やネガティブな意見に対する反論が存在する。複数議決権株式は確かに買収防衛策になるが、敵対的買収が事実上出来なくなることで、支配権市場という市場規律が経営者に対して働かなくなることで、ガバナンス体制へのマイナスの影響が生じることになる。しかし、敵対的買収に対する懸念がなくなることで、経営者は短期的な株価上昇のための短期的な収益に関心の比重を置くのではなく、中長期的な展望を見据えた経営を行い易くなるというプラスの効果を期待することが出来る。複数議決権株式が既存株主の権利（議決権）を侵害するかどうかはケース・バイ・ケースだが、株価を通じて株主の経済的利益を侵害するかどうかについては不明確である。また、敵対的買収による株価上昇は、株価を通じた株主の経済的利益でもあり、複数議決権株式によりその可能性が事実上消滅するのである。

これらの視点とは一線を画する見解として、複数議決権株式を利用したファミリー支配権の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、支配株主ファミリーが事業拡張資金を調達する際、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は必要であるとの認識がある[275]。これは米国では一般的な認識であるが、複数議決権株式は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する意見も存在する。

事業の特殊性に着目した見解として、マスコミの報道の自由を守るために必要との主張がある[276]。この主張は新聞社による複数議決権株式の導入理由として一般論として言われているが、新聞社の支配ファミリーが支配権を維持したいとする目的を報道の自由にすり替えたものとも考えられる。何故なら、報道の自由あるいは言論の自由が保護されるべき相手方として想定されているのは国家権力だからである。

会社経営の効率性確保の観点からであるが、上場会社は資本調達および会社買収時の組織体制の決定についての柔軟性を確保すべきで、複数議決権株式の採用も柔軟性確保のためには必要で、それにより会社毎に場合に応じた最適な対応が可能になるとの主張がある[277]。また、複数議決権株式の利用により、会社買収時にスムーズな被買収会社の吸収を可能にすることもある[278]（1984 年の GM のケース[279]）。

さらに、新たな投資機会を創出するとして、複数議決権株式を評価する見解もある。すなわち、複数議決権株式の発行に伴い議決権は少ないが配当の大きい株式を発行する場合もあり、また、複数議決権株式がなければ上場しない中小規模の会社もあるので、複数議決権株式の存在は、新たな株式投資の機会を創出するというプラスが期待されるというこ

---

275 *Id.* at 23665-23678.
276 *Id.* at 23667.
277 Disenfranchisement 1987, *supra* note 208, at 23666; Disenfranchisement Rule 1988, *supra* note 208, at 26377.
278 *Id.*
279 松原・前掲注（174）119 頁。

とである[280]。

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言うことが出来るだろう。

[280] Disenfranchisement 1987, *supra* note 208, at 23666; Disenfranchisement Rule 1988, *supra* note 208, at 26377.

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

第一節　米国の上場ファミリー中堅企業データ 3

一．米国の上場ファミリー中堅企業データベースの選定 3

二．本論文における選定データの内容 4

（一）アンダーソン・デル・リーブのファミリー企業データベースの作成方法 4

（二）アンダーソン・デル・リーブのファミリー企業データベースにおけるデータの内容 5

（三）アンダーソン・デル・リーブのファミリー企業データベースからのデータの絞り込み（デュアル・クラスを持つファミリー中堅企業の抽出） 6

第二節　複数議決権株式を発行する（デュアル・クラスの）上場ファミリー中堅企業の概要およびデュアル・クラスの概略 9

1．ナコ・インダストリーズ社（NACCO Industries, Inc.） 9

2．ジ・イー・ダブリュー・スクリップス社（The E. W. Scripps Company） 12

3．ピーエイチアイ社（PHI Inc.） 15

4．サンフィリッポ・ジョン・ビー・アンド・サン社（Sanfilippo John B. & Son Inc.） 17

5．ハバーティー・ファーニチャー社（Haverty Furniture Companies, Inc.） 20

6．1-800 フラワーズ・コム社（1-800 FLOWERS.COM INC） 22

7．アルバニー・インターナショナル社（Albany International Corp.） 25

8．タカムサ・プロダクツ社（Tecumseh Products Company） 27

9．コベナントゥ・トランスポーテーション・グループ社（Covenant Transportation Group, Inc.） 29

10．リー・エンタープライジーズ社（Lee Enterprises, Incorporated） 31

11．インターナショナル・スピードウェイ社（International Speedway Corporation） 34

12．トッツィー・ロール・インダストリー社（Tootsie Roll Industries, Inc.） 37

13．ワールド・レスリング・エンターテインメント社（World Wrestling Entertainment, Inc.） 39

14．グレー・テレビジョン社（Gray Television, Inc.） 41

15．ラジオ・ワン社（Radio One Inc.） 44

16. ジョンソン・アウトドアーズ社（Johnson Outdoors Inc.） 47
17. クラウン・メディア・ホールディングス社（Crown Media Holdings, Inc.）. 49
18. ザ・ディクシー・グループ社（The Dixie Group, Inc.） 51
19. エンターコム・コミュニケーションズ社（Entercom Communications Corp.） 53
20. セイラム・メディア・グループ社（Salem Media Group, Inc.） 56
21. エントラビジョン・コミュニケーションズ社（Entravision Communications Corporation） 58
22. バイコー社（Vicor Corporation） 61
23. スパニッシュ・ブロードキャスティング・システム社（Spanish Broadcasting System, Inc.） 63
24. マーサ・スチュアート・リビング・オムニメディア社（Martha Stewart Living Omnimedia, Inc.） 65
25. サガ・コミュニケーションズ社（Saga Communications, Inc.） 67
26. コンプエックス・インターナショナル社（CompX International Inc.） 69
第三節　複数議決権株式を発行する（デュアル・クラスの）上場ファミリー中堅企業の複数議決権株式の内容等に関する開示 71
第四節　小括 76

第一節　米国の上場ファミリー中堅企業データ

一．米国の上場ファミリー中堅企業データベースの選定

本稿は、複数議決権株式を発行しているファミリー中堅企業の上場について議論するものであるから、米国における上場ファミリー中堅企業を抽出して、具体的な事例について分析・研究を行いたい。そこでまず問題になるのが、上場会社の中からいかにしてファミリー企業を抽出するかである。逆に言うと、ファミリー企業の定義を如何に行い、如何にそれに該当する会社を公開データから選り分けていくかということである。

ファミリー企業とは、日本語では一般に同族企業と呼ばれ、法人税法上の同族企業は一定の範囲内の親族の持ち株割合という形で明確に定義されているが[1]、一般的な意味での同族企業についての定義はない。資産管理会社を含む一定の親族の持ち株割合がある程度あり、経営者がその親族の中から出ている会社という程度の認識が一般的だと思われる。一定の持ち株割合とは何パーセントか、トヨタは同族企業なのか、村田製作所は同族企業なのかと言えば、明確なルールは存在しない。

米国においてもその状況は同じであり、研究者によりファミリー企業の定義には差異がある。米国のファミリー企業研究においては、ファミリー企業という概念自体が定量的に定義されていない中で、公開された上位株主名簿の株主名などからファミリー持ち株割合を算出し、ファミリー企業を抽出して研究している。ファミリー企業研究におけるファミリー企業の抽出については、このような手作業が伴うが故に完全なファミリー企業データベースというものは存在しない。本稿はファミリー企業の経済学的な研究を目的とするものではないので、既存の研究で公開されているファミリー企業データの中から、複数議決権株式を発行している上場会社について分析する上で最も適切と思われるデータベースを選択することにより、米国における上場ファミリー企業を抽出することとする。

米国のファミリー企業研究者及びインターネットなどから情報収集した結果、以下の 2 つの既存のファミリー企業データの存在が明らかになった。1 つは、ビジネス・ウイークが 2003 年に S&P500 社を対象にファミリー企業を調査したデータである[2]。もう一つは、2009 年に公表された Ronald C. Anderson, Augustine Deru, David M. Reeb の 3 者による共同研究の中で公開されているファミリー企業データ（以下、アンダーソン・デル・リーブのファミリー企業データベースとする）である[3]。前者の対象会社は大企業を中心とする 500 社であるのに対し、後者の対象会社は大企業を含むものの 2,000 社と多数にのぼるので、後者の方が本稿のテーマであるファミリー中堅企業のデータをより多く含んでいると推測されることから、後者のデータを本稿でのベースとして利用することとする。

---

[1] 法人税法二条十号及び法人税法施行令 4 条参照。

[2] Business Week online (November 10, 2003), Family, Inc..

[3] Anderson, R., Duru, A., Reeb, D., *Founders, heirs, and corporate opacity in the United States*, J. Financ. Econ. 92 (2009), at. 205-222; Anderson, R., Reeb, D., Zhao, W., *Family-controlled firms and informed trading: Evidence from short sales*, J. Financ. 67 (2012), at. 351-385; Data spread-sheet is available at http://www.ronandersonprofessionalpage.net/data-sets.html .

二．本論文における選定データの内容

以下では、(一) アンダーソン・デル・リーブのファミリー企業データベースの作成方法、(二) アンダーソン・デル・リーブのファミリー企業データベースにおけるデータの内容、(三) アンダーソン・デル・リーブのファミリー企業データベースからのデータの絞り込み（デュアル・クラスを持つファミリー中堅企業の抽出）を行い、しかる後に第二節において、抽出された上場ファミリー中堅企業の概略およびデュアル・クラスについて説明する。

(一)アンダーソン・デル・リーブのファミリー企業データベースの作成方法

アンダーソン・デル・リーブのファミリー企業データベースにおけるデータ抽出の方法は、以下の通りである。上から下の記載内容の順にデータ作成を行っている。

- CompStat というデータベースから 2001 年時点で総資産額データが存在する全上場会社を抽出
- 規制業種である公益事業を除外（具体的には、SIC コード 4812, 4813, および 4911～4991 を除外）
- 金融会社を除外（具体的には SIC コード 6020～6799 を除外）
- 外国会社を除外
- マスター・リミテッド・パートナーシップとして上場されている会社を除外（該当 21 社）
- 株価が 0.25 米ドル未満の会社を除外
- 残った会社の中から、総資産規模で上位 2,000 社を分析データベースとする
- さらにファミリー所有（創業者または承継者の保有）株式データを 2001 年から 2010 年の 10 年分の各会社の委任状説明書（proxy statement）と年次報告書（Form 10-K）から集計。本データベースにおけるデータが、生き残った会社に偏らないようにするために、一旦途中の年度に対象からはずれても条件が満たされれば再度データに取り入れている。2001 年時点での対象会社数は 2,000 社であり、観察期間 10 年間の延べ観察会社数は 16,200 社となった。

注 1: ファミリーによる承継の確認は、ReferenceforBusiness.com.、FundingUniverse.com.、および各社ウェブサイトにて行った。
注 2 : ファミリーが株式の 5%以上保有する会社をファミリー企業とした。デュアル・クラスの有無についても表示した。
注 3 : ファミリーの持株比率の計算には、財団による株式保有は含めていない。財団が大株主となっている場合も幾つかはあるが、財団の目的としては、金銭的、経済的にファミリー・メンバーに利益を与えることではなく、公益の促進が謳われているからである。

（二）アンダーソン・デル・リーブのファミリー企業データベースにおけるデータの内容

アンダーソン・デル・リーブのファミリー企業データベースの 10 年間の延べ観察会社数は 16,200 社であるが、その中でファミリー企業およびデュアル・クラスを持つ会社の割合は次の通りである（表 1）。ファミリー企業は 5,593 社で全体の 34.5%、デュアル・クラスを持つ会社は 1,671 社で全体の 10.3%を占める。デュアル・クラスを持つ会社のうちファミリー企業は 1,463 社で、デュアル・クラスを持つ会社の 87.5%がファミリー企業である。また、ファミリー企業の 26.1%がデュアル・クラスを持つ会社となっている。

	デュアル・クラス	シングル・クラス	合計
ファミリー企業	1,463 社	4,130 社	5,593 社
非ファミリー企業	208 社	10,399 社	10,607 社
合計	1,671 社	14,529 社	16,200 社

〔表 1〕　アンダーソン・デル・リーブのファミリー企業データベースにおけるファミリー企業／非ファミリー企業、デュアル・クラス／シングル・クラスの区分による観察データ数分布[4]

アンダーソン・デル・リーブのファミリー企業データベースにおける会社について、10 年間の延べ観察会社数ではなく、単なる会社数に着目してデータの内容を見てみる。年度によりファミリー企業に該当するかどうか、デュアル・クラスを持つか持たないか変化が生じることになる点を踏まえて以下の表に会社数の分布をまとめた。

	常に デュアル・クラス	常に シングル・クラス	ある時期 デュアル・クラス 資本構造	合計
常に ファミリー 企業	163 社	415 社	10 社	588 社

[4] アンダーソン・デル・リーブのファミリー企業データベースより筆者が作成。

常に 非ファミリー 企業	19 社	1,132 社	22 社	1,173 社
ある時期 ファミリー企業	4 社	217 社	18 社	239 社
合計	186 社	1,764 社	50 社	2,000 社

〔表 2〕アンダーソン・デル・リーブのファミリー企業データベースにおけるファミリー企業／非ファミリー企業、デュアル・クラス／シングル・クラスの区分による会社数分布[5]

以上の分布から大まかに言えることは、次の通りである。①上場会社の 3 社に 1 社がファミリー企業である。②ファミリー企業の 4 社に 1 社がデュアル・クラスを採用している。③デュアル・クラスを採用している会社は大多数（9 割近く）がファミリー企業である。

（三）アンダーソン・デル・リーブのファミリー企業データベースからのデータの絞り込み（デュアル・クラスを持つファミリー中堅企業の抽出）

デュアル・クラスを持つファミリー中堅企業をアンダーソン・デル・リーブのファミリー企業データベースから抽出するにあたり、2014 年末に上場されていることを条件にすることとした[6]。2001 年の観察開始初年度には対象会社数は 2,000 社であったが、観察期間の最終年 2010 年に上場されている会社数は 995 社であり、さらに 2014 年末に上場されている会社数は 873 社（売上データがない会社を除く）であった。上場会社でなくなった会社数が非常に多いため、該当会社の上場廃止理由を調べたところ、買収合併による上場廃止が約 720 社、上場財務基準抵触を含む資本不足等の財務上の理由による上場廃止が約 70 社、倒産による上場廃止が約 60 社、株価が低すぎることによる上場廃止が約 40 社などとなっていた。

本論文におけるデュアル・クラスを持つファミリー中堅企業の具体的な絞り込みの過程は、以下の通りである。

- アンダーソン・デル・リーブのファミリー企業データベースの対象会社 2,000 社の内、2014 年末に上場されていて、かつ、2014 年の売り上げデータが存在する会社を抽出（結果は 869 社）
- そのうち観察期間中、少なくともある時期ファミリー企業でありかつ少なくてもある時期デュアル・クラスを持ったことがある会社を抽出（結果は 95 社）
- そのうち観察期間中、常にファミリー企業でありかつデュアル・クラスを維持していた

[5] アンダーソン・デル・リーブのファミリー企業データベースより筆者が作成。
[6] 本論文で分析を行うためには、個別の会社情報を得る必要があるため、2014 年末に上場されているという条件で抽出した。

会社を抽出（結果は 77 社）

・ そのうち 2014 年の売り上げが 100 百万米ドルから 1,000 百万米ドル（1 米ドル＝120 円で日本円換算すると 120 億円から 1,200 億円）[7]の会社を抽出（結果は 26 社）

以下の表が抽出結果をまとめたものである。これらが、本稿で取り上げる米国の上場ファミリー中堅企業のサンプルの基礎となる会社である。

ティッカー	会社名(銘柄名)	業種	2014 年 売上高 (百万米ドル)	上場日
NC	NACCO INDUSTRIES -CL A	Household Appliances	896.8	1961/9/13
SSP	EW SCRIPPS -CL A	Radio and Television Broadcasting	869.1	1996/11/14
PHIIK	PHI INC	Air Transportation, Nonscheduled	836.3	1981/4/7
JBSS	SANFILIPPO JOHN B .& SON Inc.	Sugar and Confectionery Products	778.6	1991/12/4
HVT	HAVERTY FURNITURE	Furniture and Homefurnishings Stores	768.7	1977/9/1
FLWS	1-800-FLOWERS.COM	Retail Stores	756.3	1999/8/3
AIN	ALBANY INTL CORP -CL A	Broadwoven Fabric Mills, Manmade	745.3	1987/9/30
TECUA	TECUMSEH PRODUCTS CO -CL A	Refrigeration and Service Machinery	724.4	1972/12/14
CVTI	COVENANT TRANSPORTATION GRP	Trucking & Courier Services, Ex. Air	719.0	1994/10/28

[7] 中堅企業という意味でこの売上金額の範囲内に絞った。中堅企業の定義が存在する訳ではないので、筆者の経営する会社の売上げを基準とすることとし、10 年前に 100 億円、現在 200 億円、今後中期で 500 億円、長期で 1,000 億円を目指すという状況と、売上金額 1,000 億円が大企業の下限と考えているため、こうした金額設定とした。

LEE	LEE ENTERPRISES INC	Newspapers	656.7	1970/3/17
ISCA	INTL SPEEDWAY CORP -CL A	Commercial Sports	651.9	1996/11/5
TR	TOOTSIE ROLL INDUSTRIES INC	Sugar and Confectionery Products	543.5	1925/12/31
WWE	WORLD WRESTLING ENTMT INC	Motion Picture Production & Services	542.6	1999/10/19
GTNA	GRAY TELEVISION INC	Radio and Television Broadcasting	508.1	1972/12/14
ROIA	RADIO ONE INC	Radio and Television Broadcasting	441.4	1999/5/6
JOUT	JOHNSON OUTDOORS INC -CL A	Misc. Electrical Equipment & Supplies	425.4	1987/10/9
CRWN	CROWN MEDIA HOLDINGS INC	Cable and Other Pay TV Services	415.6	2000/5/4
DXYN	DIXIE GROUP INC	Carpets and Rugs	406.6	1986/11/25
ETM	ENTERCOM COMMUNICATIONS CORP	Radio and Television Broadcasting	379.8	1999/1/29
SALM	SALEM COMMUNICATIONS CORP	Radio and Television Broadcasting	266.5	1999/7/1
EVC	ENTRAVISION COMMUNICATIONS	Radio and Television Broadcasting	242.0	2000/8/2
VICR	VICOR CORP	Electronic Components and Accessories	225.7	1990/4/3
SBSA	SPANISH BROADCASTING SYS INC	Radio and Television Broadcasting	146.3	1999/10/28

MSO	MARTHA STEWART LIVING OMNIMD	Life style products	141.5	1999/10/19
SGA	SAGA COMMUNICATIONS -CL A	Radio and Television Broadcasting	134.0	1993/3/1
CIX	COMPX INTERNATIONAL INC	Cutlery, Handtools, and Hardware	103.8	1998/3/6

第二節　複数議決権株式を発行する（デュアル・クラスの）上場ファミリー中堅企業の概要およびデュアル・クラスの概略

本節においては、前節で抽出したデュアル・クラスを持つ上場ファミリー中堅企業の概要等について会社毎に見ていくこととする。

また、抽出した 26 社の上場ファミリー中堅企業の中で、上場時および 2014 年度決算の開示情報を EDGAR にて入手できる 9 社[8]については、会社の概要等に加えてその発行する複数議決権株式の内容の概略も併せて紹介する。

1. ナコ・インダストリーズ社（NACCO Industries, Inc.）

売上（1）	896.8 百万米ドル（2014 年）
従業員数（2）	4,000 人
設立（2）	1913 年
上場（1）	1961 年
上場市場（3）	ニューヨーク証券取引所
事業内容（3）	ホールディング・カンパニーであり、子会社を通じ石炭の採掘販売を中心とする鉱業、小型電気製品、専門小売店の展開を行っている。1985 年までは石炭の採掘・販売のみ行ってきたが、1980 年代の後半から、原材料の取扱い、コーヒーメーカーやアイロンなどの小型電気製品の製造販売、キッチン用品の専門小売店の展開を次々に開始した。売上構成比は、鉱業 19%、小型電気製品 62%、専門小売店 19%。
株式発行状況 （3）（4）	発行済普通株式数は約 7,184 千株で内訳は A 種普通株式：約 5,611 千株 B 種普通株式：約 1,573 千株

[8] 1-800 フラワーズ・コム社、インターナショナル・スピードウェイ社、ワールド・レスリング・エンターテインメント社、ラジオ・ワン社、エンターコム・コミュニケーションズ社、セイラム・メディア・グループ社、エントラビジョン・コミュニケーションズ社、スパニッシュ・ブロードキャスティング・システム社、コンプエックス・インターナショナル社の 9 社。

<table>
<tr><td></td><td>上場は A 種普通株式のみ
各種類株式の議決権数
A 種普通株式：1 株につき 1 議決権
B 種普通株式：1 株につき 10 議決権
B 種普通株式は 1986 年にホールディング・カンパニーを設立する際に当時の株主に対して配当の形で発行された。</td></tr>
<tr><td>主要実質株主（4）</td><td>B 種普通株式の主要株主
<table>
<tr><th>氏名</th><th></th><th>実質保有[9]株数（千株）</th><th>種類内占率（%）</th><th>総議決権数に対する占率（%）</th></tr>
<tr><td>Alfred Marshall Rankin Jr. Chairman, Chief Exec. Officer, President, Chairman of Executive committee</td><td>B 種普通</td><td>812</td><td>51.6%</td><td>38.0%</td></tr>
<tr><td>David B.H. Williams Director</td><td>B 種普通</td><td>776</td><td>49.4%</td><td>36.4%</td></tr>
<tr><td>John C. Butler Jr. Chief Administration Officer, SVP of Finance,中核子会社の CEO</td><td>B 種普通</td><td>776</td><td>49.4%</td><td>36.4%</td></tr>
<tr><td>取締役・経営幹部合計(*)</td><td>B 種普通</td><td>846</td><td>53.8%</td><td>39.6%</td></tr>
</table>
（*）合計が単純合計を超えるのは、実質株主（beneficially owned）の株数カウントに重複があるためである。

A 種普通株式の主要株主
<table>
<tr><th>氏名</th><th></th><th>実質保有株数</th><th>種類内占率</th><th>総議決権数に対す</th></tr>
</table></td></tr>
</table>

[9] 委任状説明書（Proxy Statement）においては、beneficial ownership として大株主、役員、経営層の株式保有状況が記載されている。本稿では、beneficial ownership を実質保有と訳している。beneficial ownership の内容は 1934 年証券取引所法の Rule 13d-3 に規定されている。すなわち、「直接または間接（契約、協定、覚書、関係などを含む）に議決権（投票する、あるいは、投票を指図する実質的な影響力を行使できる場合を含む）、あるいは、株式を処分あるいは処分を指図する実質的な決定力を、保有あるいは共有している者を beneficial owner としている。」「60 日以内に beneficial ownership を得る権利を持つ場合も、その株式の beneficial owner とされる。」この他にも詳細に規定されているが、A が保有する株式で B がその株式の議決権の行使あるいは処分について影響力を行使できる場合には、その株式は A と B の双方が同一の株式について beneficial owner とされることとなり、株式数が複数回カウントされる場合がある。

<table>
<tr><td></td><td>
<table>
<tr><td></td><td></td><td>（千株）</td><td>（%）</td><td>る 占 率（%）</td></tr>
<tr><td>Alfred Marshall Rankin Jr.
Chairman, Chief Exec. Officer, President, Chairman of Executive committee</td><td>A 種普通</td><td>780</td><td>13.9%</td><td>3.7%</td></tr>
<tr><td>David B.H. Williams
Director</td><td>A 種普通</td><td>513</td><td>9.1%</td><td>2.4%</td></tr>
<tr><td>John C. Butler Jr.
Chief Administration Officer, SVP of Finance, 中核子会社の CEO</td><td>A 種普通</td><td>550</td><td>9.8%</td><td>2.6%</td></tr>
<tr><td>取締役・経営幹部合計(*)</td><td>A 種普通</td><td>1,115</td><td>19.9%</td><td>5.2%</td></tr>
</table>
（*）合計が単純合計を超えるのは、実質株主（beneficially owned）の株数カウントに重複があるためである。
</td></tr>
<tr><td>主な経営陣（2）</td><td>・Alfred Marshall Rankin Jr.
Chairman, Chief Exec. Officer, President, Chairman of Executive committee,
・Elizabeth I. Loveman
Principal Financial Officer, Principal Accounting Officer, VP and Controller
・John C. Butler Jr.
Chief Administration Officer, SVP of Finance,中核子会社の CEO
・Gregory H. Trepp
子会社 2 社の CEO
・John D. Neumann
VP, Grneral Councel and Secretary</td></tr>
</table>

（1）前項記載のデータ
（2）YAHOO Finance（米国）
（3）NACCO Industries, Inc のホームページ
（4） NACCO Industries, Inc., NOTICE OF ANNUAL MEETING dated March 26, 2015

1961 年に NYSE に上場した同社は、創業者 Frank E. Taplin を始祖とするファミリー企業だと言える。現在の取締役会会長兼 CEO の Alfred Marshall Rankin Jr.は、創業者 Frank E. Taplin の孫である[10]。同社は 1984 年に NYSE が 1 株 1 議決権原則の一時停止を宣言した後敵対的買収防衛策としてファミリーによる支配権の維持を確保するために持株会社化と共に資本再構成を行い、B 種普通株式を発行したと思われる。資本再構成前はファミリー

[10] NACCO Industries, Inc. 2012 Annual Report.

と経営陣による議決権割合は 36.8%であったが、資本再構成後は 70%程度の議決権割合を確保したと推測される[11]。資本再構成時メリットの提示としては、配当の増額[12]、市場での自社株買いなどがあった。

2. ジ・イー・ダブリュー・スクリップス社（The E. W. Scripps Company）

<table>
<tr><td>売上（1）</td><td>869.1 百万米ドル（2014 年）</td></tr>
<tr><td>従業員数（2）</td><td>3,388 人</td></tr>
<tr><td>設立（2）</td><td>1878 年</td></tr>
<tr><td>上場（1）</td><td>1996 年</td></tr>
<tr><td>上場市場（4）</td><td>ニューヨーク証券取引所</td></tr>
<tr><td>事業内容（3）</td><td>テレビ、ラジオ、デジタル・メディアをカバーする複合メディア・カンパニー。24 州において 33 テレビ局を、8 州で 34 ラジオ局を運営している。また、天候、子供向け情報、政治情報など専門分野に特化したデジタル情報サービスの提供も行っている。2015 年 4 月にはジャーナル・コミュニケーションズ社と合併し、それぞれの新聞部門をスピン・オフし、新しい公開会社、ジャーナル・メディア・グループを設立した。</td></tr>
<tr><td>株式発行状況（4）</td><td>発行済普通株式数は約 57,226 千株で内訳は
議決権普通株式：11,933 千株
A 種普通株式：45,293 千株
A 種普通株式のみニューヨーク証券取引所上場
各種類株式の議決権数
議決権普通株式：1 株につき 1 議決権
A 種普通株式：取締役 3 名または取締役総数の 3 分の 1 のいずれか多い方の数の取締役選任投票権のみ与えられる</td></tr>
<tr><td>主要株主（3）（5）</td><td>議決権普通株式の主要株主
<table>
<tr><th>氏名</th><th></th><th>実質保有株数（千株）</th><th>種類内占率（*）（%）</th><th>総議決権数に対する占率（%）</th></tr>
<tr><td>Scripps Family</td><td>議決権普通</td><td>11,131</td><td>93.3%</td><td>93.3%</td></tr>
</table></td></tr>
</table>

[11] Jeffrey N. Gordon, *Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, 76 Cal. L. Rev. 1 (1988) , at 46, 82-83.

[12] 2015 年 12 月末期の Form 10-K の財務諸表注記によると A 種・B 種普通株式の配当額は同額とされているので、A 種普通株式の配当額を B 種普通株式の配当額より高くするという意味ではないと推測される。因みに株式投資用のネット資料（2011 年 12 月付）によると、同社の配当は 26 年連続して増額されている。
http://www.valueuncovered.com/nacco-industries-nc-buying-business-units-for-free

Members				
Mary McCabe Peirce Director	議決権普通	800	6.7%	6.7%
Paul K. Scripps	議決権普通	753	6.3%	6.3%
Anne M. La Dow Director	議決権普通	40	0.3%	0.3%
取締役、経営幹部（17名）合計	議決権普通	1,594	13.4%	13.4%

（*）実質株主（beneficially owned）の株数カウントに重複があるために%の合計が 100%を上回っている。

A 種普通株式の主要株主

氏名		実質保有株数（千株）(*)	種類内占率（%）	総議決権数に対する占率（%）
Scripps Family Members	A 種普通	12,084	26.7%	—
Richard A. Boehne Chairman, President and Chief Executive Officer	A 種普通	949	2.1%	—
John W. Hayden Director	A 種普通	155	0.3%	—
Mary McCabe Peirce Director	A 種普通	996	2.2%	—
Kim Williams	A 種普通	155	0.3%	—
取締役・経営幹部（17 名）合計	A 種普通	3,065	6.8%	—

（*）実質株主（beneficially owned）の株数カウントに重複がある場合もあり得る。

主な経営陣（3）	・Richard A. Boehne Chairman, President and Chief Executive Officer ・Tim Wesolowski Senior VP and CFO ・Brian Lawlor Senior VP, TV ・Adam Symson Senior VP, Digital

	･Bill　Appleton Senior VP, General Counsel

（1）前項記載のデータ
（2） YAHOO Finance（米国）
（3） The E. W. Scripps Company のホームページ
（4） The E. W. Scripps Company FORM 10-K for the fiscal year ended December 31, 2014
（5） The E. W. Scripps Company Proxy Statement for 2015 Annual Meeting

同社は1878年に創業者Edward W Scrippsにより設立され新聞社からスタートしたメディア会社である[13]。議決権株式と議決権を持たないA種普通株式のデュアル・クラスになった時期は、明らかではない。1988年にNASDAQに株式公開しているが、株式公開の目的は、①調達資金による借入金の返済と将来の買収資金の確保、②株主であるスクリップス・ファミリーのメンバーが、会社を売却することなく株式価値を現金化できるようにすることである、と伝えられいる。

株式公開前の時点では、創業者が設立した財団が完全議決権株式の73%、A種制限議決権株式の90%を支配していた。創業者の子息で年長である4人が全て死亡した時点で当該財団は解散され、28人のひ孫に財団の財産は引き継がれることとなっていた。28人のひ孫の中の何人かが株式を売却する事態になれば、スクリップス・ファミリーは会社支配権を失う恐れが生じる状況にあった。

株式公開することにより、株式を売却したいファミリー・メンバーは、スクリップス・ファミリーの会社支配権に影響を与えることなく株式を売却することが可能になるのである。つまり、ファミリー・メンバーが市場において株式をファミリー・メンバー以外の者に売却した場合、売却された完全議決権株式は自動的にA種議決権制限株式に転換されるので、ファミリー・メンバーによる支配権は稀薄化されないのである。

創業者は財団の創設により、法的に出来る限り会社のファミリー支配を永続させようとしたが、この度の株式公開は次世代による会社支配の継続を可能ならしめるものだ、と創業者の4人の子息の1人である同社会長チャールズ・E・スクリップスが声明文において明らかにしたとされる。

同社の株式公開決定の直前に株式公開したマクラッチィ・ニューズペーパー社も同様の目的を株式公開目的として表明していたとしている[14]。

[13] The E. W. Scripps Company のホームページを参照した。
[14] “Scripps to go public to keep firm in the family”, USA TODAY (16 March 1988, Money

3. ピーエイチアイ社（PHI Inc.）

売上（1）	836.3 百万米ドル（2014 年）
従業員数（2）	2,802 人
設立（2）	1949 年
上場（1）	1981 年
上場市場（3）	ナスダック・グローバル・マーケット
事業内容（3）	同社は世界でも大手のヘリコプター・サービスの提供会社で、海底油田・天然ガス関係のヘリコプター運輸サービスを中心に、陸上鉱業向けヘリコプター運輸サービス、救急ヘリコプターの医療サービス、ヘリコプターの整備・技術サービスの提供などを行っている。
株式発行状況（4）	発行済普通株式数は約 15,482 千株で内訳は 有議決権普通株式：約 2,906 千株 無議決権普通株式：約 12,576 千株 2 種類の普通株式は共にナスダック・グローバル・マーケット上場 各種類株式の議決権数 有議決権普通株式：1 株につき 1 議決権 無議決権普通株式：議決権なし
主要株主（2）	有議決権普通株式の主要株主

氏名		実質保有株数（千株）	種類内占率（%）	総議決権数に対する占率（%）
Al A. Gonsoulin Chairman and Chief Executive Officer	有議決権	2,026	69.7%	69.7%
ThomasH.Murphy Director	有議決権	9	0%	0%
C. Russell Luigs Director	有議決権 無議決権	5	0%	0%
取締役・経営幹部合計	有議決権	2,040	70.2%	70.2%

03B); “Scripps to go public; Secretive family keeps control”, USA TODAY (11 May 1988, Money 01B).

主な経営陣（2）	･Al A. Gonsoulin Chairman and Chief Executive Officer ･Lance Bospflug President and Chief Operating Officer ･Trudy P. McConnaughhay Chief Financial Officer/Secretary ･Richard A. Rovinelli Chief Administrative Officer/Director HR ･David F. Stepanek Director Corporate Business Dev.

（1）前項記載のデータ
（2）YAHOO Finance（米国）
（3）PHI, Inc のホームページ
（4）PHI, Inc. Notice of Annual Meeting of Shareholders to be Held on May 5, 2015

同社の議決権の 7 割以上を支配する会長兼 CEO の Al A. Gonsoulin は、自ら設立し 22 年間経営した海運会社を売却し 2001 年に同社の支配株式を取得の上、同社の経営支配権を取得した[15]。無議決権普通株式と有議決権普通株式から成るデュアル・クラスは、同社の上場が 1981 年であることから類推すると、Al A. Gonsoulin が支配株式を取得した時点では既に存在していたと考えられる。同社の新規上場は 1981 年であるが、その時点では有議決権普通株式を 1 対 3 で株式分割した上で無議決権普通株式の新規上場を行っている。有議決権普通株式、無議決権普通株式ともに株式公開されていることは株価情報から確認できるが、新規上場時には無議決権普通株式 2 百万株の売り出し登録の情報が確認できるだけ[16]であり、有議決権普通株式が新規上場時点かあるいはその後のどの時点で公開されたかは定かではない（1994 年時点の有議決権普通株式の株価情報を確認できることから、その公開はそれ以前であるとの推定は成り立つ)。

同社は米国連邦航空法により、議決権の 75%以上を米国民が支配することを求められているので、非米国民の有議決権普通株式の保有割合が 25%を超えた場合は自動的に非米国民が保有する議決権は法律に反しないレベルまで減少させられる旨が定款で定められている[17]。従って、連邦航空法を守るために無議決権普通株式を発行したという説明は必ずしも的を得た説明となるものではないことから、無議決権普通株式の発行によりデュアル・クラス構造を採用した理由については入手可能な資料からは明らかではない。

[15] Al A. Gonsoulin による講演会の告知に関する情報を参照した。詳しくは、下記 PDF を参照のこと。http://business.louisiana.edu/sites/business/files/GonsoulinAl_Flyer.pdf
[16] *"Petroleum Helicopters Files 2 Million Non-voting Shares"*, DOWJONES Newswires (11:31 AM 19 January 1981)
[17] PHI Inc. 2014 Annual Report, at 28.

4. **サンフィリッポ・ジョン・ビー・アンド・サン社**（Sanfilippo John B. & Son Inc.）

売上（1）	778.6 百万米ドル（2014 年）
従業員数（2）	1,450 人
設立（3）	1959 年（創業 1922 年）
上場（1）	1991 年
上場市場（4）	ナスダック・グローバル・セレクト・マーケット
事業内容（3）	ナッツ（木の実）製品の製造販売を行っている会社である。生のナッツと加工したナッツの両方を取り扱っている。取り扱いナッツの種類は、アーモンド、ピーカン、ピーナッツ、ブラック・ウォールナット、イングリッシュ・ウォールナット、カシューナッツ、マカダミアンナッツ、ピスタチオ、パインナット、ブラジルナッツなど多岐にわたり、オイルロースト、ドライロースト、有塩、無塩、ハニーロースト、フレーバード、スパイス味、チョコレートコート、ヨーグルトコート、シナモン味など、加工方法、味付けは多彩なラインを持っている。ピーナッツバター、スナック菓子、サラダトッピング、ドライドフルーツ、キャンディーなどの製造販売も行っている。さらに、小売りも手掛けている。ブランド名としては、フィッシャー、オーチャード・バレー・ハーベスト、フィッシャー・ナッツ・イグザクトリー、サンシャイン・カントリーなどがある。
株式発行状況（4）	発行済普通株式数は約 11,143 千株で内訳は 普通株式　　：約 8,546 千株 A 種普通株式：約 2,597 千株 上場は普通株式のみ 各種類株式の議決権数 普通株式　　：1 株につき 1 議決権 A 種普通株式：1 株につき 10 議決権
主要実質株主（5）	A 種普通株式の主要株主

氏名		実質保有株数（千株）	種類内占率（%）	総議決権数に対する占率（%）
Jeffrey T.Sanfilippo Chairman and CEO	A 種普通	72	2.8%	2.1%
Jasper B.Sanfilippo Jr. President, Chief Operating Officer,	A 種普通	1,417	54.6%	41.1%

Assistant Secretary and Director				
主要経営幹部以外の Sanfilippo 一族	A 種普通	221	0.9%	6.4%
【Sanfilippo 一族合計】	A 種普通	1,768	68.1%	51.2%
Michael J.Valentine Group President, Chief Financial Officer, Secretary and Director	A 種普通	768	29.6%	22.3%
James A. Valentine Chief Information Officer and Member of Risk Assessment Committee	A 種普通	60	2.3%	1,7%
【Valentine 一族[18]合計】	A 種普通	829	31.9%	24.0%
取締役・経営幹部合計	A 種普通	2,327	89.6%	67.4%

（*）合計が単純合計を超えるのは、実質株主（beneficially owned）の株数カウントに重複があるためである。

普通株式の主要株主

氏名		実質保有株数（千株）	種類内占率（%）	総議決権数に対する占率（%）
Jeffrey T.Sanfilippo Chairman and CEO	普通株式	18	0.2%	0.1%
主要経営幹部以外の Sanfilippo 一族	普通株式	2	0%	0.0%
【Sanfilippo 一族合計】	普通株式	20	0.2%	0.1%
Michael J.Valentine Group President,	普通株式	10	0.1%	0.0%

[18] 創業者である John B. Sanfilippo が 1963 年に逝去した後、父と共に経営に携わっていた息子の Jasper が経営を引き継いだ。その後間もなく、義理の兄弟である Mathias Valentine が経営に参画したことから、Valentine 一族の経営参画が始まった。詳しくは、FUNDINGUNIVERSE 中の”John B. Sanfilippo & Son, Inc. History”を参照のこと。
http://www.fundinguniverse.com/company-histories/john-b-sanfilippo-son-inc-history/

	Chief Financial Officer, Secretary and Director				
	James A. Valentine Chief Information Officer and Member of Risk Assessment	普通株式	17	0.2%	0.0%
	【Valentine 一族合計】	普通株式	26	0.3%	0.1%
	取締役・経営幹部合計	普通株式	191	2.2%	0.5%
	（*）実質株主（beneficially owned）の株数カウントに重複がある場合もあり得る。				
主な経営陣(2)	･Jeffrey T. Sanfilippo Chairman and CEO ･Michael J. Valentine Group President, Chief Financial Officer, Secretary and Director ･Jasper B. Sanfilippo Jr. President, Chief Operating Officer, Assistant Secretary and Director ･James A. Valentine Chief Information Officer and Member of Risk Assessment Committee ･Walter R. Tankersley Senior VP of Procurement & Commodity Risk Management				

（1）前項記載のデータ
（2）YAHOO Finance（米国）
（3）Sanfilippo John B. & Son Inc.のホームページ
（4）Sanfilippo John B. & Son Inc. FORM 10-K for the fiscal year ended June 25, 2015
（5）Sanfilippo John B. & Son Inc. FORM 14A filed on 09/14/15

同社は、株式公開前から多額の生産性向上投資などを行いながら事業拡大を推進してきた実績があり、1991 年の株式公開直前には借入金額は自己資本の 11 倍にも達していた。さらなる投資資金の確保と既存株主への特別配当の支払いのために新規上場を行ったとされる。株式公開時の CEO サンフィリッポ氏の 4 人の息子と 1 人の娘の全員が同社で働くファミリー企業であった[19]。活発な生産性向上投資とおそらくは会社買収も視野に入れ、新規

[19] "*Local Nut Tycoon Emerges From His Shell*", Crain's Chicago Business (3 August 1992, page 3, v15, n31, Section1); *"Nut Firm Cracks an IPO"*, Crain's Chicago Business

上場後もさらなる株式発行による投資資金の調達が必要になることを予想していたと思われる。将来的に追加の資本調達による相当程度の持ち株割合の稀薄化を見込んだ上で、ファミリーによる支配権維持をしていくために複数議決権株式を利用したデュアル・クラスを利用することにしたと推測される。

5. ハバーティー・ファーニチャー社（Haverty Furniture Companies, Inc.）

<table>
<tr><td>売上（1）</td><td>768.7 百万米ドル（2014 年）</td></tr>
<tr><td>従業員数（2）</td><td>3,388 人</td></tr>
<tr><td>設立（2）</td><td>1885 年</td></tr>
<tr><td>上場（1）</td><td>1929 年</td></tr>
<tr><td>上場市場（3）</td><td>ニューヨーク証券取引所</td></tr>
<tr><td>事業内容（3）</td><td>家庭用家具販売を行っている会社で、米国の南部、中西部の 16 州に 100 店舗を構える。価格帯は中クラスから中の上クラスをターゲットにしている。</td></tr>
<tr><td>株式発行状況（4）</td><td>発行済普通株式数は約 22,649 千株で内訳は
普通株式　：20,568 千株
A 種普通株式　：2,081 千株
2 種類の普通株式は共にニューヨーク証券取引所上場
各種類株式の議決権数
普通株式　：1 株につき 1 議決権
A 種普通株式　：1 株につき 10 議決権</td></tr>
<tr><td>主要株主（3）（5）</td><td>A 種普通株式の主要株主
<table>
<tr><th>氏名</th><th></th><th>実質保有株数（千株）</th><th>種類内占率（%）</th><th>総議決権数に対する占率（%）</th></tr>
<tr><td>Rawson Haverty, Jr.
Management Director</td><td>A 種普通</td><td>725</td><td>34.9%</td><td>17.5%</td></tr>
<tr><td>Frank S.McGaughey, Ⅲ
Independent Director</td><td>A 種普通</td><td>138</td><td>6.65%</td><td>3.3%</td></tr>
<tr><td>Clarence H. Smith
Chairman, Management Director</td><td>A 種普通</td><td>671</td><td>32.3%</td><td>16.2%</td></tr>
<tr><td>取締役・経営幹部（3 名）合計</td><td>A 種普通</td><td>1,535</td><td>73.8%</td><td>37.1%</td></tr>
</table></td></tr>
</table>

(11 November 1991, page 53, v14, n45, Section1).

普通株式の主要株主

氏名		実質保有株数（千株）	種類内占率（%）	総議決権数に対する占率（%）
John T. Glover Independent Director	普通株式	60	0.3%	0.1%
L. Phillip Humann Independent Director	普通株式	112	0.5%	0.3%
Clarence H. Smith Chairman, Management Director	普通株式	100	0.5%	0.2%
Dennis L. Fink Executive VP and CFO	普通株式	153	0.7%	0.4%
他 13 名	普通株式	319	1.6%	0.8%
取締役・経営幹部（17 名）合計	普通株式	744	3.7%	1.8%

主な経営陣（3）	・Clarence H. Smith Chairman, Chief Executive Officer, President and member of executive committee ・Dennis L. Fink Chief Financial Officer and Executive VP ・Richard D. Gallagher Executive VP, Merchandising ・Steven G. Burdette Executive VP, Stores ・Rawson Haverty, Jr. Senior PV, Real Estate and Development

（1）前項記載のデータ

（2）YAHOO Finance（米国）

（3）Haverty Furniture Companies, Inc.のホームページ

（4）Haverty Furniture Companies, Inc.FORM 10-K for the fiscal year ended December 31, 2014

（5）Haverty Furniture Companies, Inc. Proxy Statement for 2015 Annual Meeting

同社が資本再構成を行いデュアル・クラス構造を採用したのは 1986 年で、買収防衛策とすることと、財務基盤の安定化がその目的とされた[20]。普通株式の支払い配当金額は A 種普

[20] *"Haverty Furniture shareholders to vote on 'shark repellent' plan"*, The Atlanta

通株式の 105%を支払うとされている。同社は 1886 年に創業され、1929 年に株式公開、2 代目社長は創業者の子、3 代目社長は 2 代目社長の子、1986 年時点では創業者の孫の 1 人（2 代目社長の子ではない）が社長を務めており、現在の社長 Clarence H. Smith は創業者のひ孫である。他のサンプル企業に比し経営者ファミリーの議決権比率が低いのは、デュアル・クラス構造導入時すでに幾多の相続を経て持株比率が低下していたことによるものと推察される。

6. 1-800 フラワーズ・コム社（1-800 FLOWERS.COM INC）

<table>
<tr><td>売上（1）</td><td>756.3 百万米ドル（2014 年）</td></tr>
<tr><td>従業員数（2）</td><td>2,802 人</td></tr>
<tr><td>設立（2）</td><td>1976 年</td></tr>
<tr><td>上場（1）</td><td>1999 年</td></tr>
<tr><td>上場市場（3）</td><td>ナスダック</td></tr>
<tr><td>事業内容（3）</td><td>同社は全米規模で花を中心とするギフトをネットや電話経由で提供するビジネスを行っている。その他に直営の実店舗をニューヨークや中西部に数店舗と、200 店舗近くのフランチャイズ・フラワー・ショップを米国内に展開している。</td></tr>
<tr><td>株式発行状況（4）
（5）</td><td>発行済普通株式数は約 76,725 千株で内訳は
A 種普通株式：約 37,595 千株
B 種普通株式：約 39,310 千株
A 種普通株式のみナスダック上場
各種類株式の議決権数
A 種普通株式：1 株につき 1 議決権
B 種普通株式：1 株につき 10 議決権</td></tr>
<tr><td>主要株主（5）</td><td>B 種普通株式の主要株主
<table>
<tr><th>氏名</th><th></th><th>実質保有株数（千株）</th><th>種類内占率（%）</th><th>総議決権数に対する占率（%）</th></tr>
<tr><td>James F. McCann
Chairman and Chief Executive Officer</td><td>B 種普通</td><td>29,039</td><td>96.9%</td><td>87.0%</td></tr>
<tr><td>Christopher G. McCann
President</td><td>B 種普通</td><td>2,851</td><td>9.5%</td><td>8.5%</td></tr>
<tr><td>取締役・経営幹部（2 名）合計（*）</td><td>B 種普通</td><td>29,890</td><td>99.7%</td><td>89.5%</td></tr>
</table>
（*）合計が単純合計を超えるのは、実質株主（beneficially owned）の株数カ</td></tr>
</table>

Journal-Constitution (13 April 1986, C/07).

ウントに重複があるためである。

A 種普通株式の主要株主

氏名		実質保有株数（千株）	種類内占率（%）	総議決権数に対する占率（%）
James F. McCann Chairman and Chief Executive Officer	A 種普通	444	1.3%	0.1%
Christopher G. McCann President	A 種普通	2,749	7.6%	0.8%
William E. Shea SVP, Finance and Administration, Treasurer and CFO	A 種普通	274	0.8%	0.1%
Gerald M. Gallagher SVP, General Counsel and Secretary	A 種普通	311	0.9%	0.1%
David Taiclet President, Goumet Food and Gift Baskets	A 種普通	402	1.2%	0.1%
他 10 名	A 種普通	不明	不明	不明
取締役・経営幹部（15 名）合計（*）	A 種普通	4,865	13.2%	1.5%

（*）実質株主（beneficially owned）の株数カウントに重複がある場合もあり得る。

主な経営陣（2）	・James F. McCann Chairman and Chief Executive Officer ・Christopher G. McCann President ・Gerald M. Gallagher SVP, General Counsel and Secretary ・William E. Shea SVP, Finance and Administration, Treasurer and CFO ・Thomas G. Hartnett President, Consumer Floral Brands ・Arnold P. Leap

	Chief Information Officer ・Mark Nance President, Bloomnet ・David Taiclet President, Goumet Food and Gift Baskets

（1）前項記載のデータ
（2）YAHOO Finance（米国）
（3）1-800 FLOWERS.COM INC のホームページ
（4）1-800 FLOWERS.COM INC FORM 10-K for the fiscal year ended June 28, 2015
（5）1-800 FLOWERS.COM INC Proxy Statement for 2015 Annual Meeting

1-800 フラワーズ・コム社の複数議決権株式の内容説明（FORM S-1 の株式資本の中の普通株式の説明より）

●A 種が 1 株 1 議決権、B 種が 1 株 10 議決権を持つが、その他の権利については A 種と B 種は同一。
●B 種はいつでも A 種に転換可能。
●B 種が譲渡された場合は自動的に A 種に転換。ただし、関係人（最初の B 種株主の配偶者、兄弟姉妹、子、孫、祖父母、父母、および関係するトラスト、リミテッド・パートナーシップ、相続人など、ただしトラスト、リミテッド・パートナーシップについては最初の B 種株主がゼネラル・パートナーであるか設定したものである必要がある）への譲渡の場合、および最初の B 種株主の相続対策のための譲渡の場合、強制転換は適用されない。この規定によれば、最初の B 種株主の孫の代までしか B 種は存続することが出来ないことになる。
●B 種が A 種に転換された場合、B 種が再発行されることはない。
●A 種、B 種は株式分割、あるいは株式併合される場合は、他の種類株式と同じ割合で分割・併合される。
●発行済の A 種はすべてこの新規上場で売り出される A 種である。

同社は 1999 年に株式公開したが、当時の株式市場はインターネット・バブルと言える状況にあり、インターネット販売を拡張し始めていた同社はその機を捉えて株式公開を行った。社名の末尾の「.com」は株式公開前に急遽付け加えられたものである[21]。デュアル・クラス構造を利用する理由について明らかではないが、創業者の会社支配権を確固なものにするのが目的であることは間違いない。Form S-1 には、リスク要因の項目に、CEO が議

[21] *"War of The Roses: Florists Set Stakes In Web IPO Market"*, DOWJONES Newswires (02:27 PM 24 May 1999); *"IPO Of Online Florist 1-800-Flowers.com Priced Well Above Estimates"*, Dow Jones Business News (10:45 AM 3 August 1999 .)

決権の 77.2%を支配するので、あらゆる意思決定を CEO が行える旨が記載されているのみで、デュアル・クラス構造のメリットについては言及されていない。なお、同社には株式公開前にベンチャー・キャピタル等の投資家が株主として名を連ねていた。

7. アルバニー・インターナショナル社（Albany International Corp.）

<table>
<tr><td>売上（1）</td><td>745.3 百万米ドル（2014 年）</td></tr>
<tr><td>従業員数（2）</td><td>4,000 人</td></tr>
<tr><td>設立（2）</td><td>1895 年</td></tr>
<tr><td>上場（1）</td><td>1987 年</td></tr>
<tr><td>上場市場（3）</td><td>ニューヨーク証券取引所</td></tr>
<tr><td>事業内容（3）</td><td>製紙用のフェルト製造で創業した同社は、現在は以下の 2 事業を主力事業としている。①不織布、および装置産業における生産にとって欠くことのできないテーラーメードの布地や帯（ベルト）の生産、②航空宇宙産業の高度な複合部品製造。</td></tr>
<tr><td>株式発行状況（4）
（5）</td><td>発行済普通株式数は約 31,991 千株で内訳は
A 種普通株式：約 28,756 千株
B 種普通株式：約 3,235 千株
A 種普通株式のみナスダック上場
各種類株式の議決権数
A 種普通株式：1 株につき 1 議決権
B 種普通株式：1 株につき 10 議決権</td></tr>
<tr><td>主要株主（5）</td><td>B 種普通株式の主要株主
<table>
<tr><th>氏名</th><th></th><th>実質保有株数（千株）</th><th>種類内占率（%）</th><th>総議決権数に対する占率（%）</th></tr>
<tr><td>Christine L. Standish
Director</td><td>B 種普通</td><td>871</td><td>26.9%</td><td>14.3%</td></tr>
<tr><td>John C. Standish
Vice Chairman of the Board and Director</td><td>B 種普通</td><td>1,141</td><td>35.3%</td><td>18.7%</td></tr>
<tr><td>取締役・経営幹部（2 名）合計（*）</td><td>B 種普通</td><td>1,143</td><td>35.3%</td><td>18.7%</td></tr>
<tr><td>J. Spencer Standish（**）</td><td>B 種普通</td><td>2,344</td><td>72.5%</td><td>38.4%</td></tr>
</table>
（*）合計が単純合計を超えるのは、実質株主（beneficially owned）の株数カウントに重複があるためである。
（**）実質株主（beneficially owned）の株数カウントに John C. Standish および Christine L. Standish との重複カウントあり。</td></tr>
</table>

A 種普通株式の主要株主

氏名		実質保有株数（千株）	種類内占率（%）	総議決権数に対する占率（%）
Joseph G. Morone President & Chief Executive Officer	A 種普通	217	0.8%	0.4%
Christine L. Standish Director	A 種普通	878	3.0%	1.4%
John C. Standish Vice Chairman of the Board and Director	A 種普通	1,142	3.8%	1.9%
他 13 名	A 種普通	不明	不明	不明
取締役･経営幹部（15 名）合計（*）	A 種普通	1,601	5.8%	2.6%

（*）実質株主（beneficially owned）の株数カウントに重複がある場合もあり得る。

主な経営陣（3）	･Joseph G. Morone President & Chief Executive Officer ･John B. Cozzolino Chief Financial Officer & Treasurer ･Ralph M. Polumbo President, Albany Engineered Composites ･Daniel A. Halftermeyer President – Machine Clothing ･Robert A. Hansen Senior Vice President & Chief Technical Officer

（1）前項記載のデータ

（2）YAHOO Finance（米国）

（3）Albany International Corp. のホームページ

（4）Albany International Corp. FORM 10-K for the fiscal year ended December 31, 2014

（5）Albany International Corp. Proxy Statement for 2015 Annual Meeting

同社は 1895 年に 3 名の共同出資により設立されたフェルト製造会社にその起源があり、その後順調な成長を遂げた。1974 には NYSE への株式上場を果たし、さらに順調な成長を

継続した。1983 年に大株主グループが保有株式を他の資産に分散したいとの要望に応じて、経営陣によるレバレッジド・バイアウトが実施され、上場が廃止された。その後、1987 年に NASDAQ において株式公開を行い、1988 年には NYSE 再上場を果たした。1987 年の株式公開時に、A 種普通株式が売出されデュアル・クラスの資本構成が導入された[22]。その時期は敵対的企業買収が活発な時期に重なり、買収防衛策としてのデュアル・クラスの導入も盛んに行われていた。その為、経営陣（すなわちスタンディッシュ・ファミリーだと言えよう）の支配権を安定化させるため複数議決権株式を利用したデュアル・クラスの導入を行ったと推測される。経営陣による議決権比率が他のデュアル・クラス導入会社に比し低いが、1983 年の経営陣によるレバレッジド・バイアウトの際に株式保有が複数の経営陣か創業者の子孫などに分散していた、あるいは LBO の際の借入が巨額で借入金返済のため再上場する際の新規発行株式数が多くなった、などの理由が推察される。ただし、支配構造としては、同社の元会長である J・スペンサー・スタンディッシュ（J. Spencer Standish）が実権を握る私企業（J. Spencer Standish Company）やトラスト等を通じ、スタンディッシュ・ファミリーが過半数の議決権を支配している模様である[23]。

8. **タカムサ・プロダクツ社**（Tecumseh Products Company）

売上（1）	724.4 百万米ドル（2014 年）
従業員数（2）	7,500 人
設立（2）	1934 年
上場（1）	1972 年
上場市場（3）	ナスダック（2015 年 9 月買収に伴い上場廃止）
事業内容（2）	家庭用空調機、その他の専門空調機、家庭用冷蔵庫、家庭用冷凍庫、業務用冷蔵庫などに使われる密閉型コンデンサーの製造販売を行っている。さらに、屋内用・屋外用のコンデンサーユニット、蒸発用コイル、ヒートポンプ、冷蔵システムの完成品、認定スペア部品の販売も行っている。営業地域は全世界をカバーしている。
株式発行状況（3）（4）	発行済普通株式数は約 18,480 千株で内訳は A 種普通株式：約 13,402 千株 B 種普通株式：約 5,078 千株 A 種・B 種普通株式共にナスダック上場（*） 各種類株式の議決権数 A 種普通株式：議決権なし B 種普通株式：1 株につき 1 議決権 （*）2015 年秋に TOB により上場廃止となった

[22] See History of Albany International's home page. Available at http://www.albint.com/en-us/company/Pages/history.aspx

[23] *"Albany International Clarifies Standish Share Ownership"*, PR Newswire (28 August 2007, 01:00ET). Available at http://www.prnewswire.com/news-releases/albany-international-clarifies-standish-share-ownership-58588412.html

<table>
<tr><td>主要株主（4）</td><td>B 種普通株式の主要株主
<table>
<tr><th>氏名</th><th></th><th>実質保有株数（*）（千株）</th><th>種類内占率（%）</th><th>総議決権数に対する占率（%）</th></tr>
<tr><td>Todd W. Herrick</td><td>B 種普通</td><td>1,679</td><td>33.1%</td><td>33.1%</td></tr>
<tr><td>Toni L. Herrick</td><td>B 種普通</td><td>888</td><td>17.5%</td><td>17.5%</td></tr>
<tr><td>John J. Reilly, Ⅲ</td><td>B 種普通</td><td>496</td><td>9.8%</td><td>9.8%</td></tr>
<tr><td>Scott L. Barbee</td><td>B 種普通</td><td>488</td><td>9.6%</td><td>9.6%</td></tr>
<tr><td>取締役・経営幹部（7 名）</td><td>B 種普通</td><td>26</td><td>0.5%</td><td>0.5%</td></tr>
</table>
（*）実質株主（beneficially owned）の株数カウントに重複カウントありの場合あり。</td></tr>
<tr><td>主な経営陣（2）</td><td>・Harold M. Karp
President & CEO
・Igor Popov
Chief Business Development & Restructuring Officer
・Janice E. Stipp
Executive VP, Chief Financial Officer & Treasurer
・Jerry L. Mosingo
Executive VP, Operation & Quality
・Ryan Burns
VP, Global Engineering
・Roger Jackson
VP, Global Human Resources
・William Merritt
VP, Global Sales & Marketing</td></tr>
</table>

（1）前項記載のデータ

（2）Tecumseh Products Company　のホームページ

（3）Tecumseh Products Company FORM 10-K for the fiscal year ended December 31, 2013

（4）Tecumseh Products Company Proxy Statement for 2013 Annual Meeting

同社は、1934 年の設立以来、創業者ファミリーであるヘリック・ファミリーが支配してきたが、2015 年にミュラー・インダストリーズ社（Muller Industies, Inc.）とアトラス・ホールディングス社（Atras Holdings LLC）により買収され上場廃止となった。買収合意契約の発表日前日の株価に対して 155%のプレミアム（前日株価 1.96 ドルに対し買収株価 5.00 ドル）での買収であった[24]。デュアル・クラスの採用は株主の同意を得た上で 1992 年

[24] Tecumseh Products Company　のホームページの Investor Relations に 2015 年 8 月 5 日付けのプレス・リリースとして掲載（2015 年 11 月 17 日にアクセス、現在は買収完了に

に行われた。既存の株式をB種普通株式として1株1議決権を与え、無議決権のA種種類株式をB種普通株式の配当として1株につき1株付与することにより資本再構成を行った。実質的には1株を2株に分割する株式分割であり、支配ファミリーの議決権保有比率は資本再構成の前後で45%のまま変動はなかった。このデュアル・クラスの利用目的は、取引株数が低調であり株式の流動性を改善することだとされた[25]。また、今後の資金調達において無議決権普通株式を利用することにより、買収防衛策としても機能する。

9. コベナントゥ・トランスポーテーション・グループ社（Covenant Transportation Group, Inc.）

<table>
<tr><td>売上（1）</td><td>719.0百万米ドル（2014年）</td></tr>
<tr><td>従業員数（2）</td><td>4,400人</td></tr>
<tr><td>設立（3）</td><td>1986年</td></tr>
<tr><td>上場（1）</td><td>1994年</td></tr>
<tr><td>上場市場（3）</td><td>ナスダック</td></tr>
<tr><td>事業内容（3）</td><td>トラック運送業を米国国内で営んでいる。保有トラック台数は2,665台、保有トレーラー台数は6,722台（2014年末）であり、他社との間で傭車のやり取りも行っている。共同輸送、代金回収業務にも取り組んでいる。トラック運送の他に3PLサービスも行っており、長距離輸送、地場輸送ともに行い、荷主は、小売業、飲料関係、食品関係など多岐にわたる。</td></tr>
<tr><td>株式発行状況（4）</td><td>発行済普通株式数は約18,097千株で内訳は
A種普通株式：約15,747千株
B種普通株式：2,350千株
A種普通株式のみナスダック上場
各種類株式の議決権数
A種普通株式：1株につき1議決権
B種普通株式：1株につき2議決権</td></tr>
<tr><td>主要株主（5）</td><td>B種普通株式の主要株主
<table>
<tr><th>氏名</th><th></th><th>実質保有株数（千株）</th><th>種類内占率（%）</th><th>総議決権数に対する占率（%）</th></tr>
<tr><td>David R. Parker
Chairman, President and CEOと配偶者</td><td>B種普通</td><td>2,350</td><td>100%</td><td>23.0%</td></tr>
</table></td></tr>
</table>

伴い同ページは消滅している）。

[25] *"Here Comes Tecumseh…Renewed Earnings Surge Appears In The Works"*, Barron's (2 March 1992, B page17).

A 種普通株式の主要株主

氏名		実質保有株数（千株）(*)	種類内占率（%）	総議決権数に対する占率（%）
David R. Parker Chairman, President and CEO と配偶者	A 種普通	3,731	22.9%	20.6%
Joey B. Hogan Chief Operating Officer	A 種普通	129	0.8%	0.7%
Richard B. Cribbs Senior VP and CFO	A 種普通	62	0.3%	0.3%
Robert E. Bosworth Director	A 種普通	88	0.6%	0.5%
Bradley A. Moline Director	A 種普通	49	0.3%	0.3%
他 8 名	A 種普通	不明	不明	不明
取締役・経営幹部（13 名）合計 (*)	A 種普通	4,298	26.4%	23.7%

(*) 実質株主（beneficially owned）の株数カウントに重複がある場合もあり得る。

主な経営陣（3）	・David R. Parker Chairman, President and CEO ・Joey B. Hogan Chief Operating Officer ・R.H. Lovin, Jr. Executive VP, Administration and Corporate Secretary ・Richard B. Cribbs Senior VP and CFO ・Rick Reinoehl Senior VP, Risk Management

（1）前項記載のデータ

（2）YAHOO Finance（米国）

（3）Covenant Transportation Group, Inc. のホームページ

（4）Covenant Transportation Group, Inc. FORM 10-K for the fiscal year ended December 31, 2014

（5）Covenant Transportation Group, Inc. Proxy Statement for 2015 Annual Meeting

同社は、デイビッド・R・パーカー（David R. Parker）が妻ジャクリーン（Jacqueline）と 28 歳で創業した会社である。創業時は、100 万米ドルの借入を思い切って行い創業した。トラック業界の変遷とともに同社の業績も紆余曲折を重ね、同社への債権の消却を行った取引先は多数に上ると言われ、容易な道程ではなかったことが覗える。B 種普通株式の議決権数は 2 議決権とその倍率は低く、同氏の議決権の支配比率は 40%強で過半数に届いておらず、支配権維持を盤石にするには充分とはいえない水準だと言えよう。B 種普通株式は特定の者以外に譲渡された場合には、自動的に A 種普通株式に転換されるが、その例外として、一般には直系親族等を広く含んでいる場合が多いが、同社の場合は妻および同氏の両親（およびその関係財団）のみを指定しているので、ファミリー支配の継続を目指す意図はないものと考えられる[26]。業界の競争、環境が厳しいので後を継がせたくないこと、ファイナンスの条件面での制約が発生したこと、後継ぎがいないなどの事情の存在、等の理由が考えられるが、その点については明らかではない。ただし、株式公開直後のプロクシー・ステイトメントでは、同氏の議決権支配率は 51.9%であった。

10. リー・エンタープライジーズ社（Lee Enterprises, Incorporated）

売上（1）	656.7 百万米ドル（2014 年）
従業員数（2）	3,500 人
設立（3）	1890 年
上場（1）	1970 年
上場市場（3）	ニューヨーク証券取引所
事業内容（3）	新聞社で地方紙に特化している。日刊新聞を 46 紙発行しており、共同運営の日刊新聞が 4 紙ある。新聞以外に、デジタル・サイトの運営や約 300 誌の専門誌を発行している。新聞の発行部数は、平日は 110 万部、日曜日は 150 万部。デジタル・サイトへのアクセス数は月 2,000 万件、週刊の出版物は 450 万世帯以上に届けられている。
株式発行状況（4）	発行済普通株式数は約 53,747 千株で内訳は 普通株式　：53,747 千株 B 種普通株式：発行済株式なし（*） 普通株式はニューヨーク証券取引所上場 各種類株式の議決権数 普通株式　：1 株につき 1 議決権 B 種普通株式　：1 株につき 10 議決権 （*）B 種普通株式は、1986 年に普通株式 1 株に対して 1 株配当として発行された。譲渡制限付株式であったが、売却のための普通株式への転換などで次第に B 種普通株式の発行済株式数は減少し、2011 年 3 月にサンセット条項（1986 年の発行時に規定）で定める 5,600 千株まで減少したため、残存している全ての B 種普通株式は普通株

[26] Form 14A of Covenant Transport Inc. (filed as of 31 March 1997); *"Parker Keeps Covenant Through Bumpy Roads Over 25 Years"*, Times Free Press (18 May 2011).

<table>
<tr><td></td><td>式に転換され残存しなくなった。</td></tr>
<tr><td>主要株主（5）</td><td>普通株式の主要株主
<table>
<tr><th>氏名</th><th></th><th>実質保有株数（千株）(*)</th><th>種類内占率（%）</th><th>総議決権数に対する占率（%）</th></tr>
<tr><td>Mary E. Junck
Chairman, President and CEO</td><td>普通株式</td><td>1,495</td><td>2.7%</td><td>2.7%</td></tr>
<tr><td>Gregory P. Schermer
VP, Strategy and Director</td><td>普通株式</td><td>1,211</td><td>2.2%</td><td>2.2%</td></tr>
<tr><td>William E. Mayer
Director</td><td>普通株式</td><td>172</td><td>0.3%</td><td>0.3%</td></tr>
<tr><td>Kevin D. Mowbray
Executive VP and Chief Operating Officer</td><td>普通株式</td><td>234</td><td>0.4%</td><td>0.4%</td></tr>
<tr><td>Carl G. Schermer
ex-VP, CFO and Treasurer</td><td>普通株式</td><td>278</td><td>0.5%</td><td>0.5%</td></tr>
<tr><td>他 11 名</td><td>普通株式</td><td>不明</td><td>不明</td><td>不明</td></tr>
<tr><td>取締役･経営幹部（16 名）合計（*）</td><td>普通株式</td><td>4,234</td><td>7.6%</td><td>7.6%</td></tr>
</table>
（*）実質株主（beneficially owned）の株数カウントに重複がある場合もあり得る。</td></tr>
</table>

主な経営陣（3）	･Mary E. Junck Chairman, President and CEO ･Kevin D. Mowbray Executive VP and Chief Operating Officer ･Ronald A. Mayo VP, CFO and Treasurer ･Nathan E. Bekke VP, Consumer Sales and Marketing ･Paul M. Farrell VP, Digital Sales ･Suzanna M. Frank VP, Audience ･Gregory P. Schermer VP, Strategy and Director

（1）前項記載のデータ

（2）YAHOO Finance（米国）

（3）Lee Enterprises, Incorporated　のホームページ

（4）Lee Enterprises, Incorporated FORM 10-K for the fiscal year ended December 31, 2014

（5）Lee Enterprises, Incorporated Proxy Statement for 2015 Annual Meeting

同社が株式上場をしたのは 1970 年であるが、デュアル・クラス構造を採用したのは 1986 年のことである。米国では敵対的企業買収が 1980 年代に入り非常に活発になっていたが、当初新聞社は地域に密着して地域サービスを行う共同体の一部のような役割を果たしており、新聞社に対する敵対的企業買収は殆どなかった。ところが 20%を超える高利益率が一般的な新聞業界に新世代の買収者が触手を伸ばすようになり、同業界には激震が走っていた。新聞業界はファミリー企業として成長した会社が他のどの業界よりも多く、地域密着のコミュニティー・サービスを提供し地域の生活にとって不可欠な存在であることからも、会社の売却には非常に消極的であった。そうした会社活動を継続していくためにファミリー支配が継続されることは一般に歓迎されていた。そういう状況の中で、当時は新聞社が買収防衛策を導入する動きが加速していた。そうした動きの 1 つとして、同社はデュアル・クラスを利用し始めた[27]。B 種普通株式が売却に伴い次第に普通株式に転換され、いずれサンセット条項により買収防衛策として機能しなくなる時が来るにも拘らず、何故斯様なサンセット条項を定めたのかについての説明、理由については明らかではない。

[27] *"THE TAKEOVER THREAT AT FAMILY NEWSPAPERS"*, The New York Times (24 June 1986, NYTF Late City Final Edition).

11. インターナショナル・スピードウェイ社（International Speedway Corporation）

売上（1）	651.9 百万米ドル（2014 年）
従業員数（2）	845 人
設立（2）	1953 年
上場（1）	1996 年
上場市場（4）	ナスダック
事業内容（3）	米国内でモータースポーツをテーマにした娯楽事業の大手である。著名なモータースポーツ娯楽施設を 13 施設運営している。総座席数は 93 万席、500 室の特別室を持つ。13 施設は以下の通り。 ① デイトナ・インターナショナル・スピードウェイ（フロリダ州） ② タラデガ・スーパースピードウェイ（アラバマ州） ③ ミシガン・インターナショナル・スピードウェイ（デトロイト郊外） ④ リッチモンド・インターナショナル・レースウェイ（バージニア州） ⑤ オート・クラブ・スピードウェイ・オブ・サザン・カリフォルニア（LA 近郊） ⑥ カンザス・スピードウェイ（カンザス・シティー） ⑦ フェニックス・インターナショナル・スピードウェイ（アリゾナ州） ⑧ シカゴランド・スピードウェイ（シカゴ近郊） ⑨ ルート・66・レースウェイ（シカゴ近郊） ⑩ ホームステッドーマイアミ・スピードウェイ（フロリダ州） ⑪ マーティンスヴィーレ・スピードウェイ（バージニア州） ⑫ ダーリントン・レースウェイ（サウスカロライナ州） ⑬ ワトキンス・グレン・インターナショナル（ニューヨーク州） モータースポーツ施設の運営の他に、スポーツラジオ局、ケータリング・サービス、商品販売などを手掛けている。
株式発行状況（4）（5）	発行済普通株式数は約 46,215 千株で内訳は A 種普通株式：約 26,248 千株 B 種普通株式：約 19,967 千株 A 種普通株式：ナスダック上場 B 種普通株式：Over-The-Counter Bulletin Board（以後“OTCBB”）にて取引[28]。 各種類株式の議決権数 A 種普通株式：1 株につき 0.2 議決権 B 種普通株式：1 株につき 1 議決権

[28] OTCBB とは、非上場株式の店頭取引気配を表示する電子情報システムで、証券業者の自主規制機関 FINRA（旧 NASD）によって運営されている。“OTCBB”に登録するには審査手続きは不要で、マーケット・メーカーとなる証券会社が簡単な情報を記載した書類を FINRA に提出するだけで足りる。継続情報開示規制の導入や他の非上場株式情報システムの進化などにより以前に比べ存在感は低下している。日本証券経済研究所『図説　アメリカの証券市場　2013 年版』（日本証券経済研究所、2013 年）146 頁。

主要株主（5）

B 種普通株式の主要株主

氏名		実質保有株数（千株）	種類内占率（%）（*）	総議決権数に対する占率（%）
France Family Group	B 種普通	18,180	91.5%	72.1%
James C. France Chairman of the Board	B 種普通	6,122	30.7%	24.3%
Betty Jane France	B 種普通	6,244	31.3%	24.8%
Lesa France Kennedy Chief Executive Officer	B 種普通	733	3.7%	2.9%
Brian Z. France	B 種普通	359	1.4%	1.4%
John R. Saunders President	B 種普通	11	0.0%	0.0%
J. Hyatt Brown Director	B 種普通	9	0.0%	0.0%
取締役・経営幹部合計	B 種普通	18,203	91.2%	72.2%

（*）合計が単純合計を超えるのは、実質株主（beneficially owned）の株数カウントに重複があるためである。

A 種普通株式の主要株主

氏名		実質保有株数（千株）	種類内占率（%）	総議決権数に対する占率（%）
France Family Group	A 種普通	18,338	40.9%	14.5%
James C. France Chairman of the Board	A 種普通	6,214	18.9%	4.9%
Betty Jane France	A 種普通	6,244	19.0%	5.0%
Lesa France Kennedy Chief Executive Officer	A 種普通	795	2.9%	0.6%
Brian Z. France	A 種普通	378	1.4%	0.3%
John R. Saunders President	A 種普通	62	0.2%	0.0%
J. Hyatt Brown Director	A 種普通	25	0.1%	0.0%
他 16 名	A 種普通	不明	不明	不明
取締役・経営幹部（22 名）合計（*）	A 種普通	18,658	41.6%	14.8%

	(*) 実質株主 (beneficially owned) の株数カウントに重複がある場合もあり得る。
主な経営陣（3）	･James C. France Chairman of the Board ･Lesa France Kennedy Chief Executive Officer ･John R. Saunders President ･W. Garrett Crotty Executive VP, Chief Administration Officer and Chief Legal Counsel ･Daniel W. Houser Executive VP, CFO and Treasurer ･Crag A. Neeb Executive VP, Chief Development and Digital Officer ･Daryl Q. Wolfe Executive VP, Chief Marketing Officer

（1）前項記載のデータ

（2）YAHOO Finance（米国）

（3）International Speedway Corporation のホームページ

（4）International Speedway Corporation, FORM 10-K for the fiscal year ended Nobember 30, 2014

（5）International Speedway Corporation, Notice of 2015 Annual Meeting of Shareholders

<u>インターナショナル・スピードウェイ社の複数議決権株式の内容説明（FORM S-3 の株式資本の中の普通株式の説明より）</u>

●A 種が 1 株 5 分の 1 議決権、B 種が 1 株 1 議決権を持つが、その他の権利については A 種と B 種は同一である。

●決議に必要な最低限の議決権数の書面による同意があれば、総会を開催せずに決議することができる（その場合株主は指名や議題提案の機会がなくなる）。

●配当等を株式の分配により行う場合は、A 種と B 種は同じ分配割合で行われるが、分配される株式は、A 種は A 種、B 種は B 種または A 種で分配される。

●B 種はいつでも A 種に転換可能。

●譲渡の場合の B 種の A 種への強制転換の記載はない（B 種はナスダックの OTC ブリテ

ィンボード[29]で取引されているからだと思われる）
●B 種の全普通株式数に占める割合が 10%未満になった場合、全ての B 種は A 種に強制転換され、B 種は消滅する。

同社は、フランス・ファミリーが支配するファミリー企業で、会社設立は 1953 年のことである。創業者であるビル・フランス Sr.（Bill France Sr.）を引き継ぎ、その子息、孫がこれまで経営をバトンタッチしてきた。1996 年に株式公開したが、株式公開後も B 種普通株式を利用してファミリー支配を維持している[30]。B 種普通株式については 1 株 1 議決権とし、A 種普通株式については 1 株 0.2 議決権としており、議決権の倍率が通常 10 倍に対して 5 倍である点と、議決権数の定め方が議決権の少ない方の株式を通常 1 株 1 議決権とするのに対して、議決権の多い株式を 1 株 1 議決権としている点についてユニーク性を有しているが、その理由については明らかでない。

12. トッツィー・ロール・インダストリー社（Tootsie Roll Industries, Inc.）

売上（1）	543.5 百万米ドル（2014 年）
従業員数（2）	2,000 人
設立（2）	1896 年
上場（1）	1925 年
上場市場（4）	ニューヨーク証券取引所
事業内容（3）	主に米国、カナダ、メキシコにおいて菓子類の製造販売を行っている。ブランド名としては、TOOTSIE ROLL、TOOTSIE ROLL POPS、CHILDS PLAY、CARAMEL APPLE POPS、ANDES、JUNIOR MINTS、CHARLESTON CHEW、FLUFFY STUFF、SUGAR CANDY などがある。
株式発行状況（4）（5）	発行済普通株式数は約 60,088 千株で内訳は 普通株式　　：約 37,202 千株 B 種普通株式：約 22,886 千株 普通株式のみニューヨーク証券取引所上場 各種類株式の議決権数 普通株式　　：1 株につき 1 議決権 B 種普通株式　：1 株につき 10 議決権

[29] OTC ブリティンボードとは、非上場株式の店頭取引気配値を表示する電子情報システムであり、証券業者の自主規制機関である FINRA によって運営されている。詳しくは、日本証券経済研究所・前掲注（28）146 頁を参照。
[30] *"Many Say International Speedway Is on Right Track With Offering"*, The Wall Street Journal (2 October 1996, Florida Journal F2); *"Pole Position: Racing companies are Ready to peel out"*, Barron's (17 March 1997, B15).

主要株主（5）

B 種普通株式の主要株主

氏名		実質保有株数（千株）	種類内占率（%）	総議決権数に対する占率（%）
Ellen R. Gordon Chairman and CEO	B 種普通	18,864	82.4%	70.9%
John W. Newlin Jr. VP, Manufacturing	B 種普通	19	0.0%	0.1%
取締役・経営幹部合計	B 種普通	18,883	82.5%	71.0%

普通株式の主要株主

氏名		実質保有株数（千株）	種類内占率（%）	総議決権数に対する占率（%）
Ellen R. Gordon Chairman and CEO	普通株式	18,579	50.2%	7.0%
Lana Jane Lewis-Brent Director	普通株式	27	0.1%	0.0%
John W. Newlin Jr. VP, Manufacturing	普通株式	17	0.0%	0.0%
G. Howard Ember Jr. VP, Finance	普通株式	20	0.0%	0.0%
Barre A. Seibert Director	普通株式	3	0.0%	0.0%
他 4 名	普通株式	不明	不明	不明
取締役・経営幹部（22 名）合計（*）	普通株式	18,645	50.1%	7.0%

（*）実質株主（beneficially owned）の株数カウントに重複がある場合もあり得る。

主な経営陣（4）

・Ellen R. Gordon
Chairman and CEO
・G. Howard Ember Jr.
VP, Finance
・John W. Newlin Jr.
VP, Manufacturing
・Thomas E. Corr
VP, Marketing and Sales

	･John P. Majors VP, Distribution

（1）前項記載のデータ
（2）YAHOO Finance（米国）
（3）Tootsie Roll Industries, Inc. のホームページ
（4）Tootsie Roll Industries, Inc. FORM 10-K for the fiscal year ended December 31, 2014
（5）Tootsie Roll Industries, Inc. Proxy Statement for 2015 Annual Meeting

同社は 1896 年にオーストラリアから移民したレオ･ハーシュフィールド（Leo Hirshfield）により創業された。1925 年に NYSE に上場され、1950 年代に創業者の娘 Ellen に経営が引き継がれた。その後 Ellen は Melvin Gordon と結婚し、彼が 1962 年に CEO に就任し、2015年1月に95歳で逝去するまで50年以上にわたりCEOとして経営にあたった。妻Ellen は COO として共に会社の経営を行った。1980 年代にデュアル・クラスを導入し、B 種普通株式の大多数を保有することにより会社の支配を行ったと評価されている[31]。因みに Melvin Gordon の逝去後は Ellen が CEO として経営にあたっている。

13. ワールド・レスリング・エンターテインメント社（World Wrestling Entertainment, Inc.）

売上（1）	542.6 百万米ドル（2014 年）
従業員数（2）	761 人
設立（2）	1980 年
上場（1）	1999 年
上場市場（3）	ニューヨーク証券取引所
事業内容（2）	米国、カナダ、英国にオフィスを持ち、全世界でメディア・娯楽事業を展開している。プロレスの興行を核に、テレビ番組、音楽、出版、広告、ライセンシング、家庭用ビデオなどの事業を行っている。
株式発行状況（3）（4）	発行済普通株式数は約 75,530 千株で内訳は A 種普通株式　：約 33,232 千株 B 種転換普通株式：約 42,298 千株 A 種普通株式のみニューヨーク証券取引所上場 各種類株式の議決権数 A 種普通株式　：1 株につき 1 議決権 B 種転換普通株式：1 株につき 10 議決権

[31] *"Tootsie's Secret Empire---A CEO In His 90s Helms An Attractive Takeover Target; So What's Next? Nobody Knows"*, THE WALL STREET JOURNAL (22 August 2012, B1); *"Melvin J Gordon, 95, Dogged Tootsie Roll Chief:[Obituary (Obit; Biography)]"*, The New York Times (26 January 2015, A18).

主要株主（4）

B 種転換普通株式の主要株主

氏名		実質保有株数（千株）	種類内占率（%）	総議決権数に対する占率（%）
Vincent K. McMahon Chairman and CEO	B 種普通	39,273	92.8%	86.1%
Linda E. McMahon	B 種普通	6,516	15.4%	14.3%
Stephnie McMahon Chief Brand Officer	B 種普通	2,511	5.9%	5.5%
取締役・経営幹部合計（*）	B 種普通	不明	不明	不明

（*）合計が 100%を超えるのは、実質株主（beneficially owned）の株数カウントに重複があるためである。

A 種普通株式の主要株主

氏名		実質保有株数（千株）	種類内占率（%）	総議決権数に対する占率（%）
George A. Barrios Chief Strategy & Financial Officer	A 種普通	154	0.5%	0.0%
Kevin Dunn Executive Producer & Chief Global Television Producer	A 種普通	137	0.4%	0.0%
Paul Levesque EVP, Talent, Live Events & Creative	A 種普通	51	0.2%	0.0%
Michael J. Luisi President, WWE Studios	A 種普通	30	0.1%	0.0%
他 14 名	A 種普通	不明	不明	不明
取締役・経営幹部（18 名）合計（*）	A 種普通	不明	不明	不明

（*）実質株主（beneficially owned）の株数カウントに重複がある場合もあり得る。

主な経営陣（4）	･Vincent K. McMahon Chairman and CEO ･Paul Levesque EVP, Talent, Live Events & Creative ･Casey Collins EVP, Consumer Products ･Gerrit Meier EVP, International ･Stephnie McMahon Chief Brand Officer

（1）前項記載のデータ

（2）YAHOO Finance（米国）

（3）World Wrestling Entertainment, Inc. FORM 10-K for the fiscal year ended December 31, 2014

（4）World Wrestling Entertainment, Inc. Proxy Statement for 2015 Annual Meeting

ワールド・レスリング・エンターテインメント社の複数議決権株式の内容説明（FORM S-1の株式資本の中の普通株式の説明より）

●A 種が 1 株 1 議決権、B 種が 1 株 10 議決権を持つが、その他の権利については A 種と B 種は同一。
●B 種はいつでも A 種に転換可能。
●B 種がヴィンセント・マクマホン、リンダ・マクマホン、前二者の子孫、以上の者が全て保有・支配する主体、および以上の者のみが受益者であるトラスト以外の者に実質所有された場合には、自動的に A 種に転換される。

同社はマクマホン・ファミリーが 4 世代にわたり継続しているファミリー・ビジネスである。新規上場ブームに乗って資金調達を行うが、B 種種類株式を創業ファミリーだけで保有することにより、新規上場後も会社の支配権には殆ど影響がないだろうと評価されていた。デュアル・クラスをまさしくファミリーによる会社支配権維持の手段として認識していたことをうかがい知ることができる[32]。

14. グレー・テレビジョン社（Gray Television, Inc.）

売上（1）	508.1 百万米ドル（2014 年）
従業員数（2）	2,717 人
設立（2）	1897 年
上場（1）	1972 年

[32] *"Pro Wrestling Tries to Pin Down a Share Value"*, The New York Times (4 August 1999, Section A, Page1, Column 2).

<table>
<tr><td>上場市場（3）</td><td>ニューヨーク証券取引所</td></tr>
<tr><td>事業内容（3）</td><td>米国の44市場で140チャンネルを放映しているテレビ放送会社である。その内、26チャンネルはCBS系、24チャンネルはNBC系、16チャンネルはABC系、10チャンネルはFOX系となっている。4大ネットワーク以外の系列チャネルも多数運営している。</td></tr>
<tr><td>株式発行状況（3）</td><td>発行済普通株式数は約58,838千株で内訳は
普通株式　：約52,594千株
A種普通株式　：約6,244千株
普通株式、A種普通株式ともにニューヨーク証券取引所上場
各種類株式の議決権数
普通株式　：1株につき1議決権
A種普通株式　：1株につき10議決権</td></tr>
<tr><td>主要株主（5）</td><td>A種普通株式の主要株主
<table>
<tr><th>氏名</th><th></th><th>実質保有株数（千株）</th><th>種類内占率（%）</th><th>総議決権数に対する占率（%）</th></tr>
<tr><td>Hilton H. Howell, Jr.
Vice Chairman,
President and CEO</td><td>A種普通</td><td>1,472</td><td>23.6%</td><td>12.8%</td></tr>
<tr><td>Robin R. Howell, Jr.
Director</td><td>A種普通</td><td>1,472</td><td>23.6%</td><td>12.8%</td></tr>
<tr><td>Harriett J. Robinson
Director</td><td>A種普通</td><td>4,666</td><td>74.7%</td><td>40.6%</td></tr>
<tr><td>William E. Mayher, Ⅲ
Chairman</td><td>A種普通</td><td>28</td><td>0.5%</td><td>0.2%</td></tr>
<tr><td>Kevin P. Latek
Senior VP, Business Affairs and Secretary</td><td>A種普通</td><td>74</td><td>1.2%</td><td>0.6%</td></tr>
<tr><td>その他取締役・経営幹部（5名）</td><td>A種普通</td><td>不明</td><td>不明</td><td>不明</td></tr>
<tr><td>取締役･経営幹部合計(*)</td><td>A種普通</td><td>5,308</td><td>85.0%</td><td>46.1%</td></tr>
</table>
（*）合計が100%を超えるのは、実質株主（beneficially owned）の株数カウントに重複があるためである。

普通株式の主要株主
<table>
<tr><th>氏名</th><th></th><th>実質保有株数（千株）</th><th>種類内占率（%）</th><th>総議決権数に対する占率</th></tr>
</table></td></tr>
</table>

					(%)
	Hilton H. Howell, Jr. Vice Chairman, President and CEO	普通株式	1,536	2.9%	1.3%
	Robin R. Howell, Jr. Director	普通株式	1,536	2.9%	1.3%
	Harriett J. Robinson Director	普通株式	1,635	3.1%	1.4%
	William E. Mayher, Ⅲ Chairman	普通株式	177	0.3%	0.2%
	James C. Ryan Senior VP and CFO	普通株式	229	0.4%	0.2%
	Kevin P. Latek Senior VP, Business Affairs and Secretary	普通株式	192	0.4%	0.2%
	他 4 名	普通株式	不明	不明	不明
	取締役･経営幹部（10 名） 合計（*）	普通株式	3,133	5.9%	2.7%
	（*）実質株主（beneficially owned）の株数カウントに重複がある場合がある。				
主な経営陣（4）	･Hilton H. Howell, Jr. Vice Chairman, President and CEO ･James C. Ryan Senior VP and CFO ･Kevin P. Latek Senior VP, Business Affairs and Secretary				

（1）前項記載のデータ

（2）YAHOO Finance（米国）

（3）Gray Television, Inc.　FORM 10-K for the fiscal year ended December 31, 2014

（4）Gray Television, Inc. Proxy Statement for 2015 Annual Meeting

同社は、1897 年に設立された新聞・ラジオ会社のヘラルド・パブリッシング社（The Herald Publishing Company）を 1947 年にジェイムス･ハリソン･グレイ（James Harrison Gray）が買収し、さらにテレビにも進出をしていった会社である。1967 年にナスダックに株式公開した。1986 年 9 月に同氏は逝去し、1993 年に同氏の遺産である同社株式をジャック・マック・ロビンソン（Jack Mack Robinson）が買い取り支配権を獲得した。1995 年には NYSE 上場となり、買収・合併を積極的に行い、変貌を遂げていった。2014 年にジャック・マック・ロビンソンは逝去し、現在の経営体制にいたっている。デュアル・クラスの導入時期、導入経緯などについては不明である。

15. ラジオ・ワン社（Radio One Inc.）

<table>
<tr><td>売上（1）</td><td>441.4 百万米ドル（2014 年）</td></tr>
<tr><td>従業員数（2）</td><td>1,011 人</td></tr>
<tr><td>設立（2）</td><td>1980 年</td></tr>
<tr><td>上場（1）</td><td>1999 年</td></tr>
<tr><td>上場市場（3）</td><td>ナスダック</td></tr>
<tr><td>事業内容（3）</td><td>米国内でのラジオ局の運営を主力とするメディア事業を行っている。アフリカ系米国人と都市部個人をターゲットにした事業展開に特徴がある。全米の主要 33 都市部市場の内 16 市場においてラジオ放送局を 54 局運営している。ラジオ以外にコムキャストとの JV によるケーブルテレビ・ネットワーク事業も行っている。アフリカ系米国人向けのインターネットサイト運営や、カジノの運営への参加も開始している。マルチメディア娯楽・情報コンテンツのプロバイダーとしてターゲット・マーケットに発信していくというスタンスで、事業領域を拡大している。</td></tr>
<tr><td>株式発行状況(3)</td><td>発行済普通株式数は約 58,500 千株で内訳は
A 種普通株式：約 2,250 千株
B 種普通株式：約 2,862 千株
種類 C 普通株式：約 2,929 千株
種類 D 普通株式：約 42,102 千株
A 種普通株式と種類 D 普通株式はナスダック上場
各種類株式の議決権数
A 種普通株式：1 株につき 1 議決権
B 種普通株式：1 株につき 10 議決権
種類 C 普通株式：議決権なし
種類 D 普通株式：議決権なし</td></tr>
<tr><td>主要株主（5）</td><td>A 種普通株式の主要株主
<table>
<tr><th>氏名</th><th></th><th>実質保有株数（千株）</th><th>種類内占率（%）</th><th>総議決権数に対する占率（%）</th></tr>
<tr><td>Alfred C. Liggins, Ⅲ
President and CEO</td><td>A 種普通</td><td>575</td><td>26.6%</td><td>1.9%</td></tr>
<tr><td>Terry L. Jones
Director</td><td>A 種普通</td><td>50</td><td>2.3%</td><td>0.2%</td></tr>
<tr><td>D. Geoffrey Armstrong
Director</td><td>A 種普通</td><td>26</td><td>1.2%</td><td>0.1%</td></tr>
<tr><td>その他取締役・経営幹部（7 名）</td><td>A 種普通</td><td>不明</td><td>不明</td><td>不明</td></tr>
</table></td></tr>
</table>

取締役･経営幹部合計 (*)	A 種普通	673	31.2%	2.2%

(*) 実質株主（beneficially owned）の株数カウントに重複がある可能性あり。

B 種普通株式の主要株主

氏名		実質保有株数（千株）	種類内占率（%）	総議決権数に対する占率（%）
Catherine L. Hughes Chairperson and Secretary	B 種普通	852	29.8%	27.6%
Alfred C. Liggins, Ⅲ President and CEO	B 種普通	2,010	70.2%	65.1%
取締役・経営幹部合計	B 種普通	2,862	100%	92.7%

種類 C 普通株式の主要株主

氏名		実質保有株数（千株）	種類内占率（%）	総議決権数に対する占率（%）
Catherine L. Hughes Chairperson and Secretary	種 C 普通	1,388	47.4%	—
Alfred C. Liggins, Ⅲ President and CEO	種 C 普通	1,541	52.6%	—
取締役・経営幹部合計	種 C 普通	2,929	100%	—

種類 D 普通株式の主要株主

氏名		実質保有株数（千株）	種類内占率（%）	総議決権数に対する占率（%）
Catherine L. Hughes Chairperson and Secretary	種 D 普通	4,999	11.9%	—
Alfred C. Liggins, Ⅲ President and CEO	種 D 普通	9.588	22.7%	—
Brian W. McNeill Director	種 D 普通	886	2.1	—

	その他取締役・経営幹部（7名）	種D普通	不明	不明	—
	取締役･経営幹部合計(*)	種D普通	16,856	100%	—
	（*）実質株主（beneficially owned）の株数カウントに重複がある可能性あり。				
主な経営陣（4）	･Catherine L. Hughes Chairperson and Secretary ･Alfred C. Liggins, Ⅲ President and CEO ･Peter D. Thompson CFO ･Linda J. Vilardo Chief Administrative Officer ･Christopher Wegmann President, Radio Division				

（1）前項記載のデータ
（2）YAHOO Finance（米国）
（3）Radio One Inc.　FORM 10-K for the fiscal year ended December 31, 2014
（4）Radio One Inc. Proxy Statement for 2015 Annual Meeting

ラジオ・ワン社の複数議決権株式の内容説明（FORM S-1 の株式資本の中の普通株式の説明より）

●A種が1株1議決権、B種が1株10議決権を持ち、C種・D種は議決権を持たない。その他の権利については、全種類が同一。ただし、転換については以下の差異がある。
●他の普通株式への転換については、A種⇒C・D種、B種⇒A種、C種⇒A種の転換が可能で、D種は他の種類の普通株式への転換はできない。因みに、B種・C種は全て、会長のキャサリン・L・ヒューズとCEOのアルフレッド・C・リギンスⅢが保有している。
●B種は、以下の許された譲受人以外へ実質的な権利を譲渡した場合は、自動的にA種に転換される。許された譲受人：①相続人、相続財産受取人、②B種株主の配偶者または前配偶者、③父母、祖父母、父母・祖父母・配偶者・前配偶者の直系卑属、④B種株主の遺産管理人、遺言執行人など、⑤B種株主や許された譲受人のためのトラスト、⑥B種株主および許された譲受人が実質保有する会社あるいはパートナーシップなどの主体、⑦会社設立時からの株主およびその株主の許された譲受人、など。

同社は、1999年に株式公開されたが、キャサリン･L･ヒューズ（Catherine L. Hughes）と息子のアルフレッド・リギンスⅢ（Alfred C. Liggins, Ⅲ）の2人で新規上場後も株式の50%以上を保有し、今後もファミリーの支配権を維持していくと新規上場前の声明で述べている。ラジオ局等の買収により事業拡大してきたが、借入金の返済や更なる投資資金の

確保が新規上場の目的とされている。新規上場時には、経営者である母子は株式の売却を予定しておらず、他方、未公開時の資金提供者（投資家）は保有株式を売り出したと思われる。複数議決権株式（B 種普通株式）を発行したのは、新規上場時か外部資本を入れた時点かは明らかではないが、前述の声明からもファミリーによる支配権維持が複数議決権株式を利用する目的であることは明らかであると言えよう[33]。

16. ジョンソン・アウトドアーズ社（Johnson Outdoors Inc.）

<table>
<tr><td>売上（1）</td><td>425.4 百万米ドル（2014 年）</td></tr>
<tr><td>従業員数（2）</td><td>1,100 人</td></tr>
<tr><td>設立（2）</td><td>1985 年</td></tr>
<tr><td>上場（1）</td><td>1987 年</td></tr>
<tr><td>上場市場（4）</td><td>ナスダック</td></tr>
<tr><td>事業内容（3）</td><td>ボート・フィッシング（Minn Kota、Cannon, Humminbird のブランド名）パドリング（Old Town, Ocean Kayak, Necky Kayak, Carlisle, Extrasport のブランド名）、ダイビング（Scubapro, Subgear のブランド名）、キャンピング（Eureka!, Silva, Jetboil, Eureka Military Tents, Eureka Party Tents のブランド名）関連のアウトドア商品の製造販売事業を展開している。</td></tr>
<tr><td>株式発行状況（4）（5）</td><td>発行済普通株式数は約 9,982 千株で内訳は
A 種普通株式：約 8,769 千株
B 種普通株式：約 1,212 千株
A 種普通株式ナスダック・グローバル・マーケットに上場
各種類株式の議決権数
A 種普通株式：1 株につき 1 議決権
B 種普通株式：1 株につき 10 議決権
ただし、取締役選任権については、A 種が取締役の 4 分の 1、B 種が 4 分の 3 を選任できる。</td></tr>
<tr><td>主要株主（5）</td><td>B 種普通株式の主要株主
<table>
<tr><th>氏名</th><th></th><th>実質保有株数（千株）</th><th>種類内占率（%）</th><th>総議決権数に対する占率（%）</th></tr>
<tr><td>Helen Johnson-Leipold
Chairman and CEO</td><td>B 種普通</td><td>1,168</td><td>96.4%</td><td>55.9%</td></tr>
<tr><td>取締役・経営幹部合計</td><td>B 種普通</td><td>1,168</td><td>96.4%</td><td>55.9%</td></tr>
</table></td></tr>
</table>

[33] *"Radio One reaches out with IPO"*, Broadcasting & Cable (22 March 1999); *"Black Broadcasting Firm Readies Unusual Pair of IPOs"*, The Washington Post (29 March 1999, F07).

A種普通株式の主要株主

氏名		実質保有株数（千株）	種類内占率（%）	総議決権数に対する占率（%）
Helen Johnson-Leipold Chairman and CEO	A種普通	1,476	16.8%	7.1%
Dr. H. Fisk Johnson	A種普通	838	9.6%	4.0%
David W. Johnson VP & CFO	A種普通	53	0.6%	0.3%
Thomas F. Pyle, Jr. Director	A種普通	48	0.5%	0.2%
John M. Fahey, Jr. Director	A種普通	28	0.3%	0.1%
Terry E. London Director	A種普通	23	0.3%	0.1%
他4名	A種普通	不明	不明	不明
取締役・経営幹部（9名）合計（*）	A種普通	1,670	19.0%	8.0%

（*）実質株主（beneficially owned）の株数カウントに重複がある場合もあり得る。

主な経営陣（4）

・Helen Johnson-Leipold
Chairman and CEO
・David W. Johnson
VP & CFO
・Alisa D. Swire
VP, General Counsel & Corporate Secretary
・John C. Moon
VP, Chief Information Officer
・Sara Vidian
VP, Human Resources
・Cynthia A. Georgeson
VP, Worldwide Communication

（1）前項記載のデータ
（2）YAHOO Finance（米国）
（3）Johnson Outdoors Inc. のホームページ
（4）Johnson Outdoors Inc. FORM 10-K for the fiscal year ended December 31, 2014
（5）Johnson Outdoors Inc. Proxy Statement for 2015 Annual Meeting

同社の歴史は比較的短いが、同社を支配するジョンソン・ファミリーの中核会社であるジョンソン・ワックス社が設立されたのは 1880 年代であり、何世代にもわたりファミリー・ビジネスの支配権を維持している。同社はジョンソン・ファミリーが支配する会社の 1 つで、上場目的は相続税支払い原資の確保であり、それにより非上場のファミリー中核会社であるジョンソン・ワックス社の資産を保全し私企業の地位を維持することだとしている。私企業であり続けるための株式公開だと説明している。株式を次世代に引き継いでいくためには手間がかかり、原資の確保が重要だ、と同社の株式公開前にジョンソン氏は述べている[34]。デュアル・クラスの採用についての説明はないが、公開会社のデメリットとして常に敵対的買収の脅威に晒される点を挙げており、ファミリーによる支配権維持が目的だと推測される。

17. クラウン・メディア・ホールディングス社（Crown Media Holdings, Inc.）

売上（1）	415.6 百万米ドル（2014 年）
従業員数（2）	208 人
設立（2）	1999 年
上場（1）	2000 年
上場市場（4）	ナスダック
事業内容（3）	有料ケーブルテレビ・ネットワーク事業を行っている。Hallmark Channel, Hallmark Movies and Mysteries network を通じ番組提供している。上質なファミリー番組を提供している Hallmark Channel は 9,000 万人の視聴者に、Hallmark Movies and Mysteries network は 6,200 万人の視聴者に届けられている。
株式発行状況（4）	発行済普通株式数は約 359,676 千株で内訳は A 種普通株式：約 359,676 千株(*) A 種普通株式はナスダック上場 各種類株式の議決権数 A 種普通株式：1 株につき 1 議決権 (*) 2010 年の資本再編に伴い、B 種普通株式は全て A 種普通株式となり消滅した。借入金が膨らみ業績が芳しくないことから、2005 年以降、提携相手、売却先を模索してきたが適当な相手先が見つからず、結局、2010 年に設立母体である Hallmark が自ら資本再構成（recapitalization）を行ったという事情がある。

[34] *"BUSINESS PEOPLE; Johnson Wax Goes Outside the Family"*, The New York Times (16 December 1988, Financial Desk; D).

<table>
<tr><td>主要株主（5）</td><td>A 種普通株式の主要株主
<table>
<tr><th>氏名</th><th></th><th>実質保有株数（千株）</th><th>種類内占率（%）</th><th>総議決権数に対する占率（%）</th></tr>
<tr><td>Donald J. Hall, Jr.
Vice Chairman, CEO and President of Hallmark Cards</td><td>A 種普通</td><td>324,888</td><td>90.3%</td><td>90.3%</td></tr>
<tr><td>取締役・経営幹部合計</td><td>A 種普通</td><td>325,078</td><td>90.3%</td><td>90.3%</td></tr>
</table>
（*）実質株主（beneficially owned）の株数カウントに重複がある場合もあり得る。Donald J. Hall, Jr.が実質保有とされている株式の殆どは、Hallmark Cards が保有する株式が、同氏が議決権拘束契約を通じ同社の支配議決権を持っていることから同氏の実質保有とされているものである。</td></tr>
<tr><td>主な経営陣（3）</td><td>・William Abbott
Director, President & CEO
・Edward Georger
Executive VP, Advertising Sales & Digital Media
・Laura Lee
Executive VP, Distribution
・Susanne McAvoy
Executive VP, Marketing, Creative & Communications
・Kristen Roberts
Executive VP, Pricing, Planning & Revenue Management
・Andrew Rooke
Executive VP, President & CFO</td></tr>
</table>

（1）前項記載のデータ

（2）YAHOO Finance（米国）

（3）Crown　Media Holdings, Inc. のホームページ

（4）Crown　Media Holdings, Inc. FORM 10-K for the fiscal year ended December 31, 2014 & December 31, 2010

（5）Crown　Media Holdings, Inc. Proxy Statement for 2015 Annual Meeting

同社はホールマーク・カード社の子会社であったところ、ホールマーク・カード社はデュアル・クラスを利用し支配権を維持したまま 2000 年に同社の株式公開を行い資金調達した。同社の売上は伸び、視聴者数も非常に多かったが、上場前は赤字経営が続きていた。ホールマーク・カード社グループからの借入金や未払い金の支払いと、その後の投資資金

の確保が資金調達目的だとされた[35]。その後も赤字経営が続き、2005 年以降身売り先を探していたとされるが、同社の買い手が見つからないまま 2010 年になり、同社の財務内容を改善するために、ホールマーク・カード社グループ各社向けの債務の株式化などによる資本再構成を行った。その際に複数議決権株式である B 種普通株式は全て A 種普通株式に転換された。新規上場自体、赤字補填的な意味合いが色濃かったのであるが、新規上場以降も経営黒字化に成功しないまま、ホールマーク・カード参加での経営が続けられた。その後、財務内容が悪化し、売却先も見つからない中、自ら子会社の累積債務の処理を行ったということである。新規上場時のデュアル・クラス構造は、ホールマーク・カード社の経営支配者が同社の支配権を維持し続けることがその目的であったと推察される[36]。

18. **ザ・ディクシー・グループ社**（The Dixie Group, Inc.）

<table>
<tr><td>売上（1）</td><td>406.6 百万米ドル（2014 年）</td></tr>
<tr><td>従業員数（2）</td><td>1,740 人</td></tr>
<tr><td>設立（2）</td><td>1920 年</td></tr>
<tr><td>上場（1）</td><td>1986 年</td></tr>
<tr><td>上場市場（4）</td><td>ナスダック</td></tr>
<tr><td>事業内容（3）</td><td>カーペット、絨毯の製造販売事業を行っている。個人宅用の高級品、商業用を手掛けている。ブランドとしては、Fabrica,, Masland Residential, Dixie Home, Masland Contract, Avant Contract, Atlas Carpet Mills などがある。</td></tr>
<tr><td>株式発行状況（4）（5）</td><td>発行済普通株式数は約 15,772 千株で内訳は
普通株式　　：約 15,007 千株
B 種普通株式：約 764 千株
普通株式のみナスダック上場（B 種は非上場）
各種類株式の議決権数
普通株式　　：1 株につき 1 議決権
B 種普通株式　：1 株につき 20 議決権</td></tr>
<tr><td>主要株主（5）</td><td>B 種普通株式の主要株主
<table>
<tr><th>氏名</th><th></th><th>実質保有株数（千株）</th><th>種類内占率（%）(*)</th><th>総議決権数に対する占率（%）</th></tr>
<tr><td>Daniel K. Frierson
Chairman and CEO</td><td>B 種普通</td><td>764</td><td>100%</td><td>50.5%</td></tr>
</table></td></tr>
</table>

[35] *"SMARTMONEY.COM: Entertaining IPO Alternatives"*, DOWJONES Newswire (11 April 2000 07:40PM); *"Colorado-Based Hallmark Subsidiary Postpones Stock Offering"*, Knight Ridder Tribune Business News (13 April 2000).

[36] *"Crown Media Holdings Completes Recapitalization"*, Business Wire (29 June 2010 04:50PM).

D. Kennedy Frierson, Jr. VP and Chief Operating Officer	B 種普通	152	19.9%	10.0%
取締役・経営幹部合計	B 種普通	764	100%	50.5%

（*）実質株主（beneficially owned）の株数カウントに重複があるため単純合計は 100%以上となる。

普通株式の主要株主

氏名		実質保有株数（千株）	種類内占率（%）	総議決権数に対する占率（%）
Daniel K. Frierson Chairman and CEO	普通株式	1,038	6.5%	3.4%
D. Kennedy Frierson, Jr. VP and Chief Operating Officer	普通株式	203	1.3%	0.7%
John A. Faulkner VP and CFO	普通株式	136	0.9%	0.4%
Robert E. Shaw	普通株式	1,275	8.5%	4.2%
他 13 名	普通株式	不明	不明	不明
取締役・経営幹部（22 名）合計（*）	普通株式	1,693	10.5%	5.6%

（*）実質株主（beneficially owned）の株数カウントに重複がある場合もあり得る。

主な経営陣（3）	・Daniel K. Frierson Chairman and CEO ・D. Kennedy Frierson, Jr. VP and Chief Operating Officer ・Paul B. Comiskey VP and President, Dixie Residential ・V. Lee Martin VP and president, Masland Contract ・John A. Faulkner VP and CFO ・W. Derek Davis VP, Human Resources

（1）前項記載のデータ

（2）YAHOO Finance（米国）

（3）The Dixie Group, Inc. のホームページ
（4）The Dixie Group, Inc. FORM 10-K for the fiscal year ended December 27, 2014
（5）The Dixie Group, Inc. Proxy Statement for 2015 Annual Meeting

同社は､地域の靴下用メリヤス糸業者と実業家の出資により 1920 年に設立された会社で、ラプトン（Lupton）という姓の 2 人の投資家が会社を率いた。メリヤス糸から女性用ソックスの高級綿糸に生産を移行するために会社を設立したのであった。1950 年代に入りカーペット用の綿糸にも進出し業容を拡大していった。1920 年代半ばにトレジャラーとなった J.B.フライアーソン（J. Burton Frierson）は、第 2 次世界大戦後間もなく社長となり、その後はフライアーソン・ファミリーが株式支配権を握った。1979 年には J.B. フライアーソンの息子の D. フライアーソン（Don Frierson）が同社の社長に就任した。折しも、同社の市場には安価な中国、香港、台湾からの輸入品があふれ経営環境が変わり、構造転換を迫られた。高付加価値品への移行を決断し、旧設備の売却や戦略的企業買収を行う中、1986 年に株式公開を行った。この際、フライアーソン・ファミリーとその他の経営チームが支配株式を確保でき、買収防衛策ともなるデュアル・クラスを導入したとされる[37]。複数議決権株式は 1 株につき 20 議決権持ち、通常の 10 議決権より議決権数の設定が大きいが、その理由は定かではない。推測としては、現在のフライアーソン・ファミリーの B 種普通株式による議決権支配率は 50.5%でかろうじて過半数を確保する水準であることから考えて、支配議決権を確保するためには 1 株 20 議決権の複数議決権株式が必要であったと推測することができる。

19. エンターコム・コミュニケーションズ社（Entercom Communications Corp.）

売上（1）	379.8 百万米ドル（2014 年）
従業員数（2）	1,434 人
設立（2）	1968 年
上場（1）	1999 年
上場市場（4）	ニューヨーク証券取引所
事業内容（3）	ラジオ放送事業を営み、ラジオ放送では全米第 4 位の規模である。全国の 27 市場において、125 ラジオ局を運営しており、毎週 4000 万人近くのリスナーを得ている。

[37] *"The Dixie Group, Inc.-Company Profile, Information, Business Description, History, Background Information on The Dixie Group, Inc."*, Reference for Business, available at http://www.referenceforbusiness.com/history2/18/The-Dixie-Group-Inc.html

<table>
<tr><td>株式発行状況（4）
（5）</td><td>発行済普通株式数は約 38,000 千株で内訳は
A 種普通株式：約 30,802 千株
B 種普通株式：約 7,198 千株
A 種普通株式のみニューヨーク証券取引所上場
各種類株式の議決権数
A 種普通株式：1 株につき 1 議決権
B 種普通株式：1 株につき 10 議決権</td></tr>
<tr><td>主要株主（5）</td><td>B 種普通株式の主要株主
<table>
<tr><th>氏名</th><th></th><th>実質保有株数（千株）</th><th>種類内占率（%）(*)</th><th>総議決権数に対する占率（%）</th></tr>
<tr><td>Joseph M. Field
Chairman & Director</td><td>B 種普通</td><td>6,148</td><td>85.4%</td><td>59.8%</td></tr>
<tr><td>David J. Field
President and CEO</td><td>B 種普通</td><td>749</td><td>10.4%</td><td>7.3%</td></tr>
<tr><td>取締役・経営幹部合計</td><td>B 種普通</td><td>6,898</td><td>95.8%</td><td>67.1%</td></tr>
</table>
A 種普通株式の主要株主
<table>
<tr><th>氏名</th><th></th><th>実質保有株数（千株）</th><th>種類内占率（%）</th><th>総議決権数に対する占率（%）</th></tr>
<tr><td>Joseph M. Field
Chairman & Director</td><td>A 種普通</td><td>1,548</td><td>4.8%</td><td>1.5%</td></tr>
<tr><td>David J. Field
President and CEO</td><td>A 種普通</td><td>3,321</td><td>10.2%</td><td>3.2%</td></tr>
<tr><td>Stephen F. Fisher
Executive VP and CFO</td><td>A 種普通</td><td>561</td><td>1.7%</td><td>0.5%</td></tr>
<tr><td>Louise Kramer
President, Station Group</td><td>A 種普通</td><td>1,275</td><td>1.2%</td><td>0.3%</td></tr>
<tr><td>取締役・経営幹部（10 名）合計（*）</td><td>A 種普通</td><td>5,971</td><td>17.6%</td><td>5.8%</td></tr>
</table>
（*）実質株主（beneficially owned）の株数カウントに重複がある場合もあり得る。</td></tr>
<tr><td>主な経営陣（3）</td><td>・David J. Field
President and CEO
・Stephen F. Fisher
Executive VP and CFO</td></tr>
</table>

	･Weezie Kramer Chief Operating Officer ･Pat Paxton President of Programming ･Deborah Kane President of Sales ･Michael Doyle Regional President ･Andrew Sutor Senior VP and General Counsel

（1）前項記載のデータ
（2）YAHOO Finance（米国）
（3）Entercom Communications Corp. のホームページ
（4）Entercom Communications Corp. FORM 10-K for the fiscal year ended December 27, 2014
（5）Entercom Communications Corp. Proxy Statement for 2015 Annual Meeting

<u>エンターコム・コミュニケーションズ社の複数議決権株式の内容説明（FORM S-1 の株式資本の中の普通株式の説明より）</u>

●A 種が 1 株 1 議決権、B 種が 1 株 10 議決権を持つが、以下の 2 点については異なる定めがある。①A 種は取締役 2 名を選出する、②非公開化するかどうかの決定については、A 種、B 種ともに 1 株 1 議決権となる。その他の権利については A 種と B 種は同一。ただし、ジョセフ・M・フィールドおよびデイビッド・J・フィールド以外の者が B 種の議決権を行使する場合は 1 株 1 議決権となる。
●B 種はいつでも A 種に転換可能。
●フィールド一族以外の者に B 種が譲渡された場合は、自動的に A 種に転換される。つまり、フィールド一族に譲渡された場合にのみ、B 種のままということになる。

同社は、ジョセフ・M・フィールド（Joseph M. Field）が 1968 年に設立した会社で、1999 年に株式公開した。買収や放送権の獲得により業容を拡大しており、株式公開と同時期の 1999 年に同社では過去最大規模のラジオ放送局の買収を 821.5 百万米ドルで実施している。株式公開前にはプライベート・エクイティ・ファンドからの出資も得ていた。株式公開前は、議決権普通株式と無議決権普通株式のデュアル・クラスだったが、株式公開時に、創業・支配ファミリーであるジョセフ・M・フィールドとデイビッド・J・フィールド（David J. Field）が保有する普通株式のみ 1 株 10 議決権の B 種普通株式としその他の株主が保有する普通株式は 1 株 1 議決権の A 種普通株式とする資本再構成を実施した[38]。Form

[38] Amendment No.4 to Form S-1 Registration Statement under The Securities Exchange Act of 1933 of Entercom Communications Corp. (January 27, 1999).

S-1 には資本再構成を行い 1 株 10 議決権の B 種普通株式を発行する理由は示されていないが、創業・支配ファミリーであるフィールド・ファミリーが経営支配権を維持することが目的であると推測される。

20. セイラム・メディア・グループ社（Salem Media Group, Inc.）

<table>
<tr><td>売上（1）</td><td>266.5 百万米ドル（2014 年）</td></tr>
<tr><td>従業員数（2）</td><td>1,230 人</td></tr>
<tr><td>設立（2）</td><td>1986 年</td></tr>
<tr><td>上場（1）</td><td>1999 年</td></tr>
<tr><td>上場市場（4）</td><td>ナスダック</td></tr>
<tr><td>事業内容（3）</td><td>米国の大手放送事業者で、ラジオ放送、インターネット・コンテンツ・プロバイダー事業、出版事業を、キリスト教やファミリー関係の主題と保守的な内容に関心のある層を対象に事業展開している。117 のラジオ局を運営し、72 ラジオ局が上位 25 市場に、30 局が上位 10 市場にある。</td></tr>
<tr><td>株式発行状況（4）（5）</td><td>発行済普通株式数は約 25,391 千株で内訳は
A 種普通株式：約 19,837 千株
B 種普通株式：約 5,554 千株
A 種普通株式のみナスダック上場
各種類株式の議決権数
A 種普通株式：1 株につき 1 議決権
B 種普通株式：1 株につき 10 議決権
ただし、取締役の選任については、社外取締役 2 名は A 種株式のみによる議決権行使により選任され、残りの 5 名の取締役選任は A 種、B 種を合わせた議決権行使により選任される。</td></tr>
<tr><td>主要株主（5）</td><td>B 種普通株式の主要株主
<table>
<tr><th>氏名</th><th></th><th>実質保有株数（千株）</th><th>種類内占率（%）(*)</th><th>総議決権数に対する占率（%）</th></tr>
<tr><td>Stuart W. Epperson
Chairman</td><td>B 種普通</td><td>2,777</td><td>50.0%</td><td>36.8%</td></tr>
<tr><td>Nancy A. Epperson</td><td>B 種普通</td><td>2,777</td><td>50.0%</td><td>36.8%</td></tr>
<tr><td>Edward G. Atsinger Ⅲ
CEO and Director</td><td>B 種普通</td><td>2,777</td><td>50.0%</td><td>36.8%</td></tr>
<tr><td>取締役・経営幹部合計</td><td>B 種普通</td><td>5,554</td><td>100%</td><td>73.7%</td></tr>
</table>
（*）実質株主（beneficially owned）の株数カウントに重複があるため単純合計は 100%以上となる。</td></tr>
</table>

<table>
<tr><td></td><td>A 種普通株式の主要株主
<table>
<tr><th>氏名</th><th></th><th>実質保有株数（千株）</th><th>種類内占率（%）(*)</th><th>総議決権数に対する占率（%）</th></tr>
<tr><td>Stuart W. Epperson
Chairman</td><td>A 種普通</td><td>3,875</td><td>19.1%</td><td>5.1%</td></tr>
<tr><td>Nancy A. Epperson</td><td>A 種普通</td><td>3,875</td><td>19.1%</td><td>5.1%</td></tr>
<tr><td>Edward G. Atsinger Ⅲ
CEO and Director</td><td>A 種普通</td><td>4,427</td><td>21.9%</td><td>5.9%</td></tr>
<tr><td>Edward C. Atsinger</td><td>A 種普通</td><td>1,093</td><td>5.4%</td><td>1.5%</td></tr>
<tr><td>取締役・経営幹部合計</td><td>A 種普通</td><td>8,756</td><td>43.3%</td><td>11.6%</td></tr>
</table>
(*) 実質株主（beneficially owned）の株数カウントに重複がある場合あり。</td></tr>
<tr><td>主な経営陣（3）</td><td>・Stuart W. Epperson
Chairman
・Edward G. Atsinger Ⅲ
CEO and Director
・Dave Santrella
President, Broadcast Media
・David Evans
President, New Media]
・Evan D. Masyr
Executive VP and CFO
・Chris Henderson
Senior VP, Legal and Human Resources, General Counsel and Corporate Secretary</td></tr>
</table>

（1）前項記載のデータ
（2）YAHOO Finance（米国）
（3）Salem Media Group, Inc.のホームページ
（4）Salem Media Group, Inc. FORM 10-K for the fiscal year ended December 31, 2014
（5）Salem Media Group, Inc. Proxy Statement for 2015 Annual Meeting

セイラム・メディア・グループ社の複数議決権株式の内容説明（FORM S-1 の株式資本の中の普通株式の説明より）

●A 種が 1 株 1 議決権、B 種が 1 株 10 議決権を持つが、以下の 3 点については異なる定めがある。①A 種は取締役 2 名を選出する、②会社、および、エドワード・G・アツィンガーⅢ、スチュアート・W・エパーソン、ナンシー・A・エパーソン、あるいはこれらの者の関

係主体が関係する非公開化の決定、③取締役、経営幹部、何れかの種類株の 10%以上の保有者、これらの者の関係主体が直接・間接に利害関係を有する株式・資産等の取得については、A 種、B 種ともに 1 株 1 議決権となる。その他の権利については A 種と B 種は同一。
●B 種はいつでも A 種に転換可能。
●B 種が譲渡された場合は自動的に A 種に転換。ただし、一定の親族（最初の B 種株主の配偶者、子、孫）、最初の B 種株主が資金を拠出したグランター・トラスト、一定の親族のためのトラストへの譲渡の場合、強制転換は適用されない。この規定によると、B 種は最初の B 種株主の孫の代までしか存続できないことになる。
●A 種、B 種は株式分割、あるいは株式併合される場合は、他の種類株式と同じ割合で分割・併合される。

同社は、スチュアート・エパーソンとエドワード・アツィンガーがお互いのラジオ放送事業を結合して誕生した。両名は同じ宗教系の大学に在籍していた時から緊密な交遊関係にあり、エパーソンは後にアツィンガーの妹と結婚している。同社は買収やライセンスの購入により事業拡大しており、借入金の返済と更なる投資資金の獲得が資金調達目的だとしている[39]。株式公開時の開示においては、デュアル・クラスの採用目的については明らかにしていないが、両名及びエパーソンの妻の 3 名で株式公開後の議決権の 90%を支配したと観測されることから、両名による支配権を維持することがその目的であると推定される。

21. エントラビジョン・コミュニケーションズ社（Entravision Communications Corporation）

売上（1）	242.0 百万米ドル（2014 年）
従業員数（2）	1,010 人
設立（2）	1996 年
上場（1）	2000 年
上場市場（4）	ニューヨーク証券取引所
事業内容（4）	米国内およびメキシコ国境近辺のスペイン系視聴者向けのメディア・カンパニーで、テレビ、ラジオ、デジタル・メディア事業を展開している。スペイン系視聴者向けのメディア・カンパニーとしては米国内で独立系最大手である。カリフォルニア州、コロラド州、フロリダ州、カンザス州、マサチューセッツ州、ネバダ州、ニューメキシコ州、テキサス州、ワシントン DC において 58 テレビ局を運営している。番組はユニヴィジョンとの提携によるものが核となっている。ラジオ局は 19 市場で 49 局を運営している。
株式発行状況（5）	発行済普通株式数は約 89,781 千株で内訳は A 種普通株式：約 65,500 千株 B 種普通株式：約 14,928 千株 種類 U 普通株式：約 9,353 千株 A 種普通株式のみニューヨーク証券取引所上場

[39] *"Salem renders unto Caesar"*, Brosdcasting & Cable (14 June 1999); *"Salem builds Christian radio empire"*, Billboard (1 October 1994, 73 Vol. 106, No. 40).

<table>
<tr><td></td><td>各種類株式の議決権数
A 種普通株式：1 株につき 1 議決権
B 種普通株式：1 株につき 10 議決権
U 種普通株式：議決権なし（種類 U の株主は提携先であるユニヴィジョン社）</td></tr>
<tr><td>主要株主（5）</td><td>B 種普通株式の主要株主
<table><tr><th>氏名</th><th></th><th>実質保有株数（千株）</th><th>種類内占率（%）</th><th>総議決権数に対する占率（%）</th></tr><tr><td>Walter F. Ulloa
Chairman and CEO</td><td>B 種普通</td><td>11,489</td><td>77.0%</td><td>53.5%</td></tr><tr><td>Paul A. Zevnik
Director</td><td>B 種普通</td><td>3,438</td><td>23.0%</td><td>16.0%</td></tr><tr><td>取締役・経営幹部合計</td><td>B 種普通</td><td>14,928</td><td>100%</td><td>69.5%</td></tr></table>
A 種普通株式の主要株主
<table><tr><th>氏名</th><th></th><th>実質保有株数（千株）</th><th>種類内占率（%）(*)</th><th>総議決権数に対する占率（%）</th></tr><tr><td>Walter F. Ulloa
Chairman and CEO</td><td>A 種普通</td><td>111</td><td>0.2%</td><td>0.1%</td></tr><tr><td>Christopher T. Young
Executive VP, Treasurer and CFO</td><td>A 種普通</td><td>174</td><td>0.3%</td><td>0.1%</td></tr><tr><td>Paul A. Zevnik
Director</td><td>A 種普通</td><td>268</td><td>0.4%</td><td>0.1%</td></tr><tr><td>Esteban E. Torres
Director</td><td>A 種普通</td><td>328</td><td>0.5%</td><td>0.2%</td></tr><tr><td>Gilbert R. Vasquez
Director</td><td>A 種普通</td><td>328</td><td>0.5%</td><td>0.2%</td></tr><tr><td>取締役・経営幹部合計</td><td>A 種普通</td><td>1,714</td><td>2.2%</td><td>0.8%</td></tr></table>（*）実質株主（beneficially owned）の株数カウントに重複がある場合あり。</td></tr>
<tr><td>主な経営陣（3）</td><td>・Walter F. Ulloa
Chairman and CEO
・Christopher T. Young
Executive VP, Treasurer and CFO
・Jeffery A. Liberman</td></tr>
</table>

	Chief Operating Officer ・Mario M. Carrera Chief Revenue Officer ・Mark Boelke General Counsel, VP of Legal Affairs and Secretary ・Esteban Lopez Blanco Chief Strategy Officer, Corporate Development and Innovation ・Maria Lopez-Knowles Chief Marketing Officer

（1）前項記載のデータ

（2）YAHOO Finance（米国）

（3）Entravision Communications Corporation のホームページ

（4）Entravision Communications Corporation FORM 10-K for the fiscal year ended December 31, 2014

（5）Entravision Communications Corporation Proxy Statement for 2015 Annual Meeting

<u>エントラビジョン・コミュニケーションズ社の複数議決権株式の内容説明（FORM S-1 の株式資本の中の普通株式の説明より）[40]</u>

●A 種・C 種が 1 株 1 議決権、B 種が 1 株 10 議決権を持つが、以下の 3 点については異なる定めがある。①種類 C は取締役 2 名を選出する、②C 種の同意なしで、合併や組織再編（ただし 100%子会社の合併は例外）、解散・清算、放送事業免許の処分、種類 C の権利等を害する基本定款の変更は行わない。その他の権利については A 種・B 種・C 種は同一。C 種の株主はユニヴィジョン社である。

●B 種・C 種はいつでも A 種に転換可能。

●B 種が許された譲受人以外に譲渡された場合、保有者が死亡した場合、保有者が当社のビジネスに能動的に関わらなくなった場合には、自動的に A 種に転換される。また、種類 C は、許された譲受人以外に譲渡された場合、および保有者が元々保有していた種類 C 株数の 30%未満しか保有しなくなった場合には、自動的に A 種に転換される。許された譲受人とは、①直接・間接に B 種株主が保有する法人で他の者・法人の関連法人ではないもの、②配偶者、直系の子孫、養子、扶養している子、③配偶者、直系の子孫のためのトラスト、④以上の者・法人が直接・間接に保有する法人でその他の者・法人の関連法人でないもの、⑤B 種株主の場合にはその他の B 種株主、と定義されている。

---

[40] 株式公開時の定款では、ユニヴィジョン社が持つ株式が C 種株式とされていたが、2014 年末の Form 10-K では、C 種株式は存在せず、ユニヴィジョン社が保有する株式は U 種株式とされており、議決権はなく、2 名の取締役選任権もなくなっている。保有株式数が当初の 30%を下回った場合に A 種に自動転換されるとの規定があったが、A 種には 1 株 1 議決権が与えられるので、この自動転換条項が適用された結果でもない。ユニヴィジョン社の保有株式が C 種から U 種に変わり、C 種が消滅した経緯については不明である。

●A 種、B 種は株式分割、あるいは株式併合される場合は、他の種類株式と同じ割合で分割・併合される。

同社は、1996 年にウォルター・F・ウロア（Walter F. Ulloa）とフィリップ・C・ウィルキンソン（Philip C. Wilkinson）がリミテッド・パートナーシップとして創設した会社である。ウロアはスペイン語放送の TV に、ウィルキンソンはスペイン語放送のラジオに関わっていたが、2 人で手を結んで事業展開することになったのである。会社創設以前からスペイン語テレビ局のユニビジョン社とも関係があったが、ユニビジョン社も当初から同社に出資していた。同社は買収を重ねながら規模を拡大していった。複数議決権株式は当初はこの 2 人とポール・A・ゼブニック（Paul A. Zevnik）の 3 人に対して発行され、配偶者及び直系卑属とそれらの者のためのトラストへの譲渡はできるがその他の者へ譲渡された場合は自動的に A 種普通株式に転換され、ウロアとウィルキンソンの複数議決権株式は本人あるいはその次世代が同社の事業に積極的な関わりがなくなった場合にも自動的に A 種普通株式に転換される。現在、ウィルキンソンは複数議決権株式を保有しないが、2012 年に COO を退任し、その後、取締役も退任していることから、この自動転換により保有する複数議決権株式が A 種普通株式に転換されたものと推測される。ポール・A・ゼブニックは本職が弁護士で非常勤取締役として参加しているのでこの規定の適用はないが、複数議決権株主として取締役の選任について議決権協定を結んでいる[41]。同社におけるデュアル・クラスの採用目的は、2 人の共同出資経営者およびその後継者の支配権を維持することにあると推測することが出来るだろう。

22. バイコー社（Vicor Corporation）

売上（1）	225.7 百万米ドル（2014 年）
従業員数（2）	965 人
設立（2）	1981 年
上場（1）	1990 年
上場市場（4）	ナスダック
事業内容（4）	電源開発の専業メーカーで、独自の設計開発によるモジュール型、ユニット型電源、カスタム電源、その他電源関連製品を製造・販売している。
株式発行状況（5）	発行済普通株式数は約 38,717 千株で内訳は 普通株式　　：約 26,959 千株 B 種普通株式：約 11,758 千株

[41] Form S-1 of Entravision Communications Corporation filed on April 20, 2000; *"Spanish media empire Entravision files $615 ml IPO"*, Reuters News (21 April 2000, 11:34AM); Entravision Communications Corporation History, FundingUniverse, available at http://www.fundinguniverse.com/company-histories/entravision-communications-corporation-history/

普通株式のみナスダック上場
各種類株式の議決権数
普通株式　　：1株につき1議決権
B種普通株式　：1株につき10議決権

主要株主（5）

B種普通株式の主要株主

氏名		実質保有株数（千株）	種類内占率（%）	総議決権数に対する占率（%）
Patrizio Vinciarelli Chairman, President and CEO	B種普通	11,017	93.7%	76.2%
Estia J. Eichten Director	B種普通	694	5.9%	4.8%
取締役・経営幹部合計	B種普通	11,711	99.6%	81.0%

普通株式の主要株主

氏名		実質保有株数（千株）	種類内占率（%）(*)	総議決権数に対する占率（%）
Patrizio Vinciarelli Chairman, President and CEO	普通株式	9,785	36.1%	6.8%
Estia J. Eichten Director	普通株式	476	1.8%	0.3%
David T. Riddiford Director	普通株式	102	0.4%	0.1%
James A. Simms Director, CFO, Treasurer and Corporate Secretary	普通株式	76	0.3%	0.1%
取締役・経営幹部合計	普通株式	10,550	38.7%	7.3%

（*）実質株主（beneficially owned）の株数カウントに重複がある場合あり。

主な経営陣（3）

・Patrizio Vinciarelli
Chairman, President and CEO
・James A. Simms
CFO, Treasurer and Corporate Secretary
・Philip D. Davies
Corporate VP, Global Sales and Marketing

	･Barry Kelleher Corporate VP and President, Brick Business Unit ･Claudio Tuozzolo Corporate VP and President of Picor Corporation

（1）前項記載のデータ
（2）YAHOO Finance（米国）
（3）Vicor Corporation のホームページ
（4）Vicor Corporation FORM 10-K for the fiscal year ended December 31, 2014
（5）Vicor Corporation Proxy Statement for 2015 Annual Meeting

同社は、パトリツィオ・ヴィンシレィ（Patrizio Vinciarelli）が 1981 年に設立した会社で、同氏の電源関連技術を事業化するために設立された。前歴が学者・研究者であることから、ビジネス経験がないとの理由でベンチャー・キャピタルなどからは資金調達を拒絶され、両親などの親族および知人の資金により事業を開始した。同氏は、個人的に全精力を事業に傾け、同社の成長を牽引してきた。同氏はあらゆることを自分で決定し進めていくやり方で、独裁的とも言われている。自分の全身全霊を捧げた会社であり、デュアル・クラスで支配権の維持を確保しているのは、その経営スタイルを体現させたものだと言えるであろう。エスティア・J・アイヒテン（Estia J. Eichten）はローマ大学時代の親友で、兄弟姉妹や母から得た 35 万ドルを出資したとされる[42]。

23. スパニッシュ・ブロードキャスティング・システム社（Spanish Broadcasting System, Inc.）

売上（1）	146.3 百万米ドル（2014 年）
従業員数（2）	439 人
設立（2）	1983 年
上場（1）	1999 年
上場市場（4）	ナスダック
事業内容（3）	スペイン系が支配するラジオ放送会社の中で米国最大の会社であり、LA、ユーヨーク、プエルトリコ、マイアミ、シカゴ、サンフランシスコなど大規模ヒスパニック市場において FM ラジオ局を 20 局運営している。
株式発行状況（5）	発行済普通株式数は約 6,507 千株で内訳は A 種普通株式：約 4,167 千株 B 種普通株式：約 2,340 千株 A 種普通株式のみナスダック上場 各種類株式の議決権数 A 種普通株式：1 株につき 1 議決権

[42] *"Mr. Confidence Vicor founder has built hot company by driving himself, and others, to the max"*, The Boston Globe (24 March 1993, City Edition 44).

<table>
<tr><td></td><td>B 種普通株式：1 株につき 10 議決権</td></tr>
<tr><td>主要株主（5）</td><td>B 種普通株式の主要株主
<table>
<tr><th>氏名</th><th></th><th>実質保有株数（千株）</th><th>種類内占率（%）</th><th>総議決権数に対する占率（%）</th></tr>
<tr><td>Raul Alarcon, Jr.
President, CEO and Chairman</td><td>B 種普通</td><td>2,340</td><td>100%</td><td>84.9%</td></tr>
<tr><td>取締役・経営幹部合計</td><td>B 種普通</td><td>2,340</td><td>100%</td><td>84.9%</td></tr>
</table>
A 種普通株式の主要株主
<table>
<tr><th>氏名</th><th></th><th>実質保有株数（千株）</th><th>種類内占率（%）(*)</th><th>総議決権数に対する占率（%）</th></tr>
<tr><td>Raul Alarcon, Jr.
President, CEO and Chairman</td><td>A 種普通</td><td>110</td><td>2.2%</td><td>0.4%</td></tr>
<tr><td>Joseph A. Garcia
Senior Executive VP, CFO, Chief Administrative Officer, Secretary and Director</td><td>A 種普通</td><td>30</td><td>0.7%</td><td>0.1%</td></tr>
<tr><td>Manuel E. Machado
Director</td><td>A 種普通</td><td>5</td><td>0.1%</td><td>0.0%</td></tr>
<tr><td>取締役・経営幹部合計</td><td>A 種普通</td><td>154</td><td>3.1%</td><td>0.6%</td></tr>
</table>
（*）実質株主（beneficially owned）の株数カウントに重複がある場合あり。</td></tr>
<tr><td>主な経営陣（3）</td><td>・Raul Alarcon, Jr.
President, CEO and Chairman
・Joseph A. Garcia
Senior Executive VP, CFO, Chief Administrative Officer, Secretary and Director
・Albert Rodriguez
Chief Operating Officer</td></tr>
</table>

（1）前項記載のデータ

（2）YAHOO Finance（米国）

（3）Spanish Broadcasting System, Inc のホームページ

（4）Spanish Broadcasting System, Inc FORM 10-K for the fiscal year ended December

31, 2014
（5）Spanish Broadcasting System, Inc Proxy Statement for 2015 Annual Meeting

スパニッシュ・ブロードキャスティング・システム社の複数議決権株式の内容説明（FORM S-1 の株式資本の中の普通株式の説明より）

●A 種が 1 株 1 議決権、B 種が 1 株 10 議決権を持つが、その他の権利については A 種と B 種は同一。ただし、A 種株主の権利を害するような基本定款の変更を行うには、A 種株主の多数による議決が必要。
●B 種はいつでも A 種に転換可能。
●B 種が譲渡された場合は自動的に A 種に転換。ただし、許された譲受人への譲渡はその限りではない。許された譲受人とは、①遺産受取人・相続人、②配偶者、③B 種株主および配偶者の両親、祖父母、両親・祖父母の直系の子孫（養子を含む）、④B 種株主あるいは許された譲受人の後見人・資産管理人・遺言執行者などの法的代理人、⑤許された譲受人のためのトラストなどと定義されている。
●A 種、B 種は株式分割、あるいは株式併合される場合は、他の種類株式と同じ割合で分割・併合される。

同社は、1983 年の設立以来、アラルコン・ファミリーによって運営されている。初代はラウル・アラルコン（Raul Alarcon）で、1950 年代にキューバでラジオ局を設立し、その後紆余曲折があり、ニューヨークでラジオ・パーソナリティとして活躍後、1983 年に同地で再びラジオ局を保有するようになった。同氏は、1994 年に息子のラウル・アラルコン・Jr に経営を譲り、Jr.が事業拡大を牽引し、1999 年の上場に至った。上場後も、デュアル・クラスを利用し会社支配権を維持している[43]。デュアル・クラスの採用目的はアラルコン・ファミリーの支配権を維持することであると推測される。

24. マーサ・スチュアート・リビング・オムニメディア社（Martha Stewart Living Omnimedia, Inc.）

売上（1）	141.5 百万米ドル（2014 年）
従業員数（2）	260 人
設立（2）	1996 年
上場（1）	1999 年
上場市場（4）	ニューヨーク証券取引所
事業内容（4）	ライフ・スタイル・カンパニーとして世界でその名を知られ、料理、個人宅室内装飾、結婚式、休日、祝い事、ペット、手芸、ガーデニング、アウトドアなどの分野で先進的な発信を行ってきた。出版物

[43] *"Nation's Largest Hispanic-Owned Broadcasting Company to Go Public"*, Knight-Ridder Tribune Business News: The Miami Herald – Florida (20 August 1999); *"Spanish Broadcasting System's Roots Go Back a Generation"*, Knight-Ridder Tribune Business News: The Miami Herald – Florida (17 January 2000).

<table>
<tr><td></td><td>やマスメディアなどを通じて情報発信をするとともに、様々な小売店で企画商品を販売している。</td></tr>
<tr><td>株式発行状況（5）</td><td>発行済普通株式数は約 56,953 千株で内訳は
普通株式　　：約 31,218 千株
B 種普通株式　：約 25,735 千株
普通株式のみニューヨーク証券取引所上場
各種類株式の議決権数
普通株式　　：1 株につき 1 議決権
B 種普通株式　：1 株につき 10 議決権</td></tr>
<tr><td>主要株主（5）</td><td>B 種普通株式の主要株主
<table>
<tr><th>氏名</th><th></th><th>実質保有株数（千株）</th><th>種類内占率（%）(*)</th><th>総議決権数に対する占率（%）</th></tr>
<tr><td>Martha Stewart
Director and
Non-executive Chairman</td><td>B 種普通</td><td>25,735</td><td>100%</td><td>89.2%</td></tr>
<tr><td>Alexis Stewart</td><td>B 種普通</td><td>25,735</td><td>100%</td><td>89.2%</td></tr>
<tr><td>取締役・経営幹部合計</td><td>B 種普通</td><td>25,735</td><td>100%</td><td>89.2%</td></tr>
</table>
（*）　実質株主（beneficially owned）の株数カウントに重複があるため単純合計は 100%以上となる。

普通株式の主要株主
<table>
<tr><th>氏名</th><th></th><th>実質保有株数（千株）</th><th>種類内占率（%）(*)</th><th>総議決権数に対する占率（%）</th></tr>
<tr><td>Martha Stewart
Director and
Non-executive Chairman</td><td>A 種普通</td><td>28,671</td><td>48.6%</td><td>9.9%</td></tr>
<tr><td>Alexis Stewart</td><td>A 種普通</td><td>28,607</td><td>48.5%</td><td>9.9%</td></tr>
<tr><td>Arlen Kantarian
Director</td><td>A 種普通</td><td>179</td><td>0.6%</td><td>0.1%</td></tr>
<tr><td>William Roskin
Director</td><td>A 種普通</td><td>168</td><td>0.5%</td><td>0.1%</td></tr>
<tr><td>取締役・経営幹部合計</td><td>A 種普通</td><td>29,368</td><td>48.5%</td><td>10.2%</td></tr>
</table>
（*）実質株主（beneficially owned）の株数カウントに重複がある場合あり。</td></tr>
</table>

主な経営陣（3）	･Daniel W. Dienst CEO and Director ･Ken West CFO ･Allison Hoffman Executive VP, General Counsel and Corporate Secretary ･Patsy Pollack Senior Executive VP, Merchandising

（1）前項記載のデータ

（2）YAHOO Finance（米国）

（3）Martha Stewart Living Omnimedia, Inc. のホームページ

（4）Martha Stewart Living Omnimedia, Inc. FORM 10-K for the fiscal year ended December 31, 2014

（5）Martha Stewart Living Omnimedia, Inc. Proxy Statement for 2015 Annual Meeting

同社は、マーサ・スチュアート（Martha Stewart）が設立したライフ・スタイル情報を発信する会社で、彼女自身がブランドであり、経営支配者でもあった。株式公開後も議決権の 9 割程度を支配し、典型的な創業者支配の会社であった。彼女自身、あるいは、一族による支配維持のためにデュアル・クラスを採用したことは容易に推測できる。彼女の名前と存在がなければ会社の価値が損なわれることは明らかで、その立場を維持することは一般株主にとっても合理性のあることだとも言えよう。ただし、デュアル・クラスを利用する意図が真にそうであれば、買収により彼女を会社から追い出そうとするような事態は生じないとも言える。なぜなら、彼女が存在しなければ、会社の価値は大きく棄損されるからである。将来の経営権の親族内での承継を視野に入れ、デュアル・クラスを導入したという理解の方がより現実的だと言えよう。余談になるが、彼女は 2004 年にインサイダー取引により検挙され会社の地位を法的に喪失したが、この事件により彼女のイメージは非常に悪くなり、彼女の信奉者の支持基盤が崩れ、会社の業績も悪化した。後に経営トップに復帰したが、以前の人気を回復することはできず、2015 年に同社はセクエンシャル・ブランズ・グループ（Sequential Brands Group）に買収された[44]。

25. サガ・コミュニケーションズ社（Saga Communications, Inc.）

売上（1）	134.0 百万米ドル（2014 年）
従業員数（2）	761 人
設立（2）	1986 年
上場（1）	1993 年
上場市場（4）	ニューヨーク証券取引所

[44] *"Sequential Brands Group Signs Definitive Merger Agreement to Aquire Martha Stewart Living Omnimedia"*, News Release by Martha Stewart Living Omnimedia (22 June 2015); *"Sequential Brands Group Announces Closing of Martha Stewart Living Omnimedia Merger"*, Press Release by Sequential Barnds Group (4 December 2015).

<table>
<tr><td>事業内容（4）</td><td>テレビ放送事業、ラジオ放送事業を行っている。テレビ放送については、4 テレビ局と小規模な 5 テレビ局を運営している。ラジオ放送については、ラジオ情報ネットワークを 1 つと、23 市場において 62FM 局と 30AM 局を運営している。中規模市場に焦点を当てた事業展開を行っている。</td></tr>
<tr><td>株式発行状況（5）</td><td>発行済普通株式数は約 5,805 千株で内訳は
A 種普通株式：約 4,962 千株
B 種普通株式：約 843 千株
A 種普通株式のみニューヨーク証券取引所上場
各種類株式の議決権数
A 種普通株式：1 株につき 1 議決権
B 種普通株式：1 株につき 10 議決権
ただし、取締役選任については、A 種の株主は取締役の 25%（2 名）の選任権を持つ。</td></tr>
<tr><td>主要株主（5）</td><td>B 種普通株式の主要株主
<table>
<tr><th>氏名</th><th></th><th>実質保有株数（千株）(*)</th><th>種類内占率（%）</th><th>総議決権数に対する占率（%）</th></tr>
<tr><td>Edward K. Christian
President & CEO</td><td>B 種普通</td><td>843</td><td>100%</td><td>62.9%</td></tr>
<tr><td>取締役・経営幹部合計</td><td>B 種普通</td><td>843</td><td>100%</td><td>62.9%</td></tr>
</table>
(*) 実質株主（beneficially owned）の株数カウントには 60 日以内に行使可能になるオプションによる株式数も含まれる。

普通株式の主要株主
<table>
<tr><th>氏名</th><th></th><th>実質保有株数（千株）</th><th>種類内占率（%）(*)</th><th>総議決権数に対する占率（%）</th></tr>
<tr><td>Steven J. Goldstein
Director</td><td>A 種普通</td><td>52</td><td>1.1%</td><td>0.4%</td></tr>
<tr><td>Warren S. Lada
Executive VP</td><td>A 種普通</td><td>46</td><td>0.9%</td><td>0.3%</td></tr>
<tr><td>Samuel D. Bush
Senior VP, CFO</td><td>A 種普通</td><td>43</td><td>0.9%</td><td>0.3%</td></tr>
<tr><td>Mrcia K. Lobaito
Senior VP</td><td>A 種普通</td><td>24</td><td>0.5%</td><td>0.2%</td></tr>
<tr><td>取締役・経営幹部合計</td><td>A 種普通</td><td>204</td><td>4.0%</td><td>1.5%</td></tr>
</table></td></tr>
</table>

	（*）実質株主（beneficially owned）の株数カウントに重複がある場合あり。
主な経営陣（3）	･Edward K. Christian President & CEO ･Warren S. Lada Executive VP ･Mrcia K. Lobaito Senior VP ･Cathy Bobinski Senior Executive VP, Controller ･Samuel D. Bush Senior VP, CFO

（1）前項記載のデータ

（2）YAHOO Finance（米国）

（3）Saga Communications, Inc. のホームページ

（4）Saga Communications, Inc. FORM 10-K for the fiscal year ended December 31, 2014

（5）Saga Communications, Inc. Proxy Statement for 2015 Annual Meeting

同社は、エドワード・K・クリスチャン（Edward K. Christian）が、1986 年に、自身が社長として経営した会社（別の会社の子会社）の支配権を MBO により取得したという創立経緯がある。MBO に当たっては、ベンチャー・キャピタルからの出資と銀行からの融資、および自分の資産を買収資金とした。その経緯から MBO 実行時から同氏の支配権を確保するためにデュアル・クラスを使っていたと推測される[45]。

26. コンプエックス・インターナショナル社（CompX International Inc.）

売上（1）	103.8 百万米ドル（2014 年）
従業員数（2）	532 人
設立（2）	1993 年
上場（1）	1998 年
上場市場（4）	ニューヨーク証券取引所
事業内容（3）	家庭用ロック、電子ロック、ガソリンスタンド関係のセキュリティー製品、ボートの計器類、エンジン回りの部品などの製造販売を行っている。
株式発行状況（4）（5）	発行済普通株式数は約 12,404 千株で内訳は A 種普通株式：約 2,404 千株 B 種普通株式：約 10,000 千株

[45] *"Radio Chain's Buyer Seeks Acquisitions"*, Crain's Detroit Business (19 May 1986, Pg.3 Sction 1); *"Saga To Make Public Offering"*, Broadcasting & Cable (4 May 1992, 57).

<table>
<tr><td></td><td>A 種普通株式のみニューヨーク証券取引所上場
各種類株式の議決権数
A 種普通株式：1 株につき 1 議決権
B 種普通株式：1 株につき 1 議決権（ただし、取締役選任については 10 議決権）</td></tr>
<tr><td>主要株主（5）</td><td>B 種普通株式の主要株主
<table><tr><th>氏名</th><th></th><th>実質保有株数（千株）</th><th>種類内占率（%）</th><th>総議決権数に対する占率（%）</th></tr><tr><td>Annette C. Simmons</td><td>B 種普通</td><td>10,000</td><td>100%</td><td>80.6%
(*)</td></tr><tr><td>取締役・経営幹部合計</td><td>B 種普通</td><td>0</td><td>0%</td><td>0%</td></tr></table>(*) 取締役選任については 97.7%

A 種普通株式の主要株主
<table><tr><th>氏名</th><th></th><th>実質保有株数（千株）(*)</th><th>種類内占率（%）</th><th>総議決権数に対する占率（%）</th></tr><tr><td>Annette C. Simmons</td><td>A 種普通</td><td>764</td><td>31.8%</td><td>6.2%</td></tr><tr><td>Steven L. Watson
Chairman of the Board</td><td>A 種普通</td><td>16</td><td>0.7%</td><td>0.1%</td></tr><tr><td>David A. Bowers
Vice Chairman of the Board and CEO</td><td>A 種普通</td><td>10</td><td>0.4%</td><td>0.1%</td></tr><tr><td>Norman S. Edelcup
Director</td><td>A 種普通</td><td>12</td><td>0.5%</td><td>0.1%</td></tr><tr><td>Edward J. Hardin
Director</td><td>A 種普通</td><td>19</td><td>0.8%</td><td>0.2%</td></tr><tr><td>取締役・経営幹部合計</td><td>A 種普通</td><td>63</td><td>2.6%</td><td>0.5%</td></tr></table>(*) 実質株主（beneficially owned）の株数カウントに重複がある場合もあり得る。</td></tr>
<tr><td>主な経営陣（3）</td><td>・Steven L. Watson
Chairman of the Board
・David A. Bowers
Vice Chairman of the Board and CEO
・Scott C. James
President and Chief Operating Officer</td></tr>
</table>

	・Bobby D. O'Brien Executive VP ・Gregory M. Swalwell Executive VP ・James W. Brown VP, CFO and Controller

（1）前項記載のデータ
（2）YAHOO Finance（米国）
（3）CompX International Inc.のホームページ
（4）CompX International Inc. FORM 10-K for the fiscal year ended Nobember 30, 2014
（5）CompX International Inc. Proxy Statement for 2015 Annual Meeting

コンプエックス・インターナショナル社の複数議決権株式の内容説明（FORM S-1 の株式資本の中の普通株式の説明より）

●A 種・B 種ともに 1 株 1 議決権だが、取締役選任については、B 種は 1 株 10 議決権。その他の権利については A 種と B 種は同一。
●A 種、B 種は株式分割、あるいは株式併合される場合は、他の種類株式と同じ割合で分割・併合される。
●B 種はいつでも A 種に転換可能。
●一定の場合（手元の開示資料では不明）に B 種は自動的に A 種に転換される。

同社は、NL インダストリーズ社（NL Industries, Inc.）の子会社で、ハロルド・シモンズ（Harold Simmons、2013 年逝去）が支配する会社グループの傘下にある。NL インダストリーズ社は、上場持株会社であるバルヒ社（Valhi, Inc.）の子会社であり、バルヒ社の株式の 90%以上を支配するのが、ハロルド・シモンズが所有する非上場会社のコントラン社（Contran Corporation）である。シモンズ・ファミリーの支配権を維持するためにデュアル・クラスを利用していると言うことが出来るだろう。なお、デュアル・クラスにより支配権を確保する動機の 1 つとして、親会社が子会社をスピン・オフする際にタックス・フリーの条件を満たすための「親会社による子会社の完全な支配」という要件を満たすことも挙げられている[46]。

第三節　複数議決権株式を発行する（デュアル・クラスの）上場ファミリー中堅企業の複数議決権株式の内容等に関する開示

複数議決権株式そのものに関する開示を直接求めている開示項目はない。複数議決権株

[46] *"CompX Announces Initial Public Offering"*, PR Newswire (19 December 1997, 07:16AM); Form S-1 of CompX International Inc. (4 February 1998); *"Takeover Defenses: Siege Protections"*, Mergers & Acquisitions: The Dealmakers Journal (1 April 1999).

式により支配株主が重要事項の決定権を持つことについてのリスクが生じると想定されるが、レギュレーション S-K §229.503 (c)のリスク要因の開示は、Form S-1 の Item 3、および Form 10-K の Item 1A.で同様に求められている。また、登録される株式の詳細な説明がレギュレーション S-K §229.202 (a)に規定されているが、Form S-1 の Item 9 で同規程による開示を求めているのに対し、Form 10-K には同規程による開示を求める項目は存在しない。財務諸表の開示の中で貸借対照表の注記として株主資本（shareholders' equity）についての補足説明が記載され、その中で種類株式についての簡潔な内容説明が行われることが多く、Form S-1 にも Form 10-K にも同様の財務諸表の開示規定が存在する。複数議決権株式そのものに関する開示についての Form S-1 と Form 10-K の差異は、レギュレーション S-K §229.202 (a)による登録株式の詳細な説明の開示が Form S-1 にのみある点である。

米国における複数議決権株式の内容等の開示については、定性的情報開示の詳細について定めているレギュレーション S-K において、複数議決権株式を特定して情報開示を求めている条項は存在しない。また、NYSE の上場会社マニュアル（新規上場の会社も利用するとされる“NYSE Listed Company Manual”）などの NYSE のホームページに公表されている諸規定等の中にも複数議決権株式についての情報開示条項は見当たらない。しかし、複数議決権株式の存在は重要な情報であり何らかの形でいずれかの項目の下に、例えば、新規上場時の FORM S-1 で言えば、Item 3 の「Risk Factors」における説明や、Item 9 の「Description of Securities to be Registered」における説明が考えられる。Form S-1 のデータが EDGAR で入手できる 9 社の事例に即してどの程度の開示がどこの部分でされているか、検討することとする。

複数議決権株式の内容の Form S-1 での開示状況（9 社の事例）

会社名	開示場所・開示内容
1-800 フラワーズ・コム社	PROSPECTUS 冒頭および The Offering（公募内容）：公募株式の内容、各種類株式の概要 Description of Capital Stock（資本の説明）：各種発行株式の内容を詳細に説明
インターナショナル・スピードウェイ社	PROSPECTUS 冒頭：公募株式の内容、各種類株式の概要 Description of Capital Stock（資本の説明）：各種発行株式の内容を詳細に説明
ワールド・レスリング・エンターテインメント社	PROSPECTUS 冒頭および The Offering（公募内容）：公募株式の内容、各種類株式の概要 Description of Capital Stock（資本の説明）：各種発行株式の内容を詳細に説明
ラジオ・ワン社	The Offering（公募内容）：公募株式の内容、各種類株式の概要 Description of Capital Stock（資本の説明）：各種発行株式の内容を詳細に説明

エンターコム・コミュニケーションズ社	冒頭の表紙：公募株式の内容、各種類株式の概要 The Offering（公募内容）: 公募株式の内容、各種類株式の概要 Description of Capital Stock（資本の説明）: 各種発行株式の内容を詳細に説明
サリム・メディア・グループ社	The Offering（公募内容）: 公募株式の内容、各種類株式の概要 Description of Capital Stock（資本の説明）: 各種発行株式の内容を詳細に説明
エントラヴィジョン・コミュニケーションズ社	The Offering（公募内容）: 公募株式の内容、各種類株式の概要 Description of Capital Stock（資本の説明）: 各種発行株式の内容を詳細に説明
スパニッシュ・ブロードキャスティング・システム社	冒頭の表紙：公募株式の内容、各種類株式の概要 The Offering（公募内容）: 公募株式の内容、各種類株式の概要 Description of Capital Stock（資本の説明）: 各種発行株式の内容を詳細に説明
コンプエックス・インターナショナル社	冒頭の表紙：公募株式の内容、各種類株式の概要 The Offering（公募内容）: 公募株式の内容、各種類株式の概要 Description of Capital Stock（資本の説明）: 各種発行株式の内容を詳細に説明

複数議決権株式のリスクの Form S-1 での開示状況（9 社の事例）

会社名	開示場所・開示内容
1-800 フラワーズ・コム社	Risk Factors（リスク要因）: B 株を持つ経営者が決定権を持つので、他の株主の利益に反する決定をリスクがあるとの説明
インターナショナル・スピードウェイ社	Risk Factors（リスク要因）: 複数議決権株式の主な目的の 1 つは支配株主の経営権の維持、取締役選任と総会決議の決定権を支配株主ファミリーが保有する、株主が利益を得ることができる M&A に賛成しない場合もある。
ワールド・レスリング・エンターテインメント社	Risk Factors（リスク要因）: 支配株主が複数議決権株式により取締役選任と総会決議の決定権を持っており、M&A の承認においても株主の利益に反する決定をする可能性がある。
ラジオ・ワン社	Risk Factors（リスク要因）: 支配株主は総会決議により決定する事項についての経営支配権を持っており、M&A の決定についても同様である。

エンターコム・コミュニケーションズ社	Risk Factors（リスク要因）: 支配株主は総会決議により決定する事項についての経営支配権を持っており（取締役 2 名は一般株主の議決による）、M&A の決定についても同様である。
サリム・メディア・グループ社	Risk Factors（リスク要因）: 支配株主は総会決議により決定する事項についての経営支配権を持っており（社外取締役 2 名は一般株主の議決による）、M&A の決定についても同様である。
エントラヴィジョン・コミュニケーションズ社	特段の開示なし
スパニッシュ・ブロードキャスティング・システム社	Risk Factors（リスク要因）: 支配株主である経営者は取締役選任、会社の方針、重要事項の決定を支配している。M&A の決定についても同様である。
コンプエックス・インターナショナル社	Risk Factors（リスク要因）: 支配株主は、会社の方針、重要事項の決定を支配している。また、取締役選任についての複数議決権株式により、取締役会の支配権を持っている。M&A の決定についても同様である。

複数議決権株式の内容の Form10-k での開示状況（9 社の事例）

会社名	開示場所・開示内容
1-800 フラワーズ・コム社	年次報告書 財務諸表の注記（Capital Stock）: 各種類株式の内容について説明
インターナショナル・スピードウェイ社	年次報告書 財務諸表の注記（Capital Stock）: 各種類株式の内容について説明
ワールド・レスリング・エンターテインメント社	年次報告書 財務諸表の注記（Stockholders' Equity）: 各種類株式の内容について説明
ラジオ・ワン社	年次報告書 財務諸表の注記（Stockholders' Equity）: 各種類株式の内容について説明
エンターコム・コミュニケーションズ社	開示なし
サリム・メディア・グループ社	開示なし
エントラヴィジョン・コミュニケーションズ社	年次報告書 財務諸表の注記（Stockholders' Equity）: 各種類株式の内容について説明
スパニッシュ・ブロードキャスティング・システム社	年次報告書 財務諸表の注記（Stockholders' Equity）: 各種類株式の内容について説明
コンプエックス・インターナショナル社	年次報告書 財務諸表の注記（Stockholders' Equity）: 各種類株式の内容について説明

複数議決権株式のリスクの Form10-k での開示状況（9 社の事例）

会社名	開示場所・開示内容
1-800 フラワーズ・コム社	開示なし
インターナショナル・スピードウェイ社	年次報告書のリスク要因（Risk Factors）：支配株主が複数議決権株式を含め議決権の 72%を支配して取締役選任と総会決議の決定権を持っており、M&A の承認においても株主の利益に反する決定をする可能性がある。
ワールド・レスリング・エンターテインメント社	年次報告書のリスク要因（Risk Factors）：支配株主が複数議決権株式により取締役選任と総会決議の決定権を持っており、M&A の承認においても株主の利益に反する決定をし、株価が下落する可能性がある。
ラジオ・ワン社	年次報告書のリスク要因（Risk Factors）：支配株主が議決権の 95%を支配しているので経営の重要事項の決定権を持っている。M&A の承認においても株主の利益に反する決定をする可能性がある。
エンターコム・コミュニケーションズ社	年次報告書のリスク要因（Risk Factors）：支配株主が議決権の 62%を支配しているので経営の重要事項の決定権を持っている。M&A の承認においても決定権を持つので、それ故に株価が下落する可能性がある。
サリム・メディア・グループ社	年次報告書のリスク要因（Risk Factors）：支配株主が複数議決権株式を含め議決権の 84%を支配して取締役選任と総会決議の決定権を持っており、M&A の承認などにおいて株主の利益に反する決定をする可能性がある。
エントラヴィジョン・コミュニケーションズ社	年次報告書のリスク要因（Risk Factors）：支配株主が議決権の過半数を支配しているので取締役選任を含む経営の重要事項の決定権を持っている。(直接複数議決権株式への言及はない)
スパニッシュ・ブロードキャスティング・システム社	年次報告書のリスク要因（Risk Factors）：支配株主が議決権の 83%を支配しているので取締役選任、M&A を含む経営の重要事項の決定権を持っている。(直接複数議決権株式への言及はない)
コンプエックス・インターナショナル社	開示なし

発行開示における複数議決権株式の内容については、事例で取り上げた全社で、「Description of Capital Stock」の項目において詳細な説明がされている。「The Offering」でも 1 社を除き各種類株式の簡単な説明がされている。また、「Risk Factors」において 1 社を除く他の 8 社で、（複数議決権株式と普通株式を併せて）支配株主が重要事項の決定を自由に行えるので、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する可能性があるとの趣旨のリスクを記載している。

継続開示では年次報告書（FORM 10-K）の中の財務諸表の注記（Capital Stock）においてごく簡単に各種類株式の説明をしている事例が多く、また、「Risk Factors」（リスク要因）の中で発行開示における説明と同様の内容を記載している事例が多い。記載がない事例は、発行開示、継続開示ともに 1、2 例ある。

第四節　小括

上場ファミリー中堅企業の抽出過程で判明した注目すべき事項について、ここで再度確認を行うこととする。

デュアル・クラスを採用している会社の 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訳ではなく、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。これらの事実が物語っていることは、言い換えれば、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っても過言ではないということである。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だということである。

前節で概要を確認した上場ファミリー中堅企業 26 社の状況を、上場日、会社設立年、上場市場、複数議決権株式の議決権数（議決権倍率）、複数議決権株式の議決権数の議決権総数に対する占率、取締役・経営陣による議決権占率の観点から整理すると以下の表のようになる。

1 上場日 1920 年代～1 社 1960 年代～1 社 1970 年代～4 社 1980 年代～4 社 1990 年から 1994 年～4 社 1995 年以降～12 社	**5** 複数議決権株式の議決権数の議決権総数に対する占率 90%以上～3 社 80%台～5 社 70%台～5 社 60%台～2 社 50%台～5 社 20%台～1 社 無議決権株式とのデュアル・クラス～3 社 デュアル・クラス消滅～1 社 買収された会社～1 社、
2 会社設立年 1880 年から 1899 年～6 社 1900 年から 1939 年～3 社 1940 年から 1959 年～3 社 1960 年から 1979 年～1 社 1980 年から 1989 年～8 社 1990 年以降～5 社	**6** 取締役･経営陣の複数議決権株式保有による議決権占率 90%以上～2 社 80%台～4 社 70%台～4 社 60%台～4 社 50%台～2 社

	40%台～1 社 30%台～3 社 20%台～1 社 10%台～1 社 1%未満～4 社（所有と経営が完全分離 1 社、買収で B 株消滅 1 社、サンセット条項で B 株消滅 1 社、TOB で上場廃止 1 社）
3 上場市場 NYSE～11 社 NYSE MKT～2 社 NASDAQ～13 社	**7** 取締役・経営陣による A 株、B 株を併せた議決権占率 90%以上～4 社 80%台～5 社 70%台～3 社 60%台～4 社 50%台～1 社 40%台～4 社 30%台～1 社 10%台～1 社 10%未満～3 社（所有と経営が完全分離 1 社、サンセット条項で B 株消滅 1 社、TOB で上場廃止 1 社）
4 複数議決権株式の議決権数（議決権倍率） 10 議決権～18 社 20 議決権～1 社 5 議決権～1 社 2 議決権～1 社 無議決権株式利用のデュアル・クラス～3 社 取締役選任のみ 10 議決権～1 社 買収によりデュアル・クラス消滅～1 社	**8** 取締役・経営陣による A 株のみの議決権占率 5%未満～15 社 5%以上 10%未満～6 社 10%台～3 社 20%台～1 社 90%台～1 社（同社は買収で B 株消滅）

以上の結果は、前節のサンプル各社の情報を取り纏めた本章末尾 81 ページ、82 ページの表に記載されたデータにより確認したものである。

上場年度は、データ上最新で 2000 年まで含まれるが、1995 年以降の上場が 12 社で一番多く、1970 年台以降 1994 年までの上場が 12 社、1920 年代と 1960 年代がそれぞれ 1 社ずつという分布になっている。上場日は比較的新しい会社が多くなっている。会社設立年度では、1980 年代以降が 13 社、1900 年から 1979 年が 7 社、1880 年代から 1899 年が 6 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。複数議決権株式の導入時期については確認できないケースも多数存在するが、NYSE では、1980 年代前半までは事実上、複数議決権株式を利用した会社の上場は認められていなかったこと、AMEX と NASDAQ ではそれが認められていたこと、SEC 規則 19c-4 が施行された 1988 年 7 月以降は同ルールに沿って複数議決権株式についての上場可否判断が行われていたことから判断して、その時点以降に新規上場された会社については新規上場時点において複数議決権株式を導入済みであったと推測することが出来る。上場日がそれ以前である 10 社については、複数議決権株式発行会社の上場について特に制限のない NASDAQ 上場会社が 4 社、NYSE 上場で 1980 年代に買収防衛策として上場会社が導入したのが 4 社、NYSE での 1987 年の新規上場の際に導入したのが 1 社、NYSE 上場で導入時期不明が 1 社となっている。つまり、10 社については複数議決権株式についての上場規則が現行のルールになる以前に同株式を発行している会社であり、主に新規上場時点で複数議決権株式を発行していることが求められる現行ルールに基づく上場ではないので、現行ルールと同様に新規上場時点で複数議決権株式を発行していることを求める日本と比較する際には、この点につき留意する必要がある。その他の 16 社は、複数議決権株式についての現在の上場規則（類似）のルールの下に上場された会社であると言える。

複数議決権株式（3 社は無議決権株式と有議決権株式のデュアル・クラス）の一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、一株当たりの議決権数が 20 議決権、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 議決権とする場合などバリエーションも存在する。複数議決権株式が 1 株につき何議決権を持つのかにつき明確な規定がない中で、どのような要因に基づいて決定されているのかについては、確認できなかった。NYSE が導入しようとした複数議決権株式に関する上場規則や、AMEX が 1976 年に 10 倍の複数議決権株式を発行するウォン・ラヴォラトリーズ社の上場を承認するに当たって公表した指針[47]において、議決権の倍率は 10 倍までとの規定があったことが、10 議決権という事実上のスタンダードに繋がったのかもしれない。支配権を持つ側としては、議決権の倍率は、株式の発行価格等の資金調達の条件に影響がなければ、大きい方がいいということは言うまでもなかろう。今後の資金調達やデュアル・クラス導入前の株式保有状況により、支配権維持をどのレベルで欲しているかにより、あるいは投資家・引受関係者の状況（すなわち売出株式に対する需給状況）により、10 議決権を標準におきながら株価水準との兼ね合いも考慮に入れた上で、決定されていると考えることが出来るであろう。

複数議決権株式の所有者と複数議決権株式（B 株）による取締役・経営陣による支配権の確保の程度について見てみよう。殆どの場合（15 社）、B 株の大部分（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 A 株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 B 株の議決権により支配権を確保している。

---

[47] Jason W. Howell, *Essays on the U.S. Dual-Class Share Structure (2009),* A Dissertation Submitted to the Graduate Faculty of The University of Georgia in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Doctor of Philosophy, Athens, Georgia at 4.

複数議決権により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る複数議決権株式の収束（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支配権の固定化が行われていても、経営判断やサンセット条項（ここでの同条項の内容は B 種普通株式の残存株式数が一定数を下回った場合に B 種は自動的に A 種に転換されデュアル・クラスが収束するとの内容）により複数議決権株式は実際に消滅している事例が複数存在するということである。具体例としては、抽出した 26 社の中に、M&A によりデュアル・クラスが消滅した会社が 3 社（タカムサ・プロダクツ社、クラウン・メディア・ホールディングス社、マーサ・スチュアート・リビング・オムニメディア社）あり、サンセット条項（B 種の残存株式数が一定数を下回った場合のデュアル・クラス終息）によりデュアル・クラスが消滅した会社が 1 社（リー・エンタープライジーズ社）ある。また、B 種株式数が当初発行した B 種株式数の 10%を下回った場合には、B 種（デュアル・クラス）は解消されるとするものが 1 社（インターナショナル・スピードウェイ社）あるが、その目的、背景については明らかではない。ただし、創業者等の死亡、退任に伴う複数議決権株式の終息を規定する「サンセット条項」や、敵対的買収を一定程度可能にする「ブレーク・スルー条項」は定められている事例は存在しない。

上場時および 2014 年度決算の開示情報を EDGAR にて入手できる 9 社について、発行する複数議決権株式の内容の概略を第二節にて確認したが、その確認結果によれば、B 種はいつでも A 種に転換できるように設計されている。B 種は非上場でかつ譲渡制限があるので、売却する場合には A 種に転換した上で市場において売却するのが一般であることがその理由だと考えられる。

B 種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 A 種に転換されるものから、一定の親族間の譲渡、あるいは B 種株主間の譲渡は認めるものなど会社によりバリエーションがある。B 種（複数議決権株式）は非上場で、B 種を譲渡すれば自動的に A 種（議決権の劣る株式）に転換される規定があり、例外として B 種株主（一般には支配株主）の一定の範囲内の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 B 種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、B 種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になっている。少数の例で、子の代までしかこの例外規定が適用されない事例があるが、B 種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。

A 種、B 種は株式分割、あるいは株式併合される場合は、他の種類株式と同じ割合で分割・併合されるのは全事例に共通である。

前節において、データが入手可能な 9 社の事例で確認したように、FORM S-1 の「Risk Factors」において 1 社を除く他の 8 社で、FORM 10-K の「Risk Factors」において 2 社を除く他の 7 社で、（複数議決権株式と普通株式を併せて）支配株主が重要事項の決定を自由に行えるので、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ていねいに説明していたが、むしろこのような説明は例外的であり（少なくても筆者があたったケースにおいてはグーグル社のみであった）、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のである。グーグル社の場合は、既に会社規模が巨大で、世間の注目を浴びており、グーグル社の経営トップと株式公開引受関係者の間での上場条件の交渉の中で、複数議決権株式に対して批判的な投資家（特に機関投資家）への配慮もあり、そのような例外的な対応に落ち着いたのではないかと思われる。非公式な情報だが、株式公開時の情報開示については、法律事務所のテンプレートを使って行われるのが常で、デュアル・クラスの説明についてもテンプレートに従って行われているものと思われる。デュアル・クラスは、買収防衛策としての期待も含めて支配権を維持するためにあるものなので、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、導入理由の説明などを行わない理由だと思われる。

放送・新聞などのメディア系企業は報道の中立性という正当性を主張してデュアル・クラスを正当化しているのではとの予想もあったが、そのような主張を見つけることは出来なかった。逆に、メディア系の企業は大部分がファミリー企業であるから、デュアル・クラスを利用している会社にはメディア系企業が多いということを示唆する記載は存在した[48]。また、新聞社や雑誌社のオーナー経営者はデュアル・クラスによる支配権の維持について、論評・報道の自由を守ることが目的だとしているが、創業ファミリーによる支配権維持のためにデュアル・クラスは用いられていると論じられている場合がある[49]。

A 種は議決権が劣るので、それを埋め合わせる意味で B 種よりも配当を優遇しているのは、ハバーティー・ファーニチャー社 1 社だけである。同社のデュアル・クラスは、上場している状態で買収防衛策として資本再構成により導入されたので、既存株主に議決権が劣る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のだと考えられる。デュアル・クラスで議決権に差がある場合には、議決権の劣る株式には議決権の劣後を埋め合わせる配当などキャッシュフロー権での優位性を当然与えるべきだとの考えに基づく配当上乗せではないと言うことが出来るであろう。

---

48 第二節の 10. リー・エンタープライジーズ社の末尾のコメントを参照。

49 Stephen I. Glover & Aarthy S. Thamodaran, *"Capital Formation"*, Insights Volume 27 Number 3 (March 2013), at 3.

【サンプルファミリー中堅企業　議決権状況等一覧】

	ティッカー	会社名(銘柄名)	2014年売上高（百万米ドル）	従業員数	上場日	設立年	上場市場	A株数（千株）（注1）	B株数（千株）（注1）	A議決権数（注2）	B議決権数（注2）	B株議決権÷（A＋B議決権）（%）（注3）	取締役・経営陣B株議決権÷（A+B議決権）（%）（注4）	取締役・経営陣A株議決権÷（A+B議決権）（%）（注5）	取締役・経営陣総議決権占率（%）（注6）	
1	NC	NACCO INDUSTRIES -CL A	896.8	4,000	1961/9/13	1913	NYSE	5,611	1,573	1	10	73.7%	39.6%	5.2%	44.8%	
2	SSP	EW SCRIPPS -CL A	869.1	3,338	1996/11/14	1878	NYSE	45,293	11,933	0	1	100.0%	13.4%	0.0%	13.4%	Aは無議決権
3	PHIIK	PHI INC	836.3	2,802	1981/4/7	1949	NASDAQ Global Market	12,576	2,906	0	1	100.0%	70.2%	0.0%	70.2%	Aは無議決権
4	JBSS	SANFILIPPO JOHN B&SON	778.6	1,450	1991/12/4	1959	NASDAQ Global Select Market	8,546	2,597	1	10	75.2%	67.4%	0.1%	67.5%	
5	HVT	HAVERTY FURNITURE	768.7	3,388	1977/9/1	1885	NYSE	20,568	2,081	1	10	50.3%	37.1%	1.8%	38.9%	
6	FLWS	1-800-FLOWERS.COM	756.3	2,802	1999/8/3	1999	NASDAQ Stock Market	37,595	39,310	1	10	91.3%	89.5%	0.1%	89.6%	
7	AIN	ALBANY INTL CORP -CL A	745.3	4,000	1987/9/30	1895	NYSE	28,756	3,235	1	10	52.9%	38.4%	2.6%	41.0%	
8	TECUA	TECUMSEH PRODUCTS CO -CL A	724.4	7,500	1972/12/14	1934	NASDAQ Stock Market	13,404	5,078	0	1	100.0%	0.5%	0.0%	0.5%	Aは無議決権 2,015年8月に買収契約書に調印し秋に上場廃止となった
9	CVTI	COVENANT TRANSPORTATION GRP	719.0	4,400	1994/10/28	1986	NASDAQ Global Select Market	15,747	2,350	1	2	23.0%	23.0%	23.7%	46.7%	
10	LEE	LEE ENTERPRISES INC	656.7	3,500	1970/3/17	1890	NYSE	53,747	0	1	10	0.0%	0.0%	7.6%	7.6%	種類Bの残存株数が転換にによりサンセット条項に定める最低株数を下回ったため種類Bが消滅（全て種類Aに転換）
11	ISCA	INTL SPEEDWAY CORP -CL A	651.9	845	1996/11/5	1953	NASDAQ/ National Market System	26,248	19,967	0.2	1	79.2%	72.2%	14.8%	87.0%	
12	TR	TOOTSIE ROLL INDUSTRIES INC	543.5	2,000	1925/12/31	1896	NYSE	37,202	22,886	1	10	86.0%	71.0%	7.0%	78.0%	
13	WWE	WORLD WRESTLING ENTMT INC	542.6	761	1999/10/19	1980	NYSE	33,232	42,298	1	10	92.7%	92.7%	0.0%	92.7%	経営支配者の夫人保有株数を含む
14	GTNA	GRAY TELEVISION INC	508.1	2,717	1972/12/14	1897	NYSE	52,594	6,244	1	10	54.3%	46.1%	2.7%	48.8%	
15	ROIA	RADIO ONE INC	441.4	1,011	1999/5/6	1980	NASDAQ Stock Market	2,250	2,862	1	10	92.7%	92.7%	2.2%	94.9%	
16	JOUT	JOHNSON OUTDOORS INC -CL A	425.4	1,100	1987/10/9	1985	NASDAQ Global Market	8,769	1,212	1	10	58.0%	55.9%	8.0%	63.9%	

	ティッカー	会社名(銘柄名)	2014年売上高（百万米ドル）	従業員数	上場日	設立年	上場市場	A株数（千株）（注1）	B株数（千株）（注1）	A議決権数（注2）	B議決権数（注2）	B株議決権÷（A＋B議決権）(%)（注3）	取締役・経営陣B株議決権÷（A+B議決権）(%)（注4）	取締役・経営陣A株議決権÷（A+B議決権）(%)（注5）	取締役・経営陣総議決権占率(%)（注6）	
17	CRWN	CROWN MEDIA HOLDINGS INC	415.6	208	2000/5/4	1999	NASDAQ Stock Market	359,676	0	1	0	0	0.0%	90.3%	90.3%	2010買収で種類B消滅
18	DXYN	DIXIE GROUP INC	406.6	1,740	1986/11/25	1920	NASDAQ Stock Market	15,007	764	1	20	50.5%	50.5%	5.6%	56.1%	
19	ETM	ENTERCOM COMMUNICATIONS CORP	379.8	1,434	1999/1/29	1968	NYSE	30,802	7,198	1	10	70.0%	67.1%	1.6%	68.7%	
20	SALM	SALEM COMMUNICATIONS CORP	266.5	1,230	1999/7/1	1986	NASDAQ Global Market	19,837	5,554	1	10	73.7%	73.7%	11.6%	85.3%	
21	EVC	ENTRAVISION COMMUNICATIONS	242.0	1,010	2000/8/2	1996	NYSE	65,500	14,928	1	10	69.5%	69.5%	0.8%	70.3%	
22	VICR	VICOR CORP	225.7	965	1990/4/3	1981	NASDAQ Stock Market	26,959	11,758	1	10	81.3%	81.0%	7.3%	88.3%	
23	SBSA	SPANISH BROADCASTING SYS INC	146.3	439	1999/10/28	1983	NASDAQ Global Market	4,167	2,340	1	10	84.9%	84.9%	0.6%	85.5%	
24	MSO	MARTHA STEWART LIVING OMNIMD	141.5	260	1999/10/19	1996	NYSE	31,218	25,735	1	10	89.2%	89.2%	10.2%	99.4%	2015年12月にSequential Brands Groupによる買収が完結し独立企業としては消滅した。
25	SGA	SAGA COMMUNICATIONS -CL A	134.0	761	1993/3/1	1986	NYSE MKT	4,962	843	1	10	62.9%	62.9%	1.5%	64.4%	
26	CIX	COMPX INTERNATIONAL INC	103.8	532	1998/3/6	1993	NYSE MKT	2,404	10,000	1	1	80.6%	0.0%	0.5%	0.5%	但し、種類Bの取締選任10議決権支配と経営完全分離しているので取締役・経営陣の議決権占率が低い

（注1）一般に種類Bを複数議決権とする場合が多いが、そうでない場合もある。複数議決権あるいは議決権数の多い種類を便宜上B、少ない方あるいは1議決権となる種類をAとした。

（注2）議決権数が0とあるのは、無議決権普通株式と議決権付き普通株式の組み合わせのデュアル・クラス資本構造となっているため。

（注3）議決権総数に対するB種類株式の議決権数の占める割合

（注4）取締役・経営陣が保有するB株の議決権数合計が議決権総数に対して占める割合

（注5）取締役・経営陣が保有するA株の議決権数合計が議決権総数に対して占める割合

（注6）取締役・経営陣が保有するA株およびB株の議決権数合計が議決権総数に対して占める割合、つまり、取締役・経営陣による議決権占有率

第三章　日本における株主の議決権の歴史

第一節　はじめに 2
第二節　日本における株主の議決権および種類株式に係る立法・政策上の歴史的変遷 3
一．明治商法等における株主の議決権と種類株式 3
（一）国立銀行条例における株主の議決権 3
（二）ロエスレル草案・明治 23 年・32 年商法における株主の議決権 7
（三）ロエスレル草案・明治 23 年・32 年商法における種類株式 11
二．昭和商法における株主の議決権と種類株式 18
（一）昭和 13 年商法における株主の議決権 18
（二）昭和 25 年改正商法における株主の議決権 39
三．平成商法および会社法における株主の議決権と種類株式 50
（一）平成 2 年商法改正における種類株式と大小区分立法 50
（二）平成 13 年第一次商法改正における株主の議決権 60
（三）平成 13 年第一次・第二次改正商法における種類株式 68
（四）平成 17 年会社法における株主の議決権と種類株式 76
（五）平成 17 年会社法における株主平等原則の明文化とその解釈 79
第三節　小括 88

第一節　はじめに

本稿の米国における株主の議決権に関する歴史の章においても述べたように、株主の議決権は、株式会社がこの世に登場して以来、長年に渡って討議され続けてきたテーマである。（株式）会社制度は、米国では 17 世紀にその端緒があり、18 世紀後半には最初の株式会社が誕生したが、日本で初めて株式会社が誕生したのは 19 世紀後半である。それゆえ、株式会社に関する「経験値」は日米間で相当の開きがある。

米国では、株主の議決権に関しては最初から 1 株 1 議決権という議決権配分がなされていたわけではないことは既に説明したが、日本においても 1 株 1 議決権は当然の原則であったわけではなく、昭和 25 年の商法改正に至るまでは、1 株 1 議決権を採用しつつも株主の議決権制限を認める内容であった。太平洋戦争が終結し、新たな商法が制定されるに当たっては、米国側から株主の権利強化を要請されたことを受けて、それまで認められていた株主の議決権制限を排除した結果、1 株 1 議決権原則が強行法規として定められた。しかしながら、平成 13 年 11 月の商法改正により単元株制度が導入されたことにより、1 株 1 議決権原則が修正され、単元株制度を用いた複数議決権株式類似の株式設計（以下、「複数議決権方式[1]」と呼称する。）が、解釈上、許容されるに至った。こうして株主の議決権の柔軟化が大幅に拡大されたことを受け、会社はどのような議決権配分を行うかについて選択肢が増加した。その結果、株主の議決権に対してどのような対応を行うべきか、望ましい規制のあり方について議論しなければならない時代に突入したと思われる。

そこで、本章では、日本の過去および現在における株主の議決権ならびに種類株式に係る法改正の歴史的経緯について確認するが、本章は単に株主の議決権や種類株式を巡る歴史的変遷について述べるのではなく、一連の法改正や学説の動向を、1 株 1 議決権原則からの乖離とその許容範囲という観点から考察することを目的とする。日本においては、1 株 1 議決権原則の例外は度々認められてきたが、その背景にはどのような理論的ないし政策的な事情があったのかを確認し、日本における議決権に対する考え方について検討を行い、そして解釈上、実質的な複数議決権株式が認められるに至ったことの意義について言及したい[2]。

ところで、以下に述べるように、日本における株主の議決権配分は、米国における「1 株 1 議決権」を継受し、「1 株 1 議決権」からスタートした。ラトナーの言葉を借りれば、米国における株主の議決権は、株主が会社の経営者に対して、いかにして支配権を行使していくのかという点について 300 年（以上）に及ぶ論争の結果であるという[3]。言い換え

---

[1] 東京証券取引所の種類株式の上場制度整備に向けた実務者懇談会では、単元株制度を用いた複数議決権株式類似の株式設計を複数議決権方式と呼称しているため、本章でもこれを複数議決権方式と呼称する。東京証券取引所「議決権種類株式の上場制度に関する報告書」種類株式の上場制度整備に向けた実務者懇談会（平成 20 年 1 月 16 日）9 頁、戸嶋浩二「複数議決権方式による種類株上場の実務と展望」商事法務 2032 号（2014 年）81 頁。

[2] 本文中における下線部は特に指摘がなければ全て筆者による。また、論文の引用部分における旧仮名遣いや旧字体は適宜、新仮名遣い・新字体に変更しており、前後の文脈で補うべき用語等がある場合には、〔　〕内に挿入し、補足している。

[3] David L. Ratner, *the Government of Business Corporations: Critical Reflections on the Rule of "One Share, One Vote"*, 56 Cornell L. Rev. 1, at 9 (1970).

れば、米国における株主の議決権のあり方は、会社や投資家、社会経済の必要性に応じて、徐々に1株1議決権原則へと収斂していった。これに対して、日本では突如として会社制度創設の当初から1株1議決権が導入された。（いわゆる「座」や「株仲間」という商人から形成される組織的な組合の様なものは存在していたとはいえ）「株式会社制度」というこれまでに存在していなかった制度を導入し、かつ会社制度自体に対する知識が乏しかったことを踏まえれば、1株1議決権に対して疑問を感じなかったことも当然であったのかもしれない。

しかし、最初に1株1議決権からスタートし、1株1議決権からの乖離を制限する方向へと進んでいったことが、その後の株主の議決権の柔軟性を損なうことに繋がったのではないかと思われる。すなわち、1株1議決権というものは、そこから乖離することが差し控えられるべきアレンジメントなのではなく、一定の理由に基づくのであれば認められてしかるべきであると柔軟に考えることを制限する要因になってしまったように思われる。そして、そのことが、後に見る、ある種の不整合――無議決権株式（議決権制限株式）を認めつつも複数議決権株式を認めないということや、無議決権株式と大株主の議決権制限規定を両立させていたことなど――を生じさせる契機になってしまったのではないであろうか。実のところ、筆者は、日本における1株1議決権原則とは、単に「政策的な要請」に依拠するものに過ぎないのではないかと考える。それゆえ、解釈上、複数議決権方式が認められるに至ったのは、既に日本において1株1議決権は絶対的な根本原則ではなく、これを柔軟に解釈することが認められたことを裏付けているように思われる。

以下では、例えば米国では1株1議決権からの乖離の態様や程度をどのようにコントロールしていくかが模索されてきたことから、日本においても1株1議決権というものがどのように基礎づけられていたのか、そして1株1議決権から乖離する際に、どのような背景や経済的事情が存在していたのか等を分析する。これに加え、「中堅企業」や「事業承継」という観点からも株主の議決権や種類株式の利用促進に係る議論について取り上げ、その改正の歴史が、本稿の視点から見てどのように評価されるか、また、そこでの改正が、今日の理論および制度にどのような影響を与えているかについて若干ながら考察を行いたいと思う。

第二節　日本における株主の議決権および種類株式に係る立法・政策上の歴史的変遷

一．明治商法等における株主の議決権と種類株式

（一）国立銀行条例における株主の議決権

日本の会社法制史上、初めて1株1議決権原則を明文化したのは明治5年の国立銀行条例であった。国立銀行条例はわが国最初の銀行法規であり、通貨史上・銀行史上においても極めて画期的な立法であったと評価されている[4]。国立銀行条例では社員の有限責任制や

[4] 三枝一雄「明治商法発達史試論（一）――維新から明治三二年まで――」法律論叢43巻4・5号（1970年）99頁。

会社機関の定めが規定され、また均等に細分化された株式の有価証券化と自由譲渡性が認められていたため、明治 6 年に同条例に基づき設立された日本初の銀行である第一国立銀行は日本史上初の株式会社であるとされる[5]。

国立銀行条例における株主の議決権について概観すると、株主の議決権は同条例の 5 条 9 節に掲げられ、「銀行の株主等の集議にて件々の議案を論定するには株主は一株に付一説宛を出すべし[6]」と定められていた。このように、国立銀行条例では、株主の議決権は 1 株 1 議決権とされ、定款においてもこれを修正することは許されていなかった。このことから、日本で最初に法定された株主の議決権は、絶対的な 1 株 1 議決権であった。この 1 株 1 議決権の発想には米国の法制度が関係している。

明治政府樹立後、早急に先進諸国に匹敵する貨幣・金融制度を確立する必要性に駆られた伊藤博文は、その調査国として米国を選択した。伊藤は、明治維新後の経済的・財政的混乱を、米国の南北戦争（1861 年-1865 年）後の状況と重ね合わせていた。終戦後、米国は混乱を収束させるべく、貨幣の製造、紙幣および公債の発行計画、金融機関の整備等の対応を行っていたのであるが、伊藤は新興国家でありつつも、そうした混乱から立ち直り、財政・幣制の発展に尽力した国家として米国が研究対象として最適であり、その現況を視察・調査し、日本に継受すべきと考えた[7]。その際、伊藤が研究した法律の 1 つに 1864 年制定の「ナショナル・カレンシー・アクト[8]」があった。伊藤は当該法律を参考に、日本における紙幣の発行は国立銀行によることが「万国無比の良法」であり、「将来富国の基本」と述べたとされる[9]。

そのナショナル・カレンシー・アクトにおいて、株主の議決権については、11 条に「株主総会におけるあらゆる選任および議題の決議に関し、個々の株主は、当該株主が保有する個々の株式につき、1 議決権を有する（”That in all elections, and in deciding all questions at meetings of shareholders, each shareholder shall be entitled to one vote on each share of stock held by him”）[10]」と規定されていた。このように、ナショナル・カレンシー・アクトには株主の議決権は 1 株 1 議決権であることが明記されていたため、当該法律を参考にした国立銀行条例も株主の議決権配分は 1 株 1 議決権とすることになった

---

5 同上 101 頁。

6 明治財政史編纂會〔編〕『明治財政史　第 13 巻　銀行』（明治財政史発行所、1905 年）38 頁。

7 高垣虎次郎「ナショナル・カレンシー・アクトと国立銀行条例――維新後金融制度改革史研究の断片」成城大学經濟研究 31 巻（1970 年）117-118 頁。

8 このナショナル・カレンシー・アクトとは、正確には”An Act to Provide a National Currency, Secured by a Pledge of United States Bonds, and to Provide for the Circulation and Redemption thereof. Approved June 3, 1864. Washington: Government Printing Office. 1864”を指す。一般的には”National Banking Act”と呼ばれている。高垣は、ここでいう”National Banking”とは、国立銀行を意味するのではなく、全国（州）的に共通する国の法律によって支配される銀行という意味であることから、国法銀行と称すべきものであるとする。同上 128-131 頁。

9 高垣・前掲注（7）119 頁。

10 条文は下記 URL を参照した。
http://minerva.union.edu/kleind/eco024/documents/bank/national_currency_act.htm

とされる[11]。このことから分かるように、日本における株主の議決権は、最初から外国（米国）の法制度を参考に設計されたのであり、日本が独自に株主の議決権について打ち立てたわけではない。すなわち、日本における株主の議決権は、当初から、外国がどのように規定しているかを参考にして制度設計をしたのであり、外国法の継受を通じて、日本における商法が作り上げられていったのである。国立銀行条例はその一例であり、諸外国を模範としながら、日本に最適な会社制度を模索していく姿勢が、この時より始まったのである。

さて、明治5年に国立銀行条例が制定され、第一国立銀行が設置されたことを皮切りに、国立銀行が日本各地に設立されていったが、会社組織そのものは、第一国立銀行設立以前にも設立事例が存在した[12]。しかし、株主の議決権に関する定めは、当該条例制定以前には一切見受けられない[13]。その理由として、明治政府や会社の創設者が重要視していたのは資金の集中や事業の破綻防止、国益増進に関連する会社の運営などであり[14]、議決権についてはなおざりにされていたことが考えられる。

国立銀行条例では株主の議決権は1株につき1議決権と定められていたため、以後設立された国立銀行でも1株1議決権とされていたが、明治9年に国立銀行条例が改正されると議決権の定めも様変わりした。改正国立銀行条例には、定款のひな型を収録した国立銀行成規が附属しており、これを見ると、株主の議決権については、「各株主はその所持の株数十個迄は一株毎に一個宛の発言投票を為すべし又十一株以上百株迄は五株毎に一個宛を増加し百一株以上は十株毎に一個宛を増加すべし[15]」と記されていた。ここで注目すべきことは、1株1議決権から、1株1議決権を原則としつつも、保有株式数に従い、大株主の議決権を制限すべきとの内容に改正されたということである。

大株主の議決権を制限する内容に改正された理由について明示している資料は存在しないようであるが、明治政府の思惑として次の2つの理由が考えられる。第一に、明治7年に第一国立銀行の大株主（11月に小野組、12月に島田組）が破綻し、その結果、第一国立銀行が経営困難となったことや、破綻には至らなかったが大株主（三井組）が十分な担保もなく銀行から大口の借入を行っていたという問題が発生したことが要因の1つとして挙げられる。明治政府が樹立される際、小野組・島田組・三井組はそれぞれ、資金面での支援を行ったが、その見返りとして、明治政府は官金（公金）の出納事務を取り扱う特権

---

11 小山賢一「日米の国立銀行条例」大阪経大論集121・122号（1978年）225頁。

12 会社法制史上、最初に会社設立の方法が示されたのは明治4年の県治条例であり、同条例の施行細則に当たる県治事務章程22条に「諸会社を許すこと」が定められていた。地方の官職は会社設立の申立があると主務省に稟請し、許可が下されれば、会社としての設立が認可されるという流れを採っていた。その後、明治11年になると府県官職制が制定され、会社設立に当たっては「事重大」と判断された場合にはこれまで通り稟請されたが、「地方の常務」、すなわち事重大なものではない会社の場合には、地方官の判断により会社の設立が認められていた。これらの条文に関しては、小泉久太郎〔編〕『現行月俸旅費規則類集』（報告堂、1885年）128-129頁を参照した。

13 伊牟田敏充「明治期における株主の議決権」経済学雑誌62巻6号（1970年）79-80頁。

14 同上80頁。

15 国立銀行成規6条所収の定款雛形24条に記載。明治財政史編纂會・前掲注(6) 186頁。

を小野組らに与えた[16]。そして、小野組らは、第一国立銀行の設立に当たって、多額の資本を供出する代わりに、同行から資金を借りて事業を展開したが[17]、明治 7 年 10 月、大蔵省は預け金額と同額の担保を提供するよう、小野組を含む第一国立銀行の大株主に対して命じ、追加担保の提供期限を同年 12 月に設定したところ、小野組らは担保になる資金を準備することが困難であったために破綻に至った[18]。こうした一連の倒産劇を契機に、大株主に対する、ある種の不信感が芽生えるようになったと思われる[19]。

第二に、秩禄処分と関連して、士族に公布された公債を国立銀行の株式に転化させる必要があり、その結果、零細株主が急増することが予想されたことから、明治政府は零細株主を保護すべく、大株主による権利の濫用を抑制する必要があったことである[20]。こうした背景から、明治政府は国立銀行条例を改正する際に、株主の議決権の定めを修正し、大株主の議決権を制限するに至ったと思われる。国立銀行条例は株式会社設立の際の「教科書」のような役割を果たしており[21]、新たな株主の議決権のあり方を世間に知らしめる目的も、この改正にあったと考えられる。また、株主の議決権制限は、一部の大株主による専横を排除し、中小株主の発言権を保証することで、出資者を惹き付ける意味合いを持っていたとも指摘されている[22]。当該条例の改正の結果、その後、各地に設立された国立銀行だけでなく、例えば明治 12 年から明治 20 年にかけて設立された東京海上保険や王子製紙、東京電灯、東京瓦斯といった当時既に大企業に属し、有名財界人が設立に関与した会社においても、大株主の議決権制限規定が採用されていたため、明治政府の思惑は上手く世間に浸透したといえよう[23]。

このように、国立銀行条例改正を契機に、その後設立された株式会社にて大株主の議決権を制限するという対応が採られたのは、大株主による権利濫用に対する歯止めとしての効果が期待されていたからであると考えられ、その根底にはこの当時の資金調達が銀行の大株主からの株式払込に依拠していたという事情が存在する。それゆえ、純粋なる 1 株 1 議決権から大株主の議決権制限への転換には、一般投資家からの積極的な出資を促し、会社の資金調達を後押しするという目的や、零細株主を保護する必要があったことは事実であるが､会社の資金調達問題の是正を図る必要があったということも指摘できるであろう。

---

16 渡辺和夫「小野組の破綻と渋沢栄一」札幌学院大学経営論集 7 号（2015 年）43 頁。

17 資料によると、第一国立銀行から小野組ならびに小野組の番頭であった古河太郎左衛門の養子となった古河市兵衛に対して貸付られた金額はおよそ 156 万円ほどであった。渋沢青淵記念財団竜門社〔編〕『渋沢栄一伝記資料　第 4 巻』（渋沢栄一伝記資料刊行会、1955 年）110 頁。小野組が破綻した際の第一国立銀行の資本金が 250 万円であったことを見ると、小野組だけに 156 万円余りを貸し付けていたことが異常であったことが分かる。同上 45 頁。

18 同上 44 頁。

19 伊牟田・前掲注（13）86 頁。

20 同上。

21 福島正夫「日本資本主義の発達と私法（二）」法律時報 25 巻 2 号（1929 年）56 頁、利谷信義＝水林彪「Ⅰ　近代日本における会社法の形成」高柳慎一＝藤田勇〔編〕『資本主義法の形成と展開 3 企業と営業の自由』（東京大学出版会、1973 年）19 頁。

22 高村直助『会社の誕生』（吉川弘文館、1996 年）64 頁、加藤貴仁『株主間の議決権配分』（商事法務、2007 年）9-10 頁。

23 伊牟田・前掲注（13）84-85 頁。

こうした一連の政策的な思惑が介在したことを念頭に置くと、大株主の議決権制限も、この当時は、止むを得ない対応であったと考えることもできる。

また、国立銀行条例が米国のナショナル・カレンシー・アクトにおける株主の議決権をそのまま踏襲したため、現実における大株主の権利濫用という問題に直面し、修正を施す必要があったという点も看過することはできない。貨幣・金融制度という、新たな制度枠組みを構築するにあたっては、諸外国の制度体系を踏襲し、自国のものにすることは珍しいことではないと思われるが、殊に1株1議決権を踏襲したことで、大株主の権利濫用問題への対処が課題として表れた。結果的には、大株主の議決権制限という形で対応したのであるが、国立銀行条例の制定とその改正は、外国法の継受が重要であると同時に、自国にとってどのような規制が求められるかについて、主体的に検討しなければならないことが突き付けられたという意味で、これら一連の制定・改正は株主の議決権配分に限らず、極めて興味深い流れであると評価できる。

さらに言えば、最初に1株1議決権原則が国立銀行条例に規定された後に、これを修正する形で、大株主の議決権制限を課したという点も注目に値する。当初は米国に倣って、1株1議決権を原則としたものの、その後の大株主の権利濫用とそれに伴う経営破綻といった経済事情や、大株主に対する反感といった国民感情を明治政府は鋭敏に捉えたのであった。その結果、1株1議決権といった原理原則を徹底的に追求するのではなく、その時間軸において適宜、必要な修正を加えていくという方向性が定まったものと捉えることも可能であろう。換言すれば、急速に変化する日本経済に対応する方策を講じることが会社にとっても株主にとっても必要かつ適切である場合には、1株1議決権からの乖離を認めるという流れが、この時点で誕生したと考えることができる。大株主の議決権制限はそうした意味でも、明治初頭の特殊な時代背景がもたらした1つの成果物と捉えられる。以下、商法（会社法）における株主の議決権を中心とする歴史的変遷について述べるが、会社制度の定着と株式制度の柔軟化という背景には原理原則をどこまで修正するのが正しいのか、また原理原則を維持し続けることが果たして妥当であるのか、法規制を強化ないし緩和した結果、経済界・実務界ではどのような反応があったのかについて辿っていくことにする。

（二）ロエスレル草案・明治23年・32年商法における株主の議決権

国立銀行に関しては、国立銀行条例という形で会社制度に係る規則を制定するに至ったが、他方で、明治政府は商法をはじめとする統一的な法典が未だ編纂されていないことに危機感を抱いていた。そこで、明治政府は、明治14年にドイツ人ヘルマン・ロエスレルに商法典草案の起稿を命じた。明治17年にロエスレルの商法典草案が完成すると、明治政府はこれを審議し、ロエスレルの全面監修の下、日本社会に不都合な箇所[24]を除いて原案を尊重する方向で修正が進められた。そして、明治23年に公布された商法典において、株主の議決権は204条に定められ、「株主の議決権は一株毎に一個たるを通例とす然れど

[24] ロエスレル草案では全体で1133条存在したが、最終的には1064条に削減された。高田晴仁「明治期日本の商法典編纂」企業と法創造9巻2号（2013年）65頁。

も十一株以上を有する株主の議決権は定款を以てその制限を立つることを得[25]」とされた。この規定内容は、ロエスレル草案 244 条[26]の「参決権は一株に付き一口を通例と為す但し十株以上を有する株主の参決権は申合規則中に於て制限することを得べし」との定めと類似しており、明治 23 年の商法も 1 株 1 議決権を原則としつつも、定款の定めにより 11 株以上を保有する株主の議決権を制限することができるとされている。

このように、明治 23 年当時の株主の議決権のあり方は、1 株 1 議決権を原則としつつ、定款において大株主の議決権を制限することができるとして、会社に大株主の議決権制限の自由を認める内容であった。法律取調委員会にて商法典草案を担った岸本は、株式会社における 1 株 1 議決権は株式会社特殊の原則であるとしつつも、株主によって保有する株式数はそれぞれ異なることを前提にして、議決権は定款によって制限することが慣習であり、同時にそれが会社の利益に資すると述べている。その理由として、1 株 1 議決権の原則の下では、株主総会における決議は、過半数を保有する大株主がいれば、その大株主の意見に沿ったものとなり、少数株主は自分達の意見が反映されず、迷惑を被ることになるから、株主の議決権を制限する必要があると説明している[27]。こうした岸本の見解から、この当時、大株主の議決権濫用防止策や少数株主保護策が不十分であったことから、議決権濫用に対する事前規制として、大株主の議決権を制限する必要があったと理解することも可能であろう。

さて、明治 23 年に商法典が公布されたが、施行に至る前に、いわゆる商法典論争が繰り広げられた。その結果、明治 26 年に会社・手形および小切手・破産法に係る部分が先行的に施行され、最終的に商法典が全面的に施行されたのは明治 32 年のことであった。内容について見ると、株主の議決権に関しては明治 23 年商法と明治 32 年商法とでは文言は違うが、実質的な内容について差異は存在しなかった。明治 32 年商法 162 条には、「各株主は一株に付き一個の議決権を有す但し十一株以上を有する株主の議決権は定款を以てこれを制限することを得[28]」と定められたが、旧商法 204 条では「株主の議決権は一株毎に一個たるを通例とす然れども十一株以上を有する株主の議決権は定款を以てその制限を立つることを得」とされていた。両者を比較すると「一株毎に一個たるを通例とす」という箇所が変更されている。商法修正案理由書によると、当該箇所が修正された理由として、1 株当たり 1 議決権を付与するのではなく、数株当たり 1 議決権として、議決権を得られ

---

25 大橋新太郎『商法修正案理由書』（博文館、1898 年）26 頁。

26 ロエスレル草案 244 条

「参決権は一株に付き一口を通例と為す但し十株以上を有する株主の参決権は申合規則中に於て制限することを得べし本条の規則もまた通常の習慣に合う者なり通例数個の株式を有する者はその株数に応じて数口の参決権利を有すべからざる者とすこれ所有額の多き一個人に過大の勢力を有せしめせらんが為めなりその制限の詳細は申合規則に任すを得べしもし申合規則中にその規則なきときは一株に就き参決権利を一口と為す通則に従はざるべからず社員各自に付唯一口の参決権利のみを有すべしとの例則は株式会社の本性に適応せざるものとす但し株主一名の所有し得き参決権利の口数の高極はこれを鑑定し得べしといえども申合規則に譲るを善とす」。

ヘルマン・ロエスレル『ロエスレル氏起稿商法草案　上』（司法省、1884 年）419 頁。

27 岸本辰雄『商法正義　第貳巻』（新法註釋會、1890 年）485-486 頁。

28 山田正賢〔編〕『現行日本法令全書　下巻』（松雲堂、1899 年）35 頁。

る最低限の株式数に満たない株主には議決権を付与しないというような解釈を避けることが目的であったとされる[29]。

こうした大株主の議決権制限について、田中（誠）は、「……株数を単位として議決権を算する処に多数株主横暴の弊害を発生する。株式所有の額が大なれば、如何に不合理不適当でも株主総会に於て必ず勝利を占め得るのである。資本団体たる株式会社に於ては、他の人格的力を以て多数者の横暴を抑うるに由なきものである。しこうして多数を擁するものは兎角これを濫用して横暴利益を計るに流れ易い[30]」という思想があったという。志田も、「過度に大株主の権利を拡張し一人又は数人にして株式の総数の二分の一以上を有する場合には株主総会の決議は常に少数の大株主の左右する所と為り、多数の小株主の利益は大株主の為め犠牲に供せらるる弊害あり。この極端より生ずる弊害を匡正〔矯正〕するが為めには多少大株主の議決権を制限するの必要あり[31]」とする立場を採っていた。

先に述べたように、大株主の議決権制限を設けた背景として考えられるのは、第一国立銀行の大株主の破綻や、十分な担保もなしに大株主が銀行から多額の借入を行っていたという事情、そして多くの零細株主の存在が相まって、大株主の権利濫用を抑制する必要性があったということである。大株主の経営紊乱に関して、詳細な研究を行っていた高橋の分析によれば、問題点として次の 5 点が挙げられるという。①重役および大株主のご都合主義的･場当たり的態度から､財界の変動に順応する事業整理や資本整理が不徹底であり、そうした不徹底を取り繕う政策を続けたために状況をより一層悪化させたこと、②そうした状況にも関わらず、ありもしない利益を偽造して蛸配当を続けたこと、③当該蛸配当を行う際に、将来の事業拡大等に必要な資金にまで手を付けて、高率の株主配当と重役賞与を行っていたこと、④また、重役が不正を行うために会社財政の「穴」が設けられていたこと、⑤これらを行った結果、借金の増大や資産内容の劣悪化等の会社経営の行き詰まりをもたらしたという結果に至ったということである[32]。

こうした財政的窮状の根幹には、高橋曰く、日本の株式会社は「明治維新直後、急に、大資本を要する世界資本主義経済に接触し、之に対応するため、速成的に人為的に粗製濫造せられたものであって、健全なる会社経営に必要な準備的経済条件の成熟して、その上に発達したものでは決してなかった」とし、「重役も株主もその他の社会も、会社の健全なる発達を確保するに必要な資格を備えることなくして、会社経営に従事して来たがために、ここに、重役、及び株主の悪意並に無知に淵源する多くの腐敗堕落が、我が会社経営を蝕むに至り、ひいて、産業の疾患となり衰弱となるに至った」と指摘している[33]。このように、株式会社の経営に関する経験不足や無知を要因として、大株主の腐敗が進み、経営が立ち行かなくなる状況を目の当たりにした多くの一般株主・投資家は会社に対する信用を失い、大株主の権利濫用を是正しなければならない気運を高めたと考えられる。

他方で、こうした会社経営に対する不信感とは観点を異にした解釈を行っていたのが伊牟田である。伊牟田は明治初期の議決権規定に関する明治政府の態度は、外国人法律顧問

---

29 大橋・前掲注（25）144 頁。
30 田中誠二「株主の議決権に就て」法学協会雑誌 43 巻 8 号（1925 年）24 頁。
31 志田鉀太郎『日本商法論　第二編　會社　上巻』（有斐閣、1901 年）575 頁。
32 高橋亀吉『株式會社亡國論』（萬里閣書房、1930 年）6 頁。
33 同上 3-4 頁。

の意見および西欧の法律書などに影響を受けていると指摘している。現に、ロエスレルが商法典草案を編纂する際に参考にした外国法は独逸法、仏国法、そして英国法[34]であったとされる[35]。そして、明治政府はロエスレルの監修の下、当該草案を修正して商法典を編纂したことから、商法典編纂作業においては外国法を強く意識していたと思われる。事実、明治政府は明治 6・7 年頃から独・仏・英・伊等の西欧諸国の法律書を翻訳している[36]。このことから、諸外国の法律を学ぶなかで、一般論として、大株主が議決権を濫用するおそれがあるということと、その対策としての議決権制限が重要であるという観念が株主の議決権のあり方に結実していったと捉えることも可能であろう[37]。

---

34 商法典編纂作業において、内務卿大久保利通が太政大臣三条実美に宛てた布告案には、「引続英国政府及びその他の会社法則を参考し本邦実地の形況を斟酌し一定の条例為取調置候」と記されていた。向井健「明治八年・内務省『会社条例』草案――明治前期商法編纂史研究 3」法学研究 44 巻 9 号（1971 年）83 頁。なお、田丸は、ロエスレルが大株主の議決権制限を草案に規定する際に参考とした外国法に関し、特定の国（仏国法や独国法）の法律に由来すると即断することはできないとしつつも、英国会社法の影響を受けた可能性はあると指摘している。田丸祐輔「明治初期における株主総会と株主の地位――少数株主保護に関する準備的考察」一橋法学 11 巻 2 号（2012 年）693 頁脚注 67 参照。1862 年英国会社法附則第一表 A に記載された定款ひな型 44 条には、「全ての株主は 10 株までは 1 株につき 1 議決権を有する。また、10 株以上 100 株未満保有する者は、5 株ごとに 1 議決権、100 株以上保有する者は、10 株ごとに 1 議決権が付与される」と規定されていた。1862 年英国会社法は次の URL を参照した。
http://www.irishstatutebook.ie/eli/1862/act/89/enacted/en/print

35 高田晴仁「5　日本商法の源流・ロェスレル草案――「ロェスレル型」株式会社を例として――」早稲田大学比較法研究所〔編〕『日本の中の外国法』（早稲田大学比較法研究所、2014 年）175 頁。

36 伊牟田・前掲注（13）88 頁。

37 この当時の諸外国における株主の議決権をみると、例えばドイツにおいては、1884 年の普通ドイツ商法典（ADHGB）改正により、各株式につき必ず議決権ありと定められ、1 株 1 議決権が原則とされた（190 条）。改正前の株主の議決権に関する定めは、定款をもって別段の定めを置くことができるとされていたことから、一定数の株式をもって議決権が与えられるという事態が起こり、これが「小株主を厭迫〔えんぱく〕して大株主の専恣をもたらすに極めて都合が良かった」ことから、改正により 1 株 1 議決権が規定されたという。田中（誠）・前掲注（30）22-23 頁。次に、仏国では、1807 年のナポレオン商法典には株主の議決権に関する規定は何ら存在していなかったが、商法典が設立許可制度を採用しており、その際、仏国政府は株主が行使し得る議決権数を定款において一定数に制限するよう要請していたとされる。その後、1863 年法および 1867 年法が制定されると、株主が行使する議決権数は保有株式数に基づき定款にて定めると法定され、個々の会社の状況に応じて柔軟に株主の議決権配分を設定する形になっていた。しかし、実際には 1 株 1 議決権を定める会社が多く、学説も資本多数決こそが絶対的な原則であると主張されるようになったが、他方で無制限の資本多数決では小株主は大株主により圧倒されることになるとの批判が生じた。これを受けて、その後 1930 年法にて再び株主が行使し得る議決権数を一定数に制限する定款を認める内容に改正されたという。鳥山恭一「フランス株式会社法における資本多数決原則の形成と展開――一株一議決権原則の再検討――」早稲田法学 59 巻 1・2・3 合併号（1984 年）196-197 頁参照。伊国については詳細な資料を入手することはできなかったが、「各株主は議決権を有す。しこうしてその議決権を変更すべきの程度は予め規定を設く」との記述から、何らかの議決権制限は認められていたと解され

このようにして、明治 32 年に至り、漸く株式会社における株主の議決権のあり様が明確になった。つまり、明治期においては出資額の大きい大株主が株主総会における議決権を掌握することが危険視されていたため、議決権配分としては 1 株 1 議決権を原則としつつも、定款において一定数の株式を保有する者の議決権を制限することで、投資家が会社に出資しやすくしたということである。

さて、こうして商法典に株主の議決権が規定されるに至ったのであるが、そこでは 1 株 1 議決権を原則としつつも、大株主の議決権を制限する内容となっていた。この明治 23 年商法および明治 32 年商法を皮切りに、以降昭和 25 年改正商法に至るまで、商法上、大株主の議決権制限規定は認められることになる。大株主の議決権を制限するという、1 株 1 議決権からの乖離は「最初から商法上認められていた」という点は注目に値する。つまり、株主の議決権を「制限する」制度枠組みが認められたということは、議決権を制限された株式を基準に考えれば 1 議決権を有する株式は、議決権が「加重された」ものとなるはずであるから、株主の議決権を「加重する」制度枠組みも、受け入れる余地があることになる。よって、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。視点を変えれば、上記のように株主の議決権を加重する余地は「既に存在していた」と理解することもできると思われる。

（三）ロエスレル草案・明治 23 年・32 年商法における種類株式

1　ロエスレル草案における種類株式

明治 23 年・明治 32 年商法における議決権配分に関しては上記の通りだが、種類株式の規定についても見てみることとする。最初に種類株式について規定したと思われるのはロエスレル草案 272 条[38]であり、内容は次の通りである。「利足及び利益配当は各株主に就て払込たる高に応じ平等に各株主中に分つべし各株式は皆同一なり故に株主の損益配分を受る権利義務もまた異同あることなし然りといえども二件の特別なる者あり第一株主頭取等の役員と為りたる者は純益の割合を以て報酬を受るを得べきこと第二会社の申合規則及び契約に従い特権及び特益を許したる各種の株券を造るを得る是なり例えば某株式（主たる株式）はほかの株式よりも特別に若干の利息高（実際利益あるとき）を保護することを得又某株式に在ては政府より若干の額に至るまでは利息保護を為すことを得る等是なり故に本条の規定は株式に異類ある者の外同一種類の株式の損益分配権に関する者なり」。

本条において、ロエスレルは、最初に株式の均一性を説き、キャッシュ・フローに対する権利（義務）もすべての株式において同一であるとした。例外として、ロエスレルは次の 2 つの事例を挙げた。第一に、株主が会社の頭取などの役員になった場合である。この場合に当該株主が受ける利益は利益配当ではなく、役員報酬としての性質を帯びており、

る。草鹿丁卯次郎〔編〕『欧米各國株式會社要解』（博文館、1896 年）81-82 頁。このように、日本が調査したとされる諸外国の商法では、何らかの形で株主の議決権が制限されていた状況にあり、そうした議決権に関する立法政策と日本における大株主問題が相まみえて、大株主の議決権制限という答えに辿りついたものと思われる。

[38] ロエスレル・前掲注（26）442-443 頁。

その意味ではそのほかの株主と役員となった株主とは質的に同一・平等であるとは言えないとした。第二に、会社が定款や契約により特権付きの株式を発行する場合である。ロエスレルは株式会社に利益がある時にほかの株式よりも若干高い利息を特別に与える株式や、政府が一定額までは利息を保証する株式を提示しているが、これらは限定列挙ではなく例示列挙であると解されている[39]。そして、ロエスレルは 272 条の注解において、「本条の規定は株式に異類ある者の外同一種類の株式の損益分配権に関する者なり」と記している。

このことから、ロエスレルは、同一種類株式間においては平等な取扱いがなされなければならないが、異なる種類株式間においては権利内容が異なっていてもそれは不平等とは言えないと解釈していたと考えられ、利息や利益配当において多様な権利内容を備えた株式の発行を本条にて認めていたと解釈することができるだろう[40]。すなわち、ロエスレルは現在の株主平等原則の解釈に近い理念ないし思想を有していたとも考えられる。

ところで、先のロエスレルが挙げた第二の事例、すなわち「会社の申合規則及び契約に従い特権及び特益を許したる各種の株券を造る」場合について考えてみる。会社の申合規則、すなわち会社定款により、各種の株式を規定して発行する場合についてはさておき、「会社の契約」に従って各種の株式を発行することも、ロエスレルが認めていた点については興味深い。会社の定款によるのではなく、会社と特定の人物との間における契約に基づいて、現在の種類株式に相当すると思われる特別な株式を発行することをロエスレルが認めていたとすれば、そこからどのようなことが導かれるのであろうか[41]。

第一に、契約に基づいて株式を発行する場合の手続についてである。契約によって特別な株式を発行する場合は、例えば普通株主よりも多くの配当金を受け取ることが可能になる契約を個々に締結することが考えられる。この場合の具体的な手続は、定款に特別な株式を発行する旨の規定を置く場合には、定款変更手続を踏む（明治 23 年商法 205 条）ことになるので、おそらくは定款変更の手続によるものと思われる。

第二に、会社の基本的性格についてである。ロエスレルは株主間の関係を「契約」に基づくものであると捉えていたのであろうか。梅謙次郎は、会社の基本的性格について、定款変更の法理の観点から次のような興味深い指摘を行っている。すなわち、「定款の変更は前述の如く普通の法理より言えば前契約消滅して新なる契約成立するものに外なら[42]」ないという。このように、梅の日本商法講義が出版された明治 29 年当時は、株主間の関係を「契約」に基づくものと捉えていたのかもしれない。これを踏まえ、明治 23 年商法 205 条を見ると、定款変更につき、「会社は定款に定めあるとき又は総会決議に依りて定款を変更することを得」とある。これを素直に解釈すれば、株主総会決議によって定款変更を行うことが可能である一方で、「定款に定め」をすることで、株主総会決議を得ることなく、定款変更を行うことも可能であるということになる。とすれば、会社が特定の人物に対して、特別な株式を発行する場合、当該株式発行につき定款に予め株主総会決議が

---

39 江口眞樹子「優先株式制度変遷史論」早稲田法学 73 巻 3 号（1998 年）210-211 頁。
40 同上 211 頁。
41 江口は、ここでいうところの契約の内容について、会社契約を指すのか、それとも株主の総意や特別決議の事を指しているのか判然としないと指摘している。同上 216 頁脚注 22 参照。
42 梅謙次郎〔著〕『日本商法講義』（和仏法律学校、1896 年）683 頁。

不要である旨の規定を置いていれば、株主間の関係性を「契約」と捉える主張を基にすると、極端に言えば、契約による特別な株式発行も認められていたと解釈できなくもない。

とはいえ、「定款に定めあるとき」という文言は明治 32 年商法において削除された。その理由について、商法修正案理由書では、「若し定款に予定したる場合には株主総会の決議に依らずして取締役又は監査役其他の者をして定款を変更することを得せしむるにありとせば株式会社に取りて最も重要なる定款を軽視するものにして実際上危険なり。何れにするも無用若くは不当の規定たるを免かれざるが故に本案は之を削除したり」とある[43]。このことから、上記のように定款において株主総会決議を経ずに、特定の人物との間に新たな契約を結ぶ形で特別な株式を発行する形態は、明治 32 年商法の下では違法ということになった。

しかし、これは裏を返せば、明治 32 年商法に至るまではこうした形態での株式発行も「合法」であったと解釈することができよう。ロエスレルの言う「契約」という文言が、明治 23 年商法にどの程度影響を及ぼしたのかは定かでないが、「契約により異なる内容の株式を発行し得る会社」が解釈上は許容されていたのではないかと思われる。ただし、そうした会社とは一体、どのような法的性格を有する団体であったのかは明らかではない。明治 32 年商法の商法修正案起草委員を務めた岡野敬次郎は、「我商法に於ては之〔共同的経営の為めに組織する団結、商事的団結。筆者〕を大別して二とす。会社及び組合是なり。会社は法人にして組合は契約なり。会社は権利義務の主格にして法律上人格を有す。組合は契約上の法律関係にして数多の権利義務の主格の間に存する関係なり[44]」と示していることから、明治 32 年商法当時においては、株式会社は契約的結合ではないと考えられていたようである。この点に関し、松井は、米国においては 19 世紀半ばに株式会社を契約的結合と捉えるようになったのは、それまで、国家の特許や免許に依拠して会社の設立を認める理論を打破する必要があったことを挙げ、日本においては明治 23 年商法がごく短期間、特許主義を採っていたに留まるため、米国とは異なり、日本では株式会社を所有と契約の契機で構築する必要性が乏しかったと指摘する[45]。こうした指摘からも、日本では、株式会社は契約的結合ではないとの理論が比較的早い段階で構築されたのではないかと考えられる。

最後に、ロエスレルが有していた株式設計に関する柔軟な考え方について考察する。繰り返しになるが、ロエスレルは、損益配分を受ける権利義務は株式間で差があってはならないとし、同一種類株式間においては平等な取扱いがなされなければならないとしつつも、種類株式の発行を容認していた。それゆえ、異なる種類株式間においては、例え権利内容が異なっていてもそれは不平等とは言えないと解釈していたと思われ、これは今日の会社法上の、株主平等原則に一脈通ずるものがあると言える。明治政府はロエスレルが作成した商法典草案を審議する際にもロエスレルを監修に据え置き、不要な部分を削りつつも、概ねロエスレル草案を遵守する姿勢があった。しかし、蓋を開けてみれば、明治 23 年・32 年改正商法では、ロエスレルの株式設計に関する柔軟な思考は姿を消し、次章に述べる

---

43 大橋・前掲注（25）180-181 頁。

44 岡野敬次郎〔著〕『會社法』（岡野奨学会、1929 年）2 頁。

45 松井秀征「株主総会制度の基礎理論（五）――なぜ株主総会は必要なのか――」法学協会雑誌 126 巻 2 号（2009 年）345-346 頁。

種類株式のように、制限的な規定振りとなったように思われる。これは、1 つには株式会社制度自体、全く経験を持たない新制度であったために、株式設計に関しては慎重な姿勢で臨もうと考えたことによるものであると思われる。

ロエスレルは日本の商業および物産の点において、世界各国と平等の地位を獲得することを目的にして草案を作成したのであって、「普通の商業原則と為す所の最良の新主義を採用して一編の商法を編制するの要務たるを知るべし[46]」との高尚な精神を有していたが、次章に見るように、明治政府の対応は現実的なものに終始したと言えよう。かくして、柔軟に株式を設計する制度の展開可能性は、閉ざされていったのである。

2　明治 23 年・32 年商法における種類株式

次に、明治 23 年商法における株式の内容や取扱いについて見ると、明治 23 年商法 221 条は、「利息又は配当金の分配は各株に付き払込みたる金額に応じ総株主の間に平等にこれを為す[47]」と定め、また同法 249 条 1 項は「清算人は前条に掲げたる認定を得たるときは会社の債務を済了したる残余の財産を各株主にその所有株数に応じ金銭を以て平等に分配す此分配は総債権者に弁償したる時より三ヶ月の満了の後に非ざれば之を為すことを得ず株主は総会に於て金銭に非ざる物を以て分配すべき決議を為したる時と雖も之を受取る義務なし[48]」と規定していた。これらの内容は、ロエスレル草案に近い内容となっている[49]。

以下、これらの規定についての解釈を確認する。まず、法律取調委員会の岸本は明治 23 年商法 221 条について次のように解説している。「各株式は一定平等の額に分かちたるものにして、皆な同一なれば会社の損失を負担し又利益の分配を受くるも各株主の権利義務は共に均一平等ならざるべからず。これ自然の理にして本条の規定を待ち、初めて然るものに非ざるなり。然るに本条の規定ある所以は他なし。利益配当の如き元来利益に関するものなるを以て定款の規定に一任して会社の自由を妨ぐべきに非ざるが如しといえども、若しこの如くするに於てはその弊或いは同種同額の株券にしてその価格の異なるものを生ずるに至り、遂に各株式を一定平等に分かしむる法定の利益を水泡に帰せしむるの恐れあるに因るなり。故に定款を以て甲種株券の配当は幾何にして、乙種は若干と同額の株券を区別してその受くべく配当高を異にせんとするも、これ等の規定は固〔もと〕より無効なりとす。もっとも取締役又は監査役等と為りし株主、殊に発起人の如きは会社の定款に依り特別に異数の分配を受くるものなれば、その名義もまた報奨金若くは賞与金と称し、決

---

46 ロエスレル・前掲注（26）1 頁。

47 三好守雄『改正日本商法』（学友館、1893 年）29 頁。

48 同上 33 頁。

49 ロエスレル草案 272 条では「利足及び利益配当は各株主に就て払込たる高に応じ平等に各株主中に分つべし」であり、明治 23 年商法 221 条では「利息又は配当金の分配は各株に付き払込みたる金額に応じ総株主の間に平等にこれを為す」である。他方、残余財産の分配について、ロエスレル草案における残余財産の分配に関する規定は 293 条に定められているが、ここでは合名会社の解散に関する規定を準用する形になっており、注釈においては「……会社の債主に負債を完償し若しその財産に残額あるときは之を社員に平等分配するに外ならざるなり」としか触れられていないため、この点については明治商法 249 条 1 項の方がより詳細に定められていると言えよう。ロエスレル・前掲注（26）456 頁。

してその株式に附従する利益の配当に非ず。即ちその人の身分に固着せる特益なれば、本条と並立し決して相戻らざるなり[50]」。そして、明治 23 年商法 249 条 1 項について岸本は、「……尚ほ残余の財産あるに於ては此れを各株主の所有せる株数に応じて平等に分配すべくしこうして此平等と云うは各自同一の比例に従うとの意なるを以て現在の金額もし総株金の半額に当るときは各株主へその株金の半額宛を分配すべきなり[51]」と説明する。

これらの説明から注目されるべきことは、明治 23 年商法には既に、現在でいうところの株主平等原則に相当する考え方が想起されていたことである。しかも、これは「自然の理」であり、この条文をもって初めて成り立った概念ではないことが明示されており、種類株式については、ロエスレル草案と内容を異にしている。ロエスレルは「会社の申合規則及び契約に従い特権及特益を許したる各種の株券を造るを得る」と説いているが、この岸本の説明では、利益配当などについて、定款において会社が自由に定め、同種同額の株式であるにもかかわらず、異なる取扱いをすることは「固より無効」であって、「各株式を一定平等に分かしむる法定の利益を水泡に帰せしむるの恐れある」とし、権利内容の異なる種類株式は本来的に認められていないとしている。同様に、残余財産の分配についても各株主の所有する株式数に応じて平等に分配するのであって、ここでいう平等とはいずれの株主も同一の比例に従うという意味を有すると説明しているため、株式間の取扱いの不平等は一切認められないという解釈がなされているといえよう。

他方で、小栗栖は、大正 10 年の論文において、「旧商法は優先株に関する規定を有しなかったけれども起草者ロエスレル氏はこれを適法であると説明した」とし[52]、その上で、明治 23 年商法に関する岸本の解釈は「精密を欠く」と批判した[53]。小栗栖は、「社員平等の原則が原始定款を以って破りうることは定説と云って差支えない。けだし、社員平等の原則は不平等の待遇をうくる社員の同意を以って破ることをうるは極めて明瞭であり、従って株主全員が此れに基きて会社を設立する原始定款の定を以って優先株の発行即ち、不平等の待遇を定むるを違法とすべき理由は存しない。旧商法二二一、及二四八条〔原文ママ。正しくは二四九条（残余財産の分配）であると思われる。〕の平等の文字は単にこの平等の原則を採用したにすぎないのであって、その限度に於いては此を強行規定と解すべき理由を発見しえないのである」と主張した[54]。

こうした見解の違いは、岸本が平等な取扱いを厳格に解釈して権利内容が異なる株式を発行することは認められないとする一方、小栗栖は株主の同意に基づくのであれば当該原則を破ることができるとしていることから、根本的には、江口の主張のように、「株主平等の原則に対する認識の差」があったと言わざるを得ない[55]。実際、明治 25 年には最初の優先株式が発行され、その後明治 30 年にも優先株式を発行する会社が登場した[56]。後に述

---

50 岸本・前掲注（27）538-539 頁。
51 同上 629-630 頁。
52 小栗栖國道「優先株に就て（一）」法學論叢 6 巻 4 号（1921 年）42-43 頁。
53 同上 43 頁。
54 同上。
55 江口・前掲注（39）214 頁。
56 明治 25 年に鶴岡米穀取引所が、明治 30 年に函館船渠がそれぞれ優先株式を発行したとされている。三木純吉「我国最近の特殊株式について」バンキング 52 号（1952 年）17

べるように、明治 32 年商法制定時には、明治 23 年商法下では優先株式を発行することは違法であったと指摘されているが、少なくとも、当時は、明治 23 年商法における優先株式の取扱いについて、解釈上、不明確であるという問題があったと言うことはできるであろう。

しかし、ロエスレル草案に戻ると、「……平等に各株主中に分つべし各株式は皆同一なり」という字句から、当初、ロエスレルは現在でいうところの株主（株式）平等原則を説きつつも、特別な株式の発行も認めていたことから、平等の原則の一部に相当する観念がありつつも、柔軟な思考方法を持っていたと考えられる。それにもかかわらず、一連の明治商法においては、ロエスレルの発想とは異なる対応が取られた。こうした「差」が生じたのは果たしていかなる理由に基づくのであろうか。確かに、岸本の説明のように、ロエスレルは「平等」という言葉を用いて株主（株式）の取扱いの基本的立場を示していたわけであるが、ロエスレルは定款において株式の内容に差のある株式の発行を認める規定を設けているのであれば、特別な株式を発行することも可能であるとしていたため、岸本の解釈は、ロエスレルの言う「平等」という字句に囚われ過ぎていた感がある。岸本は同種同額の株券であるにも関わらず、価格の異なるものが流通するおそれがあると指摘していることから、この当時の発想においては、株式とは、（確定された）資本を株式に分けたものと考えていたのではないかと思われ、岸本の主張を読む限り、同種の株式は同額（の額面に分割されたもの）であるはずであるとの観念があったように見える。このように捉えると、普通株式とは異なる価格で株式が取引されること自体が、疑問視されていたように思われる。ロエスレルが柔軟な解釈を提示していたにもかかわらず、明治 23 年商法がより柔軟性を欠くスタンスを採用してしまったことは、「株式会社とそれを利用する者に対する不安感」に起因していたのではないかと考えられる。

さて、明治 23 年商法における種類株式の位置づけについては上記の通りであるが、明治 32 年商法では優先株式の定めが設けられた。明治 32 年商法 211 条は優先株式について、「会社はその資本を増加する場合に限り優先株を発行することを得。この場合に於てはその旨を定款に記載することを要す[57]」と規定し、明治 23 年商法から大幅に内容が修正されている。商法修正案理由書は優先株式について次のように説明している。まず、明治 23 年商法における優先株式の取扱いについては、「現行商法第二百二十一条……同第二百四十九条第一項に於ては……少も之に対して例外を設けざるが故に此規定は利益の配当又は残余財産の分配に当り或株式を有する者は他の株式を有する者に比し優等の権利を有することを許さず。即ち所謂優先株を認めざるものと解せらる[58]」とし、明治 23 年商法においては優先株式の発行は一切認められていなかったと明示している。

さらに、株主平等原則の解釈についても次のように説明している。「優先株主はその優先株主相互の間に於て、普通株主はその普通株主相互の間に於て同等の権利を有すべきものと為すに止まり、優先株主と普通株主との間に権利の優劣あるを妨げざるものと解するの正当なることを主張する者なきにあらず。殊に起草者ロエスレル氏の説明に依るもまた、

頁、木下公明『優先株式　その理論と実務』（商事法務研究会、1991 年）41 頁。

[57] 大橋・前掲注（25）183 頁。

[58] 同上。

優先株を禁するの趣旨にあらざるが如しといえども、該条に所謂『平等に』云々の一句は到底此説を容るるの余地なし」[59]。このように、同一の種類株式内における権利内容が平等であるのであれば、異なる種類株式間で不平等が存在していたとしても認められるとする解釈は、明治 23 年商法 221 条および 249 条における「平等」の字句から考えても、容認される余地はないとして、一刀両断していることが分かる。ただし、「立法上よりこれを観察するときは優先株の発行は或制限の下にこれを許さざるべからざることは殆ど疑を容れざる所なり」とし、「優先株を発行するの必要あるは設立の際にあらずして資本を増加する為め新株を発行する場合にあるが故」に、資本を増加する場合という制限の下に、例外的に優先株式の発行を認めるべきであると説いているのである[60]。

先に述べたように、明治 23 年商法においては、優先株式のように、株式間で異なる取扱いがなされる株式を発行することができるのかどうか不明確さがあった。また、実際に優先株式を発行する会社が登場したことから、優先株式の取扱いについて何らかの立法上の対応を採らなければならないという意識が立法担当者のなかにあったと推察される。そこで、明治 32 年商法では、資本を増加する場合という発行条件を設定することで、例外的にこれを許容することにし、優先株式に対する解釈を明らかにしたと考えられる。

ところで、優先株式の発行は資本を増加する場合に限ったことについては、仮に優先株式を会社設立時にも認められるとした場合には「濫りにこれを発行」され、「詐欺の途を開く[61]」ような事態に陥る危険性があり、「株式の均一を欠き[62]」、「会社が設立の際に総株式中の一部を優先株と為し、または設立後既に発行せし株式中の一部を優先株と為すが如きは、無益の不公平を為すもの[63]」と考えられていた。他方で、この当時の学者における優先株式の認識としては、優先株式は「会社の事業次第に隆盛に赴き有利なりとの見極めつきたる後拡張の必要を感じ新株を募集せんとする場合[64]」に発行するものであって、「旧株主（既存株主）も却て利益を受くる[65]」ものと捉えられていた。また、「会社の事業不振にして損失を生じまたは普通以下の配当を継続したる会社に限り発行するもの[66]」とも考えられていたようである。

こうして、優先株式の有するメリット・デメリットを勘案し、明治 32 年商法では資本増加を目的とする優先株式の発行が明示的に認められたことから、産業界では多くの会社が優先株式を発行した[67]。実際に優先株式を発行した会社の発行事情をみると、①「増資に当って、会社の事情及財界の情勢が普通株による増資を困難とする場合」、②「財政整理の一方法として一度減資したる後、新資金を得るの方法として増資を行う場合」、③「合併に当り被合併株主に特殊の利益を提供せんとする場合」のいずれかに限られていたよう

---

59 同上 183-184 頁。
60 同上 184 頁。
61 丸山長渡『改正商法要義』（同文舘＝濟美舘、1899 年）310-311 頁。
62 堀田正忠ほか『商法講義』（山田正賢、1899 年）578-579 頁。
63 行森竜太『改正商法釋義　附改正商法施行法釋義』（青木嵩山堂、1899 年）269 頁。
64 山一證券株式会社調査部〔編〕『特殊株式の研究』（山一証券、1933 年）5 頁。
65 行森・前掲注（63）269 頁。
66 山一證券・前掲注（64）5 頁。
67 木下・前掲注（56）63 頁。

である[68]。これらの事情につき、②は破綻処理に関連して優先株式を発行する事例、③は合併における株主間の利益調整を目的に当該株式を発行する事例であると捉えられる。これらに対して、①の「会社の事情及財界の情勢」を理由に普通株式による増資が困難な場合とは、①を素直に解釈すれば、普通株式では一般の株主・投資家を惹きつける魅力が欠け、配当に優先性を持つ株式でなければ彼らの投資意欲を惹起させられないという状況がこの当時存在していたのかもしれない。

木下によると、①の背景には、会社が資金調達の必要性に直面しても、会社の営業成績不良により満足な配当を行えず、株価が額面割れの状態にあり、それゆえ普通株式発行の形による募集は思うように期待できず、やむを得ず財産上の優先権を与えて一般の投資家を勧誘し、経営資金の調達を行おうとする会社が現れるようになったという事情があるという[69]。もしこのように解釈すれば、少なくとも、「会社の事業次第に隆盛に赴き有利なりとの見極めつきたる後拡張の必要を感じ新株を募集せんとする場合[70]」は、この当時の実情と適合していなかったと考えられる。もっとも、仮に優先株式を発行する目的が会社の拡張にあるということを前提にすれば、会社設立後に限定せず、会社設立時にも優先株式の発行を認めるように優先株式の発行に係る条件を緩和する方向に向かっていったと考えられる。

こうした優先株式発行の実態や学者らの論争などを背景として、また、現に諸外国の会社法では設立の場合においても優先株式の発行を認めているとして、その後、現行法の規定を改める必要性が次第に認識されていった[71]。

なお、事業承継と深い関わりを持つ相続税法が単行法として規定されるに至ったのは、明治 38 年の第二次非常特別税法制定の際である[72]。もっとも、各会社の事業承継対策についての情報には行き当らなかった。

二. 昭和商法における株主の議決権と種類株式

（一）昭和 13 年商法における株主の議決権

1　昭和 13 年商法における議決権制限規定

明治 44 年の商法改正では、明治 32 年商法における株主の議決権や種類株式のあり方が踏襲されたが、昭和 13 年の商法改正では大幅にこれらが修正された。この昭和 13 年商法にて、株主の議決権制限に新たな類型が加えられた。株主の議決権について定める昭和 13 年商法 241 条 1 項は、「各株主は一株に付一個の議決権を有す但し定款を以て十一株以上を有する株主の議決権を制限し又は株式の譲受を株主名簿に記載したる後六月を超えざる株主に議決権なきものとすることを得」と規定している。

---

68 山一證券・前掲注（64）5 頁。
69 木下・前掲注（56）42 頁。
70 山一證券・前掲注（64）5 頁。
71 同上、木下・前掲注（56）63 頁。
72 菊地紀之「相続税 100 年の軌跡」税大ジャーナル 1 号（2005 年）37 頁。

前段の「各株主は一株に付一個の議決権を有す」は、1 株 1 議決権の原則の表明である。そして、本条ただし書に、当該原則に対して次の 2 つの制限類型が設けられている。すなわち、①11 株以上株式を保有する者の議決権制限、②株式を譲り受けて株主名簿に記載された後、6 ヶ月間、株式を保有しなければ議決権を行使することはできないという規定である。①を定めた理由については、「大株主の専横の弊を防ぐ為[73]」という意味で従前の商法の姿勢と変わるところはない。この点、河村は、保有株式数に従った議決権制限は、大株主の専横を防ぐためだけでなく、株式会社を民主的ならしめんとする所に理由があると指摘していた[74]。すなわち、中小株主が幾ら声を上げても、結局は大株主の意向に沿った決議がなされるのであれば、民主主義的な決議など不可能であるという解釈であろう[75]。

新設の②の制限については、明治期において、既に日本銀行・横濱正金銀行などの定款に同様の規定が置かれていたが[76]、昭和 13 年改正商法で法律上も議決権制限規定を定款に設けることが認められるに至った。司法省民事局は、②の議決権制限類型を設置した理由を次のように説明している。「本条は議決権の数に関する規定にして、現行法第百六十二条の規定に該当するものとす。しこうして、現下の実情に於て、総会の直前に株式を買受け総会を騒乱せんとする事例少なからず。この時弊の矯むる（たむる：矯正する）為め定款を以て株式の譲受を株主名簿に記載したる後、相当の期間を経過せざる株主には議決権なきものとするを得しむるの要ありと認め、本条第一項但書に後段の規定を加え……たるものなり[77]」。この当時、会社が金銭の支払いを拒むのであれば株主総会の議事進行を妨害したり、金銭の支払いを受ければ、他の株主の発言を意図的に封じて議事を強制的に進行させたりするという、いわゆる会社荒らし、総会屋[78]が跋扈していたのである。こうした会社荒らしを規制するため、6 ヶ月を超えて株式を保有しなければ株主は議決権を行使できないと定めることで株主総会の運営だけでなく、その他の一般株主の正当な議決権行使も保護しようとする立法意思が本条から垣間見られる。

---

[73] 稲村真介『改正株式会社法』（財政経済時報社、1939 年）188 頁。

[74] 河村鉄也『株主総會の研究』（有斐閣、1937 年）124 頁。

[75] 昭和 2 年 9 月に行われた実証研究では、労働組合の代表者や学識者、官吏らはおおよそ大株主の議決権制限に賛成していたが、大株主や弁護士、会計士らは議決権制限に反対していたという点が興味深い。中西寅雄「株式會社の議決權及び機関に就て」日本經營學會〔編〕『經營學論集第二輯　株式會社制度』（同文舘、1928 年）82-83 頁および補足資料参照。

[76] 日本銀行定款 73 条
株主総会の会員たる者は会期六十日以前に於て十株以上を所有するものに限るべし。
大蔵省〔編〕『明治大正財政史　第 14 巻』（財政経済学会、1936-1940 年）100-101 頁。
横濱正金銀行定款 65 条
凡て総会の日より六十日以前（総会当日を算す）に当銀行の株主となりたる者は其所有の株数拾株迄は一株毎に一個の議決権を有し拾一株以上百株迄は五株毎に一個を増加し百一株以上は拾株毎に一個を増加するものとす。
内閣東北振興事務局『特殊会社関係法規集』（内閣東北振興事務局、1936 年）48 頁。

[77] 司法省民事局〔編〕『商法中改正法律案理由書（総則會社）』（清水書店、1937 年）130-131 頁。

[78] 鈴木千佳子「株主総会論」倉沢康一郎＝奥島孝康〔編〕『昭和商法学史』（日本評論社、1996 年）331 頁。

この当時の株主の特徴としては、いわゆる長期的思考を持ち合わせた株主よりも、短期的に収益を上げることを念頭に置いた投機的株主が幅をきかせ、「株主の範囲の大衆化」に従って、目先の株価値上がり益を目的とする株主が増加したとされ、とくに大正から昭和初期にかけてはこの傾向が顕著であった[79]。

こうした状況も影響してか、短期的・投機的思考を持つ株主のなかで、とりわけ株式を保有して日が浅い者で会社の内情に明るくない者には議決権を行使させる必要はない、と考えられるようになったと思われる[80]。それに加え、会社の将来性や収益性に着目するのではなく、株主のなかには、ごく僅かな株式を所有し、堂々と株主総会に参加して、上述のような経営紊乱な体制を株主総会にて批判し、一般株主達を唆してさらに株主総会を混乱させる者（会社荒らし）が見受けられたことに対し、これは「権限行使の名に於て公々然恐喝を行うもの[81]」なので早急に対処しなければならないとして、昭和 13 年商法では「株式の譲受を株主名簿に記載したる後六月を超えざる株主に議決権なきものとする」内容の規定を定款に定めることを認めたのである。

今日的な表現を用いれば、この当時における認識としては、企業価値の向上に貢献しないような、短期的思考を持つ投機的株主の権利は軽視されていたと考えられる。もちろん、議決権制限の背景には会社荒らしという、株主総会の運営を妨げるような株主を排除しなければならないとの認識があったことは確かである。その意味からすれば、6 ヶ月間株式を保有しなければ議決権を行使できないという定めは合理的であると考えられる。当該議決権制限は、例えば一株運動[82]のように、会社の経営に不信感を有する者や改善を提案する者の議決権を剥奪するものとも考えられるため、会社荒らしという現実的問題に対応するための方策[83]と考えられるが、他方で、会社支配ないし会社への経営参加に関わる権利の行使について、会社が定款自治により一定期間の資本的貢献を求め得ることを明らかにしたものであり、大株主ではなく、少数株主であっても議決権が制限される場合があることを明確化した点に意義があるように思われる。

---

79 高橋亀吉『日本の企業・経営者発達史』（東洋経済、1977 年）245 頁。
80 田中耕太郎『改正商法及有限會社法概説』（有斐閣、1939 年）177 頁。
81 田中耕太郎『改正會社法概論』（岩波書店、1939 年）532 頁。
82 一株運動自体は、いわゆる水俣病事件において、被害者が加害企業であるチッソの株主総会に乗り込んで、直接的に水俣病の加害責任を追及する目的で提案された運動であり、この当時、一株運動が行われていたことを示すものではない。実際の一株運動に関しては、成元哲「承認をめぐる闘争としての水俣病運動」大阪経済法科大学アジア太平洋研究センター年報 1 号（2003 年）13 頁参照。
83 高倉は、昭和 13 年商法改正により、定款で名義変更後 6 ヶ月未満の株主に議決権を認めないとする規定を加えたのは不当な株主や会社荒らし等による議決権行使の濫用の是正を図るという目的があったのであり、そうした意味でいえば、241 条は当該不当な株主らの「対策規定」の 1 つとして位置付けられるとしている。高倉史人「戦前の商法及び商法改正における株主権に関する一考察――株主権の変遷と立法・改正理由を中心に――」高岡法学 16 巻 1=2 合併号（2005 年）74 頁。

2　昭和 13 年商法における数種の株式

次に、昭和 13 年商法改正では「数種の株式」の発行が認められたので、「数種の株式」の内容について説明する。昭和 13 年商法 222 条は次の通りである。「会社が数種の株式を発行する場合に於ては、利益若は利息の配当又は残余財産の分配に付株式の種類に従い格別の定を為すことを得。二項　前項の場合に於ては定款に定めなきときといえども資本の増加若は減少又は会社の合併の決議に於て新株の引受、株式の併合若は消却又は合併に因る株式の割当に関し株式の種類に従い格別の定を為すことを得」。本条 1 項について、株式会社は①利益の配当、②利息の配当、③残余財産分配について、株式の種類に従い、格別の定め、すなわち普通株式とは異なる権利内容を持つ株式を発行することができるようになり、株式の種類に応じてそれぞれ別段の対応を採ることができるようになった。

本条の「数種の株式」の意味する内容については、大森政府委員の解説によると、「第二百二十二条は優先株、後配株その他数種の株[84]」であり、その発行については、「資本増加の場合に限って認めて居るのでありますが、それでは甚だ狭きに失するのでありまして、現在の経済社会の状態から申しましてこれを適当に拡張する必要ありと認めたのであります。即ち、優先株の外に後配株を認める、更にそれ等を単に資本増加の場合に限らず、会社設立の場合にも発行し得ることに致したのであります。しこうしてこれら数種類の株式に付きまして、どの点が違うか、如何なる点で数種類に分かれるかと云うことを第二百二十二条で規定をしたのであります[85]」と説明された。

大森政府委員の説明にあるように、本条は株式会社が発行可能な株式の種類に関する基本的事項を明記した条文であり、「数種の株式」とは、優先株式、劣後株式、その他の株式と表現されている。優先株式については明治 44 年商法以前にも発行が認められており、従来はその目的が資本増加の場合に限定されていた。しかし、本改正により、そうした制約は排除され、会社設立時にも数種の株式を発行することができるようになった。また、普通株式に比べて配当金などが劣後する株式、後配株の発行も認められたため、会社はより柔軟な株式発行が認められるに至ったのである。なお、ここで「数種の株式」という表現が用いられたのは、松本曰く、利益配当に関しては優先的内容を有するが、残余財産の分配に関しては劣後的内容を有するように、優先・劣後の関係性が曖昧である株式が発行され得ることから、条文上、優先株式や劣後株式といった表現を用いることを避けた結果であるとしている[86]。

3　優先株式・劣後株式に関する諸種の改正と評価

それでは、優先株式を発行し得る場合が拡大されたことと、劣後株式の発行が認められたことの理由について見てみよう。昭和 13 年商法改正の要綱を作成した松本は次のよう

---

84 『第七十回帝國議會貴族院商法中改正法律案特別委員小委員會議事速記録第四號　昭和十二年二月二十三日』17 頁。なお、資料は下記 URL より取得した。
http://teikokugikai-i.ndl.go.jp/SENTAKU/kizokuin/070/3760/main.html

85 同上 17 頁。

86 松本烝治『株式会社法改正の要点』（巌松堂、1940 年）84 頁。

に述べている。まず、優先株式については、「商法第二百十一条は資本増加の場合に限って優先株の発行を認めて居る。その理由は、利益の少ない会社が資本を増加せんとするも新株の引受を為す者がないから、資本増加の場合に限っては例外的に優先株の発行を認めようと謂うに在ると思われる。然しながら会社設立の場合に於ても、多少危険ある事業に付ては発起人が普通株を引受けて優先株主を募集するを便とする。又反対に確実なる現存の事業を拡張して会社組織とする場合の如き、その事業者に優先株を与うるを便とするものであって、諸外国は普く設立の場合に於ける優先株発行をも認めて居る……[87]」。このように、従前の優先株式は資本増加という目的に限定し、会社設立後にのみ発行を認めるという制限が課せられていたが、特定の株主に便益を図るために優先株式が発行されるようなケースもあり、さらに諸外国では設立時にも優先株式発行が認められている事情により、会社がより柔軟に優先株式を発行できるような体制を整えたのである。

劣後株式については、「後配株（deferred share）は諸外国法の広く認むる所であって、優先株と反対に普通株に劣後して利益配当等を受くるものである。我法律中地方鉄道法は、地方鉄道会社が線路延長の費用に充つる為め資本を増加する場合に限り、利益配当に関し一定期間内普通株式に劣る後配株の発行を認めて居る。けだし延長線の有利ならざる場合に於て、その地方民が後配株を引受けて延長線起工の目的を達せんとするに付て便法を認めんとせるものである。然しながら後配株発行の必要は必ずしも鉄道会社に限るの理なく、一般にこれを認めて別に弊害を生ずる虞はないから、優先株と同じく資本増加の場合に限らず広くこれを認めようと謂うのである[88]」と解説している。松本の言うように、劣後株式は大正 8 年 4 月に施行され、昭和 4 年 4 月に改正された地方鉄道法において既に発行が認められていた。昭和 4 年の地方鉄道法 6 条の 2 には次のように規定されていた。「地方鉄道会社は線路延長の費用に充つる為、その資本を増加する場合に限り監督官庁の認可を受け、利益配当に関し、一定の期間内普通株に劣る株式（後配株）を発行することを得」。そして同法 6 条の 4 には、「後配株の発行に依りて得たる資金は当該線路延長の費用以外にこれを充つることを得ず」とされ、劣後株式の発行期間に加え、調達資金の使用目的も線路延長に限定されていた[89]。

このように、劣後株式は、あくまでも、鉄道会社が線路延長の資金調達のために発行する場合に限って発行が許されていたのである。鉄道会社のみに劣後株式の発行が認められていた理由は、劣後株式は地価の高騰を狙う線路延長先の土地所有者をターゲットとして発行することが、当初想定されており、保有する土地の近くまで線路が延長されるとすれば、その土地を所有する者は地価高騰により巨額の売却益を得ることができるので、たとえ保有する劣後株式への配当が普通株式よりも少なくとも、地価の高騰から得られる利益の方が圧倒的に高いのであれば、劣後株式を購入し、線路延長を支援するメリットがあるということである[90]。他方で、鉄道会社からすれば、その路線が利益を上げるのに相当の

---

87 松本烝治『私法論文集　續編』（巖松堂、1938 年）105 頁。

88 同上 105-106 頁。

89 鐵道時報局〔編〕『地方鐵道法令全集　附軌道法令』（鐵道時報局、1930 年）1-2 頁。

90 なお、残余財産の分配についての規定がないため、普通株式と平等に与るものと解釈されていた。増地庸治郎『株式會社――株式會社の本質に関する經營經濟的研究――』（巖松堂、1944 年）572 頁。他方で、劣後株式が残余財産の分配に関しても普通株式に劣後す

年月を要することが往々にしてあり、優先株式を発行しても当分の間無配ということも想定される。そうした場合に劣後株式を発行していれば、無配についても株主から批判を向けられる可能性は低いため、線路延長計画に係る劣後株式の発行は、鉄道会社と投資家にとって互いに都合の良いことであった[91]。これに加え、劣後株式は既存株主との関係においても利便性があった。既存株主よりも優れた配当を行うのであれば、既存株主の権利が害されることになるが、既存株主の保有する株式よりも劣る内容の株式であれば、新たな株式発行について反対される可能性は低い。その意味で、劣後株式は既存株主と新たな株主との間での利害を調整しつつ、会社が資金を調達できる手段として有用であったと考えられる[92]。

また、昭和 13 年商法 222 条にて規定された劣後株式は、鉄道会社に限らず、一般の会社も発行できるとされた。その理由としては、劣後株式は単に鉄道会社だけに利便性がある株式ではなく、地価高騰が絡む状況、例えば新工場の建設についても、土地所有者にとって有益な株式である[93]。法制審議会が作成したこの商法改正要綱は、当時の経済界・実業家達による改正要望や当時の経済事情を多分に反映しており極めて示唆に富むものと言える[94]。本稿における問題意識の観点から言えば、キャッシュ・フローに対する権利の多様化が認められたという点で種類株式の利便性が高まる改正内容であったと思われ、優先株式・劣後株式の発行目的・時期の拡張は世相を反映した適切な改正であったと言えよう[95]。そしてこのことは、実はコントロールに関する権利をも多様化させる契機を秘めていた改正であったと見ることもできる。以下では、その点に関わる複数議決権株式についての議論を見てみることとする。

4　複数議決権株式に関する議論

このように商法改正によって、優先株式の発行目的が拡大され、劣後株式も鉄道会社以外でも発行が認められたことは、非常に意義があったが、昭和 13 年商法 222 条はあくまでも優先株式・劣後株式の優劣の箇所・区分を明示したにすぎず、それ以上に厳格な定義づけをしようとする立法趣旨はなかった。株式の優劣は「金銭的価値」の点にあるのであって[96]、それ以外の部分、例えば議決権の優劣に関しては、政府の見解上、222 条におけ

る旨を定款に定めることも合法と解釈する者もいた。山一證券・前掲注（64）82 頁。

91 岡村正人『株式金融の研究』（巌松堂書店、1944 年）142-143 頁、増地・前掲注（90）571 頁。

92 家田崇「種類株式・新株予約権に関する会社法制の史的展開」淺木愼一ほか『検証会社法――浜田道代先生還暦記念――』（信山社、2007 年）323 頁。

93 岡村・前掲注（91）144-145 頁。

94 増地・前掲注（90）574 頁。

95 しかし、実際に劣後株式が発行された事例は昭和 6 年に新潟鉄道会社が発行した 1 例だけであったという。同上 572-573 頁、長谷川安兵衛『株式會社の常識〔増補〕』（千倉書房、1940 年）134-135 頁。

96 岡村は「利益配当に関する優先性こそそれ（企業金融的役割を果たさしめるに不可欠的なる条件）に該当するものである。……優先株への投資者の最も重大なる関心事は配当上の優先性にあるのであり、……利益配当上の優先性は優先株の一般的・共通的特徴である。

る優先株式・劣後株式の範疇にないことが理解されよう。

学説においては、予てより、議決権において普通株式よりも優越する株式、すなわち複数議決権株式については否定的であった。例えば、複数議決権株式については次のように説明されている。「一の株式に多数の議決権を与うるを得るか。独商法二五二条第一項は一定の条件の下にこれを許し、即ち優先株発行の形式を以て一方の株式に他方よりも多くの議決権を与うることを認む。戦後独逸ではこの規定を応用して優先株は数議決権株（Stimmrechtsaktien）としての目的に用いられ、旧来の会社経営者が経営を他人に譲るまいとする試がなされて居る。我商法に於ては優先株の内容は財産的利益に限定せられるが故に、かくの如き議決権株の如きは一切認めざるものと解する[97]」。このように、学説上は複数議決権株式については一切認める余地がないとするのが通説であった[98]。株式の議決権については１株１議決権であることが商法上明示されており、かつ優先株式も優先性が財産的利益の点に限られていたことから、ある意味で当然の帰結であった。

この当時、複数議決権株式については日本商法上許容されないとの通説から、その理論について詳細に論じている文献はそれほど多くはないが、大隅健一郎は複数議決権株式の許諾について次のように述べている。「……優先株の語は通俗には、財産的内容殊に利益配当又は残余財産若くはこの両者に関する優先権を附着する株式のみを指称するが如くであるけれども、理論上は優先株の内容をかの如く狭く限局し、議決権に於て優越する株式を優先株の観念より除外すべき理由は存しない。けだし両者はその特権の種類を異にするに過ぎないのであって、その本質に何等差異あるわけではないからである。それ故、他にこれを否定すべき根拠のない限り、商法第二百十二条に所謂優先株は議決権に関する優先株をも包含するものと解しなければならない。この点に関して、商法第百六十二条前段は、各株主は一株につき一個の議決権を有すと規定しているけれども、これは各株式の有すべき議決権の最小限度を定るに止まり、その最高限を画するものとは解せられない。されば、我が商法の下に於ては複数議決権株の発行を否定すべき直接の規定は見出されないのであって、却って積極に解せらるべき疑が濃厚である。しかしながら、……議決権に関する優先株について何等の規定を設けていない所以は、法律が議決権に於て優越する株式の発行を認めない趣旨に出ていると解しなければならない……。その理由としては右の形式的根拠の外に法律政策上から見るも複数議決権株はこれを認めざるを適当とすると言う実質的理由を強調したい。けだし、一方法律を以て大株主の支配権を制度上確立すると共に、……大株主の支配権を法律的に固定する複数議決権株の発行を認むることは、既に述べたるが如く、徒に、さなきだに甚しき大株主の横暴を助長するに役立つに過ぎないからである。しかしながら、……重要なる企業の多数が外国資本化による侵略の危険に瀕する場合の如きに於てその必要あるときは、敢て新立法を待つまでもなく、現行商法の解釈上よりして

つまり、それは優先株の本質であると云える」とし、利益配当の優先性こそが優先株式を優先株式たらしめるものであると主張していた。岡村・前掲注（91）40-42 頁。

97 田中（誠）・前掲注（30）27 頁。

98 間運吉『株主総会論』（三省堂、1929 年）119 頁、河村・前掲注（74）133 頁、松本・前掲注（87）474 頁。野津務『新版会社法要論　上巻』（中央大学生活協同組合出版局、1974 年）238 頁。

複数議決権株の発行を認むることを得るであろう」[99]。

大隅は、優先性の概念から議決権を除外するその具体的理由に関しては、商法上明確かつ直接的な規定は存在せず、形式的・政策的な観点から漠然と複数議決権株式の発行を否定する趣旨が垣間見られる程度であることを指摘している。また、他方で大株主による専制を抑止するために大株主の議決権を制限する規定を設けていることから、複数議決権株式は大株主の専制をむしろ助長するものとして弊害があることも認識している。しかし、それでも、外国企業による敵対的買収のおそれが存在する場合に複数議決権株式の発行をもってこれに対抗しようという場合も考えられることから、複数議決権株式の発行も考えようによっては認められても良いとして、一部肯定的な見解を述べている。また、1 株 1 議決権の原則の解釈として、「株式の有すべき議決権の最小限度を定るに止まり、その最高限を画するものとは解せられない」との評価も興味深い。大隅は、当時の圧倒的な通説に対して自論を展開した理由として、「けだしその時代の経済的社会的需要を考慮して希求せられたる目的への道を拓くことはまさに法律解釈学の重要なる任務だからである」と述べている[100]。

とはいえ、この頃は会社が複数議決権株式を発行することは昭和 13 年商法 241 条に明示された 1 株 1 議決権の原則に反することになるため、少なくとも学説上は複数議決権株式については否定的であったし、発行会社は存在しなかった。

この点、昭和 13 年の商法改正過程において、その草案に当たる商法改正要綱 112 条では「各種優先株、各種後配株及び普通株の間に於ては単に利益の配当及び残余財産の分配に付てのみならず資本増加の場合に於ける新株引受の権利、資本減少の場合に於ける株式の併合又は消却等に付ても差等を設くることを得るものとすること」とされていた。この商法改正要綱 112 条を読むと、優先株式、劣後株式、そして普通株式との間においては各種の「差」を設けることができるとし、その例として利益や残余財産の分配だけでなく、新株引受権や株式の併合・消却などについて、株式間でその差異を定めることができるとされている。本条においては、単に利益の配当および残余財産の分配、資本増加の場合における新株引受の権利、資本減少の場合における株式の併合又は消却「等についても」、「差等」を設定することができると規定されていることから、財産上の利益以外の「差」についても、定款で予め設定することができるかが問題として生じてくる。商法改正要綱 112 条における株式間の「差」に、「議決権の差異」も包含され得ると解釈できるのかどうかである。

この規定を設けた趣旨について、再度松本の解説を見てみると、「現行法の解釈上、優先株主の有する優先権には利益の配当又は残余財産の分配に関するものがあり得ることが明瞭であるが（商法一九七条、二二九条）、その他の点に及び得るや否やは疑問である。……只ここに問題と為るべきは、本要綱は議決権に差等を設くることをも認めたるものであるや否やである。議決権に対する差等は外国法もまたこれを認むるものが多く、殊に独逸に於ては所謂議決権株（Stimmrechtsaktie）が盛に行われて居るが、その是否に付ては

---

[99] 大隅健一郎「議決權株に就いて」京都帝國大學法學會法學論叢 23 巻 2 号（1930 年）287-289 頁。

[100] 同上 289 頁。

大いに議論がある所であって、にわかにこれを採用すべきものではなかろうと思う。只立法上採否に付て考慮すべきは、議決権なきか又は制限せられたる優先株である。この種の優先株は社債に類似して居るが、会社に利益なきときは配当を為さざることを得る便益があって、英米等に多く行われ且つ独株式会社法案（九七条乃至一〇一条）の採用して居る所である。改正要綱中に商法第百六十二条の改正に言及せざるは議決権の差等を否認したものと見えるやも知れないが、本要綱は広く差等を認めて居るから強ちこれを狭く解する必要はなく、立法の際に更に再考する余裕を存するものと考える[101]」。

このように、松本は商法改正要綱 112 条の条文における「差」という表現のなかに、議決権の差を含むことについては「にわかにこれを採用すべきものではなかろう」として、否定的な見解を述べている。しかし、ドイツをはじめとする諸外国では議決権株、すなわち複数議決権株式が法律上認められていることを踏まえて、本要綱中では複数議決権株式の是非については否定しつつも、立法の際に再考する余地があることを示唆した[102]。

結局のところ、議決権について差異のある株式については、後述する無議決権株式のみが採用されるに至った。その背景には、1 株 1 議決権の原則から乖離した、株式に複数の議決権を付与すること自体に対する批判というよりも、当時の株式会社、経営者が欲する株式として、複数議決権株式は「必要とされなかった」という事情によるものと思われる。この点については本稿の核心的事項であるため、昭和 13 年商法 242 条の無議決権株式に関する検討において、再度考察するが、少なくとも、「改正法案がこの制度（複数議決権株式制度）を採用せざりしは正当である[103]」というのが当時の政府・学者の通説であったということである。

5　複数議決権株式に対する社会的需要

時代は少し遡るが、興味深い先行研究が存在する。中西は昭和 3 年に発行した「株式会社の議決権及び機関に就いて」という論文のなかで、昭和初頭における複数議決権株式の発行の是非について調査を行っている。中西は、日本郵船、大阪商船、日本石油などの会社における大株主の株式保有割合について考察し、当時既に、少なからざる株式が少数の大株主によって所有され、他方で少数の株式を所有し、会社経営に関心の低い多数の少数

---

101 松本・前掲注（87）106-107 頁。

102 なお、松本は昭和 4 年の自身の著作のなかで、「……優先株主に与うることを得べき優先権は財産上のものに限り、議決権その他の共益権に付ては差等を設くることを得ないと解すべきである。外国法中議決権に付て差等を認むるものもあるが、第百六十二条を第百九十七条又は第二百二十九条と対照すれば我商法の採りたる主義の然らざることを知るに難くない」と指摘していた。松本は 162 条が 1 株 1 議決権原則を明示し、その例外として認められているのは大株主の議決権制限であること、そして優先株式に関しては、利益の配当と残余財産の分配に限定されていることから、複数議決権株式は日本商法における株主の議決権配分のあり方とは相容れないことを主張していた。このことからすると、松本は株主の議決権配分に関する考え方が、この著作から 9 年余を経て、幾分柔軟な方向に変化していたことが分かる。松本烝治『日本会社法論』（巌松堂書店、1929 年）192 頁。

103 烏賀陽然良ほか「商法改正法案を評す（一三）」法學論叢 36 巻 2 号（1937 年）340 頁。

株主が分散して存在することを推測した[104]。

そして、こうした経営に対する能力と意思を持つ大株主と経営に対する知識と目的もない少数株主との間での対立構造を前にして、現行商法を改正して大株主（または経営陣などの重役達）の支配を強化させていく方向に進めるべきか、それとも法律の力をもって少数株主の経営参加能力を強化させていく方向に進めるべきかという問いを提起した。中西はこれを株主の議決権問題とし、現行商法の改正につきどのような対応を望むかについて会社の重役や学者、思想家、官吏、労働組合の代表者らの回答をまとめた。

すると、まず 1 株 1 議決権の原則を改正する必要があるかという問いに対しては、全体では 181 対 219 で 55%が改正に反対であった[105]。このうち、学者・思想家などの一般批評家のグループでは 56 対 33 で 63%が改正に賛成であった。他方、大資本家（工業会社、商社、銀行、保険、証券取引所の経営者や重役、商工会議所の会頭等）のグループでは 37 対 73 で 67%が改正に反対という結果であった。官吏、労働組合の代表者らのグループではおおよそ半々といったところであったそうである[106]。

資本家らが 1 株 1 議決権の原則の改正に反対した理由として、中西は、株式会社は資本家によって成り立つ組織であり、資本主義の見地から、資本の量に応じて議決権の大きさを定めるのが当然であることに関係してくると述べている[107]。並行して、「重役所有の株式に特に多数の議決権を与うべきや（議決権株）」という問いに対し、中西の調査によればいずれのグループも反対であったという。具体的には、全体では 34 対 350 でおよそ 89%が議決権株、すなわち複数議決権株式に反対であった[108]。とりわけ、大資本家の 90%、会社員および中小企業経営者の 83%が複数議決権株式に反対していたという点が注目される。中西は資本家らが複数議決権株式に反対する理由として、次の理由を推測している。

すなわち、「日本に於ける重役階級の方々は比較的デモクラチックの考を有していられると云う事、或は多少その意見を発表せらるるに考慮されたと云う事情にも依ると思うのであるが、しかし何よりも重要なる事は現在の一株一票主義の下に於ても重役の地位は充分に確保せられていると云う事情に基づくのではあるまいか。……会社員級も議決権株の発行には反対であるが、その割合が比較的少いのはこの階級特有のイデオロギーに依るのであり、即ち自己が将来重役となり得る希望を有する事、会社経営者の手腕人格に重きをおき、しこうして重役を選任するものは大株主であると云う事情を顧みない観念論に依るのではないかと考えるのであります……[109]」。

---

104 例えば日本郵船は昭和 2 年時点において株主総数 24,537 名中、5,000 株以上保有する株主が 20 名、1,000 株以上 4,999 株未満保有する株主が 176 名であるのに対し、1 株以上 49 株未満の株主が 17,992 名であった。また、岸和田紡績（寺田家）、相模紡績（日比谷家）、東洋製糖（鈴木家）、新高製糖（大倉家）、京濱電気鉄道（安田家）等の支配関係が明白な同族企業では、少なくとも全株式数の 20%を一族が保有している状況であった。これは少数株主が多く存在し、分散化されていることから、経営権の掌握には 20%程度で十分であったことを表している。中西・前掲注（75）68-75 頁。

105 同上 76 頁。

106 同上補足資料参照。

107 同上 77 頁。

108 同上 79 頁。

109 同上 79-80 頁。

後述するように、昭和初期においては既に、会社内部においては少なからざる株式が少数の大株主によって所有され、他方で少数の株式を所有し、会社経営に関心の低い多数の少数株主が分散している状況であった。そして、この頃既に、経営者らは会社を支配するに当り、現行の1株1議決権に基づく議決権配分によって、会社を支配するに十分な株式を保有していたので、敢えて複数議決権株式を導入する必要性・要望は少なかったと考えられる。思うに、会社法の改正に当っては、学識者の見解も重要であるが、何よりも注目されるのは経済界の要望である。誰しもが改正を望んでいたり、また既存の制度に不備があるとすれば、自然に改正の声が会社経営者から発せられ、必要ないのであれば、誰もわざわざ現行制度を変えようとしないのが常である。その意味でいえば、複数議決権株式については、政府・学者・会社関係者の多くが不要とみなし、新たな導入に向けて動く必要性が存在しなかったと考えることができるであろう[110]。

法改正という観点から言えば、大隅が主張するように、「経済的社会的需要を考慮して希求せられたる目的への道を拓く」ことこそが、法改正にあっては重要なのであって、合理的なニーズの無い制度を導入する必要性は無かったと言えるかもしれない。しかし、次に述べる無議決権株式の導入を認める一方で、例えば1株につき2議決権を認めるような複数議決権株式が認められなかったことは、ある意味矛盾しているとも言えるであろうし、無議決権株式の導入を解釈する上での困難さを招いていると言うこともできる。また、この時点で複数議決権株式を導入していれば、株式の内容に関する定款自治を拡大する契機になったとも考えられる。今日、法が様々な種類株式の発行を会社に認めているのは、一定の範囲と条件の下で、株式の多様化を許すことにより、株式による資金調達の多様化と支配関係の多様化の機会を会社に与えるためであると説明されるが[111]、もし、この時に株主の議決権に関しても種類株式の一類型ないし属性として認められていれば、株主平等原則の硬直的な適用ないし運用や、種類株式制度の厳格な制限は無かったのかもしれない。その意味で、通説に反して外国資本による敵対的買収防衛策としての複数議決権株式の発行容認論を展開した大隅は非常に先駆的な発想を有していたと評価できよう[112]。

---

110 加藤（修）は、日本は第一次世界大戦後の独国や仏国のように、為替の下落やインフレーションを経験したものの、それを契機に外国資本等による会社支配権奪取の危険性が具体的に惹起された事態は発生していなかったことから、複数議決権株式の需要は存在しなかった、換言すれば、「経済情勢の悪化に伴う対症療法」としての側面を有する複数議決権株式を導入する社会的必要性が存在しなかったため、日本においては複数議決権株式の導入を要求する声が上がらなかったと指摘している。加藤修「複数議決権株式」法學研究66巻1号（米津昭子教授退職記念号）（1993年）80-81頁。

111 神田秀樹『会社法　第十八版』（弘文堂、2016年）75頁。

112 加藤（修）は、ドイツにおける複数議決権株式を巡る議論を踏まえた上で、株式の取得については公益的観点から種々の規制や制約があり、その結果として、議決権獲得と行使に関し種々の調整・規制が生じていることから、調整制度の1つとして、ドイツ流の複数議決権株式も選択肢の1つとして検討の余地はあるが、積極的に導入する程の必要性は感じられないと指摘していた。しかし、経済的危機は、いついかなる時に発生するか予見することは不可能であることから、経済が一応順調で、平和な時代に他国の立法例をつぶさに調査し、そこでの利益状況を分析・把握しておくことが、将来自国で調整を図る必要性が生じた際に、理論的に妥当で、内外の理解を得やすいと述べていた。加藤（修）自身は複数議決権株式に反対の立場に立っていたが、こうした着眼点それ自体は、大隅の意識

ところで、増地は、ドイツにおける複数議決権株式の発行目的は外国資本による敵対的買収防衛策に限らず、「内国危険」に対する防衛策としての目的もあったとする。すなわち、「株式が過度の投機取引の目的物となり、経営経済の健全なる発展を阻害するような状態にある場合に、経営経済を投機者の手から解放して、これを保護せんとする為めに、議決特権株の必要がある[113]」と指摘していた[114]。では、この当時の日本において、敵対的買収の危険性に関しては、どのように考えられていたのであろうか。

時代は遡るが、池島（民）は大正 8 年の『株式会社の裏面』にて、「会社乗取」に関し次のように述べている。「大株主が、会社を絶対安全に経営して行くには、自分共の手に会社株式過半数を所有することが必要であるが、今日我国では斯様な心掛の有る人間は甚だ少い、過半数を握る所かしばしば自分の会社の株式で相場をやり、場合によっては持株の大部分を一時売放ち、下落したときに買戻すと言う連中も稀ではない。現に先年我大汽船会社の重役が之をやって喧しい問題を惹起したことが有る。……斯様な国では乗取は少し智慧を絞れば案外容易である[115]」。

池島（民）は具体的な会社名こそ挙げてはいないが、この当時、ある紡績会社の株式を相場度外視で買い集めた野心家があり、第一次世界大戦の影響で株価が高騰したために、会社側が気がついた時には当初の 5-6 倍にも跳ね上がっていたために買い戻すことが不可能になっていたというケースや、ある鉄工所が事業に必要な材料を製造する会社に目を付けて当該会社の株式を市場で買い占めることで当該会社の重役らを辞職させたケース、某大銀行が信用の低下した地方銀行の評価を水面下でさらに低下させて、救済の名目で地方銀行に資金を融通させつつ、捨て値同様の価格で株式を買い占めることで表面的には地方銀行のままであるが､実際には某大銀行の支店となってしまったケースもあった(ただし、信ぴょう性については疑問であるとする）とし、実際に買収工作が行われていたことを指摘している[116]。この内、鉄鋼所のケースでは「此会社の重役等は所有株の上から言うと余り安全な地位で無かった[117]」とされ、先の中西の調査に基づく、「現在の一株一票主義の下に於ても重役の地位は充分に確保せられている[118]」という分析は、必ずしも、全ての会社に当てはまるものではなかったと言えるかもしれない。

増地は、昭和初期における株式の分散化傾向についてまとめており、その著書、『我が国株式会社に於ける株式分散と支配』において、増地は株式の分散化の原因として、株式

と一脈通じるものがあると言えよう。加藤（修）・前掲注（110）90 頁。

113 増地庸治郎『経営財務論』（東洋出版社、1934 年）205-206 頁。

114 大隅も、「内国の好ましからざる資本家による会社の侵略、所謂 Inlandsüberfremdung〔国内過剰外国化〕の危険に対する防衛のためにも利用せらるるに至った。戦争と革命とに基く経済的混乱に乗じて、巧なる投機に依って新たに資本を獲得せる人々、及び巨大な資本を擁する大銀行とは、大戦後の株式の洪水を利用して、多数会社の支配権を従来の大株主の手より奪取せんと試みた。之に対抗して、その企業支配権の放棄を欲しない大株主のとった防衛手段が、矢張り議決権株の発行による資本参与と会社支配権との分離であったのである」と述べている。大隅・前掲注（99）107 頁。

115 池島民理『株式会社の裏面』（精禾堂、1919 年）78-79 頁。

116 同上 80-82 頁。

117 同上 81 頁。

118 中西・前掲注（75）79-80 頁。

会社の経済的発展の他に、5 つの理由が存在するという。すなわち、①地域経済に根差した地方的性質、②投機的な株式投資、③プレミアム付株式の発行、④経営者が株式の分散化の方針を有していたこと、⑤顧客または従業員に株式を所有させていたことである。①については、鉄道・電気・ガス事業といったインフラ関係の会社や元・農業金融機関であった農工銀行等は地域に生活する多数の小株主を抱えていたという[119]。②については、第一次世界大戦を契機とする株価の高騰が直接の原因と思われるが、増地は具体的な理由については述べておらず、例えば東京・大阪・名古屋、そして横浜の株式取引所において株主の平均保有株式数が 31 から 70 株であることを指摘し、投機的な目的に基づく株式投資が盛んに行われていたことを指摘している。また、③配当にプレミアムを付す形で新株発行する際には、割当ての結果数多くの小株主を生んだこと、④南満州鉄道株式会社を例にとり、政府持株を除いた残りの株式を広く国民に保有してもらうべく、公募に際しての申込単位を 10 株としていたこと、⑤例えば不動貯金銀行では給与の 2 割に当たる分を積み立てし、これが 270 円に達すると株式 1 株を購入できるとし、多くの従業員が株式に乗り換えたという[120]。

このような分析に基づけば、大正から昭和初期にかけて存在した株式の分散化傾向が、敵対的買収の危険性を惹起させていたと考えることができる。創業者や重役等の持株が少数株主の手に渡り、そうした株式を買い集めて会社の乗っ取りを行う者や、当初から経営支配権の獲得を目的とせず、莫大な投資利益の獲得を意図して経営者に株式を高値で売り付ける、今で言うところの「グリーンメーラー」も存在していたようである[121]。このような状況を鑑みれば、複数議決権株式を用いて経営支配権を維持し、敵対的買収防衛策として活用させる経済的需要は潜在的に存在していたと考えられよう。しかし、池島（民）が指摘するように、「大株主が、会社を絶対安全に経営して行くには、自分共の手に会社株式過半数を所有することが必要であるが、今日我国では斯様な心掛の有る人間は甚だ少い[122]」状況にあったということが事実であれば、複数議決権株式を利用して支配権を維持しようとする意識が欠けていたのかもしれない。いずれにせよ、次に述べる無議決権株式の方が、複数議決権株式よりも需要があったということであり、1 株 1 議決権からの乖離の態様に関し、複数議決権株式という選択肢について精緻な分析がなされなかったのは多種多様な株式設計の観点からすれば､ある意味で保守的な対応に留まったと言えるであろう。

6　無議決権株式の導入とその背景

複数議決権株式は経営者らの支配権の維持・強化に資する株式であり、1 株 1 議決権の株式に比べて少ない資金で支配権を維持することができるので、支配株主や経営者らにとっては都合の良い株式である。裏を返せば、複数議決権株式が発行されれば、普通株主の保有する議決権が相対的に減少することになり、一般投資家たる普通株主は概ね、議案に

119 増地・前掲注（90）同上 146-149 頁。
120 同上 146-150 頁。
121 高田（一）は、大正 8 年の内国通運を巡る買収劇を挙げている。高田一峰『日本の企業・経営者発達史』（東洋経済、1977 年）55-58 頁。
122 池島（民）・前掲注（115）78-79 頁。

賛成票を投じるに過ぎない存在となりかねない[123]。この点、無議決権株式についても、会社支配に無関心な者に対して発行することによって、より少ない資金で会社の支配権を維持することが可能となる。つまり、無議決権株式は支配に必要な資本の節約と強化をもたらす手段としては複数議決権株式と同じ効果を発生させることになる[124]。そうなると、何故昭和 13 年商法改正では無議決権株式が導入されたのかということが、改めて疑問となる。無議決権株式については、昭和 13 年商法 242 条において次のように規定された。「会社が数種の株式を発行する場合に於ては、定款を以てその或種類の株式に付株主に議決権なきものとすることを得……。二項　前項の株式の株金総額は資本の四分の一を超ゆることを得ず」。

まず、本条に記されている通り、会社が数種の株式を発行する場合に、その一定の種類の株式につき、議決権がないものとすることができるようになった。注意すべきは、数種の株式の一類型として無議決権株式が導入されたのではなく、あくまでも優先株式などの数種の株式に付加することが可能な「属性」として、議決権剥奪が認められたという点である[125]。この時点ではまだ種類株式の一類型として無議決権株式が法律上規定されたわけではないため、無議決権株式と表現すると誤解を招くおそれがあるが、便宜上、議決権なき属性を有する一定種類の株式のことを無議決権株式と表現する。

さて、この無議決権株式の導入理由として、本条の理由書では「経済界の実情」に従い、「株式会社の発達に寄与する」ことが挙げられている。ただし、無制限に無議決権株式を発行することは「少数の首脳者」すなわち経営陣に会社の実権を掌握させ、弊害が生じる可能性が高いことから発行額に制限を設けている[126]。

次に、昭和 12 年 2 月 23 日の第七十回帝国議会貴族院商法中改正法律案特別委員小委員会における大森政府委員の解説は次の通りである。「第二百四十二条でありまするが、これは……議決権なき株式の発行を制限する規定であります。御承知の通りに、現行法では議決権なき株式と云うものは認めて居りませぬけれども、実際社会の要求に依りまするとと、矢張りこれを認めなければならない。少くもこれを認めることに依って利益が多いと云うことを頻に言われるのであります。まあ顕著な例を申しまするとと、或資本主が或会社に投資をしたいのでありますけれども、若し投資をして、議決権を持つと云うことになりますと、何かその会社が非常な権力を逞しくするように思われる虞がある。左様な趣旨は少しも無いのである。議決権の行使は決して欲する所でない。唯株主になって、金銭上その会社を助けてやりたい。こう云うような場合が少なくないそうであります。これ等の便宜を考慮致しまして、即ち実際社会の要望にそいまして、議決権無き株式と云うものを是認することに致しました。……しかし、かく議決権なき株式を是認致しまするけれども、それが又非常に多数あっては困るのでありまして、従ってその第二項にその制限を置きまして、

---

123 Adolf A. Berle & Gardiner C. Means, *The Modern Corporation & Private Property*, Transactions Publishers ed., 2009, p.83.

124 菱田政宏「無議決権株（一）」関西大学法学論集 10 巻 2 号（1960 年）127 頁。

125 山下友信〔編〕『会社法コンメンタール 3――株式［1］』（商事法務、2013 年）82 頁（山下友信執筆）。なお、神田は「属性」ではなく、「付加価値」という位置づけをしている。神田秀樹「優先株式に関する商法改正論」代行リポート 89 号（1989 年）6 頁。

126 司法省民事局・前掲注（77）131-132 頁。

前項の株式の株金総額は資本の四分の一を超ゆることが出来ないと云うことを明らかに致したのであります[127]」。

この大森政府委員の解説にあるように、昭和 13 年商法において無議決権株式が導入された理由は、経済界の要望による所が大きいということであるが、その具体的な要望というものがどの程度のものであったかは定かでない。前述の中西による昭和 2 年の調査では、無議決権株式の創設に賛成した者は全体の約 26%に過ぎなかったことから[128]、その後、徐々に賛成の気運が醸成されていったとも考えられるが[129]、「経済界の要望」の具体的な内容は明らかではない。

当時の経済事情の変遷と社会的需要の変化により、無議決権株式の発行を認める必要性があったことにつき、河村は、「従来株主は企業の所有者として企業経営への当然の参与者と認識されて居たのであるが、経済事情の発達変遷は経営技術の点よりするも、企業経営を少数の専門家に委ぬることを余儀なくさるるに至ると共に、又これを株主の側より見るも分業の発展に従い株主は漸次経営参加の欲求と熱意とを喪うに至りたる結果、現在の株主総会に於ては一般株主はこれに出席して議決権の行使を為さんとせず、会社企業参与の意識は極めて希薄となり来ったのである。……かくして株主の地位はその議決権を有すると否とに拘らず今や企業経営者たる地位を離れて漸く社債権者のそれに接近し来りつつあることは見逃し得ざる所である[130]」と述べている。少数株主は議決権を保有していても、経済事情の発達により会社の経営は高度に専門化されたため、経営に無知な者はこれを専門家に一任せざるを得ず、積極的に議決権を行使することは稀であったと考えられたのである。また、この当時の多くの株主は議決権の行使や会社の経営に興味と熱意を欠いており、目先の利益配当にしか関心を持っていなかったとも指摘されている[131]。さらには、無議決権株式が導入されたのは、議決権の行使に関心を持たない株主に議決権を付与することは無意味であるとの見解に基づいているとの説明がなされることもあったとされ[132]、立法過程においても無議決権株式の導入に対して積極的に反対する者はいなかったとされる[133]。

株主の感情については上記の通りとして、諸種の種類株式の導入に至った理由として挙げられた、経済界の実情や要望という点について考えてみよう。当時の状況として、会社の大規模化に伴う、巨額の資金調達の必要性があったことが挙げられる[134]。昭和 2 年の金融恐慌と世界恐慌に起因する昭和恐慌によって多くの会社が経営破綻へと追い込まれ、それらの会社は吸収・合併を繰り返す事態へと追いやられたと同時に、国際競争で生き残るために、大企業も産業合理化として企業合同やカルテルが形成された[135]。さらに、この昭

127 第七十回帝國議會貴族院・前掲注（84）20-21 頁。
128 中西・前掲注（75）80 頁。
129 岡村正人『株式金融論』（巌松堂、1939 年）134 頁。
130 河村・前掲注（74）108 頁。
131 同上 121 頁。
132 加藤・前掲注（22）19 頁。
133 豊崎光衛「議決權なき株式（二・完）」法學協會雜誌 56 巻 1 号（1938 年）112 頁。
134 江口・前掲注（39）221 頁。
135 加藤・前掲注（22）20-21 頁。

和恐慌時に大衆の銀行に対する不信感が増したことから普通銀行や貯蓄銀行を中心に預金引出が殺到し、その資金が大銀行へと流入したことも関係している。普通銀行・貯蓄銀行の金融界における地位が相対的に低下する一方で、大銀行はむしろ昭和恐慌を契機に信頼を高め、地位が確固たるものとなり、金融界に独占的基盤が設けられることになった[136]。預金額でいうと、三井、三菱、住友、安田、第一銀行のいわゆる五大銀行の昭和元年末時点で 22 億 3,300 万円であったのに対し、昭和 2 年 6 月末時点では 27 億 1,700 万円と 20%以上も増加していた[137]。繰り返される金融再編、大銀行を通じた会社の集中・系列化が昭和恐慌以降継続的に進行していった[138]。

こうした中で、株式会社の性質が変化し、以前、株式会社は政府による殖産興業政策を進めるべく、産業資本を発展させるための道具として利用されてきたが、企業集中の強化・拡大のなかで株式会社の役割は産業資本を集中することに留まらず、企業集中を推し進めていくための道具としての存在意義が見出されるようになったのである[139]。日清戦争後の会社の形成・展開は、軽工業などの大規模化のための水平的・横断的な少数大企業への資本集中がなされ、独占的な体制へと変化していった。他方で、重化学工業については、当初より限られた少数の大企業に集中した会社体制が形成され、垂直的・ピラミッド的な資本集中形態であった[140]。明治維新を契機として、近代国家への第一歩を踏み出した日本では、殖産興業政策の一環で資本主義化が強力に推進され、明治 32 年商法を中核として一層会社設立が促進され、次第に国家・政府の保護の下、巨大財閥による産業・経済支配機構が確立され、日本の経済体制は大きく変化したといえよう[141]。そして、企業集中の強化・拡大を行うためには、なによりもその会社の所有権、中でも支配権を確保することがとりわけ重要となってくるのである[142]。

無議決権株式は少額の資金で会社の支配権の獲得・維持が可能な制度である。既に指摘しているように、一般投資家の多くは会社の経営には興味がなく、むしろ利益配当や株価の上下の方に関心を寄せていたため、無議決権株式の導入はこうした企業集中の強化・拡大に必要な資金調達手段として、経営者ならびに投資家双方の利害が合致した結果であるといえよう。加藤は、無議決権株式の導入によって、社会的資金集中の道具としての株式会社の機能はそのままに、会社支配権の獲得・維持が容易になり、会社の支配権を柔軟に配分することができるようになったことが、日本経済全体にとって利益となるという大きな意義があったと評価している[143]。また、この当時から、株主と社債権者との差は紙一重

---

136 高橋亀吉＝森垣淑『昭和金融恐慌史』（講談社学術文庫、2009 年）245-247 頁。
137 個々の銀行における推移については、同上 248-249 頁参照。
138 淺木慎一『日本会社法成立史』（信山社、2003 年）312 頁、加藤・前掲注（22）20 頁。
139 加藤・前掲注（22）21 頁。
140 池島宏幸「Ⅲ　日本における企業法の形成と展開――二〇世紀初頭、第一次大戦前後を中心として――」高柳慎一＝藤田勇〔編〕『資本主義法の形成と展開 3 企業と営業の自由』（東京大学出版会、1973 年）241 頁。
141 同上 242-244 頁。
142 大隅健一郎『新版　株式会社法変遷論』（有斐閣、1987 年）149 頁、加藤・前掲注（22）20-22 頁。
143 加藤・前掲注（22）21-22 頁。

であることも指摘されていた[144]。実質的に見ても、優先株主は社債権者に近く、社債権者でも社債権者集会を通じて会社の業務に対してある程度影響を及ぼすことも可能であったし、転換社債では社債権者から株主に身分を変更できることから、経済上、両者の差はそれほど明確なものではないことが言われていた[145]。株主には法律上、議決権が与えられているとはいえ、わざわざ遠隔地から議決権を行使するために株主総会に出席する者もそれほど多くなく、会社所有と会社経営の間隙は既に存在していた[146]。企業集中の強化・拡大のため、多くの資金を調達したい株主と、議決権に関心のない株主の両者が存在したことが、無議決権株式制度の導入を促進したのである。ドイツ経営経済学の大家であるアレキサンダー・ホフマンは、1932 年当時、無議決権株式を認容すべく法改正を行うことに対して、「真実において、改正では無く、既存事実の法定化に過ぎない」と述べたとされるが[147]、これは日本においても当てはまっていたと思われる。

また、国策的な見地からも無議決権株式は必要とされていた。つまり、外国から資本を輸入する場合に、外国人に議決権を付与することは「どうも面白くな」く、さらには「外国人が僅かばかりの資本で以て……企業の実権を握ってしまうというような虞[148]」、「外国の株主等に議決権をもたして経営に干渉を受けるようなことがあっても困る[149]」というような実感を持っていたようである。先に述べた商法改正要綱 112 条では「各種優先株、各種後配株及び普通株の間に於ては単に利益の配当及び残余財産の分配に付てのみならず資本増加の場合に於ける新株引受の権利、資本減少の場合に於ける株式の併合又は消却等に付ても差等を設くることを得る」と規定されており、複数議決権株式の導入も可能であったにもかかわらず、無議決権株式の導入に落ち着いたのは、このような事情があったからだと思われる。

こうした株主の意向、経済的状況に加えて、やはり 1 株 1 議決権の原則との兼ね合いもあるだろう。経営者は 1 株につき複数の議決権が付与された株式を有し、一般株主には 1 株につき 1 議決権が付与された株式を持つという、複数議決権株式を利用した支配構造を構築することは、これまでの 1 株 1 議決権の原則との衝突問題があるため、理論的には導入は可能であっても、この当時は複数議決権株式の導入を強行するメリットや要望はそこまで高くはなかったのではないかと思われる。あるいは、議決権行使に関心がないのであれば、優先配当権を付与した無議決権株式の方が需要はあると判断し、無議決権株式導入に踏み切ったとも考えられる。そもそも無議決権株式は商法改正要綱には登場しておらず、商法中改正法律案委員会において初めて議論の題材として登場したのである。委員会では、「資本家が或る事業を支配しようという野心は全然持たないで、ただ……利益配当を受け

144 田中（耕）・前掲注（80）178-179 頁。
145 同上 179 頁。ただし、実際には、社債を発行する場合、会社は利益の有無にかかわらず、確定的利息の支払いをしなければならず、また元本の償還も強制的であることから、社債の方が会社の財政的負担は大きいと思われる。上柳克郎ほか『新版　注釈会社法　(5) 株式会社の機関（1）』（有斐閣、1986 年）237 頁（菅原菊志執筆）。
146 田中（耕）・前掲注（80）179 頁。
147 岡村・前掲注（129）137 頁。
148 田中（耕）・前掲注（80）179 頁。
149 松本・前掲注（86）86 頁。

るということの為に投資するという際に､議決権なき株式の制度があれば大変都合が好く」､「世間に対する気兼ね」などの理由から会社の経営には関与しないという株主にとっては、無議決権株式は純粋に都合が良いと指摘されたため、急遽導入が決定したのである[150]。このように見ると、複数議決権株式の導入が見送られたのは、積極的な批判を受けてというよりも、純粋に需要が無かっただけであると考えることができる。上述のように、学者のなかには複数議決権株式について肯定的な見解を述べる者も確かに存在したが、少なくとも上に挙げた経済的な事情・世相も相まって、当時の経営者・株主ともに複数議決権株式にはそれほど関心がなかったと思われる。

しかし、いかに経済界の実情に照らして無議決権株式の導入が要望されるようになったとはいえ、無尽蔵に発行できるとすれば、前述のように、「少数の首脳者の手に会社の実権を壟斷（独占）し余弊」が生じることが懸念されため、2 項で「株式の株金総額は資本の四分の一を超ゆることを得ず」という制限が課されることとなった。この規定は、昭和 25 年商法改正において若干の修正を加えられることになるが、規定の趣旨は維持された。

7　小括

以上が本稿との関連で重要な、昭和 13 年商法改正の内容である。数種の株式、無議決権株式は、当時の立法担当者が、資金調達につき、会社に多様な選択肢を与え、柔軟に選択できるようにすることで、経営計画の遂行に必要な資金を提供するという「政策目的」を合理的なものと捉えたことを意味しており[151]、この点は本稿の視点からも重要である。そこで、以下、昭和 13 年改正商法の意義について振り返ってみようと思う。

昭和 13 年改正商法では、1 株 1 議決権を原則としつつも、大株主の議決権制限を認め、さらに株主は 6 ヶ月を超えて株式を保有しなければ議決権を行使できないことが定められた。その一方で、優先株式については、会社設立時にも発行が認められ、さらには優先株式だけでなく劣後株式の発行も、鉄道会社以外の一般事業会社にも認められることとなった。さらに、そうした種類株式の属性として、無議決権株式も発行することができるようになった。こうした一連の制度改革の意義については、以下のように考える。

第一に、前述のように、諸種の種類株式の発行を通じて、株式会社は多様な方法で資金調達を行うことが可能になったということが言えよう。優先株式について言えば、従来の商法下では会社設立後における資本増加の目的に限定され、「会社の事業次第に隆盛に赴き有利なりとの見極めつきたる後拡張の必要を感じ新株を募集せんとする場合[152]」に発行するものと考えられていた。ところが、実際には、会社設立時に特定の株主に便益を図るために優先株式を発行したい会社が存在することや、さらに諸外国では設立時にも優先株式発行が認められていた事情があったことから、本改正により、会社がより柔軟に優先株式を発行できるような体制を整えた。

第二に、会社側のニーズだけでなく、一般投資家のニーズにも応えたという点が本改正

---

150 田中（耕）・前掲注（80）180 頁。

151 上村達男「株主平等原則」竹内昭夫〔編〕『特別講義商法Ⅰ』（有斐閣、1995 年）22 頁。

152 山一證券・前掲注（64）5 頁。

において重要であると思われる。会社の支配権に関心はないが、多くの配当を手にしたいという一般投資家にとっては、無議決権株式は好都合であり、同時に会社にとっても支配権の移動を心配せず、資金調達できるというメリットがある。

このように、無議決権株式は会社と株主双方にとって便益があると考えられるが、株主の議決権制限と併せて考えてみると、制度的にはここで新たな不整合が生じたと見ることもできる。株主の議決権制限は、大株主による議決権行使を抑制し、大株主の横暴を事前規制するのに対し、無議決権株式は、一部の株主の支配権の維持・強化に役立ち、両者は相反する効果を持つのである。「資本団体たる株式会社に於ては他の人格的力を以て多数者の横暴を抑うるに由なきもの」であり、「多数を擁するものは兎角之を濫用して横暴利益を計るに流れ易い」[153]ため、株主の議決権制限は少数の株主に支配権を集中させないようにする矯正手段であるところ、無議決権株式の導入は、ある意味、議決権制限の制度趣旨に反することになる。これを、定款自治という観点から、会社の支配構造の柔軟化への道を拓いたと表現することも可能であるが、これらの制度を両立させ得る解釈を導き出すことができるのか、疑問がないではない。

もっとも、現実には、議決権制限を定款に定める会社は少なかったことがこの頃より指摘され始めていた（次節にて述べる）。株主の議決権制限が商法に導入された背景には、明治初頭に発生した、銀行の大株主の破綻等の不祥事に伴い、当該大株主からの未払いの株金が払い込まれなくなったことで、会社の資金調達が困難になっていたという特殊な事情に関連して、大株主に対する対策が求められていたこと等が挙げられる[154]。こうした状況から導入された株主の議決権制限の持つ意味や趣旨が、徐々に希薄化されてきたにもかかわらず、そのまま商法上の規定として残されたままであったことが、無議決権株式との矛盾として表面化したと見ることができよう。

こうした制度上の不整合の意識もあってか、昭和 25 年商法では、新たに導入された株主の議決権制限が撤廃されるなど、株主の議決権に関しては再び変化し、この昭和 25 年商法により、法律上、1 株 1 議決権の原則が確立したと評価されている[155]。すなわち、日本法を会社設立の準拠法とした会社は、定款によって大株主の議決権制限を行うことが明示的に禁止されたことから、無議決権株式でなければ、所有する株式数に純粋に従って、株主は議決権を行使することができるようになったのである。昭和 25 年の商法改正は、明治 23 年商法制定から現在へと至る日本の株式会社法制の歴史のなかで、本質的な転換点であるとされている[156]。それは、鈴木（竹）が指摘するように、昭和 13 年商法改正が、いわば経済事情の変化や従来の商法上の不備を自覚して、いわば「自然に醸成」されたの

---

153 田中（誠）・前掲注（30）24 頁。

154 鷲見誠良「明治中期＝市場勃興期における株式会社の資金調達（1）ストック分析」経済志林 79 巻 3 号（2012 年）340 頁。

155 加藤・前掲注（22）17-18 頁。

156 倉沢康一郎「昭和二五年商法改正――監査制度を中心として」倉沢康一郎＝奥島孝康〔編〕『昭和商法学史』（日本評論社、1996 年）31 頁、岩崎稜「Ⅱ　商法改正の歴史――昭和二五年改正を中心に」同『戦後日本商法学史所感〔商法学研究・第一巻〕』（新青出版、1996 年）28-29 頁。

に対し、昭和 25 年商法改正は「人為的色彩」が濃厚な法改正であったためである[157]。

さて、本稿の視点からこの昭和 13 年改正商法を見ると、当該改正は 1 つの転換点となったと思われる。すなわち、複数議決権株式ではなく、無議決権株式が採用されたことが極めて重要である。大隅は、株式の優劣を金銭的価値に限定し、株式の優劣の概念から議決権を除外する理由に関しては、商法上明確かつ直接的な規定は存在せず、形式的・政策的な観点から漠然と複数議決権株式の発行を否定する趣旨が垣間見られる程度であることを指摘していた。そうであれば、商法が大株主の専横を予防するために議決権制限規定を設けていることを鑑みれば、複数議決権株式は大株主の専横をむしろ助長するものとして弊害があることも認識しているが、それでも、外国企業による敵対的買収のおそれが存在する場合に複数議決権株式の発行をもってこれに対抗しようという場合も考えられることから、複数議決権株式の発行も考えようによっては認められても良いとして、一部肯定的な見解を述べていた。換言すれば、大隅は「敵対的買収防衛策」としての複数議決権株式の有効性を主張していたのであって、株式の優劣を限定的に考えるのではなく、外国資本の流入に対する防衛策として複数議決権株式を利用する価値が存在することを、早くもこの時点で提言していたのであった。松本も、優先株主の有する優先権の中に議決権も含まれるか否かという点につき、大いに議論があるものの、極限して解釈する必要性は乏しく、立法の際に再考する余地があると主張していた。

しかも、松本は、株主平等原則否定論を主張し、定款自治を強調していた点で、理論的に重要な見解を提示していたのである（詳しくは、第二節三. （五）2 を参照）。両者に共通している点は、ドイツをはじめとする諸外国の立法状況に鑑みて、株主の議決権の優劣に関して幅広い態様を認める余地が存在することを主張していた点にある。彼らは、複数議決権株式の発行は絶対的に認めてはならないというのではなく、場合によっては、そうした特殊な株式を発行することにメリットを見いだせるとしていた。

また、増地が指摘するように、ドイツにおける複数議決権株式の発行目的は外国資本による敵対的買収防衛策に限らず、「内国危険」に対する防衛策としての目的もあったという指摘も興味深い。すなわち、「株式が過度の投機取引の目的物となり、経営経済の健全なる発展を阻害するような状態にある場合に、経営経済を投機者の手から解放して、これを保護せんとする為めに、議決特権株の必要がある[158]」と指摘していたことは注目に値する。実際、大正から昭和にかけて、株式投資が盛んに行われていたのであり、敵対的買収劇も、グリーンメールめいた工作活動もなされていたようである。こうした状況を勘案すれば、他に敵対的買収防衛策に対する手立てが特段存在しないなかで、創業者や経営者らが自らの会社支配権を維持するために、複数議決権株式の発行許可を求めていてもおかしくはなかったと思われる。

では、何故昭和 13 年改正商法では、複数議決権株式ではなく、無議決権株式が採用されたのであろうか。それは単に、中西の研究の通り、複数議決権株式の需要が希薄であったという事情や[159]、議決権の行使に関心のない一般投資家が存在することを念頭に置き、

---

157 鈴木竹雄「株式會社法改正の法理」私法 3 号（1950 年）30-31 頁。
158 増地・前掲注（113）205-206 頁。
159 中西・前掲注（75）79 頁。

かつ支配権を維持したい創業者・経営者からすれば、無議決権株式であれば個々の株主の議決権に苦慮することはないということ、さらには、田中（耕）や松本が主張するように、外国人に議決権を付与することに抵抗があり、「外国人が僅かばかりの資本で以て……企業の実権を握ってしまうというような虞」を敏感に感じとっていたという点にあるのではないか[160]。つまり、昭和 13 年改正商法の意義について、とくに複数議決権株式の観点から言えば、この当時は複数議決権株式を認める土壌は確かに存在していたものの、大株主の議決権制限との折り合いや、需要という観点から、複数議決権株式を肯定するだけの積極的なニーズがなかったということになる。逆に言えば、会社の創業者や経営者、経済界・実務界からのニーズが高まっていれば、複数議決権株式が認められた可能性は十分に考えられたのであり、積極的に複数議決権株式を認めないというよりも、「複数議決権株式を希求する事情が乏しかっただけ」であったと言えるのではなかろうか。

この点、河村は、ドイツにおいて複数議決権株式が認められている点について、「議決権株は本来外資の圧倒より独逸人の経済生活を救い殊にその重要産業の経営権を自己の手に収めんとする喫緊の必要に基くものでかくの如き国家的重要性の前には多少の弊害はまた止むを得ないのみならず更に此制度は国内資本家の不当なる侵略に対し企業自体を守護するに役立つ。しこうして議決権株の作用に依り企業家的地位（Unternehmertum）の安定を来す結果は企業自体の利益を顧みざる一般株主の欲望を抑え企業の維持、発展を阻害せざる程度の堅実なる配当政策を行わしむる等の利益がある」とし、「株式会社の制度は必しも資本専制の是認ではな」く、「手腕人格のある理事者に力を与うることは株式会社法の精神に反することなし」と説明している[161]。このように、河村はドイツにおいて複数議決権株式の発行が認められている理由について解説しているが、当時の商法上、優先株式は実質上財産的利益に限るとの解釈は揺るがないものとして、日本では複数議決権株式の発行は許容されないとの立場にあった[162]。つまり、優先株式の優先性をどの程度まで柔軟に解釈できるかという点について、当時の学識者の通説は財産的利益に限定されるとし、複数議決権株式は認められないということであった。その結果、大隅の主張するような「その時代の経済的社会的需要を考慮して希求せられたる目的への道を拓」こうとするような、株主の議決権の多様化の道はこの時点で一旦閉ざされたのであり、本改正を以て、株主の議決権の多様化を目指す方向性は一旦後退することとなったと思われる。そして、これにより、株主の議決権制限と無議決権株式とを認めつつ、複数議決権株式を認めないとするある種の不整合が、生まれることになった。それゆえ、本改正は、全体として、株主の議決権を柔軟に解釈することに対する消極的なニュアンスの強い改正であったと思われる。

---

160 田中（耕）・前掲注（80）179 頁。

161 河村・前掲注（74）132 頁。他方で、実際に外国資本による敵対的買収の危険が存在したかどうかについては見解が分かれているとし、「後になって当時の事情を調査すると、真に右のような原因のあったものもあるが、また必ずしも危険の存在を推定し得ないものもある」という。増地・前掲注（113）205 頁。

162 同上 133 頁。また、寺尾はドイツで発行されていた複数議決権株式について、第一次世界大戦後の外国資本による敵対的買収から、会社を防衛するために発行されたという意味で、「時代の一産物」であると表現している。寺尾元彦『株券法論　上巻』（巌松堂、1938 年）121-122 頁。

（二）昭和 25 年改正商法における株主の議決権

1　昭和 25 年改正商法における議決権制限規定の削除

これまで見てきたように、従来の商法においては、大株主の議決権を制限することや、株式を一定期間保有することを議決権行使の条件として、中小株主に対しても、議決権制限を課すことが合法的に認められていた。しかし、昭和 25 年改正商法 241 条 1 項では「各株主は一株に付一個の議決権を有す」と規定された。これを見ると分かるように、それまでの商法上に定められていた一切の議決権制限が排除されている。改正前商法の議決権制限を再度確認すると、次の 2 種類である。①定款を以て 11 株以上を有する株主の議決権を制限すること、および②株式の譲受を株主名簿に記載した後、6 ヶ月を超えない株主の議決権を制限することであった。②の議決権制限が最初に商法上に現れたのは昭和 13 年商法改正と、まだ日が浅いが、①の保有株式数に基づく議決権制限は明治 23 年商法制定時から存在しており、それが施行された明治 26 年から換算すれば、56 年間も維持されてきた。これらが一転して全面禁止になったことは注目に値すると言えよう。そこで、定款による議決権制限が認められなくなった理由およびその背景について考察することとする。

まず、保有株式数に基づく株主の議決権制限については、次のような指摘がある。大正 10 年の『商法正解　会社実務法典』にて、梶は、大株主の議決権制限は妥当ではあるものの、「然し実際に於てはかかる規定を定款に置くもの少なきが如し[163]」と指摘し、当時既に定款で議決権制限を課す会社は少なかったことを述べている。また、河村も、「大株主の議決権の制限に関するこの規定に準拠して定款にその定めを為したるものは殆ど皆無に近い状態である。大株主は会社企業に対する大出資者として会社の経営に対し殊に密接なる利害関係を有する。この意味に於ては会社自体の利害は即ちそのまま大株主の利害となる場合多かるべく、従って会社企業の健全なる発達の為めにはこれら大株主の関心と努力とは一時的又は投機的小株主のそれに比し、遥に重大なる意義を有するのである。従って、商法第百六十二条但書の規定が経済界の実際に於て法の理念に沿うて運用せらるべきことは遂に期待し得ざるにあらざるかと考えらるる。およそ株式会社に於て大株主の行動の結果、小株主が損害を受くることありとするも、それが法規に違反し、又は株主平等の原則、信義誠実、又は善良の風俗等、株式会社法上認めらるる所の一般原則に反せざる限り、多数決団体たる本質上止むを得ないところである。従来の法は民主的思想の影響により、多数決支配に対し、必要以上に小株主の保護を強調し努力し来った観がある……商法第百六十二条但書の規定の価値の減少を認めざるを得ない[164]」と述べている。

河村は大株主の議決権を制限する内容の定款を持つ会社は殆ど皆無に近いことを述べた上で、大株主こそが経営に大きな関心を有しており、投機的な意味合いで株式を保有する少数株主よりも、会社の健全なる発達においては、大株主の方が重要な存在であることを指摘している。その意味で、大株主の議決権制限を認める商法 162 条ただし書の存在価値は希薄化していると主張したのである。他の論者も、大株主の議決権制限を設ける会社に

---

163 梶康郎『商法正解　会社法実務法典』（大日本教育書院、1921 年）524-525 頁。
164 河村・前掲注（74）125-126 頁。

ついては「実際上これはかつては相当に行われたが、近時は特殊銀行の外殆ど行われない」としており[165]、この当時既に大株主の議決権を制限しようとする会社は極めて少なかったことが理解される[166]。こうした実情について、高山は「……多数の株式を引受くる者は多数の議決権を有して会社を左右しようと思わないものは無いから、自ら進んでこの如き制限を定款に設けるものはなく、後日この如き規定を新設しようとすれば多数の株式を有する者は必ずや反対するであろう。且つたとえ定款にこの如き規定を置いても多数の株式を有する者はその株式を多数人に分割して他人名義の下に専横を行い得るからである。尤も虚偽の意思表示は無効であるから、虚偽の行為なることを証明し得れば、他人名義に依る議決権の行使を排斥し得るけれども、この如きは実際上不可能である[167]」と説明している。

このように、大株主の議決権制限は、実際に定款に定める会社が特殊銀行を除いて少なく、制限を免れる方法も存在したことから、実質上意義が失われていたことが理解されよう。こうした状況を勘案して、法律案では大株主の議決権制限規定を排除するという結果に導かれたのは当然である。吉田は、株主総会には会社事業の基本的事項や重要事項について決定する役割があることから、「総会及び決議が公正且つ株主の利益が充分反映するよう運営され議決権が尊重されることは株主の権利と利益を保護する所以である」として、本条にかかる法律案である商法改正要綱十三[168]を正当であると評価した[169]。

一方、昭和 13 年商法改正に積極的に尽力した松本烝治は、議決権制限を課す規定の削除について、敢えて削るのではなく定款の定めに任せておいて良いのではないかと主張していた。実際において、定款にて議決権制限を定める会社は少ないことに言及しつつも、株主が株式を取得してからすぐに議決権を行使できないと定める会社は相当数存在するように思われるとし、「会社争奪戦のために総会直前にその株式をたくさん取得して出て来るというようなことを防ぐために必要」であるため、要綱で議決権制限を一律禁止とすることは「行過ぎ」で「こんな干渉をしなくてもよいのではないか」と指摘している[170]。

こうした反論も見られたものの、結果として、昭和 25 年商法 241 条は過去の議決権制限を全て廃止することにより、1 株 1 議決権の原則を確立させた。換言すれば、商法 241 条により株式会社における資本多数決の原則が確立されたのである。

このような改正に至った理由について、これまでの議論を振り返りつつまとめてみよう。第一に、実際問題として、定款にて議決権制限を課したり、一定期間株式を保有していなければ議決権を行使できないものとする規定を設けていたりする会社が稀であったということが挙げられる。この背景には、株式所有の分散化により、大株主の存在それ自体が減

---

165 田中誠二『改正会社法提要』（有斐閣、1943 年）221 頁。

166 矢澤惇「株主の地位の強化」『株式会社法改正の諸問題』（法曹会、1949 年）109 頁、鈴木竹雄＝石井照久『改正株式會社法解説』（日本評論社、1950 年）121 頁、大隅健一郎＝大森忠夫『逐條改正會社法解説』（有斐閣、1951 年）213 頁。

167 高山藤次郎『會社定款論』（巌松堂、1939 年）319 頁。

168 この要綱は54項目からなり、要綱十三には「定款による議決権の制限を認めないこと」とされていた。要綱の全文は中東正文「昭和二五年商法改正――GHQ 文書から見た成立経緯の考察（2）」中京法學 31 巻 1 号（1996 年）164-170 頁を参照のこと。

169 吉田昂「商法の一部を改正する法律案要綱について」經營評論 4 巻 9 号（1949 年）43 頁。

170 松本烝治「会社法改正要綱批判」法律時報 22 巻 3 号（1950 年）9 頁。

少したことや、所有と経営の分離が進んだこと、また大株主の専横が減少したことなどが考えられるが、具体的に立証することは困難である（この点、次に述べる無議決権株式の導入は、会社の所有と支配との分離を促進させるものであり、無議決権株式の導入だけを見れば、株主層の分離を正面から肯定したと言えるであろう[171]）。考えられる理由としては、他にも一般投資家たちは配当金の獲得という目先の利益追求が主眼であり、会社の将来・方向性を真に思考しているのは大株主であるとも考えられるようになったため、彼らの議決権を制限することは不当に足かせを繋ぐようなものであると、発想の転換があったとも考えられるであろう。

しかし、一律に株主の議決権制限を禁止することは果たして妥当であったのであろうか。松本のように議決権制限を課す規定の削除について、敢えて削るのではなく定款の定めに任せておいて良いのでないかとの批判は注目に値する。大株主の議決権制限規定が、明治26年の商法施行から50年以上を経過して、実務上、必要とされなくなったということが廃止に至った理由の1つだと言える[172]としても、議決権制限規定を一律に禁止することは、株主の議決権配分をどのように行うべきか、会社が主体的に検討する機会を剥奪したとも考えられるので、1株1議決権からの乖離の選択肢を少なくしたものと位置付けることができる。松本が指摘するように、敢えて議決権制限規定を削除するのではなく、定款の定めに委ねても良いのではないかという主張は[173]、意義のある見解であると思われる。

続いて、大株主の議決権制限規定を削除した第二の理由としては、株式会社のような物的会社では、株主がその持株数に応じて議決権を保有することが経済的にみて当然であり、議決権に制限を課すことは不自然なことであることが指摘される[174]。（少数）株主保護の立場からすれば、大株主の議決権を制限することにも理由がないわけではないが、大株主の議決権を制限することは、多くの資金を有する者の投資欲が希薄化したり、または株式の流通自体が阻害されたりする可能性も存在する[175]。元々、大株主の専横や会社荒らしのような行為を防止する手段として設けられた議決権制限は、その他の手段で代替することは可能である。本改正では、新たに累積投票制度（256条の3および4）、取締役の解任の訴え（257条3項）、株主の差止請求権（272条）、株式買取請求権（245条の2）などの制度が設けられたことから、議決権制限を撤廃しても、上記の好ましくない行為を防止でき、少数株主の利益保護にも資すると評価された[176]。

また、観点を変えれば、大株主に議決権制限が課せられていたことは、「大株主」という株主の地位・権利が抑制されていたとも表現することができ、昭和25年商法改正の趣旨の1つに株主の地位・権利の強化があることから、少数株主の権利は別の手段により保護しつつ、株主の議決権は等しく保護しようとの意向が本条の修正に現れていると考えることができるであろう。確かに、こうした見解、とりわけ大株主の議決権制限規定を排除することは、大株主の地位・権利を1株1議決権に沿って、持株数に従った取り扱いを行

171 加藤・前掲注（22）20頁。
172 同上17頁。
173 松本・前掲注（170）9頁。
174 鈴木（竹）＝石井・前掲注（166）121頁、大隅＝大森・前掲注（166）213頁。
175 鈴木（竹）＝石井・前掲注（166）121頁。
176 同上。

うという意味では、大株主の地位・権利が是正されたと捉えることもできる。しかし、注意すべきは、本改正は大株主が 1 株 1 議決権に則った取り扱いを求めており、それに応じる形で議決権制限規定を削除したというわけでは必ずしもないという点である。少なくとも、大株主自らが取り扱いの是正を求めていたとする証言や物的証拠は見受けられなかった。

最後に、以上の議論を補完する意味で、外資導入の促進という観点から、株主の議決権の強化が図られたのではないかという見解について述べる。戦後の外資導入は、日本経済の起死回生策として期待されたといわれ[177]、日本は積極的に外資導入を求めていた[178]。当初は、日本経済が安定していなかったので、外資導入が進まなかったが、昭和 24 年に外為法が制定されると、徐々に外資が漸増していったとされる[179]。通商産業省および大蔵省の調査によれば、昭和 25 年における外資導入状況は 315 万ドルであったのに対し、昭和 28 年には 5,492 万 6 千ドルとおよそ 17 倍にも増加した[180]。

その後、年度によって変動を繰り返すものの、昭和 38 年には 8 億 8,400 万ドルに達し、昭和 25 年の外資導入状況に比べると、およそ 280 倍にまで増加した[181]。こうしたなか、株式取得を通じた外資の流入についてみると、昭和 26 年までは株式取得による外資導入が主流であり、同年における貸付金投資が 402 万ドルであったのに対し、株式取得は 1,332 万ドルに達し、昭和 25 年の株式投資 315 万ドルから昭和 26 年は 4 倍近くに増加したということである[182]。こうした株式取得の目的は主に「経営参加」にあったとされる[183]。その態様は、合併会社や子会社などの新会社の設立の形態を採るものや、増資新株や旧株の取得により既存会社への経営参加の形態を採るもの、あるいは技術援助などとともに行われるものと多岐に及んでいたとされる[184]。

こうした背景には、敗戦からいち早く復興し、経済発展を遂げたいという日本側の意思があり、他方で外資側としては、日本では新規技術であっても、外資側にとっては中古技術とされるものを高いロイヤリティで日本に売り付けることが可能であり、非常に魅力的な収益機会であったと考えられる[185]。ところが、昭和 27 年になると株式取得が 1,012 万ドルに対し、貸付金投資は 3,445 万ドルと逆転し、その後、次第に外資導入は株式取得から貸付金投資へと変わっていった。

こうしてみると、昭和 25 年の商法改正により、株主の議決権制限を撤廃し、1 株 1 議決権原則を確立させたことが、外資による日本投資を容易にさせる下地になったということは言えるだろう。外資導入は商法というよりも、むしろ外資導入を規制する外為法の方がはるかに影響力を有していることは確かである[186]。しかし、NYSE が 1940 年に 1 株 1 議

177 相原三郎「外資導入の現状について」財政経済弘報 345 号（1952 年）1 頁。
178 三枝一雄「昭和二五年商法改正の歴史的意義」法律論叢 46 巻 1 号（1973 年）134 頁。
179 同上。
180 大蔵省財政史室〔編〕『昭和財政史（19）統計』（東洋経済新報社、1999 年）560 頁。
181 同上。
182 同上。
183 三枝・前掲注（178）134 頁。
184 同上 135 頁。
185 同上。
186 同上 137 頁。

決権の遵守を呼び掛け、厳格なコーポレート・ガバナンスに関する上場基準を設定したように、米国における株主の議決権に対する価値観と、日本におけるそれとが近似したことは、少なくとも、投下資本の安全性を保障する有力な根拠となったはずである[187]。それゆえ、商法においても、外資導入の妨げになると考えられる株主の議決権制限を撤廃する方が、経済復興にとって有益であるとの考えがあったと推測することも可能であると思われるため、昭和 25 年商法改正も外為法と並んで諸外国、とりわけ米国の投資を惹きつける意味合いが含まれていたと評価することもできるだろう。

昭和 25 年商法改正により、株主の議決権を含む、株主の権利・地位の強化が図られたのは、財閥解体による少数株主の増加が予想されたという点も看過することはできない。GHQ は①従来の株金分割払込制度により財閥は比較的少額の投資で会社支配が可能であり、②小株主の利益保護と会社経営者の恣意的力の制限が必要であるとして財閥を批判していた[188]。これに対応する形で、日本政府は国会に商法改正案を提出したが、その改正趣旨のなかで、兼子政府委員は、「……株金はこれを分割して会社の設立又は資本増加の際に、第一回払込としてその四分の一以上を払い込むをもって足りるものとし、残額は会社の設立した後、または資本増加の効力を生じた後、必要に応じて払い込ませることができるものとする制度」であるが、株金分割払込制度は未払株金の払込遅滞[189]より生じる手続上の煩雑さや恐慌・会社破産の場合における株金の徴収不能から、むしろ多大の損害を生む制度であって、問題があると指摘した[190]。ただし、現実には株金分割払込制度を利用する会社は少なく、主要な会社は株金全額払込としていることから、当該制度を廃止してもさしたる影響はないとして、この点は GHQ の主張とは異なるのであるが、当該制度を廃止することで「如上の弊害を一掃し、会社の資本計算を簡易ならしめ、会社の信用を高め、外資導入の一助たらしめたい」と説明した[191]。

結局、株金分割払込制度の廃止等を含めた施策を通じて財閥解体を進め、財閥の持株の公開、株式の分散化を行うと、一般株主が増加し、そうした一般株主の権利・地位の強化が必要ということになるが[192]、上述の国会答弁にあるように「外資導入の一助」という観点からも株主の議決権制限を再考する必要があるとの事情が存在したことが分かる。

このような状況から考えて、この昭和 25 年商法改正は株主の議決権制限が撤廃された

---

187 同上。

188 高倉史人「昭和 25 年（1950）商法改正の意義と位置づけに関する一考察：株主の権利・地位の強化を中心に」国際公共政策研究 6 巻 1 号（2001 年）86 頁。

189 なお、昭和 2 年の株主総会決議無効確認請求の判例において、株主が株金払込を滞納した場合に議決権行使を制限する内容の規定を定款に設ける場合の効力について争われた際、浦和地方裁判所は「株主が自己の義務に関する株金の払込を為さずして単に議決の権利のみを行使せんとするは不当なること勿論なれば定款に於て株主は株金払込義務の履行を為す迄は議決権を行使得ざる旨規定するも全然議決権の行使を妨ぐるものに非ずして株主としての当然の義務の履行を以て議決権行使の条件と為すものに外ならざれば斯の如き定款の規定は適法なり」と判示した。昭和 2 年 8 月 6 日民判決新聞 2825 号 16 頁、大阪株式取引所〔編〕『株式に関する判例集　上』（大阪株式取引所、1933 年）484 頁。

190 「第二回国会衆議院司法委員会議録　第四十八号　昭和二十三年七月二日」8 頁。

191 同上。

192 高倉・前掲注（188）86 頁。

のは会社側の意向というよりも、現実的にみて株主の議決権制限が実情に沿ってなかったということや、株主の権利を重視し、より積極的な株式投資を促進する必要性、そして戦後復興を背景とした外資導入という事情によりなされた法改正であったと評価できるだろう。このように解釈すれば、昭和 25 年改正商法をもって 1 株 1 議決権原則に収斂したことは、政策的な要請に基づくものであるとも言えるかもしれない。

2　昭和 25 年商法における無議決権株式

次に、昭和 25 年商法における無議決権株式の内容について確認する。昭和 25 年商法 242 条の規定は以下の通りである。「会社が数種の株式を発行する場合に於ては定款を以て利益の配当に関し優先的内容を有する種類の株式に付株主に議決権なきものとすることを得。但しその株主は定款に定むる優先的配当を受けざる旨の決議ありたる時よりその優先的配当を受くる旨の決議ある時迄は議決権を有す。二項　前項の株式の総数は発行済株式の総数の四分の一を超ゆることを得ず」。このように、昭和 25 年商法改正により、無議決権株式は第一に議決権の剥奪を配当優先株式に限定したこと、第二に所定の優先配当がなされない時はその議決権が復活するものとしたこと、第三に無議決権株式の発行に関して、その発行総数が発行済株式総数の 4 分の 1 を超えてはならないとしたこと、第四には定款によっても無議決権株式から議決権以外の共益権を剥奪することは認められないことが定められた。これら 4 つの改正点について、以下検討を行う。

まず、第一の点について、従来の無議決権株式は一見すると普通株式・劣後株式についても無議決権とすることができるようにも解釈し得た[193]。旧商法 242 条では、「会社が数種の株式を発行する場合に於ては、定款を以てその或種類の株式に付株主に議決権なきものとすることを得」とされていたが、同 222 条 1 項の優先株式に関する規定における「会社が数種の株式を発行する場合に於ては、利益若は利息の配当又は残余財産の分配に付株式の種類に従い格別の定を為したる株式」との関連で不明瞭な点が残っていた。同 222 条における利益・利息などの格別の（優先的な）定めを設定した株式についてのみ無議決権とすることができるのか、それとも優先株式・劣後株式・普通株式と数種の株式を発行しているのであれば、いかなる株式についても、無議決権とすることができるのか明らかではなかった。

学者からの批判としては「『数種の株式』と言う以上はその株式が性質的に特殊性があることを予想しているのであり、単に偶然異った取扱を受けたからといってこれを数種の株式と称するを得ないであろう。……二四二条も同じく『数種の株式を発行する場合に於ては定款を以てその或種類の株式に付株主に議決権なきものとすることを得』としている。右の解釈と同一論法を以てすれば利益利息の配当残余財産の分配等について何等特別（有利）な取扱を受くることなく、しかも議決権のない株式を認めるということになるが果してそうであろうか[194]」といった意見が寄せられていた。こうした批判を受けてか、同条の

---

193 鈴木（竹）＝石井・前掲注（166）122 頁。

194 烏賀陽然良ほか「商法改正法案を評す（十一）」法學論叢 35 巻 6 号（1936 年）1403 頁。

改正にあたっては、普通株式や劣後株式の議決権を剥奪できないように、配当において優先性を有する株式についてのみ、無議決権とする旨が定められた。確かに、無議決権株式は会社の所有と経営の分離において、会社の経営には何ら関心のない一般投資家らは、専ら投資に対する収益の確保を求めていたのであり、会社にとっても、支配権の稀薄化の懸念が少ない資金調達ができる株式であるため、一方で議決権という株主権の根幹にある権利を与えないまま、他方で財産的権利につき、何の優先性を与えないとすることは制度趣旨に沿わないだけでなく、株主保護の見地からも望ましいことではないと指摘された[195]。このことから、本改正によって、議決権の喪失と配当の優先性は1つのセットとなり、議決権がないことは配当優先株式に付加される属性ということになった[196]。なお、このセットは平成13年商法改正まで維持されることになるが、その点については後述する。

昭和25年商法242条では配当につき優先性を有する株式について、無議決権株式とすることができると規定されていることから、例えば配当優先性に加えて、残余財産の分配について優先的地位が認められている株式など、その他の優先性が付与されている株式についても無議決権株式とすることができる[197]。これに対し、単に残余財産の分配についてのみ優先性が付与されている株式について無議決権株式とすることはできないことは条文を見ても明らかである。また、一定額または一定率の優先配当の支払いを受けるのみで、残余財産の分配に与ることができない株式、いわゆる非参加的優先株式のように、一定率までの利益配当については優先するが、それ以上利益があってもその配当に与ることができない株式は、配当に与ることができない点では劣後的であるものの、投資回収の確実性が普通株式よりも保障されている以上、優先株式であることには変わりはなく、従って、非参加的優先株式も本条における「利益の配当に関し優先的内容を有する種類の株式」に該当するものとされる[198]。

第二の改正点として、本条1項ただし書により、無議決権株式の株主は所定の優先的配当を受けない旨の決議があった時点から再び優先的配当を受ける旨の決議がなされる時点まで議決権を有するものと定められた。改正前商法では、無議決権株式は完全に議決権のない株式であったが、改正により昭和25年商法では無議決権株式を条件付き議決権株式として、原則無議決権であるが、優先的配当がなされない間は議決権があるものとして扱われることになった。これは上述のように、議決権が付与されていない代償として配当の優先性が存在するという、政策的判断の1つとして妥当とも考えられるが、資金調達のアレンジメントが固定化されたという意味では消極的な改正であると言えよう。

続いて第三の改正点であるが、改正前商法では無議決権株式の「発行金額」は「資本」の4分の1を超えてはならないとされていたが、本改正では、無議決権株式の発行「総数」は「発行済株式の総数」の4分の1を超えてはならないと改められた。発行数に対する制限という趣旨は改正前商法と同じである。無議決権株式を無制限に発行できれば、少額資

195 大隅＝大森・前掲注（166）214-215頁。
196 高岡義幸「種類株式から見た株式会社の設計思想――コーポレート・ガバナンス体制の変化――」広島経済大学経済研究論集32巻1号（2009年）31頁、山下・前掲注（125）82頁（山下友信執筆）。
197 菱田・前掲注（124）161頁。
198 鈴木（竹）＝石井・前掲注（166）122頁。

本による会社支配の弊害が生じ、少数の議決権のある株式を保有する株主が多数の無議決権株主のリスク負担で会社経営を行い、不当な利益を得る恐れがあるため、商法上の制限を設けているということである。本件商法改正に当っては、新たに授権資本制度および無額面株式制度が導入されたため、それに応じて表現が変更されただけである[199]。

最後の改正点は共益権に関する取扱いである。改正前商法では、無議決権株式の株主も議決権以外の共益権（発起人に対する訴えや少数株主による訴えの提起の請求など）は原則として保有するとしつつも、会社の定款によってそれらの権利を剥奪することが可能であった。しかし、本条の改正により、株主保護の見地からこれらの規定は削除されたため、無議決権株式の株主も、議決権以外の共益権が剥奪されることはなくなった。ただし、共益権のなかでも、性質上、株主の議決権を前提とする共益権については、これを有しないものと解釈しなければならない[200]。

3　小括

昭和 25 年商法改正は株主の議決権に関する大きな転換点であると言える。とりわけ、（無議決権株式を除き）従前の商法で認められてきた株主の議決権制限が一律禁止され、法律上、1 株 1 議決権の原則が確立した点が最も重要である[201]。本改正を以て、日本法を設立時の準拠法とする会社は、定款によって株主の議決権数を制限することは許されず、純粋に、株主は多くの株式を所有すればするほど、比例的に多くの議決権を行使することができるようになった。1 株 1 議決権の原則はこの改正をもって明文で規定された強行規定となったと言うことができる。

ここで注意しなければならないことは、1 株 1 議決権の原則への収斂は、立法によらずに自然と 1 株 1 議決権原則に従った議決権配分が支配的となっていったことである。株式保有期間に基づく議決権行使制限の廃止については、昭和 25 年商法改正の主眼であった株主の地位・権利の強化の一環として、その趣旨を徹底させる意図に基づいていたことから自然的な排除ではないものの、少なくとも、大株主の議決権行使制限に関しては、定款にそのような規定を設ける会社が少なくなっており、商法上に規定を留めておく意義が減少したことは確かであった。その背景には、会社の経営能力・方向性について知見を有しているのは、少数株主ではなく大株主の方にあったことも指摘されている。明治期から徐々に始まっていった 1 株 1 議決権の原則への収斂傾向は、明示的に議決権行使制限規定を排除することにより 1 つの区切りを迎えたと言えよう。ただし、株主の権利に関しては、太平洋戦争による敗戦という歴史的転換点において、日本が戦後復興を遂げる上で、とりわけ米国を中心とする外資導入を積極的に行うという観点から、日本の株主の議決権を米国のそれと足並みを揃え、株式取得を通じた外資導入を図ろうという思惑も介在していたと考えられ得る点も念頭に置く必要がある。

次に、無議決権株式について多くの変更点があった点が特筆される。無議決権株式は昭

---

199 同上 125 頁、大隅＝大森・前掲注（166）216 頁。
200 鈴木（竹）＝石井・前掲注（166）124 頁。
201 加藤・前掲注（22）17 頁。

和 25 年商法改正により、上に挙げたように主に 4 つの点について内容が変更された。とりわけ重要なのは、配当優先性を有する株式についてのみ、無議決権株式とすることができるという条件が課せられたこと、またこれに付随して、優先的配当を受けない場合にはその期間、議決権を行使することができるように無議決権株式の内容が見直されたという点であろう。繰り返し述べてきたように、無議決権株式は議決権への影響なしに資金調達を行いたいという経営者側の要望と、議決権行使や経営に関心のない一般投資家の実情を勘案して、双方に便宜を図るために導入された株式と考えられる。

しかし、実際に蓋を開けてみれば、無議決権株式を発行する会社の例は極めて少なく、経済界の要望という表現がこれまでの検討において度々現れたが、実際にはそれ程利用されることはなかった。例えば、戦後 10 年程度経過した時点における利益配当に関する優先株式の発行事例を挙げてみると、大阪港振興、日本製網などであり、そのなかでも無議決権株式を発行した会社はごく僅かであった。例えば、日東商船は昭和 26 年 11 月に発行しており、商法改正の僅か 1 年後と迅速な対応であった。この時、日東商船が発行した 230 万株の無議決権優先株式は株主に無償で交付されたが、期限付き優先株式という形態を採っており、昭和 28 年 9 月末日の決算終了後に通常の普通株式へと転換された[202]。発行事例そのものが大変少なかった無議決権優先株式であるが、戦前・戦時中に発行された優先株式の大部分は戦時中に優先権が消滅して普通株式になり、戦前発行された大企業の優先株式のなかで、戦後も残存していた北海道炭礦汽船の優先株式も昭和 23 年 5 月の株主総会決議により普通株式となった。

このように、我が国では優先株式が発行されるケースが少ない理由の 1 つとして、菱田は、過去の事例の殆どが社債または借入金の振り替えなど債務整理の手段として発行されたことから、一般の投資家にとって優先株式が発行されるということは、その会社の経営が不振であるとの懸念を抱かせることに繋がっていたため、一般投資家は積極的に優先株式を取得しようとは思わなかったと指摘している[203]。また、東京証券取引所証券政策委員会の報告書によれば、戦後日本で優先株式が普及しなかった理由として、5 つの理由があるとしている。第一に、日本の会社金融の構造的特質がある。本来、証券によって調達されるべき長期資金でさえも、借入金の形で調達されてきた歴史から、会社は証券形態による資金調達多様化の必要性が弱く、優先株式という手段についてあまり考慮されてこなかったことが最初に挙げられている。第二に、個人投資家の資産水準の低さがある。長期的な視座に基づき、株式投資を行おうとする投資家層が薄く、長期的に安定した配当金を得られ、かつ価格も安定している優先株式に対する関心の低さが優先株式の普及の妨げとなっていたのである。第三に、配当率の平準化という要素である。会社の配当政策は利益の大小にかかわらず、額面に対する配当率をできる限り平準化しようとする傾向が強かったことが指摘されており、普通株式自体が配当額の固定的な優先株式と同様の性質を既に有していたため、敢えて優先株式を発行する必要性が乏しかったとする。第四には、先に挙げたように、優先株式に対して、会社・投資家双方があまり良い印象を持っていなかったという背景がある。そして第五の理由としては、優先株式を発行した後に普通株式につい

[202] 菱田・前掲注（124）161 頁。
[203] 同上 162 頁。

て有償増資や無償交付、株式配当などを行う場合に、優先株主の権利をどのように調整するか、また種類株主総会の運営はどのように行うべきか、手続の煩雑さや実務的な難点が存在することから、優先株式の発行に対して、会社はそれほど関心を有していなかったとされる[204]。

また、これらの理由のほかに、定款上の記載義務が優先株式発行の妨げになっていたと指摘されている。すなわち、商法 222 条にて、優先株式の発行には定款でもって優先株式数のほかにその内容、とくに優先配当金額を定めなければならないと規定されていた。そのため、発行の度に優先配当額を幾らとするか、そうした優先株式を何株発行するかなどを定款に定める必要があり、結果、優先株式発行時の経済事情や会社自体の経営状態などに応じた臨機応変な株式発行ができず、優先株式の機動的発行の支障になっているとの批判があった[205]。これに加え、日本人的な感覚として他の会社で発行しないものを自社で発行することはないという、横並び意識が強かったこともその理由だとする見解もある[206]。このように、学識者によって様々な考察がなされているが、日本における優先株式発行は、会社・投資家・市場環境のそれぞれに繋がれていた足かせにより、資金調達手段としての魅力に欠けるので利用されなかったと結論付けることができると思われる。

さて、以上が昭和 25 年改正商法の内容であるが、本稿の視点において重要であるのは、無議決権株式が配当優先株式に限定されたという点である。加藤は、無議決権株式の導入は株式会社の支配権を柔軟に配分することを可能とし、経済社会全体の利益の点からは大きな意味を持つと指摘している[207]。しかし、株式会社の支配権の柔軟な配分という見地からすれば、1 株 1 議決権の原則化と、無議決権株式は配当優先株式でなければならないとする限定化は、むしろ、支配権の配分を固定化したという意味で、正反対の結果をもたらしたと思われる。すなわち、株主の議決権に関するアレンジメントが固定化されたことにより、会社の支配権の配分や資金調達手段が制限され、会社運営はより不自由な環境の下で行わざるを得なくなったと言えるのではないか。

まず、1 株 1 議決権への収斂について言えば、確かに株主権の強化や大株主の議決権制限規定を設ける会社の減少という点からすれば、1 株 1 議決権を原則化することにもメリットがあると言える。しかし、それは個々の会社が主体的に判断すれば良いのであり、商法上、強行法規として議決権のアレンジメントを極端に制約するのは、公開会社や大企業だけでなく、この当時既に多数存在していた中小企業の運営という点からしても、定款自治の面で不都合だったのではないかとも思われる。昭和 25 年改正でも株式会社に最低資本金制度が導入されず、結果的に多数の中小規模の株式会社が存在し続けたことからも、このように評価することが可能であろう。

また、無議決権株式を無議決権優先株式に限定するという点については、議決権の代償として利益配当に関する優先性を必要とした点は無議決権優先株主の保護になるから一定

---

204 東京証券取引所証券政策委員会「証券発行の多様化について」証券 28 巻 324 号（1976 年）50 頁。

205 江川孝雄「商法等の平成二年改正について（一）――本改正の意義と問題点――」山梨学院大学法学論集 18 号（1990 年）49-50 頁。

206 同上 49 頁。

207 加藤・前掲注（22）22 頁。

の意義はあるが、利益配当優先権は単に劣後する株主よりも優先的に配当を受けられるというに過ぎず、そもそも適切な代償の程度というものを一義的に設定することは困難である[208]。無議決権株式について、会社がどのような株式を発行するのか、そして一般投資家はどのような株式を購入するのかは、その当事者が主体的に判断すれば良いのであって（もちろん、投資家保護の見地から、無制約な株式の流通は規制されなければならないとしても）、最初から柔軟なアレンジメントを行う機会を剥奪することは、株式市場の活性化を阻害することにもなりかねないのではなかろうか。

昭和 25 年改正商法では、株主の共益権の拡充・強化を図ったものとして、取締役選任についての累積投票制度（256 条の 3、同条の 4）の創設や株主の監督是正権強化のための役員の責任追及についての代表訴訟提起権（267 条、268 条の 3）、取締役の違法行為差止請求権（272 条）、会社の会計帳簿閲覧権（293 条の 6、同条の 7）の容認、少数株主権行使の要件緩和（237 条）、株式買取請求権の付与（245 条の 2、同条の 4、408 条の 2）など多岐に亘る。こうした株主の権限の強化、とりわけ少数株主権の強化は、（少数）株主の法的地位を高め、株主による議決権行使をより実質的なものにする点で重要であったと思われる。そして、大株主の議決権制限は、こうした少数株主保護策が十分ではない状況における、少数株主保護政策でもあったと考えることもできよう。そのように捉えれば、株主保護を強化する制度設計が、大株主の議決権制限を不要にしたと考えることもできるだろう。とはいえ、ここまで極端に会社のアレンジメントを制約するほどの必要性はあったのであろうか。確かに、建前上は、株主の議決権は大幅に強化されるに至ったかもしれないが、株主の議決権配分に関して言えば、さらに硬直的な運用を会社に対して要求する改正であったと言える。

ところで、豊崎は、株主の議決権に関して、「経営の簡易とその確立に対する会社及び国民経済上の利便と議決権ある株主及び理事者の権力の濫用の可能性との相背馳（あいはいち）する二個の要素の調和が可能なりや、可能なりとせばその手段如何[209]」と指摘している。すなわち、豊崎は会社の支配権（経営権）が容易に保持され、かつ確立されることによって会社や国民経済にもたらされる利益と、議決権を有する株主と支配権（経営権）の濫用の可能性の問題とが存在する中で、両者を調和させることは果たして可能であるのか、可能であるとすれば、それはどのような手段に依るものであるのかと説いている（ただし、豊崎はこの自問に対して明確な答えを導いていない[210]）。

また、鈴木（隆）は、豊崎の主張を再確認する形で、米国における株主の議決権を巡っては、次の 2 つの要請が相対立するとしている。すなわち、①会社支配の一極集中によってもたらされる弊害の危惧に起因する、株主の議決権への強行法的な法規性の必要性に基づく公序的要請と、②経済的・社会的な要請に基づく会社の資本形態の自由の要請である[211]。豊崎および鈴木（隆）の見解を踏まえると、昭和 25 年改正商法による 1 株 1 議決権の原則化はどのように捉えられるか。従前の商法下における株主の議決権については、前

---

208 同上 27 頁。
209 豊崎・前掲注（133）119 頁。
210 同上。
211 鈴木隆元「アメリカにおける一株一議決権原則（二）・完」法学論叢 131 巻 4 号（1992 年）84 頁。

者、すなわち①公序的要請に基づく理念に立脚していたと考えられる。大株主の権利濫用という問題に対応すべく、大株主の議決権を制限するという発想は、まさしく公序的要請に基づく事前規制と捉えられる。

では、昭和 25 年改正商法は後者の要請に基づいているかといえば、一概にはそうとは言えないだろう。大株主の議決権制限を一律に禁止するのは、②の「経済的・社会的な要請に基づ」くとはいえども、「会社の資本形態の自由の要請」に基づいているわけではないからである。換言すれば昭和 25 年改正商法にて 1 株 1 議決権へ向かっていったのは、いわば結果論であり、株主権の強化という名目はあれども、それ以上に何らかの意図があったとは思えない。日本が戦後復興を遂げる上で、とりわけ米国を中心とする外資導入を積極的に行うという観点から、日本の株主の議決権を米国のそれと足並みを揃え、株式取得を通じた外資導入を図ろうと考えていたのであれば、大株主の議決権制限は不要な障害となっていたと思われるし、また、実際に定款にて大株主の議決権制限を課す会社が少なかったという事情が存在していたことを勘案すれば、ここにおいて 1 株 1 議決権の原則が確立したことは、単なる政策的な配慮に基づくものに過ぎないのではないか。

このように解釈すれば、1 株 1 議決権の原則それ自体は、絶対的な要請ではなく、経済的・社会的な要請さえ強まれば、如何様にも変化させられる余地を含んでいるものであると捉えることができる[212]。以上のことを勘案すれば、昭和 25 年改正商法にて 1 株 1 議決権の原則が確立したとの見解は、実はそれほど重大なことではなく、むしろ「結果的に」1 株 1 議決権に落ち着いたということでしかないと言えるのではなかろうか。後述する、単元株制度を用いた複数議決権株式類似の株式設計が、平成 13 年第一次改正商法にて認められたのは、1 株 1 議決権原則自体、政策的要請に過ぎないことに基づいているということを物語っていると思われる。

三. 平成商法および会社法における株主の議決権と種類株式

（一）平成 2 年商法改正における種類株式と大小区分立法

1　種類株式を用いたファイナンスの容易化

明治 23 年の商法制定からちょうど 100 年後の平成 2 年に商法が改正された。昭和 13 年商法の大改正の後、敗戦を契機に昭和 25 年に再度大幅な改正を経たことはこれまでに見た通りである。その後、商法は度重なる改正がなされたが、株主の議決権に関しては、とりわけ 1 株 1 議決権の原則については変更が加えられることは一切なかった。しかし、平成 2 年の改正では、優先株式、無議決権優先株式について修正がなされた。

平成 2 年商法の改正の目的としては、①小規模・閉鎖的な会社にも適合する法制度の整備、②会社債権者の保護のための法規制、③資本調達方法の合理化が挙げられるが、本稿

212 鈴木隆元「アメリカにおける一株一議決権原則（一）」法学論叢 131 巻 1 号（1992 年）50-51 頁。

との関連では、③が重要である[213]。資産価格・株価の大幅下落によるバブル崩壊の年であった平成 2 年に行われた商法改正は、主として公開会社の「ファイナンス」を容易化することが改正目的の 1 つであり、その背景には、資本市場を有効に活用した国際的な競争に勝ち抜くための資金調達と、それを支援するための会社法制の変革の必要性が指摘されている[214]。

さて、③の資本調達方法の合理化については、具体的には配当優先株式の発行手続の合理化が行われた。商法 222 条 1 項により、株式会社は利益または利息の配当、そして残余財産の分配について、内容の異なる株式を発行することができるとされており、なかでも中心となるのは利益配当につき優先性を有する株式である。しかし、日本においては、優先株式の発行は根付いていなかったことから、経済界からも、商法改正に当ってはできるだけ機動的に優先株式を発行できるような制度設計が望まれていた[215]。

そこで本改正では、222 条 2 項にて、「前項の場合に於ては定款を以て各種の株式の内容及数を定むることを要す。但し、利益の配当に関し優先的内容を有する種類の株式の内容中優先して配当すべき額に付てはその上限のみを定むるを以て足る」と定められた。改正商法では優先配当額の上限のみを定款に記載すれば足りるとされたことから、上限に余裕を以て定めておけば、具体的に発行する都度、その上限の範囲内において取締役会の判断の下（280 条の 2 第 1 項）、優先株式の発行を決定することができるようになり、より一層機動的に優先株式を発行することが可能となった[216]。

この点に関連して、222 条 2 項における「優先的内容を有する種類の株式の内容」とはいかなる内容を指すのか、そしてそのような「内容」はどの程度具体的に定款に定めなければならないのかが不明確であるとの指摘がなされた[217]。神田は、商法が優先株式の内容を定款で定めることを要求する趣旨について、「株式会社の所有者たる株主は、その基本的な経済的権利としての利益配当請求権と残余財産分配請求権とを有しており、それらの権利は持株数に応じた割合で平等に付与される。この点、優先株式は、こうした株主の基本的な権利において、普通株主に対する法的な優先権の付与を認めるものである。そうし

---

213 江川・前掲注（205）35 頁。

214 若林泰伸「Ⅴ　平成改正と種類株式」稲葉威雄＝尾崎安央〔編著〕『改正史から読み解く会社法の論点』（中央経済社、2009 年）195、197 頁。産業界および証券界は、優先株式について、「商法は便利な商品とすることを認めているものの、その内容を定款に記載することを要求している（商法 222 条 2 項）等のために、市場の状況に即した機動的な発行が実務上不可能であって、現在の優先株式は実務上はとても動かない商品である」という見解に基づき、「定款の授権に基づき取締役会決議による機動的な発行を可能にしてほしい、転換性の付与についてもその詳細は取締役会で定めうることとしてほしい、無議決権優先株式の議決権復活時期についての規制を緩和してほしい」との要請や、「商法上も、たとえば無議決権株式の発行枠が発行済株式総数の 4 分の 1 に限定されている（商法 242 条 2 項）等、付与しうる『付加価値』の幅がいまだ十分でなく、実務のニーズに応じた商品が設計できない」といった見解に立ち、「無議決権株式の発行枠を拡大してほしい、償還性のある優先株式の償還原資の範囲を拡大してほしい」といった形での商法改正要望を提案していたとされる。神田・前掲注（125）6-7 頁。

215 大谷禎男「改正商法の概要・質疑応答」別冊商事法務 120 号（1990 年）19 頁。

216 江川・前掲注（205）50 頁。

217 神田秀樹「改正商法と優先株」代行リポート 95 号（1991 年）1-2 頁。

た特別な株式の発行を商法が認めているのは、会社に資金調達の便宜を認めるためであるが、優先株式は他の株主の基本的な経済的権利を直接浸食する――配当可能利益や残余財産を不平等な方法で取り合う形になるという意味での浸食――ことになる。それゆえ、商法は、そうした浸食の内容は定款で定めることを要求している」と述べている[218]。

こうした商法の趣旨を勘案し、神田は、優先株式の内容は、既存株主が浸食される内容が予測できるように、その具体的な内容を定款に記載しなければならないと主張する。さらに、定款に具体的に記載しさえすればいかなる内容であっても許されるわけではないとし、商法 222 条 2 項の趣旨からして、定款変更決議に際して多数決の濫用に該当しない範囲であって、かつ商法のその他の規定に係る制約に反しないという内容のみ認められると解釈している[219]。こうした見地からすれば、例えばごく僅かな優先配当金を定めて、無議決権・参加型優先株式を発行することは、実質的にみて、当該株式は無議決権普通株式を発行することと同義であるため、認められないとした[220]。

さて、以上は優先株式全般に関する改正内容であるが、③の資本調達方法の合理化として、もう 1 つ変更された点がある。それは無議決権優先株式の発行限度に関する修正である。従前の商法では、無議決権優先株式の発行限度は 242 条 2 項にて発行済株式総数の 4 分の 1 という制限が課されていたが、本改正により、発行限度は発行済株式総数の 3 分の 1 にまで拡張された。商法改正に当たり、「優先株式の規定整備について（昭和 61 年 4 月 9 日）」という名で経団連が発表した改正試案では、優先株式の発行限度枠の撤廃が提唱されていたように[221]、経済界では当初、優先株式発行の機動性の観点から発行限度の撤廃を主張していた。他方で、実務界では、発行限度の撤廃とまでは行かなくとも、少なくとも今後優先株式発行数が増加することを見据えて発行限度を緩和すべきとの主張があった[222]。また、優先株式に関する研究会や優先株制度検討小委員会による試案では、発行限度の設定に当たっては、各国の状況についても調査され、例えば米国や英国には発行限度はなく、独逸は 2 分の 1、仏国は 4 分の 1 という制限があることが紹介され、当時の日本における 4 分の 1 という数字に理論的な必然性はないとしつつも、実務界において無議決権優先株式は殆ど利用されていないことから当面の間は 3 分の 1 に緩和を計り、様子を見

---

218 同上 3 頁。

219 ゆえに、定款変更には株主総会における特別決議が必要であることから、優先株式の内容の決定を取締役会に白紙委任するような定款の規定は無効であるとする。同上。

220 同上 3-4 頁。

221 竹中正明「改正商法の解説（7）　株式会社の資金調達」商事法務 1223 号（1990 年）22 頁。

222 矢沢惇ほか「優先株をめぐる法律問題〔Ⅵ・完〕」商事法務 754 号（1976 年）28 頁。証券業界（日本証券業協会、公社債引受協会、証券投資信託協会）は、発行済株式総数の 2 分の 1 を超えないものとすべきとの主張を行っていた。大谷禎男「『商法・有限会社法改正試案』に対する各界意見の分析（4）」商事法務 1101 号（1987 年）28 頁。実務界が無議決権優先株式の発行枠の撤廃までは主張していなかった背景には、多くの企業が、発行済株式総数の 4 分の 1 という発行制限枠いっぱいまで無議決権優先株式を発行しており、これ以上発行したくとも発行できないとの事情は全く存在せず、実務上のニーズの「切実さ」に欠けていたということもあり、発行制限の撤廃ではなく、発行制限の緩和という方向で様子を見ようというスタンスにあったとされる。神田・前掲注（125）11 頁。

るのが堅実であると報告された[223]。

こうした経済界・実務界の要望に加え、学者らの見解についてみると、そもそも発行限度の拡大の是非について論じる以前の問題として、「発行限度」自体について疑問を呈する者がいた。田中（誠）は、そもそも 4 分の 1 という制限は根拠に乏しく、昭和 13 年に無議決権株式が導入された当時は、全く新しい制度を取り入れるということで、いわば様子を見るという形で 4 分の 1 という低い発行数に留めたのではないかと主張した。矢沢は、無議決権株式が商法上に規定された時は配当優先株式に限らず、無議決権普通株式としても発行することが可能であったことや、議決権の復活という制度も存在していなかったことから、その当時には一定の合理性はあったとするものの、もはや 4 分の 1 という発行制限に合理性はないとし、2 分の 1 まで枠を拡大しても良いとまで主張していた[224]。

無議決権優先株式の発行限度をいかに設定するかについては、従来から意見が分かれていたものの[225]、いずれにせよ、無議決権優先株式の発行枠の拡大については、おおよそ異論は無かったと思われる[226]。本改正に当っては、まずは発行限度を 4 分の 1 から 3 分の 1 に引上げ[227]、その後の発行例に従って、さらなる発行枠の拡大を行う必要があるかどうかを検討するという立場に立っていたと指摘されている[228]。こうした観点から、平成 2 年商法改正では、従前の 4 分の 1 という発行限度を 3 分の 1 に緩和し、その後の発行状況の推移を見ながら発行限度について調整を行っていくというスタンスに落ち着いた。

同じく無議決権優先株式に関する改正点として、議決権の復活時期について新たな規定が設けられた。従来の商法では、242 条 1 項ただし書により、定款に定める優先的配当を受けない旨の決議があった場合には、当該決議がなされた時点から、その優先的配当を受ける旨の決議がある時点まで、議決権が復活するとされていた。しかし、この議決権の復活時期を巡っては、優先的配当を行わない旨の決議がなされたその時から議決権が復活するのか、それとも決議が下された株主総会自体を捉えて、次回以降の株主総会から議決権が復活するのであるのか明白ではなかった。そのため、実務界からは、議決権の復活時期は株主総会の運営上の混乱を避けるため、優先的配当を受けることができなくなった時点から一定期間（2 年程度）経過後とすることを要望していた[229]。そこで、本改正により、

---

223 竹中・前掲注（221）24 頁。

224 神崎克郎ほか「優先株発行の機動性確保と商法改正（二・完）」民商法雑誌 97 巻 2 号（1987 年）166-167 頁。

225 加藤・前掲注（22）23 頁。

226 昭和 61 年 5 月に法務省民事局が公表した商法・有限会社法改正試案では、優先株式等において無議決権株式の取扱いについて触れられてはいたものの、「無議決権株式の議決権の復活等に関する取扱い等については、なお検討する」と指摘されていたに過ぎなかった。法務省民事局参事官室「資料　商法・有限会社法改正試案（昭和六一年五月一五日）」商事法務 1076 号（1986 年）18 頁。なお、この改正試案に対する大学関係者らの反応について見ると、積極論・慎重論が入り混じっていた状況であった。しかし、具体的な規定整備案については何れの大学においても判然としない。大谷・前掲注（222）28 頁。

227 酒巻俊雄ほか「シンポジウム/会社法の改正――日・韓両国における現状と課題――」比較法学 25 巻 1 号（1992 年）210 頁。

228 大谷禎男『改正会社法』（商事法務研究会、1991 年）144 頁。

229 前田庸「商法等の一部を改正する法律案要綱の概要〔中〕」商事法務 1212 号（1990 年）15 頁。

242 条 1 項には次のような規定が設けられた。「会社が数種の株式を発行する場合に於ては、定款を以て利益の配当に関し優先的内容を有する種類の株式に付株主に議決権なきものとすることを得。但し、その株主は優先的配当を受くる旨の議案が定時総会に提出せられざるときはその総会より、その議案が定時総会に於て否決せられたるときはその総会の終結の時より、優先的配当を受くる旨の決議ある時迄は議決権を有す」。このように、①優先的配当を受ける議案が定時株主総会に提出されなかった場合はその総会の時点から、当該議案が決議される時まで、②優先的配当を受ける議案が定時株主総会において否決された場合はその総会が終結した時点から、当該議案が決議される時まで、無議決権株主の議決権が復活するものと明確になった。

このように平成 2 年の商法改正では、公開会社の「ファイナンス」を容易化することに主眼が置かれ、資金調達法制の整備がなされた。株主の議決権に関して、1 株 1 議決権を原則とする姿勢に何ら変更はなかったものの、当該改正により、会社はより柔軟に資金調達を行うことが可能になったと言える。

2　大小（公開・非公開）区分立法の経緯

ところで、この平成 2 年改正商法においては、もう 1 つ指摘しておく必要がある。先の平成 2 年商法改正の 3 つの目的の①に当たる、小規模・閉鎖的会社にも適合する法制度の整備、すなわち、「大小会社区分立法」についてである。大小会社区分立法は、本稿における「（ファミリー）中堅企業」の位置づけに関連してくるため株主の議決権や種類株式制度との関連性は乏しいが、極めて重要な部分であるため、検討を行うこととする。

会社区分に関して元を辿れば､終戦前後の爆発的な小規模株式会社の増加に端を発する。そうした会社のなかには、平常は株券も発行せず、株主総会も開催せず、貸借対照表も公表しない会社が存在したこと、そしてそうした会社では、一度内部紛争が起こるとこれまでの法律違反を盾にして訴訟が提起されるようになり、訴訟においてはさながら家庭裁判の様相を帯びるような実態があった。それゆえ、このような株式会社という化けの皮を被った会社に対して、株式会社法を形式的に適用することは妥当ではないとして、改善する必要があると主張されていた[230]。

そもそも、明治 32 年商法では株式会社とは、多くの出資者によって形成される大規模な会社であって、小規模のものは設立されないと想定されていたようであり、その証拠として､1 つは株主数が 7 人以上必要であるとされていた点（明治 32 年商法 221 条[231]）と、もう 1 つには最低資本金制度が定められていなかった点が挙げられる[232]。

しかし、実際には明治 32 年商法の予想に反し、小規模閉鎖的な会社は多数設立されて

---

230 鈴木千佳子「会社の区分と株主の数」慶應義塾大学法学研究 74 巻 11 号（2001 年）68 頁および 69 頁脚注 1 掲載の論文を参照。

231 明治 32 年商法 221 条
会社は左の事由に因りて解散す
3 項　株主が七人未満に減したること

232 高岡義幸「商法改正に見る株式会社設計思想の変遷」広島経済大学経済研究論集 29 巻 4 号（2007 年）9-10 頁。

いた。昭和 13 年改正商法では、それまで株式会社の解散の原因の 1 つであった、株主数が 7 人未満となり、株主が 1 人しかいない事態、すなわち一人会社が解散事由から削除され（昭和 13 年改正商法 404 条）、一人会社の設立が消極的に認められると同時に、同年には有限会社法が制定された。このことから、昭和 13 年当時における会社を巡る立法のあり方は、小規模閉鎖的な会社に適応する法規制を作り上げると同時に、なるべくそうした会社に対する規制を緩和する点にあったと考えられる。しかし、ここでは大会社と小規模閉鎖会社という対立構造が念頭に置かれており、この昭和 13 年当時、そもそも「中堅企業」という位置づけの会社は、検討の蚊帳の外に置かれていたとも言え、議論の対象にすら挙げられていなかったと推察される。

とはいえ、会社の規模ごとに適合する規制を考える風向き、すなわち法適用・法規性の分化の方向性は、少なくとも昭和 13 年以降、一種のトレンドとして発生したと言える[233]。そして、昭和 49 年改正商法の可決に当たって参議院法務委員会が行った附帯決議を見ると、「現下の株式会社の実態にかんがみ、小規模の株式会社については、別個の制度を新設してその業務運営の簡素合理化を図り、大規模の株式会社については、その業務運営を厳正公正ならしめ、株主、従業員及び債権者の一層の保護を図り、併せて企業の社会的責任を全うすることができるよう、株主総会及び取締役会制度等の改革を行う[234]」とされ、会社区分を明確にし、改革を行う方向性が示されることになった。

同年には、後のいわゆる商法特例法（株式会社の監査等に関する商法の特例に関する法律[235]）が制定され、大会社（資本金 5 億円以上）・中会社（資本金 1 億円以上 5 億円未満）・小会社（資本金 1 億円以下）という 3 つのカテゴリーが設けられた[236]。ここでは、「中会社」を標準として、大会社については規制強化、小会社については規制緩和が行われ、特例法という形ではあったが[237]、初めて「資本金に基づく会社の区分」がなされ、以降、株式会社に対する規制は一律に行うのではなく、個々の会社の規模に応じて、個別的な取扱いを行うという体制が構築された[238]。もっとも、ここで標準となった中会社については商

---

233 同上 11 頁。

234「第七十二回国会参議院法務委員会会議録第六号　昭和四十九年二月二十一日」11 頁。

235 全文は次の URL を参照のこと。http://www.ron.gr.jp/law/law/ka_syoho.htm

236 高岡・前掲注（232）10 頁。

237 中村によれば、昭和 25 年改正商法において、株式会社像を一定化させることにより、株式会社に対する規制を組み立てて行くことに成功したが、昭和 49 年に商法を改正するに当たっては、株式会社像に異質なものが入り込みすぎてきて、昭和 25 年当時の理念的な株式会社との間に埋めることのできない程の差が認識されていたという。経済社会で利用される株式会社の内実が、時間の経過とともに質的に変化したということであるが、他方で、商法の中に全ての規制を設けることは立法技術的に困難であるという現実問題もあった。そこで、商法は会社の基本法と位置づけ、その特別法として、当該特例法を制定することで、会社の規模に応じた、異なる法規制を実現しようとした意図があるという。中村光宏『株式譲渡制限制度の研究』（法律文化社、2010 年）61 頁。

238 竹内昭夫『改正会社法解説　新版』（有斐閣、1983 年）はじがきⅲ。ただし、正確に言えば、中小企業を対象にした施策についての基本理念や基本方針、国および地方公共団体の責務を明らかにする目的で、昭和 38 年に中小企業基本法が制定されている。同法によると、中小企業とは①資本金の額又は出資の総額が三億円以下の会社並びに常時使用する従業員の数が三百人以下の会社及び個人であつて、製造業、建設業、運輸業その他の業

法特例法で特段の規制がなされない結果、商法の標準的な規制が適用される会社類型であったが、商法における株式会社は依然として大会社ないし公開会社を前提とした規制であったため、特に「中会社」を意識した法規制がなされたというわけではなかった。

そうした体制変革の裏付けとして、翌年の昭和 50 年に法務省民事局参事官室は、今後の商法改正に係る論点として「会社法改正に関する問題点」を公表し、大小会社の区分や最低資本金制度について取り上げられた[239]。ところが、大規模会社の粉飾決算や不正経理事件、政財界を巻き込んだロッキード事件の発生により、まずは会社不祥事を防止することに商法改正作業の重点が置かれ、昭和 56 年改正商法では株式会社の機関、計算、公開を中心に改正が加えられ、大小（公開・非公開）会社区分に係る事項の改正は一先ず先送りとされた[240]。

先送りとされた大小会社区分に関しては、昭和 57 年末から法制審議会商法部会にて討議が開始され[241]、その結実として、昭和 59 年に「大小（公開非公開）会社区分立法及び合併に関する問題点（以下、「大小会社問題点」とする）[242]」が法務省民事局参事官室から発表された[243]。この問題点の骨子となる考え方は、次の 2 点である。すなわち、①規模に着目して規制区分を考えるということ、そして、②閉鎖性の有無に着目して規制区分を考えるということである[244]。稲葉は、小規模会社と閉鎖性の概念について、次のように述べている。

まず、小規模会社とは、規模の大小による規制区分に着目したものであり、規模の概念

種（次号から第四号までに掲げる業種を除く。）に属する事業を主たる事業として営むもの、②資本金の額又は出資の総額が一億円以下の会社並びに常時使用する従業員の数が百人以下の会社及び個人であつて、卸売業に属する事業を主たる事業として営むもの、③資本金の額又は出資の総額が五千万円以下の会社並びに常時使用する従業員の数が百人以下の会社及び個人であつて、サービス業に属する事業を主たる事業として営むもの、④資本金の額又は出資の総額が五千万円以下の会社並びに常時使用する従業員の数が五十人以下の会社及び個人であつて、小売業に属する事業を主たる事業として営むもの（同法 2 条 1 項 1 号から 4 号）と定義されていた。小規模事業者に関しては、同法 2 条 5 項に規定され、おおむね常時使用する従業員の数が二十人（商業又はサービス業に属する事業を主たる事業として営む者については、五人）以下の事業者と定義された。このように、中小企業を対象とした事業規模に基づくカテゴライズはなされていなかったわけではないが、商法に関連した具体的な規制のあり方に関しては法整備されていなかった。

239 法務省民事局参事官室「資料　会社法改正に関する意見照会に就いて――昭和 50 年 6 月 12 日法務省民事局参事官室」ジュリスト 593 号（1975 年）39-41 頁。

240 酒巻俊雄〔著〕『〔新版〕大小会社の区分立法』（学陽書房、1985 年）11-12 頁、鈴木（千）・前掲注（230）72 頁。

241 稲葉は、「小規模閉鎖会社に必要な規制は、単に大規模公開会社に対する規制の部分的な適用ないし部分的な緩和ではない。その規制の目的を達成するためには、その実態に即した制度を大規模公開会社についてとは別に考える必要があるのに、それがなされていない」として、苦言を呈していた。稲葉威雄「大小会社区分立法に関する諸問題（1）」商事法務 970 号（1983 年）478 頁。

242 法務省民事局参事官室「資料　大小（公開・非公開）会社区分立法及び合併に関する問題点」企業会計 36 巻 7 号（1984 年）872-890 頁。

243 酒巻・前掲注（240）12 頁。

244 稲葉・前掲注（241）480 頁。

が問題になる一方、閉鎖性とは、会社の構成員の閉鎖性・流動性に着目しているという[245]。さらに、閉鎖会社は、その所有者としての構成員たる株主・社員の数が少ない一方で、構成員間に個人的な信頼関係があり、会社への参加が株主譲渡制限の定めにより法律上も、事実上も、新規参入が困難な点に特徴がある会社であるとし、こうした「閉鎖」会社は上場会社を典型とする「公開」会社の概念と対置する構造となっているとした[246]。

また、小会社は規模も資本も少ないから出資者の数は少なくて済むこと、また会社規模が小さいのであれば、関係性の希薄な投資家がそうした会社に投資することは考えにくいことから、小会社は閉鎖会社に包含される一方で、大会社であっても株主や社員の少ない閉鎖会社もあり得るとして、小規模会社は閉鎖会社であるのが常態であるが、閉鎖会社は常に小規模とは限らないとの分析をしていた[247]。こうした稲葉の分析を踏まえると、会社の規模や閉鎖性という基準で会社を区分し、それぞれの会社規模に応じた適切な規制というものを導入すべきであるとの見地が垣間見られる。しかし、そこでは、あくまでも大会社と小会社、公開会社と閉鎖会社という位置づけであって、「閉鎖的な中堅会社」という存在については注目されていなかったようである。すなわち、鈴木（千）の指摘のように、この当時の分類では「大規模公開」、「大規模閉鎖」および「小規模閉鎖」の 3 つのグループが想定されていたのであって[248]、ファミリー中堅企業のような「中規模」型の会社は、昭和 13 年当時と変わらず、基本的には蚊帳の外に置かれていたのである。

こうした大小会社問題点における大小会社区分立法の基本構想に関して、各界の意見を見ると、概ね賛成していたように思われる。ただし、経団連や商工会議所は、とりわけ閉鎖会社の会社運営のための機構や手続の簡素化、合理化等、実情に即した改正を行う方針については賛成していたが、法整備の如何によっては中小会社に無用の混乱と不安を与える可能性があるため、中小企業の役割やベンチャービジネスの育成といった観点に立ち、国民経済的に悪影響を及ぼさないように留意する必要があるとしていた[249]。

他方で、この「大小会社問題点」では最低資本金制度についても意見が問われていた。最低資本金制度は会社の財務基盤を強化して債権者保護の効果を高めることを目的としており[250]、この目的は既に昭和 49 年の附帯決議における「株主、従業員及び債権者の一層の保護を図り、併せて企業の社会的責任を全うする」という言葉にも表れていたところである。最低資本金制度に対しては、株式会社は 2,000 万円、有限会社は 1,000 万円が妥当であるという賛成論（公認会計士協会、監査役協会など）[251]の一方で、経団連や日本商工会議所は「資本金の大きさそれ自体は、債権者の信用供与にとって重要な決定要因とはならない[252]」、「今後設立される会社の規模を最低資本金によって制限することは比較的容

---

245 同上 479 頁。
246 同上。
247 同上。
248 鈴木（千）・前掲注（230）75 頁。
249 稲葉威雄「『大小会社区分立法等の問題点』に関する各界意見の分析（1）」商事法務 1028 号（1984 年）910 頁以下参照。
250 高岡・前掲注（232）11 頁。
251 倉沢康一郎「『大小会社区分立法』に対する各界意見」企業会計 36 巻 12 号（1984 年）19、28、48 頁。
252 同上 30 頁。

易であるかもしれない。しかし、多数の既存会社の規模を制限することは至難の業であって、金額によっては多くの中小会社に不必要な増資を迫り、無用の負担を強い[253]」らせるなどの反対論が展開された。

こうして各界の意見が集約され、昭和 61 年には「商法・有限会社法改正試案」が発表されるに至った。この改正試案の内容を端的にまとめると、閉鎖性の基準を細分化して規制区分を考慮するところが特色であり、株式の譲渡制限を定款で定めた会社は株券の発行を要しないものとし、株式が一般に流通していない会社では株主の新株引受権、権利の抑圧された株主の株式買取請求権を認め、規模または株主の数（または株式が一般に流通しているかどうか）等の基準で取締役の数、監査役の要否、決算公告の官報への記載の要否、会計監査人の要否等を考えるという内容であった[254]。

3　平成 2 年改正商法における大小区分立法

このように、昭和 49 年以来、度重なる大小会社区分立法に関する議論が盛んに展開された結果、平成 2 年改正商法では、改正試案が予定していたような問題ごとの規模別規制は先送りにされたが、最低資本金制度や組織変更の規定などが設けられたことで、本格的な区分立法の出発点となったと評価されている[255]。

おおまかに、平成 2 年改正商法の内容について見ると、まず、①設立手続の合理化が挙げられる。既述のように、昭和 13 年改正商法では一人会社が解散事由から削除されたが（404 条）、株式会社の設立に関しては、7 人以上の発起人が必要とされていた。また、昭和 13 年に制定された有限会社法においては株式会社とは異なり、社員が 1 人となった場合を解散事由としていた（有限会社法 69 条 1 項 5 号）。

これに対し、平成 2 年改正商法では、こうした発起人、社員の数に関する規制が撤廃され（商法 165 条の全部改正・趣旨変更[256]）、有限会社法も 69 条 1 項 5 号が削除された。一連の改正では、積極的に 1 人の発起人・社員による会社の設立を認めるものではないが、会社を 1 人でも設立することができることになったことに変わりはなく、個人会社が法人成りをしたり、親会社が子会社を設立したりするような場面では、以前のように建前を取り繕う必要はなくなったことから、実質的な出資者のみによって会社を設立することができるようになった[257]。

次に、平成 2 年改正商法では、②最低資本金制度が新たに導入された。昭和 13 年の有限会社法においては、当初から 1 万円[258]の最低資本金制度が設けられていたのに対し（9

---

253 同上 43 頁。

254 鈴木（千）・前掲注（230）80 頁。

255 龍田節「改正商法の解説〔1〕平成二年改正商法の検討」商事法務 1222 号（1990 年）8 頁。

256 平成 2 年改正商法 165 条
株式会社を設立するには発起人定款を作ることを要す

257 大谷禎男「商法等の一部を改正する法律の解説〔1〕」商事法務 1222 号（1990 年）4 頁。

258 昭和 13 年当時の 1 万円は、およそ 1,500 万～2,000 万円程度に相当するという。大谷禎男「商法等の一部を改正する法律の解説〔3〕」商事法務 1224 号（1990 年）14 頁、酒

条）[259]、既述のように、株式会社においては最低資本金制度に関する規定は存在しなかった。その理由として、大谷は、有限会社が物的有限責任の会社としては比較的小規模のものが設立されることが予想されることに鑑み、あまりにも零細な会社が設立されることになると不都合であるから、最低額の資本金の規制を設けたとされ、他方で株式会社に関しては、運営機構の複雑性や厳格な法規制に照らし、自ら大資本を形成して大規模な会社活動を行う装置として利用されるものと考えられていたため、最低資本金制度を採用する必要性はないと判断されたためであると指摘している[260]。

しかし、会社の資本的な基礎の充実を図るために、会社債権者に対する唯一の担保となる純資産を維持すべき、最低限の基準としての資本については、相当額の保有を義務付ける必要があるとして[261]、平成 2 年改正商法では、168 条の 4 において、株式会社の最低資本金額は 1,000 万円とされた。同時に、有限会社法も改正され、9 条にて最低資本金額は 300 万円と定められた。こうした最低資本金制度の趣旨は、上述のように債権者保護にあるが、会社の設立に当たって相当額の資本が必要となることで、無責任な会社制度の濫用を規制することができるとの期待も込められていたと指摘されている[262]。

最後に、株式に関連して、平成 2 年改正商法にて新たに法定された事項として、譲渡制限株式については買受人の指定を伴わない単純な譲渡承認も請求できること、および競売・公売に限らず、株式の取得者一般が譲渡承認請求できることを規定した（204 条の 2、204 条の 5）ことが挙げられる[263]。そして、株式譲渡制限会社の株主には新株引受権が法定され、これを排除するには、株主総会の特別決議が要求されることとなった（280 条の 5 の 2）。本稿との関連で重要であるのは、株式譲渡制限会社における株主の新株引受権の法定である。そもそも、昭和 13 年改正商法までは、定款に別段の定めがある場合を除き、株式の譲渡自由の原則が認められていたものの（204 条 1 項）、昭和 25 年改正商法にて譲渡制限は禁止されたが（204 条 1 項）、昭和 41 年改正商法にて株式の譲渡は定款にて取締役会の承認を要するという内容で譲渡制限を定めることが認められるに至った（204 条）。ところで、株式譲渡制限会社の場合、株式を取締役会での承認なしに取得することはできないことになるが、他方で会社はといえば、第三者に対して自由に株式を発行できるとすると、株主の持株比率は低下することになる。すなわち、公開株式会社の株主のように、会社が発行する新株を、市場を通じて取得することが可能であれば、仮に既存株主に対して新株が発行されない場合であっても、自己の持株比率を維持することができるのであるが、株式譲渡制限会社にあっては、基本的にはそうした手段は存在しない。会社が株主の株式取得機会を制限しながらも、自由に新株の発行を会社に認めるという状

井太郎「日本会社法における最低資本金制度の廃止」21 世紀商法論壇第 14 回国際学術会議（清華大学）発表資料（2014 年）4 頁。資料全文は下記 URL を参照のこと。
http://hdl.handle.net/10086/26951

259 なお、有限会社の最低資本金は昭和 26 年の改正により 10 万円に引き上げられた。

260 大谷・前掲注（258）14 頁。

261 同上 15 頁。

262 同上 16 頁。

263 単純な譲渡商人の請求に係る問題点と平成 2 年改正商法の対応については、大谷禎男「商法等の一部を改正する法律の解説〔4〕」商事法務 1225 号（1990 年）32-34 頁参照。

況は、会社と既存株主の間の均衡を失していると言える[264]。そこで、平成 2 年改正商法では、有限会社と同様に[265]、株式譲渡制限会社の株主は新株引受権を有するものとされた。この点、中村は、閉鎖会社において多発する支配権争奪の場面における一定の立法的手当てを施そうとする意図に基づき、新株引受権が法定されたとし、閉鎖会社の実態を反映した閉鎖会社法制が商法中に初めて導入されたとして評価している[266]。

さて、以上、大小（公開・非公開）会社区分立法に関する平成 2 年改正商法の内容について、平成 2 年改正商法に至るまでの経緯から遡って概観した。①発起人の人数制限の撤廃、②最低資本金制度の導入、そして③株式譲渡制限会社における新株引受権の法定は、いずれも小規模閉鎖会社立法としての側面を強く有していると考えられる。これらは、既述のように､株式会社に対する規制は一律に行うのではなく､個々の会社の規模に応じて、個別的な取扱いを行うという体制の表れであると同時に、公開会社と閉鎖会社（株式譲渡制限会社）という対立構造を明確にし、個々の会社形態に応じた対応を図ろうとする法整備の意図が垣間見られる。

そうした意図の根底には、会社の形態ごとに業務運営の簡素合理化を行い、会社の財務基盤を強化する一方で、債権者保護の効果を高めんとする目的がある。しかし、先に述べたように、そこで対象となっている構造は、あくまでも「大規模公開」､「大規模閉鎖」､「小規模閉鎖」というグループが念頭にあり、中堅企業は視野に入っていない。換言すれば、一連の大小会社区分立法の到達点とも言える平成 2 年改正商法では中堅企業は大規模会社のグループと混同させられていたと思われ、中堅企業運営の合理化・効率化は、想定されていなかったのではないだろうか。本稿における問題意識から言えば､「大規模公開、大規模閉鎖、小規模閉鎖に三つに区分され、それぞれに立法が施されなければならない[267]」という認識事態が不正確であり、中規模公開・中規模閉鎖といった会社グループに対する施策をどのように講じるのかという視点そのものが欠落していたと思われる。そしてこのことは、組織や手続の簡素化だけで足りる小規模会社以上に会社運営の柔軟化が必要であると思われる、中堅企業ないし中規模会社の問題点となったように思われる。

（二）平成 13 年第一次商法改正における株主の議決権

1　単元株制度導入の背景

平成 13 年商法改正は、株式制度の数多くの点が改正され、なかでも本稿との兼ね合いで、極めて重要な改正は、種類株式制度の変更と 1 株 1 議決権の原則の修正である。とり

---

264 大谷禎男「商法等の一部を改正する法律の解説〔7〕」商事法務 1228 号（1990 年）21 頁。

265 有限会社にあっては、社員は原則として出資の引受権を有するものとされていた。有限会社法 51 条参照。

266 中村・前掲注（237）64-65 頁。

267 鈴木（千）・前掲注（230）96 頁。鈴木（千）は、規模の基準と閉鎖の基準とが掛け合わさると、それだけ多くの会社区分が生じてしまうことになり、事態は収拾するどころか、決着が不可能な方向に向かいかねないと指摘している。同 96-97 頁。

わけ、単元株制度の採用による 1 株 1 議決権の原則の変容は、本稿における最大のテーマである、日本における事実上の複数議決権株式の発行に係る根本的な制度枠組みであるため、とくに紙面を割いて検討したいと思う[268]。

まず、第一次改正では、①金庫株の導入、②株式の大きさに関する規制の見直し、③法定準備金の減少などの見直し、④新株発行手続の改善が行われた[269]。本稿との関連では、②が極めて重要である。②の株式の大きさに関する規制の見直しは[270]、株式の大きさ、すなわち出資単位についての改正であり、第一次改正の柱とされている[271]。

株式の大きさに係る改正は、昭和 56 年改正商法を端緒としている。同改正では会社設立時の額面株式の 1 株の金額は 5 万円を下回ることができず（昭和 56 年改正商法 166 条 2 項、202 条 2 項）、また無額面株式についても発行価額は 5 万円を下回ってはならないとされていた（同 168 条の 3）。会社設立後の場合は、額面株式の 1 株の金額または無額面株式の発行価額に関する制限はなかったものの、会社設立時の制限を逸脱することを防止するため、最終の貸借対照表に基づいて算出された 1 株当たりの純資産額が 5 万円を下回る場合には株式の分割等を行ってはならないと定められた（旧商法 218 条 2 項、280 条の 9 の 2 第 1 項後段）。

他方で、この昭和 56 年商法改正時に既に設立されていた上場会社に関しては、これらの規制を適用せず、代わりに経過措置として、単位株制度を適用することとされた（昭和 56 年附則 15 条以下）[272]。単位株制度とは、原則として、券面額で 5 万円に相当する株式の数を 1 単位とする制度である。例えば、1 株 50 円の場合には 5 万円を 50 円で割った 1,000 株を 1 単位とし、この 1 単位につき 1 議決権ということになった。他方で、1 単位に満たない単位未満株式については自益権のみ認め、議決権といった共益権は認めないとして株主としての権利行使が制限された[273]。

---

[268] 平成 13 年の商法改正は 3 つの改正から成る。すなわち、平成 13 年 6 月 29 日公布、同年 10 月 1 日施行の第一次改正、平成 13 年 11 月 28 日公布、平成 14 年 4 月 1 日施行の第二次改正、そして平成 13 年 12 月 12 日公布、平成 14 年 5 月 1 日施行の第三次改正である。なお、一連の改正では多くの重要な制度改正が行われたわけであるが、株主の議決権並びに種類株式制度に関連する改正に限定すれば、第一次改正および第二次改正が主眼となってくる。そこで、本章では第一次改正および第二次改正について触れ、なおかつ、本稿との関連で重要な改正ポイントに特化して検討を行うこととする。

[269] 落合誠一「会社法大改正の全体像 I ――平成 13 年商法改正――　総論」法学教室 264 号（2002 年）7 頁。

[270] 詳しくは、青竹正一「会社法大改正の全体像 I ――平成 13 年商法改正――　株式の大きさ等」法学教室 264 号（2002 年）16-18 頁参照。

[271] 同上 16 頁。

[272] ただし、上場会社以外の会社においては、定款の定めにより任意に導入することができるとされた（昭和 56 年附則 15 条 1 項）。

[273] 単位株制度は上場会社をターゲットとする制度であり、本稿における議論の対象である（非上場）ファミリー中堅企業とは直接の関連性はない。それゆえ、単位株制度に関しては、本稿では詳細な説明は割愛する。なお、単位株制度に関する議論については、稲葉威雄「株式制度に関する改正試案の解説〔2〕既存会社の株式単位の是正〔1〕――単位株制度について――」商事法務 770 号（1977 年）627 頁以下、森本滋「単位株制度」民商法雑誌 85 巻 6 号（1982 年）911 頁以下、久留島隆「端株制度と端株主の権利」横浜経営

こうした株式の大きさ、出資単位に関する規制は、元々、株主の権利行使の単位として適当な大きさを設定するという趣旨から導入されたものである[274]。上述のように、昭和 25 年の商法改正では、1 株当たりの最低額面金額が資本充実の強化を図る目的で 20 円から 500 円に引き上げられたものの、額面額を強制的に引き上げることはしなかったため、大部分の上場会社の券面額は、当時一般的であった 50 円のままであった。しかし、昭和 56 年時点での、1 株主当たりの管理費用は年間 2～3,000 円程度であり、この費用は株式数に関わらず同じであったことから、零細株主は他の株主の利益を犠牲にしているとの指摘がなされていたため、株式の大きさに係る法整備が求められていたのであった[275]。

その後、上場会社の株価の平均も昭和 56 年当時に比べると相当高くなると、本来、会社が株式の大きさをどの程度に設定するかは会社に委ねるべきであり、法律が一律に規制すべきことではないと考えられるようになった[276]。とはいえ、昭和 13 年改正商法により認められた一人会社や個人商人的規模の閉鎖会社が存在する一方で、数千人の従業員を抱える上場大会社もあることから、事業規模も会社ごとに大幅に差異が生じている。株式の大きさに限定されることではないが、規制を固定化するとそれに適合しない株式会社も当然発生し得るため、こうした考えはある意味で、必然と捉えられるかもしれない。込山の指摘するように、商法は、基本的に大規模公開会社を念頭に置いて制定されていることから、小規模閉鎖会社に対して商法を適用すると理論的な整合性を欠く場面も多々生じ得るのである[277]。

結局、平成 13 年の第一次改正では会社設立時の発行価額に関する規制を撤廃するとともに、額面株式の券面額に関する規制も廃止し、会社が自由に株式の大きさを設定できるようにして資金調達の便宜を図ることとした。当該改正により株式の大きさに関する規制を撤廃したことから、出資単位の引上げを目的として導入された単位株制度は廃止されることとなった[278]。

株式の大きさに関する規制を撤廃するという趣旨からすると、単位株制度を存続させることはその趣旨に反することになるが、単位株制度を廃止するとなると、それまで 1 単位に満たなかった、単位未満株式の法的取扱いが問題になってくる。単位株制度では 1 単位

研究 3 巻 1 号（1982 年）43 頁、河本一郎「単位株制度と株式併合」法学セミナー27 巻 5 号（1983 年）106 頁、藤田勝利「昭和五六年商法改正」倉沢康一郎＝奥島孝康〔編〕『昭和商法学史』（日本評論社、1996 年）72 頁以下等を参照のこと。また、単位株制度の導入に先立ち、法務省民事局参事官室から公表された「株式制度改正試案」における単位株制度に対する各界の意見に関しては、元木伸＝稲葉威雄「株式制度改正試案に対する各界意見の分析〔二〕――法務省の意見照会に対する回答結果について――」商事法務 799 号（1978 年）6 頁以下を参照のこと。

274 原田晃治ほか「自己株式の取得規制等の見直しに係る改正商法の解説」別冊商事法務 255 号（2002 年）20 頁。

275 同上 20 頁、上田栄治『平成商法改正ハンドブック　平成 13 年～15 年版』（三省堂、2004 年）92 頁。

276 原田ほか・前掲注（274）20 頁。

277 込山芳行「小規模閉鎖会社の経営実態と会社法との交錯――商法二六六条ノ三による名目取締役の責任と取締役の員数見直し論――」山梨学院大学法学論集 51 巻（2004 年）183 頁。

278 青竹・前掲注（270）18 頁。

に満たない株式には議決権がないものとされてきたが、ここで単位株制度を廃止してしまうと、単位未満株式に議決権が発生することになると同時に、会社は新たに株券の発行義務を負うことになってしまう。会社は、各株主から発行済株式全てを回収し、新株式を交付する手続を踏むことになるが、そのコストは莫大なものとなり、多くの混乱を招くことが予想された。さらに、会社は高額な株主管理費用を負担しなければならなくなるため、昭和 56 年商法改正当時の問題が再発してしまうことになりかねなかった[279]。そこで、こうした指摘を踏まえつつ、改正法では新たに単元株制度を創設し、一定数の株式をもって、1 単元とするまとまりを作ることにしたのであった[280]。

2　単元株制度の副次的効果

さて、既に繰り返し述べているが、この単元株制度は会社法制の基本的な枠組みを変更する制度として、極めて重要な意味を持つ法改正であったと評価することができる[281]。従来、日本の商法における株主の議決権の根本思想に 1 株 1 議決権の原則があったが、本改正により事実上、この原則は廃棄され[282]、株式会社は、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からである[283]。以下、この単元株制度の具体的な内容について、検討を行うこととする。

会社がこの単元株制度を定款にて採用する場合には、次のような取扱いをすることが認められた。本章で重要な規定は、次の改正商法 221 条 1 項および 3 項であり、「会社は定款を以て一定の数の株式を以て一単元の株式とする旨を定むることを得。但し一単元の株式の数は千及発行済株式の総数の二百分の一に当る数を超ゆることを得ず。……三項　会社が数種の株式を発行する場合に於ては一単元の株式の数は株式の種類毎にこれを定むることを要す」と規定されている。

まず、1 項であるが、単元株制度とは、定款により一定数の株式を「1 単元」とする制度である。ただし、1 単元の株式の数を大きく設定すると、大きな比率で株式併合をする場合と同様の結果となり、株主の議決権を不当に奪うという結果に至るため、1 単元の株式の数を制限することとした。具体的には、1,000 および発行済株式総数の 200 分の 1 に相当する数を超えてはならないと定められた。この株式数 1,000 および発行済株式総数の 200 分の 1 という数字の根拠について説明すると、まず、1,000 という数字は、単位株制

---

279 原田ほか・前掲注（274）31 頁。

280 なお、単位株制度は元々は商法の附則に規定され、将来の株式併合に向けた過渡的な制度であり、将来的には廃止するという基本的考えに基づいていたが、単元株制度は商法上に規定された恒久的な制度として位置付けられた。同上 31-32 頁、江頭憲治郎『株式会社法　第 6 版』（有斐閣、2015 年）296-297 頁。

281 岸田雅雄『平成 13 年改正商法完全解説　株式制度改革と金庫株』（中央経済社、2001 年）99 頁。

282 洲崎博史「平成 13 年・14 年商法改正と一株一議決権原則」森本滋〔編〕『比較会社法研究――21 世紀の会社法制を模索して――』（商事法務、2003 年）321 頁。

283 江頭憲治郎ほか『改正会社法セミナー　株式編』（有斐閣、2005 年）449 頁、野村修也「Ⅲ　株式の多様化とその制約原理」商事法務 1775 号（2006 年）29-30 頁、加藤・前掲注（22）31 頁、神田・前掲注（111）188 頁。

度を採用する会社の大部分が 1 単位の数を 1,000 以下としており、単位株制度を採用していた会社が円滑に単元株制度に移行できるようにするために 1,000 という数字に設定された[284]。また、発行済株式総数の 200 分の 1 とは、この当時の最低資本金であった 1,000 万円を最小の株式の大きさであった 5 万円で除した数である[285]。改正に際しての国会答弁では、これらの制限は、「小さな会社で不当に少ない株式数によって会社を支配することを防止するため」という目的があると説明された[286]。

そして、本条でとりわけ重要な 3 項は、会社が数種の株式を発行する場合には、株式の種類ごとに 1 単元の株式数を設定しなければならないと規定している。同項は、種類株式ごとに異なる株式数を設定することを義務づけているものではないが、必要に応じて、異なる株式数を設定することができるとしている[287]。さて、何故この規定が重要であるかといえば、241 条 1 項において、「各株主は一株に付一個の議決権を有す。但し一単元の株式の数を定めたる場合に於ては一単元の株式に付一個の議決権を有す」と規定しているため、定款により単元株制度を採用する会社は、1 単元につき 1 議決権ということになったのであり、同時に会社が 2 種類以上の種類株式を発行する場合は、会社は定款にて、各種類株式の単元数をそれぞれ規定しなければならないということになる。

立案担当者である原田の解説では、種類株式ごとに 1 単元の株式数を異ならしめる理由として、「株式の種類が異なるときは、その株式の価値に差異があるので、その差異が著しいにもかかわらず、それを考慮することなく、すべての種類の株式につき一律に一単元の株式の数を定めて一議決権を付与するとするときは、むしろ種類株主間に実質的な不平等が生じるおそれがある。この場合に、株式の大きさをそろえるため株式の併合をすることが考えられるが、そもそも単元株制度が、株式の大きさを変更する際の株式の併合の手続に伴う旧株券の回収および新株券の発行の費用負担を軽減するための制度であることから、種類株式についても、同様に異なる単元数を定めて対応することができるものとした」と説明している[288]。こうした記述から、単元株制度は種類株主間で 1 株当たりの議決権の数に大幅な差異が生じないように調整するための制度として活用することが想定されていたことが分かる。例えば、普通株式の株価が 1 株 500 円であるのに対し、優先株式の株価が 1 株 10,000 円である場合、両株式とも 1 株 1 議決権であるとすれば、優先株主は議決権に関して「割を食う」ことになるが、普通株式の 1 単元当たりの株式数を 20 株とすれば、優先株主の不利益が解消されることになる[289]。しかし、洲崎が主張するように、こうした立法趣旨とは逆に、種類株式間の議決権の差異を積極的に拡大させるために単元株制

---

284 「第百五十一回国会衆議院法務委員会議録　第十六号　平成十三年六月八日」5 頁。
285 同上。
286 同上。例えば、発行済株式 1 万株の会社の場合持株数 1,000 株以上の株主が 1 人しかおらず残りの株主の持株が 1,000 株未満である場合、1 単元当たりの株式数を 1,000 と設定すると、1,000 株以上の株主 1 人しか議決権を行使できないことになる。しかし、発行済株式総数の 200 分の 1 という上限があるため、実際には 1 単元当たりの株式数は 50 株以下にしか設定できない。稲葉威雄『会社法の解明』（中央経済社、2010 年）314 頁。
287 原田ほか・前掲注（274）32 頁。
288 同上。
289 洲崎・前掲注（282）327 頁。

度を利用することは、想定されていなかったことであるとも解釈できるかもしれない[290]。

3　単元株制度を用いた実質的な複数議決権株式に対する評価

例えばある会社が普通株式とA種類株式の2種類の株式を発行しており、A種類株式は創業者・経営者一族のみが保有する（非上場）ものとし、A種類株式の1単元の株式数を2とする。そして、上場株式である普通株式については1単元の株式数を1,000と設定した場合を考えてみる。この場合、普通株式については1,000株を集めることではじめて1議決権を行使することができるが、同様にA種類株式については、たった2株取得することで1議決権を行使することが可能である。そうなると、株式数の観点からすれば、同じ1,000株でもA種類株式は普通株式の500倍の議決権を行使することが可能となるため、実質的にA種類株式は複数議決権株式と評価することができる[291]。

ただし、ここで注意しなければならないのは、普通株式とA種類株式のように、会社が複数の種類株式を発行する場合における、その種類株式の価値評価である。つまり、上記の例を用いれば、A種類株式の1株当たりの出資額が普通株式の500倍である場合には、1議決権を行使するために必要な出資額は同一ということになる。1種類の株式しか発行していない会社では、会社全体に発生するキャッシュ・フローは当該株主の保有株式数に応じて配分されることになるが、複数の種類株式が存在する場合には、種類株式の内容が普通株式に比べてどの程度価値が高いのか、権利内容にどのような差異が存在するのかという点が、株式価値の判断の上で重要となる。ここでは、議決権が500倍に設定されているA種類株式の価値とはどれ程のものであるのか、株価近似の要請を考慮して、どの程度の株価の差異であれば実務的に許容され得るのかについてまでは指摘しないが、種類株式を発行している会社であれば、単元株式数の設定如何によって、実質的に複数議決権株式を創出できることは確かである。

さて、このように平成13年の第1次改正に従い、日本商法上、複数議決権株式は単元株制度を用いることで、1株1議決権に反することなく、複数議決権株式を発行できると解釈可能になったが、こうした事態について学者らは以下のような見解を表明した。落合は、「単元株を定める目標というのは、議決権を制限することにあるわけなので、それをわりと自由な形で認める以上は、そういったこと（同じ株式数でも株式の種類によって議決権個数が異なる場合が出てくること。筆者補足）が生じても基本的に法律は禁止していないと思」うと主張した[292]。前田も、定款自治の観点から、「議決権に関しても定款で広範なバリエーションを認めようという制度に向かいつつあるわけであって、今回、種類ご

290　同上。

291　同上326頁、若林・前掲注（214）198-199頁。ただし、実際には平成19年11月より開始された売買単位の集約に向けた協議により、平成30年10月1日を期限に売買単位を100株に統一させる動きがみられていることから、事実上設定可能な議決権の差異は100倍である。詳しくは、第四章第一節三．サイバーダインが用いた複数議決権方式の内容（二）議決権を参照。

292　落合誠一ほか「金庫株解禁等に伴う改正商法の問題点と実務対応」商事法務1602号（2001年）24頁〔落合発言〕。

とに一単元の数を決めてよろしいというのも、議決権について柔軟な定款自治を認めようという流れの一環ではないか」と主張した[293]。洲崎は、条文上、単元株制度を用いることで複数議決権株式類似の株式を発行することが商法上、認められるに至ったと解するほかなく、条文の文言も一義的であるため解釈によってこれとは異なる結論を導くことは困難であるのは確かであるとしている[294]。洲崎は、数種の株式間の株式価値と議決権とのアンバランスを解消する方向でしか当該規定を利用できず、アンバランスを拡大する方向では利用できないという見地はあり得ないわけではないとしつつも、解釈論としては相当苦しいものであると指摘している[295]。

他方で、種類株式の市場価格間に違いがあるなど、株式の種類ごとに異なる議決権数を設定する方が合理的なケースがあり得るとしても、差異をどこまで認めるかについての規制がない点につき、単元株式数の定め方で少数者支配が可能となるから、何らかの規制は必要であると主張する者がいる[296]。その主張では、単元株制度を利用すれば議決権数について自由なアレンジメントが可能であるが、これは議決権制限株式に発行制限を課して少数出資者による支配を防止する一方で、実質的な複数議決権株式の発行を認めるのは立法としての一貫性を欠いているとする[297]。このことから、単元株数の定め方につき、1 株 1 議決権の原則との関係や、市場における流通性についても配慮する必要があるとの指摘がある[298]。こうした主張に対しては、経済的に合理性のつく限度で種類株式ごとに 1 単元の議決権数を設定するとしても、経済合理性それ自体があいまいであるという指摘もある。森本は「（複数議決権株式という）パンドラの箱を開けたのだから厳格に限定するのは無理で、実務の合理性というか、常識のある運用に期待するほかない」とコメントしている[299]。

さらに、山下は、複数議決権方式は 1 株 1 議決権原則の「脱法」の可能性があると指摘している[300]。ただし、山下は複数議決権株式の発行は認めないとしつつも、単元株制度を通じればその抜け道が開かれるという立法のあり方に問題はあるが、他方で種類株式を積極的に活用しようという立法政策の下においては、1 株 1 議決権原則を種類株式にも機械的に適用することは有意義な種類株式の存在をも失わせる可能性があるとする。また、株主平等原則は政策的な要請にすぎないと解釈すれば、1 株 1 議決権原則を異なる種類株式間で機械的に適用し、単元株制度に関する定款上の規定を違法無効なものと断定することには慎重であるべきであると指摘し、種類株式の実質がほとんど存在しないにも関わらず、単元株制度により、議決権を極端に差別化するような限られた場合にのみ、違法無効とな

293 同上 24 頁〔前田発言〕。
294 洲崎・前掲注（282）328 頁。
295 同上 327 頁。
296 江頭憲治郎＝中村直人〔編著〕『論点体系　会社法　2』（第一法規、2012 年）81 頁（中西敏和執筆）。
297 河村尚志「定款による支配分配と種類株式の活用（三）・完」法学論叢 157 巻 6 号（2005 年）56-57 頁。
298 神田秀樹＝武井一浩〔編著〕『新しい株式制度　実務・解釈上の論点を中心に』（有斐閣、2002 年）154 頁。
299 江頭ほか・前掲注（283）452 頁。
300 山下・前掲注（125）81 頁（山下友信執筆）。

るとしている[301]。

同様に、久保も権利内容の点において殆ど差異のない 2 種の種類株式において、単元株式数を著しく異なる数で設定することは、そのことに特段の合理性がない限り、恣意的な差別的取り扱いを禁ずる会社法 109 条 1 項の株主平等原則に反して無効であると解すべきと主張している。もっとも、いかなる場合に恣意的な差別的取り扱いになるかは明確ではないとする。久保は種類株式間の価値の差に着目し、1 単元当たりの株式の価値が 1 つの目安になり得ると指摘しつつも、例え異なる種類株式の株価が同一であったとしても、その権利内容によって負っているリスクが異なる場合があり得るため、単純に発行価額や株価のみを基準にして恣意性の有無を判断することはできないとしている[302]。そこで、久保の指摘では、異なる種類株式間での単元株式数の差の合理性が争われた場合には、①そのような格差を設けることが必要な事情の有無（必要性）および②格差の程度が他の株主に対する不相当な制約となっていないか（相当性）の 2 点を基準とすべきであるとする[303]。

稲葉は、単元株制度（とりわけ、種類株式ごとに単元株式数を設定すること）の導入により、拠出資本の額と議決権との比例はもはや保障されなくなったとし、資本多数決の原理は崩壊し、少数支配が合法化されたと苦言を呈した。稲葉は、議決権株式と議決権制限株式との間にある不利益を埋める､法制度としての歯止めが存在しないことの理由として、①投資する株主の自己責任や、②公開会社では議決権制限株式の株価がディスカウントされ、投資コストが安くなることを挙げ、これらの理由づけが正当化されるためにはわが国の資本市場をどの程度信頼できるかが問題であると指摘している。この稲葉の指摘は、議決権制限株式に対する主張であるが、株価のディスカウントや投資コストの低下という論拠を正当化するためには資本市場のあり方が問われるという意味で、単元株制度による議決権配分のあり方についても一脈相通じる主張であると思われる[304]。

郡谷は、1 株 1 議決権の原則自体を直截にいじる、すなわち明確に 1 株 1 議決権を放棄してしまうとあまりにも衝撃が大きいのではないかという配慮に基づくとし、神作は実質的に複数議決権株式を導入することを積極的に肯定することまでは全く意図していなかったとしている[305]。単元株制度の設計自体に問題があると指摘する洲崎は、第一次改正における 1 株 1 議決権の原則の実質的放棄は、果たして立法者が十分に議論を尽くしたうえでの結果であったのか、むしろ単元株制度の創設に伴う「偶然の産物」だったのではなかろうかとの疑念を呈し、十分な議論をすることなく、同原則を実質的に放棄してしまったという点で、221 条 3 項の規定は立法論的には問題があったと指摘している[306]。

このように、種類株式間における議決権数の差異に関する合理的な範囲について、何らかの規制や合理性の判断基準が必要であるという主張はあるものの、1 株に 1 個の議決権

---

301 同上 82 頁（山下友信執筆）。
302 山下友信〔編〕『会社法コンメンタール 4――株式［2］』（商事法務、2013 年）182 頁（久保大作執筆）。
303 同上。
304 稲葉威雄「新しい会社法制を求めて（Ⅱ）――会社法現代化要綱試案に関連して――」民事法情報 212 号（2004 年）10 頁。
305 江頭ほか・前掲注（283）450 頁。
306 洲崎・前掲注（282）328 頁。

を与えるべきとの 1 株 1 議決権の原則が維持されつつも、単元株制度の導入により、会社は実質的な意味での複数議決権株式を発行することが許容されるに至ったのである。1 株に複数の議決権が付与された株式は、正面から直接的に認められた株式であるとは言い難いかも知れないが、少なくとも解釈上は「合法的な」株式設計であると言えるのではなかろうか[307]。上記の山下の指摘のように、種類株式を積極的に活用しようという立法政策の下においては、1 株 1 議決権原則を種類株式にも機械的に適用することは有意義な種類株式の存在をも失わせる可能性がある。この単元株制度の導入により、株主の議決権についても柔軟な株式設計ができるようになり、種類株式の利用促進という政策に新たな可能性が生まれたことは、肯定的に評価されるべきである。1 株 1 議決権原則の例外としての複数議決権株式が商法上認められていないなかで、複数議決権方式の株式設計は慎重に行うべきとの声もあるが、より重要であるのは、商法上認められるに至った事実上の複数議決権株式をどのように運用していくことが理想的であるのか､法解釈上の議論だけではなく、実務的な運用の方法について前向きに議論を行うことこそ、必要であると思われる。

（三）平成 13 年第一次・第二次改正商法における種類株式

続いて、平成 13 年第一次・第二次改正における種類株式の動向について検討する。平成 13 年の一連の商法改正は、先の単元株制度の導入以外にも、多くの分野において規制が緩和されたが、とりわけ種類株式に関しては、株主権の内容の定め方に関し、大幅に任意法規化されたと評価されている[308]。まず、平成 13 年第一次改正により、222 条 1 項にて、会社は①利益若は利息の配当、②残余財産の分配、③株式の買受け、④利益消却に関してのみ、内容の異なる数種の株式を発行することができると規定されたが[309]、株式の議決権に関して修正を加えることが認められていたのは、あくまでも配当優先株式の議決権を剥奪するという、いわゆる無議決権優先株式のみであり、無議決権普通株式や株主総会における決議事項のうち、一定の事項についてのみ議決権を有しない株式を発行することは認められていなかった（旧 242 条 1 項）。これに対し、平成 13 年の第二次改正商法では、無議決権株式の発行につき以下の修正が加えられた。

222 条 1 項では、上記の 4 つの類型に加えて、新たに⑤「議決権を行使することを得べき事項につき」内容の異なる株式も発行できるようにし、同時に無議決権株式を配当優先株式に限って認めていた旧商法 242 条が削除された。これまで、無議決権株式は配当優先株式に限定されていたため、従来は果実の分配と支配の分配とが連動していたが、本改正により両者が切り離されることになった点が大きい。無議決権株式をはじめ、平成 13 年の商法改正は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

---

307 同上 327-328 頁、酒巻俊雄＝龍田節〔編〕『逐条解説　会社法　第 2 巻』（中央経済社、2010 年）81 頁（松尾健一執筆）。

308 宍戸善一「種類株式制度の自由化」法律のひろば 55 巻 4 号（2002 年）24 頁。

309 222 条 1 項
会社は利益若は利息の配当、残余財産の分配、株式の買受又は利益を以てする株式の消却に付内容の異る数種の株式を発行することを得。

化し自由な設計を可能にしたと指摘されている[310]。

さて、無議決権株式に係る改正に伴い、昭和 13 年商法改正以降、呼称されてきた「議決権なき株式」という表現は改められた。従来の商法下において、無議決権株式は種類株式の持つ 1 つの属性という位置づけであったが、当該改正により、議決権を行使し得る事項について制限が加えられた株式は「議決権制限株式」と呼称されるようになり（222 条 4 項[311]）、議決権制限株式も種類株式の 1 つとして位置付けられるようになった。この議決権制限株式の射程は、利益配当の優先性のない株式を無議決権株式にすることができるだけでなく、株主総会における全ての決議事項につき議決権を有しない完全無議決権株式から、一定の決議事項についてのみ、議決権を行使できない株式[312]まで及び、広範な態様の株式を設計できるようになった[313]。

前述のように、従来の商法では、種類株式として発行可能な株式は、利益もしくは利息の配当、残余財産の分配、株式の買受けまたは利益消却につき内容の異なる株式に限定されていた。また、議決権を行使することができる事項につき内容の異なる株式の発行は認められておらず､配当優先株式に限り､定款で無議決権とすることができるとされていた。こうした法制度に関し、立案担当者の原田は、「株式のもっとも重要な内容である利益配当等の自益権につき内容の異なる株式の発行を認めながら、その確保のための手段ともいうべき議決権等の共益権について内容の異なる株式の発行を認めず、優先株式に限り、しかも優先配当が行われている限りで議決権がないものとすることを認める旧商法の規定は、過剰な規制である」との指摘があったことを受け[314]、改正法では定款で予め定めることにより、利益配当に関して優先的内容を持たない株式であって、議決権がない普通株式の発行を認めることにし、こうした株式の発行を認める以上、一定の限定された事項についてのみ、議決権がない株式の発行を認めないとする理由もないとして、その発行も同様に認めることにしたと説明している[315]。

---

310 宍戸・前掲注（308）24 頁。

311 222 条 4 項
会社は定款を以て議決権を行使することを得べき事項に付制限ある種類の株式（以下議決権制限株式と称す）に関し之を有する株主が左の規定の全部又は一部の適用に付議決権を有せざるものとする旨を定むることを得。

312 すなわち、取締役の選任や会社の合併、利益処分等の一定の事項についてのみ議決権を有する株式も発行することができるようになったのである。さらには、222 条 2 項にて「前項の場合に於ては定款を以て各種の株式の内容及数を定むることを要す」とあることから、議決権の復活要件についても自由化されたとし、株式の内容として議決権の復活要件について定款に規定することで任意に設定できるようになったと解釈されている。それゆえ、永久無議決権株式も発行可能とされる。宍戸・前掲注（308）26 頁、上田・前掲注（275）118 頁。

313 利益配当の優先性は、ごく僅かな配当であれども、優先的な取扱いをすれば無議決権株式とし得ることから、無議決権株式を配当優先株式に限定するいわれはないとの解釈に基づくものである。前田庸「商法等の一部を改正する法律案要綱の解説〔上〕」商事法務 1606 号（2001 年）7 頁。

314 原田晃治「平成一三年改正商法（一一月改正）の解説〔VI〕――株式制度の改善・会社関係書類の電子化等――」商事法務 1642 号（2002 年）27-28 頁。

315 同上 28 頁。

原田によると、こうした議決権制限株式が活用される場面として、ベンチャー企業による利用を挙げている。例えば、経営権を確保したいベンチャー企業の創業者株主と利益配当を得るために資本参加をするベンチャー・キャピタル等の投資家株主との間の利害関係を調整する観点から、投資家株主に利益処分案についての議決権のみを与えるような場合である[316]。このような議決権設定は、経営者や創業者の意向を汲みつつ、投資家の利益を図ることができるため、合理的な株式設計であると言えよう。こうした改正の趣旨は、ベンチャー企業だけに当てはまるというわけではなく、その他の類型の株式会社、例えば、中小・中堅企業においても、そのニーズはあると思われるし、また経済的合理性もあるものと考えられる[317]。平成 13 年の第二次商法改正では資金調達手段の多様化という視点から、議決権に関心のない一般投資家にとってより魅力的な金融商品となるように、従来の無議決権株式の見直しが図られ、新たに議決権制限株式として、その発行の利便性を高めるように改正されたのである。

この点、議決権制限株式が優先株式に限定されなくなったということは、キャッシュ・フローに対する権利とコントロールに関する権利との定型的な結びつきが必然的なものではなくなったと言い換えることができよう。一般論として、会社を取り巻く多くの利害関係者が存在するなかで、株主のみが議決権を有するのは、株主が会社財産に対する残余権者であり、会社価値を最大化するように議決権を行使するインセンティブを有しているからであると説明される[318]。昭和 25 年商法改正により、無議決権株式は配当優先株式に限定されたわけであり、その背景には、無議決権株式は支配権の稀薄化の懸念が少ない資金調達ができる株式であるため会社にとって都合が良かったことから、一方で議決権という株主権の根幹にある権利を与えないまま、他方で財産的権利につき、何の優先性を与えないとすることは制度趣旨に沿わないだけでなく、株主保護の見地からも望ましいことではないと指摘されていたことに端を発する[319]。昭和 25 年改正商法は、議決権の喪失と配当の優先性は 1 つのセットであることを明らかにしたことから、裏を返せば、全ての「普通株式」には議決権が付与されなければならないことを暗に示すものであった。

これに対し、平成 13 年の第二次改正では議決権の喪失と配当の優先性というセット――キャッシュ・フローに対する権利とコントロールに関する権利との定型的な結びつき――が必要とされなくなった。資金調達手段の多様化という観点からすれば、当該改正は幅広い金融商品の設計を可能とする改正であったのであるが、議決権行使のインセンティブという観点から、インセンティブの源泉ともいえる株式のキャッシュ・フローに対する権利内容を無視しつつ、議決権種類株式の発行制限を課すことはどれほどの意味があるのかという批判も存在する[320]。この問題については、森田果の「一株一議決権制度にも、そこ

316 同上。
317 実際の無議決権普通株式の発行例を見ると、例えば日鐵商事（現：日鉄住金物産）の種類株式 A、蝶理の甲種株式、光通信の A 種株式が発行されている。小林量「コーポレート・ファイナンス法制に関する改正の検証」商事法務 1671 号（2003 年）19 頁脚注 31。
318 神田秀樹「株式と社債」岩原紳作〔編〕『現代企業法の展開』（有斐閣、1990 年）252 頁、藤田友敬「株主の議決権」法学教室 194 号（1996 年）19-21 頁。
319 大隅＝大森・前掲注（166）214-215 頁。
320 加藤貴仁「議決権・支配権に関する種類株式の規制方法」商事法務 1777 号（2006 年）

から逸脱した種類株式制度にも、コストとベネフィットがあり、どちらが一般に優れているとは理論的には言い難い――局面を限れば一方が他方より優位であることがあるにしても」という指摘のように、キャッシュ・フローに対する権利とコントロールに関する権利との定型性を厳格に要求すべきか､それとも発行会社の規模や性格､株式の内容に応じて、両者を分断することも場合によっては意義があるとして、厳格に定型性を要求する必要はないと考えるか、どちらが（より）制度的に求められるかという難問である。

結局のところ、平成 13 年の第二次改正ではキャッシュ・フローに対する権利とコントロールに関する権利を分断する方が、資金調達手段の多様性という点で有意義であると評価されたのである。加藤は、「株式の経済的権利の多様性と株主以外の利害関係人に議決権・支配権を付与する必要性の存在を前提にすると、事前規制として議決権配分の幅を過度に制限することに慎重な立場をとることにも一定の意味がある……。仮に、議決権配分の幅を制限したとしても、株主やその他の利害関係人は会社が関知しないその他の方法によって同様の目的を達成しようとすることも考えられる。その結果、表面上の議決権配分とは異なった支配構造が存在することとなり、株主・投資家の利益を逆に害する可能性もあるのである。このような点からは、株式の内容としての残余権と議決権の結びつきを法律上切り離した現行法の議決権制限株式の規制にも一定の合理性があると評価できるかもしれない[321]」と指摘している。

次に、平成 13 年の第二次改正により、議決権制限株式の発行制限が緩和された点について確認する。222 条 5 項は「議決権制限株式の総数は発行済株式の総数の二分の一を超ゆることを得ず」と定め、従前の 3 分の 1 から 2 分の 1 まで、発行限度が緩和された[322]。そもそも、無議決権株式について発行制限が課せられている理由としては、多数の無議決権株式の発行を認めてしまうと経営者や創業者らの少数株主によって会社が支配されることになり、支配権維持のために利用されることは適当ではないという政策的な理由が背景に存在する。しかし、実務界からはベンチャー企業のように、発行済株式自体が少ない会社ではこうした発行制限があると発行可能な無議決権株式の数自体が少なくなってしまい、円滑な資金調達が困難になることから規制を緩和すべきであるという声が上がったことから、諸外国の法制度を参考に発行済株式総数の 2 分の 1 まで議決権制限株式を発行できるように制度を改めることになったと指摘されている[323]。これに対し、布井は日本における資本市場の発展状況に鑑みれば、1 株 1 議決権原則を維持することが今なお求められているところであって、議決権制限株式という未知の株式を大量に発行することを認める本改正は、会社支配の公正および一般投資家保護の観点から疑問が残るという[324]。

その他に、優先株式一般についても改正された。平成 2 年の商法改正にて、222 条 2 項は、「前項の場合に於ては定款を以て各種の株式の内容及数を定むることを要す。但し利

---

5 頁。

321 同上 8 頁。

322 なお、前述の単元株制度を採用する会社では、発行済株式総数ではなく、総単元数が基準となる（222 条 6 項）。

323 原田・前掲注（314）29 頁。

324 布井千博「会社法大改正の検討　種類株式に関する改正について」銀行法務 21 第 603 号（2002 年）63 頁。

益の配当に関し優先的内容を有する種類の株式の内容中優先して配当すべき額に付てはその上限のみを定むるを以て足る」と定められたが、平成 13 年の第二次改正にて、同項のただし書が削除され、新たに 3 項にて、「利益の配当に関し内容の異る種類の株式にして会社の成立後発行するものの内容中配当すべき額に付ては前項の規定に拘らず定款を以て第二百八十条の二第一項の株主総会又は取締役会が之を定むる旨を定むること得。但し定款を以て配当すべき額に付その上限額その他の算定の基準の要綱を定めたるときに限る」と定められた。

平成 2 年商法では定款で優先配当額の上限を定めなければならないとされていたところを、優先配当額の上限はあくまで例示であり、配当の額の算定方法を要綱で定めれば足りると改正したのであるが[325]、これは平成 13 年 11 月の商法改正に先立ち、ソニーから発行された、いわゆるトラッキング・ストック（例えば、子会社の利益に連動して配当が行われる株式）に対応した結果であると指摘されている[326]。完全子会社の事業等、会社が営む特定の事業の業績にのみ、その価値が連動するように設計されたトラッキング・ストックは、対象の子会社から剰余金の配当がある限り、その額について親会社たる発行会社から優先的に配当が支払われる。しかし、対象子会社からの剰余金の配当がなければ、発行会社の他の株主に対しては配当が支払われるにも関わらず、トラッキング・ストックの株主に対しては配当が支払われない。それゆえ、このトラッキング・ストックは配当優先株式でもなければ劣後株式でもないという特殊な株式なのである[327]。

トラッキング・ストックの特殊性についていえば、議決権についても特殊性がある。米国においてはトラッキング・ストックに議決権が与えられないこともあるとされるが[328]、与えられる場合でも、トラッキング・ストックの株主の議決権は発行会社の（種類）株主総会における議決権であって、当該株主は対象となる子会社の株主総会において議決権を行使することはできない。つまり、子会社の株主総会において議決権を有するのは親会社たる発行会社であり、トラッキング・ストックの株主が子会社のキャッシュ・フローに対する権利に関して子会社の株主総会において議決権を行使することができないのである。その意味で、このトラッキング・ストックは、キャッシュ・フローに対する権利とコントロールに関する権利とが対応していないという点に加え、トラッキング・ストックの株主が議決権行使可能な場は（子会社ではなく）親会社における（種類）株主総会に限定されているという意味で、議決権に関しても特殊な株式である[329]。本来、子会社や事業分野のパフォーマンスを株価に反映させたいのであれば、対象となる子会社や事業分野を親会社から分離させて、その株式を上場させれば良いように思われるが、発行会社の経営者が対

---

325 旧商法下では、定款で優先株式の上限を定め、具体的な優先配当額は発行に際して、取締役会で決めることとされていたが（旧商法 222 条 2 項ただし書）、登記実務において、定款に株式の内容を特定的に書くことを要求してきたため、上限を確定金額で定めるのが通例であったとされる。宍戸・前掲注（308）24-25 頁。

326 山下・前掲注（125）97 頁（山下友信執筆）。

327 酒巻＝龍田・前掲注（307）72 頁（松尾健一執筆）。

328 大杉謙一「トラッキング・ストック――IT 時代の企業組織再編とわが国企業法制の将来――」法学教室 250 号（2001 年）56 頁。なお、米国では 1984 年にジェネラル・モーターズが最初にトラッキング・ストックを発行したとされる。同 54 頁。

329 同上。

象となる子会社や事業分野に対する支配権を維持したいというニーズがあるという見地から当該株式の発行を認める内容で法改正がなされたのである[330]。

トラッキング・ストックは、対象となる会社から生じる経済的利益は当該株主に帰属するものの、対象会社の支配は発行会社の経営者が保持し続けるという点で、伝統的な会社法学の発想から逸脱するものであると考えられる一方で[331]、上場会社の場合、一般投資家に支配権があることはほとんどなく、経営者が事実上の支配権を保持している場合が多い。経営者が、成長性のある子会社や事業分野への支配を維持し続けたいがために、成長著しい子会社や事業分野を手放さないとなると、そうした対象を株式市場で評価する機会が失われると考えることができる。大杉は、「『投資家（株主）を保護する』とは、形式的に議決権を与えるということでは必ずしもないだろう。むしろ、投資家がそれを認めそれを望むならば、ターゲットへの支配権は発行会社の経営者に残し、TS〔トラッキング・ストックのこと（筆者）〕株主は発行会社への議決権を持つことで満足する、というあり方を認めてもよい」と評価している[332]。

しかし、トラッキング・ストックは平成 13 年にソニーが発行して以降、発行例は 1 件も存在しない。また、トラッキング・ストックの母国たる米国においても、1990 年代後半のインターネット関連事業の、いわゆる「ドットコム・バブル」崩壊後は発行例が少ないことから[333]、トラッキング・ストックの仕組みそのものが、インターネット利用件数の急速な拡大を背景にした、一時的な徒花的存在であったと評されている[334]。

次に、第二次改正では、新たに拒否権付株式（黄金株）[335]の発行が認められることになった。平成 13 年第二次改正商法 222 条 7 項は、「会社が数種の株式を発行する場合に於ては定款を以て法令又は定款の定に依り株主総会又は取締役会に於て決議すべき事項の全部又は一部に付その決議の外或種類の株主の総会の決議を要するものを定むることを得」と定めた。これにより、拒否権付株式の株主は、定款で定められる株主総会または取締役会の決議事項について拒否権を有することになるため、少数株主や経営に関与しない株主が自らの利益を守る手段として有効であり、株主間契約として行われていたことを商法上の制度として認めたのである[336]。この拒否権付株式の発行が認められたという点は、先に述べた議決権制限株式と合わせると、平成 13 年の一連の改正が果実の分配だけでなく、支配の分配についても任意法規化が進んだと指摘されている[337]。種類株主総会において特定の株主が拒否権を発動することを認めるということは、会社は当該株主の意向に従った決議しかできないことを意味する。支配の分配においてある意味普通株式よりも強力な支

---

330 同上 55-56 頁。
331 同上 56 頁。
332 同上。
333 最近では 2012 年 8 月にリバティ・インタラクティブがトラッキング・ストックを発行しているため、有力上場会社の発行例が完全に潰えたわけではない。大杉・前掲注（328）435 頁。
334 同上 435・437 頁。
335 平成 16 年 11 月に国際石油開発（現・国際石油開発帝石）が石油公団に対して発行した甲種類株式が拒否権付株式であった。
336 山下・前掲注（125）121 頁（山下友信執筆）。
337 宍戸・前掲注（308）26 頁。

配権を有する株式が登場したことは、本改正が支配権の分野においても大幅な定款自治を認めたことを示唆すると考えることができる[338]。なお、拒否権付株式は独立の種類株式として構成されたのではなく、特定の種類株式に付与できる属性という位置づけであった点は注意すべきである。

このように、平成 13 年の一連の商法改正では、種類株式についても大幅な改正がなされた。無議決権株式の内容拡大や発行制限の緩和が図られ、また利益配当に関して内容の異なる種類の株式については、定款でその上限額その他の算定基準の要綱を定めれば足りるとし、具体的に配当すべき額については取締役会等の発行決議にて定めることができることとして、種類株式の機動的な発行を可能にした改正であった[339]。さらには、拒否権付株式という新たな属性を種類株式に付与することができるようにし、拒否権付株主の利益保護を可能とするなど、資金調達の需要拡大と多様化した社会経済情勢に対応した、意義のある改正であったと言えよう。

平成 13 年の一連の商法改正は、これまでの商法上の規制を緩和し、株式の内容に関する定款自治を拡大する方向へ舵を切ったと捉えることができよう。単元株制度の導入や、議決権制限株式の利用拡大に向けた方策等は、個々に見れば趣旨は異なるが、一連の改正によって、株主間の利害をいかに調整していくのかについて、選択肢が大幅に広がり、これまで以上に経営者や株主・投資家は、種類株式の設計について、主体的に検討していくことが可能になった。とりわけ、会社の経営者は、自らが担うべき社会的役割を認識し、財務状況も勘案しながら、自らに最適な支配形態や資本構成、発行する株式の種類と内容について主体的に検討する必要が出てきたのである。単元株制度にせよ、議決権制限株式にせよ、いずれも少数の株主に会社の支配権を維持させる機能を持ち得るという意味では同じであるが、会社法上これらの制度を用いることで合法的に支配権を獲得できることになった後､残された課題は実体的な運用方法のあり方に関する検討である｡そのためには、証券取引所などの規制機関の規制やその運用、機関投資家や一般投資家の期待、これらの投資家との対話といった市場環境に関する分析が欠かせない[340]。金融市場が絶え間なく変化するなかで、新たな慣行が諸外国から流入したり、それに伴って別のニーズが発生し、それらに対応するために会社を規律する法制度が改廃されている[341]。そうして新たに導入された新制度や解釈の転換が実務に根付くかどうかは実際の運用に左右されることになろう。単元株制度も議決権制限株式も、制度として定着するためには、これらを利用しようとする会社の動向に大きく依拠していると言えよう。

平成 13 年の一連の商法改正により、会社の支配権の配分については、大幅な自由が認

---

338 なお、会社が複数の種類株式を発行する場合に、ある事項についての拒否権のみを有する株式の発行が認められるかという論点につき、宍戸は実務上のニーズは別として、商法の文言からするとそのような株式の発行を否定する理由はないとした。同上 26 頁。

339 この点、残余財産分配請求権に関しては、算定要綱基準を定めれば足りるといった手当がなされていないため、配当額のみ柔軟な定められ方が認められた一方で、残余財産分配額については従来通り特定的に書くことを求められるのは合理的でなく、あまりにも平仄が合わないとの批判もあった。同上 25 頁を参照。

340 加藤・前掲注（22）458 頁。

341 吉川純「商法改正とファイナンスの変容〔8・完〕　今後の展望」商事法務 1633 号（2002 年）44 頁。

められることになった。経営者はどのような株式設計を行うのかを主体的に考えられるようになり、その一方で、投資家はそうした会社に投資を行うか行わないか、行うとすればどのような権利・利益を要求するのかについての選択肢が与えられる土壌が誕生したことから、投資家もまた、どのような会社に投資を行うべきかという投資機会・選択肢の幅が拡大したという意味で、画期的な法改正であったと評価することができるだろう。

ところで、閉鎖会社、なかでも本稿のテーマとなっている中堅企業の資金調達の観点から平成 13 年改正商法はどのように捉えられるであろうか。まず、平成 13 年の一連の商法改正の焦点の 1 つには、種類株式の規制緩和が挙げられる。これまで無議決権株式は配当優先株式に限定されていたところ、その障害は取り除かれ、無議決権普通株式の発行も議決権制限株式の一類型として認められ、その発行制限も緩和された。また、トラッキング・ストックや拒否権付株式の発行も認められ、株式発行の自由化が促された。中村は、当該改正には経済対策の一環としての意味合いも込められていたとし、特にベンチャー企業育成の視点が重視された法改正であると評価している。ベンチャー企業は、「公開という志向をもっている会社」であり、「規制に乗っていく」会社であると考えると[342]、中村の指摘のように、平成 13 年改正商法の意識としては、数の上では圧倒的多数を占める小規模閉鎖会社の存在が脇に置かれ、将来的に上場を目指そうとする小規模会社に適合的な会社法制へと立法目的を転換しようとする点に重きを置いていたと評価することも可能であろう[343]。上村も、株式会社全体への影響について、「間接金融中心で、あるいは通産省や大蔵省の指導を中心に運営してきた」考え方から、「株式会社が証券市場と本格的に対峙する」考え方に転換した改正であると指摘している[344]。

中小企業の種類株式に関する関心度は、平成 15 年に行われた、検証・会社法改正研究会による名古屋商工会議所の会員企業および名古屋中小企業投資育成株式会社の投資先会社における中小企業の実態調査によると、総じて「低調」であった[345]。同調査によると、比較的小規模の会社に関しては種類株式全般につき関心を示していたが、それでも回答のあった 471 社中 39 社と全体の約 8%に過ぎなかった[346]。種類株式に関心のあるこれら 39 社のうち、公開を予定ないし検討中の会社が 14 社と 37%に達しているのに対し、種類株式に関心がないとする 432 社では公開を予定ないし検討中の会社は 47 社と 11%に過ぎないことからして、上述のように、ベンチャー企業は種類株式の意義を相対的に感じ取っていたと考えられる[347]。しかし、本調査の報告でも指摘されているように大多数の中小企業は規制緩和の恩恵を実感しているとは言えず――種類株式法制に対する認知度の低さもあると考えられるが――、将来的に上場を目指そうとする小規模会社に適合的な会社法制へ

342 上村達男ほか「座談会　平成一三年および平成一四年会社法改正の検証」判例タイムズ 1093 号（2002 年）11 頁（酒巻俊雄発言）。
343 中村・前掲注（237）78 頁。
344 上村ほか・前掲注（342）7 頁（上村達男発言）。
345 家田崇＝広瀬裕樹「『検証・会社法改正』実態調査（1）中小規模株式会社の実態」商事法務 1674 号（2003 年）29 頁。
346 同上 30 頁。
347 同上 29 頁。

と立法目的が転換されたとしても、中小企業の実態に沿っていないとも思われる[348]。

こうした立法意識と現実との差は、事業承継に関しても存在すると思われる。例えば、相続に先だって議決権制限株式を発行しておき、後継者には普通株式を、その他の相続人には議決権制限株式を取得させることで、後継者以外への支配権の移転を限定的にすることで、後継者に支配権を集中させることができる。また、拒否権付株式を後継者に発行しておくことで、いざという時のブレーキとしての役割を果たすことも可能となった。しかし、種類株式を用いた円滑な事業承継の枠組みが構築されたとしても、主体となる中小企業自身が制度を認識・理解しておかなければ、コーポレート・ファイナンスの手段を多様化し自由な株式設計を可能にしたことが生かされない。結局は、活用する会社側の問題ではあるが、「法の不知」ゆえに事業承継に失敗するのでは経営者としてはお粗末と言えるであろう。少なくとも、この平成 13 年改正商法における種類株式制度の柔軟化は、「企業の意識改革を促す」という意味でも、意義のある改正であったと思われる。

（四）平成 17 年会社法における株主の議決権と種類株式

平成 17 年 7 月に制定され、平成 18 年 5 月に施行された会社法は、「規制緩和と現代化の総決算」と称されているように[349]、最近の社会経済情勢の変化に対応すべく、会社法制の現代化（規制緩和、会社経営の機動性・柔軟性の向上と健全性の確保）を目的として、従来の商法第 2 編、株式会社の監査等に関する商法の特例に関する法律（商法特例法）および有限会社法等に散在していた会社に関する法規律を 1 つの法典に統合して再編された法律である。会社法における株主の議決権については、基本的には従前の商法の姿勢を維持している。その中で、種類株式については 9 つの類型が列挙され、大幅な修正が加えられた。ただし、本稿では個々の類型については触れず、関連のある範囲で適宜、内容について検討を行う。また、会社法の制定に伴い、これまで明文化されてこなかった株主平等原則が会社法に規定されることになったことから、株主平等原則についても検討を行う。

まず、株主の議決権についてであるが、会社法における 1 株 1 議決権原則については、308 条 1 項に、「株主（株式会社がその総株主の議決権の四分の一以上を有することその他の事由を通じて株式会社がその経営を実質的に支配することが可能な関係にあるものとして法務省令で定める株主を除く。）は、株主総会において、その有する株式一株につき一個の議決権を有する。ただし、単元株式数を定款で定めている場合には、一単元の株式につき一個の議決権を有する」と規定されている。

このように、各株主は、株主総会において、原則として、保有する 1 株につき 1 個の議決権を有するとし、旧商法 241 条を引き継ぐ形となっている（種類株主総会においても、325 条に従い、準用される）。本条 1 項は 1 株 1 議決権原則について示すとともに、一定の場合には相互保有株式について、その議決権を行使することができない旨も定め、その詳細は法務省令（会社法施行規則）に定めることとしている[350]。具体的には、本条括弧書

348 同上 29-30 頁。
349 布井千博『基本講義　会社法』（新世社、2011 年）6 頁。
350 酒巻俊雄＝龍田節〔編〕『逐条解説　会社法　第 4 巻』（中央経済社、2010 年）121 頁（森田章執筆）。

き内に規定されているように、A 株式会社が B 株式会社（持分会社やその他の組合等の事業体も含む。会社法施行規則 67 条 1 項。）の総株主の議決権の 4 分の 1 以上を保有する場合、B 株式会社は A 株式会社の株式を保有していても、B 株式会社は A 株式会社に対して議決権を行使することはできない。相互保有株式の株主が議決権を行使できない根拠は会社の利益や株主全体の利益を害する目的のために議決権が行使される可能性が高いということにあると説明される[351]。

本章における検討内容としてより重要なのは本条の 1 株 1 議決権原則と、単元株制度を採用する場合における 1 単元 1 議決権の定めである。これらの点については、会社法は旧商法の内容を踏襲しているに過ぎず、議決権配分に新たな変更点はないように思われる。単元株制度については、会社法 188 条にて「株式会社は、その発行する株式について、一定の数の株式をもって株主が株主総会又は種類株主総会において一個の議決権を行使することができる一単元の株式とする旨を定款で定めることができる。2 項　前項の一定の数は、法務省令で定める数を超えることはできない。3 項　種類株式発行会社においては、単元株式数は、株式の種類ごとに定めなければならない」と定められている。このように、内容的には従前の商法を踏襲している。

続いて、種類株式について規定した会社法 108 条について概観する。本条 1 項には株式会社が発行可能な株式の種類について列挙されており、①剰余金配当についての種類株式、②残余財産分配についての種類株式、③議決権制限株式、④譲渡制限株式、⑤取得請求権付株式、⑥取得条項付株式、⑦全部取得条項付株式、⑧拒否権付株式、⑨取締役等選解任権付株式（ただし、⑨に限っては指名委員会等設置会社および公開会社は発行できない。）を発行することができると規定されている。

このうち、本章において重要であるのは③の議決権制限株式である。株式会社は株主総会において議決権を行使することができる事項について内容の異なる株式を発行することができるとし（本条 1 項 3 号）、（ⅰ）ある事項（取締役の選任など）についてのみ議決権がないとすることや、（ⅱ）ある事項についてのみ議決権を有するとすること、さらには（ⅲ）全ての事項について議決権がない（完全無議決権株式）とすることも可能である[352]。議決権制限株式自体は上述のように平成 13 年 11 月の第二次改正において既に導入されていた制度であるため、議決権制限株式の内容それ自体について変更は見られないものの、会社法制定に当たっては、公開会社については従前の通り、発行済株式総数の 2 分の 1 を超えて発行することができないという発行制限が課されているが、非公開会社についてはこの発行制限という足かせは取り払われた（会社法 115 条）。会社法 115 条の定めは、「種類株式発行会社が公開会社である場合において、株主総会において議決権を行使することができる事項について制限のある種類の株式（以下この条において『議決権制限株式』という。）の数が発行済株式の総数の 2 分の 1 を超えるに至ったときは、株式会社は、直ちに、議決権制限株式の数を発行済株式の総数の 2 分の 1 以下にするための必要な措置をと

---

351 岩原紳作〔編〕『7　会社法コンメンタール　機関［1］』（商事法務、2013 年）140 頁（加藤貴仁執筆）。

352 なお、議決権制限株式を発行する場合には、定款にて、①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当該種類株式につき議決権の行使の条件を定めるときはその条件を規定し、発行可能種類株式総数も定款に定める必要がある（108 条 2 項 3 号）。

らなければならない」であり、従前の商法から以下の 3 点が改正された。①発行制限の対象を公開会社に限定したこと、②単元株制度採用会社についても発行済株式総数を基準に発行制限を課すことに統一されたこと、③発行制限を超えて議決権制限株式が発行された場合の法的効果について明記されたことである。

まず、①議決権制限株式の発行制限対象から非公開会社が外された理由としては、非公開会社においては、株式の譲渡制限によって、会社にとって株主として好ましくない者が株主になることを阻止することができることから、株式の取得を認めた上で議決権を制限することについて規制を設けておく必要性が乏しいことが挙げられる[353]。

次に②についてであるが、単元株制度採用会社についても発行済株式総数を基準とする内容に改正された。これは単に、1 単元を基準とする旨を定めていた旧商法 222 条 6 項[354]が会社法に受け継がれなかった結果であり[355]、議決権制限株主が議決権を行使できる場合につき、その議決権数に上限を設ける必要性は乏しいためであると説明されている[356]。しかし、議決権制限株式の発行制限の基準が単元数から株式数に変更されたという点は、実際には規制が強化されたと考えられる。

例えば、議決権制限株式である A 種類株式を 90,000 株、普通株式を 10,000 株発行し、A 種類株式の 1 単元当たりの株式数を 100 株、普通株式の 1 単元当たりの株式数を 10 株とする会社を考えると、A 種類株式の単元数は 900、普通株式の単元数は 1,000 となる。このとき、議決権制限株式は発行済株式総数の 90%を占めることになるが、単元数を基準に考えれば、議決権制限株式は総単元数の約 47%である[357]。会社法制定以前では、単元数を基準に考えるため、このようなアレンジメントは議決権制限株式の発行制限に反しないということになるが、会社法では株式数を基準に考えるため、上記の会社を例にすれば、当該会社は議決権制限株式たる A 種類株式が発行済株式総数の 90%を占めるが、この比率を 50%以下にしなければならないことになる。このことからすると、見方によれば議決権制限株式の取扱いについては、旧商法と会社法とでは規制強化がなされているとする主張も正しいように思われる[358]。

こうした会社法が抱える新たな不整合、すなわち、議決権制限株式に関しては規制強化を行ったと考えられる一方で、複数議決権方式については従前の商法の姿勢が踏襲されたという点については、どのように考えられるであろうか。加藤は、会社法は完全な議決権が株式に付与されている限り、議決権配分に関するアレンジメントについては干渉を行わ

---

353 酒巻＝龍田・前掲注（307）131 頁（伊藤靖史執筆）。

354 旧商法 222 条 6 項
前項の規定に拘らず一単元の株式の数を定めたる会社に於ては議決権制限株式に付て存する単元の数は発行済株式の全部に付て存する単元の数の二分の一を超ゆることを得ず。

355 酒巻＝龍田・前掲注（307）131 頁（伊藤靖史執筆）。

356 江頭・前掲注（280）148 頁。

357 同上 10 頁注 5 参照。

358 加藤・前掲注（320）10 頁注 5 参照。同趣旨の内容として、証券取引法研究会〔編〕「種類株式 1（平成 17 年 6 月 24 日〔含　討論〕）」『会社法・証券取引法の諸問題シリーズ　新会社法の検討――ファイナンス関係の改正――』別冊商事法務 298 号（2006 年）25-26 頁（前田庸・龍田節・洲崎博史発言）。

ない姿勢を採用している可能性を指摘している[359]。換言すれば、会社法上、株主の議決権配分に対する「基本的態度」が不明確で曖昧である点に問題がある[360]。商法から会社法へと新たに法の枠組みが刷新される機会において、議決権制限株式については発行制限を課し、さらに強化する方向へと進める一方で、複数議決権方式については事実上「黙認」するという姿勢は、複数議決権方式を積極的に推進すべきとする本稿の立場からしても、釈然としない。

（五）平成 17 年会社法における株主平等原則の明文化とその解釈

1　会社法における明文化

最後に、株主平等原則について触れる。株主平等原則は 109 条に規定された。同条 1 項は、「株式会社は、株主を、その有する株式の内容及び数に応じて、平等に取り扱わなければならない。」と規定し、これが株主平等原則を表したものと考えられている。

株主平等原則は会社法の制定に伴って新設された規定である。とはいえ、株主平等原則は、会社法制定以前より、商法上の大原則として位置付けられており、会社法の制定によって初めて誕生した法原則ではない。例えば、ロエスレルは、「利足及び利益配当は各株主に就て払込たる高に応じ、平等に各株主中に分つべし。各株式は皆同一なり。故に株主の損益配分を受る権利義務もまた異同あることなし」と述べており、明治 23 年商法草案を作成する上で既に、株主（株式）の平等という観念を念頭に置いていたのである。株主平等原則に関しては、その論点も多岐に亘るが、本稿では、伝統的な株主平等原則の解釈等について触れた後、現在、同原則はどのように位置づけられているのかについて端的に説明した上で、本稿との関連で重要な種類株式・単元株制度と株主平等原則との関係について検討を行うに留めることとする。

2　伝統的な株主平等原則の解釈

株主平等原則が会社法の中に明記される以前においても、株主平等原則は従来から学説のなかにおいてその存在が認められていた[361]。鈴木（竹）によれば、株主平等の原則とは、「株主は、株主としての資格にもとづく法律関係については、原則としてその有する株式

---

359 同上 5 頁。

360 同上 9 頁。

361 布井・前掲注（349）58 頁。なお、商法上、株主平等原則について一般的に明言した規定は存在しなかったが、株主の議決権（241 条 1 項）や利益配当請求権（293 条）、残余財産分配請求権（425 条）、新株引受権（280 条）に関しては、持株数に応じて権利を有するという意味で株主平等原則が表れていたと解釈されている。森本滋「株主平等原則と株式社員権論」商事法務 1401 号（1995 年）3 頁、森淳二郎＝上村達男〔編〕『会社法における主要論点の評価』（中央経済社、2007 年）105 頁（末永敏和執筆）。この点、上村は、これらの商法上の規定は株主平等原則が存在することを確認し得る「徴表」であり、かかる諸規定は株主平等原則の理念を具体的に体現したにすぎないと主張していた。上村・前掲注（151）15 頁。

の数に応じて平等の取扱を受ける[362]」とした。鈴木（竹）は、一般の団体における社員平等原則と対比し、株式会社は「社員が多数でかつ資本的にのみ会社に関与するため、平等待遇の標準が頭数ではなく、各株主の有する株式の数に求められる点（相対的平等）、ならびに、株主間に人的関係がなくしかも多数決の原則が広く行われるため、多数決の濫用から一般株主をまもる作用を営む点」に特色があるとする[363]。多数決の濫用から一般株主を保護する作用を持つという意味は、株主は出資の割合に応じて株式を取得するのであるから、多くの出資をした者が多数の株式を持つことになるが、当該株主が多数の議決権を濫用して少数株主の権利を抑圧することが考えられる。その場合において、株主総会決議の内容が株主平等を侵害するようなものであれば、株主平等原則により、そのような決議は無効とされる[364]。

鈴木（竹）は、多数決の濫用から株主を保護し、その権利は侵害されてはならず、平等に取り扱うべしとする株主平等原則とは、「株主の地位が……均一な割合的単位の形をとり、したがって各株の包含する権利が同一であること（株式の平等）をその帰属者である株主の面から表現したもの」と捉えていた[365]。こうした株主平等原則の根底には「法の理念たる衡平（Billigkeit）」[366]があり、この衡平の理念が、株式会社においては、各株主が保有する株式の数に応じて平等の取扱いを受けるべきことを支えていると説明される[367]。

そして、鈴木（竹）は、株主平等原則をより具体的に解釈するために、当該原則をさらに 2 つに分けて説明している。まず、株主平等原則の第一は「各株式の内容が原則として同一であること」を意味するとした。次に、株主平等原則の第二として、「各株式の内容が……同一であるかぎり同一の取扱がなされるべき」であるとした[368]。このことから、優先株式や後配株式といった数種の株式等は、株主平等原則の第一の点、「各株式の内容が原則として同一であること」に反する株式であるが、これらは「法の認める態様」であって、当該原則の例外に当たるとの解釈を示した[369]。また、株主平等原則の第二の点、「各株式の内容が同一である限り同一の取扱いを行う」からすると、株主総会決議や取締役の業務執行行為により、株主の不平等待遇を定めることは無効であるが、不利益な待遇を受ける株主が種類株主総会決議により当該不平等待遇を承認したのであれば、そうした不平等待遇も有効であると解し[370]、「法の明文の定めがある場合および法の規定からその許容が推認できる場合」には株主平等原則に反しないとしている[371]。

さらに、鈴木（竹）は、こうした株主平等原則は、「予めなす定款の定めにまで法の干

---

362 鈴木竹雄『新版　会社法　全訂第 5 版』（弘文堂、1999 年）88 頁。
363 同上。
364 稲葉・前掲注（286）298-299 頁、江頭憲治郎＝中村直人〔編著〕『論点体系　会社法 1』（第一法規、2012 年）299-300 頁（鈴木隆元執筆）。
365 鈴木（竹）・前掲注（362）88 頁。
366 鈴木竹雄「株主平等の原則」法學協會雜誌 48 巻 3 号（1930 年）15 頁。
367 同上 15-16 頁。
368 鈴木（竹）・前掲注（362）88 頁、同上 30 頁。
369 鈴木（竹）・前掲注（362）88 頁、前田庸〔著〕『会社法入門　第 12 版』（有斐閣、2011 年）88 頁。
370 鈴木（竹）・前掲注（362）89 頁。
371 同上 90 頁。

渉行はれて必ずしも当事者の任意を認めず、換言すれば平等の原則が広汎なる範囲に於て強行法にまで高められて居る[372]」と指摘しているように、株主平等原則は「強行法の世界[373]」にあるとして論じられていた。株主平等の原則は、商法上明文規定があるものではないものの、その効力は強行法的に発揮され、当該原則に違反する行為は無効であるという理念を有していると解されていた。そして、株主は、株主としての資格に基づく法律関係について、その有する株式数に応じて平等な取扱いを受けるのであって、株主平等原則には、上記 2 つの意義を有するという考え方が、会社法制定以前における当該原則の意味するところであったと思われる[374]。

他方で、学説上その存在が支持されていた株主平等原則それ自体に異を唱える者がいた。松本烝治は、「資本団体としての株式会社における株主平等原則は、正義衡平の観念の要求するところであるが、正義衡平の観念、公序良俗の観念の標準以外に、株主平等原則を云々するのは無用の拘束であり、かえって、個々の場合における実際の便宜に反し、正義衡平自体に反する結果を招来することなきことを保し難いのである。これを要するに株主平等の原則なるものは解釈上は寧ろこれを排斥すべきものである」と指摘した[375]。松本の見解は、当時の株主平等原則の画一的・硬直的な理解に対し、そのような取扱いは法定事項に限定すべきであって、それ以外の事項については、正義衡平の理念に従って、個別的、合理的に処理すべきであるとする[376]。松本は個別的な場合に応じて正義衡平や公序良俗といった基準で定款規定の内容や株主総会決議の効力を判断すべきであるとし、株主平等原

---

372 鈴木（竹）・前掲注（366）23 頁。

373 山下・前掲注（125）137 頁（上村達男執筆）。なお、上村は強行法性を有する株主平等原則を必要とするか否かの違いは、「違法な決定ないし行為を確実に違法視し得る個別救済法理の発展とその実効性に対する評価ないし信頼の相違にある」としている。英米では株主平等原則が今なお存在しないのは、個々の決定ないし行為が、fair, just and equitable であるかを確実に判定し、それを実効的に運営できるからであり、定款自治ばかりが強調され、一部の株主ないし出資者による専制的な会社支配に対する実効的な法的対応が取られておらず、あるいは少数株主の利益が不当に侵害されてもそれを牽制・抑制する実効的な法理が機能していないところでは、株主の形式的な不平等取扱いをもって、それだけで違法と推定し、当該取扱いが正当であることの立証を求める必要があるとする。それゆえ、日独のような「後進資本主義国」では強行法的な株主平等原則が必要とされていると主張している。上村・前掲注（151）18-21 頁を参照。

374 稲葉・前掲注（286）298-299 頁。この点、森本は、①法定の株主平等原則（株主の議決権や残余財産分配請求権等に係る商法上の規定）は私的所有権秩序をその法理的基礎とし、株主の財産権としての持分権を保護するため、持株数に比例した厳格な平等取扱いが要求される一方、②株主の監督是正権は株主民主主義の理念を基礎に頭数平等主義が原則とされるが、濫用ないし不適切な行使を防止し、これを健全な経営コントロール制度とするため、少数株主権化等の修正がなされるとする。そして、③これらとは別に、団体の法律関係を律する衡平ないし信義誠実の原則から、株主を公正妥当に取り扱い、原則として株主を持株数に関係なく平等に取り扱うことが要請されるとして、株主平等原則の内容を 3 つに分類している。森本・前掲注（361）5 頁。こうした森本の解釈に対する反論として、山下・前掲注（125）145-147 頁（上村達男執筆）参照。

375 松本烝治「株式会社に於ける定款自由の原則と其例外」同『商法解釈の諸問題』（有斐閣、1955 年）217 頁。

376 酒巻＝龍田・前掲注（307）109 頁（森本滋執筆）。

則を肯定した場合の硬直性というデメリットの存在から、株主平等原則自体を否定する理論を展開したとして注目が集まったが、正義衡平や公序良俗といった一般条項で個々の事例を判断することはむしろ困難であるとされ、結局、学説の支持を得られなかった[377]。この背景には、少数株主に対する救済手段が不足しており、この当時の法制度では合理的な救済を図ることが困難であったという事情も関連していると思われ、上村の主張するように、株主の形式的な不平等取扱いをもって、それだけで違法と推定し、当該取扱いが正当であることの立証を求める[378]、株主平等原則を観念する必要があったと考えられる。

3　現在の株主平等原則の解釈

松本のような反対説はあったものの、基本的には学説上、その存在が肯定されていた株主平等原則であるが、会社法の制定に伴い、明文で株主平等原則が規定されることになった[379]。そこで、まずは当該原則に関する立案担当者の見解について触れる。会社法の立案担当者は、「会社法においては、旧商法とは異なり、①同一の種類の株式を有する株主について株主ごとに異なる取扱いをすることを許容し（会社法 109 条 2 項）、②種類株式の内容をより一層多様化する等、形式的な株主平等原則と抵触するおそれのある制度が設けられている。また、会社法においては、株式制度全般について、より利用しやすく、かつ、多様な内容の株式を発行することができるようにするための見直しを行っていることから、その権利内容によっては、実質的に株主の平等が害され、その利益が害されることも考え

---

377 南保勝美「新会社法における株主平等原則の意義と機能」法律論叢 79 巻 2・3 合併号（2007 年）343 頁。

378 上村・前掲注（151）18-21 頁。

379 末永は、従来、内容の異なる株式はそれ自体が株主平等原則の例外であるとされ、種類株式として商法上例外的な規定が置かれていたのに対し、会社法ではその例外が 109 条 1 項のなかに取り入れられた観があるとし、そのことが従来考えられていた株主平等原則の内容や適用範囲に微妙に影響を与えているとして、109 条 1 項が従来の株主平等原則の考え方をそのまま反映したものではないと解釈している。森＝上村・前掲注（361）106-107 頁（末永敏和執筆）。また、大杉も 109 条が会社法に規定されたからといって、株主平等原則に関する解釈に終止符が打たれたわけではないとする。むしろ、109 条の規定は、近時の基本法令の現代語化に共通して行われた法制面での技術的統一（最近の法制執務に則した表記・形式の整備）の一環として位置付けられるとしている。大杉謙一「新会社法における株主平等の原則」新堂幸司＝山下友信〔編〕『会社法と商事法務』（商事法務、2008 年）3 頁。村田は「会社法においては、種類株式制度の領域に代表されるように、個別制度に関する規定整備（規律の柔軟化・精緻化）が大きく前進している……一般的に、個別規定の整備は、一般規定の直接的適用対象の範囲を縮減させる。つまり、会社法では、株主平等原則の範囲に関して、個別規定の整備による一般的規定の直接的射程対象の縮小と、一般規定の明文化が同時に達成されたわけであり、その結果、一般規定の適用対象は、明文化にともなう文言解釈上の制約と、同原則の例外を定める個別規定への適用領域の移譲という二重の効果によって、各段に限定されたものと理解される」とする。具体的な解釈については、村田敏一「株主平等原則の謎――会社法 109 条 1 項の解釈論として――」私法 74 号（2012 年）280-288 頁参照。この他、株主平等原則と会社法 109 条との関係について、同条は株主平等原則を解する上で誤解を招きかねない条文であるとの批判として、近藤光男〔著〕『最新株式会社法　第 8 版』（中央経済社、2016 年）58-59 頁参照。

られる。こうした状況を踏まえ、会社法においては、株主平等の原則について、明文の規定を設けている（会社法 109 条 1 項）。具体的には、株式会社は株主をその有する株式の内容および数に応じて平等に取り扱うべきことを定め、これにより、異なる内容の種類株式については異なる取扱いができることを明確化するとともに、同じ内容の株式については株式数に応じて平等に取り扱うべきことを明らかにしている」と説明する[380]。

このように、立案担当者の解釈では、基本的には、同一の内容を有する株式間では、保有する株式の数に応じて平等に取り扱うこととし、種類株式のように、普通株式とは内容が異なる株式が存在したとしても、株式の内容が異なるのであれば、普通株式と異なる取扱いがなされても、株主平等原則に反しないとした。従来の株主平等原則の解釈では、種類株式のように、普通株式と異なる内容を有する株式は株主平等原則に反するものの、商法上特に認められた株主平等原則の例外であるとされていた。この点について、会社法では、内容の異なる株式は株主平等原則の例外という扱いではなく、そもそも株主平等原則に反しないと位置づけられた点が重要である[381]。

さて、会社法では原則的には株主が保有する株式の内容および数に応じて、平等に取り扱わなければならないということが明確に規定されたが[382]、株主平等原則の効果について考えてみよう。従来の学説では、株主平等原則の意義は、鈴木（竹）が指摘しているように、会社における多数決の濫用から少数株主の利益を保護するという点にあるとされる[383]。こうした意義は会社法の下においても同一であると考えられる。株主総会決議や取締役会決議において多数決により可決されたとしても、それが株主平等原則に反する場合には、当該決議の効力は否定されることになる。

しかし、株主にとって不利益となる場合であっても、当該不利益を被る株主が承認しているのであれば、そうした不利益な取り扱いは株主平等原則に反することにはならないと解されている[384]。また、会社法上の明文規定に従い、特定の株主にしか権利行使できない場合であっても、会社法が特に株主平等原則の例外を設けたものとして、当該原則には反しないとされる（例えば、少数株主権[385]、株主提案権[386]等）。

---

380 相澤哲〔編著〕『一問一答　新・会社法〔改訂版〕』（商事法務、2010 年）54-55 頁。
381 前田・前掲注（369）90 頁。
382 この点、葉玉は、株主平等の原則の第 1 の意義について、「株式会社は、各株主の個性に着目することなく、同じ内容を有する株主については、数のみに着目した取扱い」をしなければならないとする。葉玉匡美『新・会社法　100 問［第 2 版］』（ダイヤモンド社、2006 年）170 頁。原文の「数に応じて」ではなく「着目して」と読み替えている点について、批判がなされている。酒巻＝龍田・前掲注（307）108 頁（森本滋執筆）。
383 鈴木（竹）・前掲注（362）88 頁。
384 同上 88 頁、弥永真生『リーガルマインド　会社法　第 14 版』（有斐閣、2015 年）29 頁。
385 会社法 297 条
1 項　総株主の総議決権の百分の三（これを下回る割合を定款で定めた場合にあっては、その割合）以上の議決権を六箇月（これを下回る期間を定款で定めた場合にあっては、その期間）前から引き続き有する株主は、取締役に対し、株主総会の目的である事項（当該株主が議決権を行使することができる事項に限る。）及び招集の理由を示して、株主総会の招集を請求することができる。
386 会社法 303 条

しかし、鈴木（竹）のように、株主平等原則は衡平の理念より導かれし原則であるとする主張に対しては反論がなされている。例えば、上村は、株主平等原則の根拠を正義・衡平といった理念に置く以上、その理念は商法という一実定法より上位の理念であるから、その例外は商法で規定したという形式的な理由のみで正当化できるとは考えられないとし、株主平等原則の例外とされる諸規定は、本来正義・衡平・自然法の観点からするとこれらに反する不正義・不衡平な事項に関するが、何らかの理由により、特に例外として認められたという位置づけになるとし、そこで、上村はこの何らかの理由を「立法政策以外には考えられない」と指摘した[387]。また、神田は、正義や衡平といった理念的な考え方に基づいて株主平等原則を論じることは「あまり意味があるとは思われない」とし、むしろ株式会社における株主平等原則は「技術的な要請」に基づいて認められるべき原則であるとする[388]。神田は、株主平等原則は「株式が株主の地位を均一的な割合的な単位としたものであることを裏から表現したものであると解すべきである」とし、当該原則が存在しなければ、「株主と会社との法律関係や株式の譲渡等を合理的に処理できなくなり、ひいては誰も安心して株式会社に株主として出資できなくなって株式会社制度が成り立たなくなることに繋がる」と指摘している[389]。

確かに、株主の権利内容が、株式を取得した人物等によって変化してしまうのであれば、誰もが安心して株主になれず、積極的な投資の妨げになるであろう。裏を返せば、株主としての地位が明らかであって、かつ確保されているのであれば、株主となる者は自らが行使できる権利内容を予測することができることになる[390]。それゆえ、神田は、会社法における株主平等原則は、従来の株主平等原則の第一の意味である、「各株式の内容が原則として同一であること」という要請は株主平等原則とは直接の関係性はないと切り捨て、むしろ第二の意味にあたる、各株式の内容が同一である限り同一の取扱いがなされるという点こそが、株主平等原則の意味するところであるとした[391]。同様の見解として、田中亘は、株主平等原則の機能は「株式投資の収益に予測可能性を高め、株式投資を促す」ことにあるとした。大株主が持株比率以上の会社の利益の分配に与ることが事実上可能になるとすれば、他の株主は株式投資からほとんど収益を期待できないもしくは収益予測が極めて困難になる。このような観点から、田中亘は、株主平等原則は、こうした株式投資のリスクを軽減し、株式投資を促す機能があると指摘している[392]。

2項　前項の規定にかかわらず、取締役会設置会社においては、総株主の議決権の百分の一（これを下回る割合を定款で定めた場合にあっては、その割合）以上の議決権又は三百個（これを下回る数を定款で定めた場合にあっては、その個数）以上の議決権を六箇月（これを下回る期間を定款で定めた場合にあっては、その期間）前から引き続き有する株主に限り、取締役に対し、一定の事項を株主総会の目的とすることを請求することができる。この場合において、その請求は、株主総会の日の八週間（これを下回る期間を定款で定めた場合にあっては、その期間）前までにしなければならない。

387 上村・前掲注（151）15-16頁。

388 神田・前掲注（111）71-72頁。

389 同上。

390 稲葉・前掲注（286）301頁。

391 神田・前掲注（111）72頁。

392 伊藤靖史ほか『会社法　第3版』（有斐閣、2015年）90頁（田中亘執筆）。同様の

このように、株主平等原則については様々な解釈がなされているが[393]、会社法制定にあたって株主平等原則を明文化した背景には、当該原則を明文化することにより、当該原則自体を文言解釈によって変更したり、限定したりする可能性を導いたという指摘がある[394]。会社法（商法も含む。）は常に、その時代のニーズや、時代に沿わない制度を取捨選択し、適宜改正の対象となっていることはこれまで論じてきたところである[395]。これまで明文化されてこなかった株主平等原則が法定されたことで文言解釈の対象として明確化され、また当該原則自体も柔軟に解釈されるのであれば、株主平等原則が明文化された意義も高まるであろう[396]。換言すれば、株主平等原則を明文化することにより、かつての不文大原則であった株主平等原則に関するドグマから解放させ、条文を合理的に解釈することを可能にしたとすれば、極めて重要な明文化であったと言えよう。

4　種類株式・単元株制度と株主平等原則上の争点

さて、前述のように、会社法制定以前の解釈では、数種の株式（種類株式）は株主平等原則の例外という位置づけにあり、特別に商法上認められているという立場にあったが、会社法の下では、種類株式は以下のように解釈されている。前田は、会社法 109 条 1 項が株主を、その保有する「株式の内容」および数に従って平等に取り扱わなければならないと規定されていることから、種類株式も、その内容に応じて平等の取扱いをすべきであるため、その取扱いは株主平等原則の一環としての意味を有するとし[397]、種類株式は株主平等原則の例外という位置づけではなく、株主平等原則の範疇にあると解釈している。前述のように、神田は、従来の学説における株主平等原則の第一の意味「各株式の内容が原則として同一であること」は、株主平等原則が法技術的な面から導かれる原則であるという観点に基づき、そもそも株主平等原則とは直接の関係はないと考えていることからすると、神田の見解でも、種類株式は株主平等原則の例外という位置づけにはない[398]。

種類株式は株主平等原則に反しない株式であるのか、それとも株主平等原則に反するものの、例外として発行が認められている株式であるのか議論が展開されているわけであるが、会社法の下においては、同法 109 条 1 項の解釈として、種類株式は株主平等原則の例

趣旨として、関俊彦『会社法概論　〔全訂版〕』（商事法務、2007 年）61 頁、大杉・前掲注（379）7 頁。

393 会社法における株主平等原則の具体的な解釈については、大杉・前掲注（379）9 頁以下、森本滋「会社法の下における株主平等原則」商事法務 1825 号（2008 年）4 頁以下も参照のこと。

394 岩原紳作「新会社法の意義と問題点　1 総論」商事法務 1775 号（2006 年）11 頁。

395 大杉は、「商法・会社法の改正の歴史は、曖昧な大原則をなるべく具体的な場面に即した実定法規に置き換え、事前のルールの明確性と事後の事案処理の安定性を向上させようとするものであった」と主張している。大杉・前掲注（379）4 頁。

396 同上 3-4 頁。

397 前田・前掲注（369）88 頁。

398 この点、近藤は、種類株式は株主平等原則の例外という位置づけをしており、また宮島も種類株式は株主平等原則の例外として把握しているようである。近藤・前掲注（379）59 頁、宮島司『新会社法エッセンス』（弘文堂、2005 年）98 頁。

外ではなく、株式の内容に応じて平等の取扱いをすることで良いとする見解が主流であると思われる[399]。そうすると、会社法の下での株主平等原則は、株主は同一の内容を有する株式という条件の下においては、持株数に応じて平等に取り扱われなければならないということであり、種類株式に関しても、その種類の特性に応じて、合理的な差別的取扱いがなされるのであれば、株主平等原則に反しないということになろう[400]。敢えて、種類株式制度を例外的な制度であると主張するのであれば、それは株式の均等性に対する例外であるということができるであろう[401]。会社法が株式の数だけではなく、「内容」に応じて平等に取り扱うと規定されたのは、多種多様な種類株式が法定化されたことに伴い、資金調達の便宜や当該株式のニーズがあることから、合理的かつ弾力的な運用を確保し、解釈上の問題を解消するという目的があるのであって、「内容」に係る文言にそれ以上の意義を与える必要はないということである[402]。

次に、単元株制度は株主平等原則に反しないのかという点が問題になる。A 種類株式と B 種類株式が存在し、1 単元当たりの株式数に差異を設けることで B 種類株式は A 種類株式の 10 倍の議決権を有する場合において、その他の権利内容は A 種類株式と B 種類株式は全く同一であるとき、こうした株式設計は株主平等原則に反しないと言えるのであろうか。結論から述べると、会社法の下において、株主平等原則は前述のように、株式の内容・数が異なるのであれば、異なる取扱いがなされても当該原則には反しないことが明文化されたわけであり、また、単元株制度は 1 株 1 議決権の例外（会社法 308 条 1 項ただし書）[403]と定められていること、種類株式ごとに異なる単元株式数を設定することが合法なものとして認められていることから、単元株制度を利用して実質的な複数議決権株式を設計しても、直ちに当該原則に反するものではない（株主平等原則の例外[404]）という位置づけになろう。ただし、単元株制度を導入する際には株主平等原則が働くことは確かであるため、ある株式について、株主ごとに単元株式数を変えるような定款の定めをすることは株主平等原則に反するため、許容されない[405]。

このように、単元株制度は株主平等原則に反しないとしても、稲葉は、単元株式数の設定如何により、株主の出資が議決権数にそのまま反映しない事態が起こり得る点について警鐘を鳴らしている。稲葉は、株主平等原則の適用が除外される場合においても、「その目的に沿った合理的な制度設計が求められる」とし、また「その合理性の説明が問題になる」と主張しているが[406]、他方で株主平等原則の適用を考えるに当たっては「公正性・必要性・合理性等の要素を勘案しつつ、バランス感覚を保って考慮する必要がある[407]」とし

---

399 酒巻＝龍田・前掲注（307）112-113 頁（森本滋執筆）。
400 同上 112 頁（森本滋執筆）、大杉・前掲注（379）7-11 頁。
401 酒巻＝龍田・前掲注（307）113 頁（森本滋執筆）。また、八木弘「株主平等原則と固有権」田中耕太郎〔編〕『株式会社法講座　第 2 巻』（有斐閣、1956 年）432 頁参照。
402 酒巻＝龍田・前掲注（307）113 頁（森本滋執筆）。
403 江頭＝中村・前掲注（296）80 頁（中西敏和執筆）、
404 北村雅史「株主平等原則」浜田道代＝岩原紳作〔編〕『会社法の争点』（有斐閣、2009 年）46-47 頁。
405 山下・前掲注（302）179 頁（久保大作執筆）。
406 稲葉・前掲注（286）303-304 頁。
407 同上 303 頁。

ている。

複数の種類株式を発行している会社が定款で単元株制度を採用する場合、種類株式ごとに 1 単元当たりの株式数を設定しなければならないため、議決権の多い株式と議決権の少ない株式が創設され得ることになる（会社法 188 条）。上述のように、単元株制度は、株主管理コストや取引単位の観点から政策的に導入された制度である。また、普通株式と優先株式との間で株式の価値が極端に異なる場合に、その価値に合わせるように 1 単元当たりの株式数を設定することにより、議決権の価値の平等性もまた、確保されることになる[408]。その意味では、単元株制度自体には合理性が認められよう。そして、結果的に、種類株式ごとに議決権数に差異が生じてしまうことに関しては、株主の有する株式の数のみに応じて別異の取扱いをするのではなく、株式の内容ごとに異なる取扱いをするものであるのであって、株主の個性に着目したものではないから、株主平等原則に反するものではないことになる[409]。

ただし、稲葉の主張するように、株式設計に係る政策やその対応に対する公正性・必要性・合理性が存在したとしても、「バランス感覚」が重要になる。会社法 188 条 2 項および施行規則 34 条において 1 単元当たりの株式数は 1,000 及び発行済株式総数の 200 分の 1 に当たる数と制限されており、また次章において検討を行うように、実質的な複数議決権株式を発行している会社が議決権の少ない株式を上場するに当たっては、東証は上場審査等に関するガイドラインにより厳格に上場の是非が問われることになっている（ただし、上場審査等に関するガイドラインの個々の内容に関しては、議論の余地がある。この点については、次章を参照のこと）。以上を勘案すれば、単元株制度を利用して異なる内容の議決権を有する種類株式を複数発行しても直ちに株主平等原則に反するとは言えないが、運用に当たっては先の「バランス感覚」をもって、常に単元株制度の運用のあり方を吟味し続ける必要はあると思われる。

最後に、単元未満株主の議決権についてであるが、かつての単位株制度においても似通った議論が存在した。すなわち、単位未満株式の議決権を剥奪することは財産権の侵害であり、株主平等原則に反するという主張である。この問題につき、鈴木（竹）は、単位株制度は株式併合のプロセスとして、自益権については従来の株式を単位として処遇するが、共益権については、一定数の株式をまとめたものを単位として処遇するという考え方に立っているのであり、また、零細株主に対し、単位未満株式という形で投資を継続する自由を保障し、かつ売却または買増しのいずれを選ぶか、またその時期を何時とするかについても、その自由な判断をできるだけ尊重しようとしており[410]、かつ立法としても制度化していることから、株主平等原則には反しないとした[411]。

では、単元未満株主の議決権を剥奪することは、株主平等原則に違反するのであろうか。会社法 189 条 1 項は「単元株式数に満たない数の株式（以下、『単元未満株式』という。）を有する株主（以下、『単元未満株主』という。）は、その有する単元未満株式について、株主総会及び種類株主総会において議決権を行使することができない」と定めている。本

408 稲葉威雄「会社法の論点解明（10）」民事法情報 255 号（2007 年）33 頁。
409 葉玉・前掲注（382）171 頁。
410 鈴木（竹）・前掲注（362）149 頁。
411 同上 90 頁。

条は、単元株制度を採用した会社における、単元未満株式の取扱いに関する規定であり、単元未満株主には議決権がないことを明記している。単元株制度を採用する場合、議決権は1単元につき1議決権であるため、単元未満株式について議決権が付与されないことは制度採用の当然の帰結である[412]。また、単元株制度は株主管理コストの削減という趣旨を持つ制度である以上、その趣旨を徹底するのであれば単元株式数に満たない株式についてはその権利をなるべく削減することが望ましいとも言える[413]。単元未満株主については、コスト削減という会社全体の利益と、リスク負担に応じた収益権・監督権の確保という個々の株主の利益とをどのように調和させるのかという問題があるが(会社法189条2項以下、会社法施行規則35条)[414]、議決権を剥奪することは単元株制度を採用する場合には法によって認められた議決権制限であるため、株主平等原則には反しないという帰結になる。

第三節　小括

株式会社における議決権の定めが最初に登場したのは、明治5年の国立銀行条例においてであり、初めて1株1議決権原則が明示された。この背景には、米国のナショナル・カレンシー・アクトを参考に国立銀行条例を制定したため、株主の議決権も同法に従い、1株1議決権になったという事情が存在する。しかし、その後、大株主の権利濫用問題が生じたことで、純粋な1株1議決権ではなく、大株主の議決権制限を通じて会社の資金調達問題に対応しつつ、一般の株主・投資家の投資意欲を助長させるべきとの考えが生まれるに至った。そうした事情があり、明治9年に国立銀行条例が改正されると、株主の議決権配分は原則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。こうして、外国法の継受と修正から始まった株主の議決権については、明治23年に誕生した商法典において、まず、1株1議決権原則が打ち立てられたのであるが、株主の議決権制限については以下のような変遷があった。

まず明治23年商法および明治32年商法では、定款で11株以上保有する株主の議決権が制限された。議決権制限の背景には、大株主が存在すると、その他の少数株主の意見が経営に反映されなくなることや資本集中の道具としての株式会社の機能が発揮されにくくなることから、一般投資家の投資機会を保障すべきであるとの思想があった。そうした背景には、大株主の横暴を抑制するという趣旨もあり、また、明治政府による諸外国の法律

412 江頭＝中村・前掲注（296）82頁（中西敏和執筆）。
413 酒巻俊雄＝龍田節〔編〕『逐条解説　会社法　第3巻』（中央経済社、2010年）15頁（前田雅弘執筆）、山下・前掲注（302）184頁（久保大作執筆）。単元未満株主については、議決権の存在を前提とする権利（出席権、質問権等の株主総会への参与権や株主提案権等、議決権を基準とする少数株主権）がないとしても、株主総会決議取消訴権（会社法831条）に関しては意見が分かれている。通説は単元未満株主に議決権が存在しない以上、当該権利も存しないという解釈である（江頭・前掲注（280）300頁、前田・前掲注（369）139頁）。しかし、少なくとも、株主総会決議の内容に瑕疵が存在する場合（同条1項2号・3号）には、当該権利行使を否定すべきではないとする見解も存在する。上柳ほか・前掲注（145）329頁（岩原紳作執筆）、酒巻＝龍田・前掲注（413）18頁（前田雅弘執筆）。
414 山下・前掲注（302）184頁（久保大作執筆）。

書の翻訳を通じて、外国では大株主の議決権を制限する潮流があることを知ったことを契機に、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。

このことは、1 株 1 議決権からの乖離が認められていたという意味で極めて重要な事柄であると言えよう。すなわち、株主の議決権を「制限する」制度枠組みが認められたということは、議決権を制限された株式を基準に考えれば 1 議決権を有する株式は、議決権が「加重された」ものとなるはずであるから、株主の議決権を「加重する」制度枠組みも、受け入れる余地があったということになる。よって、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。視点を変えれば、上記のように株主の議決権を加重する余地は「既に存在していた」と理解することもできると思われる。

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、1 株保有するものが株主総会の運営を妨げる事態が多発したことに対応したものであり、大株主の議決権行使を制限しようとする性質のものではなかったものの、会社支配ないし会社への経営参加に関わる権利の行使について、会社が定款自治により一定期間の資本的貢献を求め得ることを明らかにしたものであり、大株主ではなく、少数株主であっても議決権が制限される場合があることを明確化した点に意義がある。

また、昭和 13 年改正商法にて導入された無議決権株式は、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株式である。経営者としても、無議決権株式の発行は議決権数に変動を来さないことから、安定した経営権を維持するのに都合が良かったが、無議決権株式が大量に発行されると、議決権を有する少数の株主が会社を支配しつつ、議決権を持たないその他の株主が出資した資金を利用して経営権を濫用するおそれがあるため、当該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。

そして、この頃になると、学識者のなかで複数議決権株式に関する議論が登場するようになる。一般的には、優先株式の内容は財産的利益に限定されるため、株主の議決権が他の株式よりも優越する複数議決権株式は一切認められないとする見解が通説であった。しかし、大隅は、理論的には優先株式をそのように狭く解釈し、議決権において優越する株式を優先株式から除外すべき理由はないと主張していた。大隅は、複数議決権株式は大株主の支配権を確立させ、大株主の専横を助長する効果を有しているものの、外国資本に対する敵対的買収防衛策として有効であることから、複数議決権株式の発行を肯定的に見ていた。また、松本も昭和 13 年商法改正要綱に掲げられた株式間の「差」の解釈につき、財産上の利益以外の「差」、すなわち株主の議決権の差異も包含され得ると指摘していた点も興味深い。結局、昭和 13 年改正商法で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が、これが解釈上の不整合を惹起していることは上述の通りである。

昭和 25 年改正商法では、上記議決権制限について大幅な修正が加えられた。株式の保有数に従った議決権制限と保有期間に基づく議決権剥奪は共に認められなくなり、純粋なる 1 株 1 議決権原則が法定されたのである。その根底には、株主が株式の保有数に従い議決権を行使することが当然であって、議決権行使に制限を課すことは不当であるから、株主権を尊重すべしとの思想や、実務的に見ても、議決権制限を課す会社が稀であり、明文

で議決権制限を認めることの意義が希薄化したという事情もあったが、戦後復興に向けた外国資本の導入において、大株主の議決権制限が障害となっていたという事情も挙げられる。昭和 25 年改正商法における大株主の議決権制限撤廃という動きは、会社や株主の意向に沿った法改正であったというよりも、むしろ政治的なニュアンスが込められていたのであって、1 株 1 議決権に収斂していったのは、政策的な要請に基づくものであると言えるかもしれない。

また、無議決権株式についても制度が改められ、利益配当に関する優先株式についてのみ無議決権とすることができると改められ、優先配当が滞った場合には議決権を復活させることとされた。なお、授権資本制度および無額面株式制度が採用されたことに伴い、無議決権株式の発行制限については発行済株式総数の 4 分の 1 に変更された。これらの点に関しては、特に、利益配当に関してのみ、無議決権株式とすることができると改正された点が重要であり、この当時、株式に議決権が付与されていない代償として配当の優先性が存在すると考えられたことに基づくものと言えよう。

昭和 56 年商法では、株主の議決権や種類株式についての変更はなかったが、新たに単位株制度が導入された。これは株主の管理費用の削減・合理化を目的とするものであり、将来 1 単位の株式数を 1 株に併合することを見据えた暫定的かつ過渡的な制度であった。単位株制度はその本質は単元株制度とは異なる別個のものであるが、株主権を行使させるのに相応しい出資単位を確立しようとした点で正当な改正であり、それゆえ単位未満株式を有する株主には議決権行使が認められなかった。このことから、単位株制度は、単元株制度に繋がる契機となった制度として、重要な改正であったと評価できる。

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 に引き上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、一層の資金調達の利便性を図る制度改正がなされたと言える。また、この平成 2 年は大小（公開・非公開）会社区分立法の本格的な出発点となった年であるとも言える。発起人の人数制限の撤廃、最低資本金制度の導入、そして株式譲渡制限会社における新株引受権の法定は、いずれも小規模閉鎖会社立法としての側面を強く有していると考えられる。これらは、株式会社に対する規制は一律に行うのではなく、個々の会社の規模に応じて、個別的な取扱いを行うという体制の表れであると同時に、公開会社と閉鎖会社という区分を明確化し、個々の会社形態に応じた対応を図ろうとする法整備の意図が垣間見られる。そうした意図の根底には、会社の形態ごとに業務運営の簡素合理化を行い、会社の財務基盤を強化する一方で、債権者保護の効果を高めんとする目的がある。しかし、一連の大小（公開・非公開）会社区分立法においては、中堅企業という区分は意識されておらず、「大規模公開」、「大規模閉鎖」、そして「小規模閉鎖」という 3 つのカテゴリーのいずれにも該当しない、中堅企業をどのように取り扱う必要があるかという問題が存在する。

平成 13 年 6 月の第一次改正では、本稿にとって非常に重要である単元株制度が導入された。単元株制度は定款により一定数の株式を「1 単元」とする制度である。ただし、1 単元の株式の数を大きく設定しすぎると株主の議決権を不当に奪うという結果に至るため、1 単元の株式の数を制限することとし、具体的には、1,000 および発行済株式総数の 200

分の 1 に相当する数を超えてはならないと定められた。そして、株式会社が複数の種類株式を発行する際には、個々の種類株式に 1 単元当たりの株式数を設定することが義務付けられた。その趣旨としては、異なる種類株式間で株式の価値に差異がある場合、その差異が著しいにもかかわらず、すべての種類株式につき一律に一単元の株式数を定めて一議決権を付与すると、むしろ種類株主間に実質的な不平等が生じるおそれが存在するため、そうした不平等を是正できるように種類株式ごとに 1 単元当たりの株式数を設定することにしたものであると説明されている。こうした改正は、おそらくは立法技術上の問題から、必ずしも立法趣旨通りの条文の文言とはなっていないものの、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。

平成 13 年の一連の改正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・ストックが発行できるようになり、無議決権株式が議決権制限株式として整理され、また新たに拒否権付株式などの株式が創設されたのである。本稿との関連では議決権制限株式が重要であり、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や、利益配当優先株式でなくとも無議決権株式として発行することができるようになったこと、さらには発行制限に関しても、発行済株式総数の 2 分の 1 までに拡大され、そして議決権復活条項も削除されたことが特筆すべきことである。平成 13 年の一連の改正は、種類株式の自由化・活用促進という政策に舵を切った点が極めて重要であると考えられ[415]、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った点が特筆される。議決権制限株式をはじめ、平成 13 年の商法改正は種類株式制度の自由化を加速させ、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、議決権制限株式の発行限度規制が以下の 3 点について改正された。①公開会社以外の会社については議決権制限株式の発行限度規制自体が撤廃されたこと、②単元株制度を採用している会社についても、発行限度規制の基準が発行済株式総数に統一化されたこと、③議決権制限株式の発行限度規制である発行済株式総数の 2 分の 1 を超えて議決権制限株式が発行された場合の法的効果について明文化されたことである。③については、従来の規定では発行限度を超えてはならない旨が記されていたに留まり、実際に超えた場合の効果が不明確であった。会社法では、議決権制限株式が発行済株式総数の 2 分の 1 を超えて発行されるに至った場合には当該株式数を限度以下にするために必要な措置を講じなければならないと規定され、事後的な是正が義務付けられた。

---

415 宍戸は、わが国の会社法改正の歴史は法と実態との乖離を前提に、実務界からの改正要望に応える形での「需要牽引型（demand pull）」と、立法者が政策的見地に基づいて、一定の方向に実務を誘導しようとする形での「政策誘導型（policy push）」の改正に分かれていると言い、1990 年代の一連の商法改正のほとんどが需要牽引型の改正であり、その結果、無自覚に会社法の任意法規化が進んだと評価している。しかし、1990 年代の一連の改正は、基本的には法と実態との乖離を政策的に埋めようとする点もあったことから、実務の需要を先取りしている点もあるとして、需要牽引型と政策誘導型の混合的な改正であると指摘している。宍戸善一「Ⅰ　中間試案の検討　種類株式、ストック・オプション等の自由化」ジュリスト 1206 号（2001 年）39 頁。

さらに、会社法においては、株主平等原則が明文化された。学説においては既に当該原則の存在については広く理解されていたが、会社法制定に伴い同原則が法定されたことにより、その解釈・範囲については今なお多くの議論を巻き起こしている。種類株式や単元株制度と株主平等原則との関係性について、これらは株主平等原則の例外であるのか、それとも株主平等原則にはそもそも反しないものであるかは、論者によって異なるが、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る方が、最終的には会社、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実現できることになるであろう。非公開会社以外の株式会社に関しては、株主平等原則以外にも会社の経営や株式に関する制度設計を強行法的に規律する制度枠組みが数多く規定されているが、そうした限られた枠内においてどのような制度設計を行うかについて検討することは個々の会社に委ねられている。とりわけ、単元株制度を用いることにより、これまでの株主の議決権のあり方を根本から変える株式設計が解釈上認められるに至り、投下資本と比例しない議決権を特定の株主に付与する場合には、その取扱いを株主や一般投資家に受け入れてもらえるだけの合理的な説明・情報開示が必要になる。稲葉の主張するような「バランス感覚」というものが、今後一層重要な要素となってくるであろう。

以上に見てきたように、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 議決権の絶対的原則という位置付けが変更された。結局、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、株主の出資に相当する分の議決権を割り振ることが妥当であるのかどうか、妥当でないとしたらどのように配分するかが模索されてきたと思われる。それがこの国における株主の議決権の歴史であり、一義的に述べることが困難な所以である。藤田は、株主の有する危険資本の大きさ（株式数）に比例して議決権を割り振るというルール――すなわち、1 株 1 議決権原則――は、一種の「割切り」方として合理的であると言えそうであるとしつつも、もし「割切り」であるとしたら、当事者の取決めによって、1 株 1 議決権原則から乖離することを厳格に規制する必要があるのかと疑問を呈している[416]。この「割切り」という視点は、1 株 1 議決権からの乖離は果たして厳格に規制されるべきなのかというドグマに対し、一石を投じる価値があると思われる。すなわち、歴史を振り返れば、明治 23 年に旧商法が制定された時点において既に 1 株 1 議決権からの乖離は認められていたことからすると、その後昭和 25 年において 1 株 1 議決権からの乖離を禁止する流れも、単なる 1 つの通過点としての「割切り」に過ぎない。平成 13 年改正商法にて導入された単元株制度を利用した複数議決権方式も、そもそも、1 株 1 議決権原則自体が割切り方のルールに過ぎないため、「今の時代における議決権のあり方」として認められて然るべきと思われる。

平成 2 年改正商法以降、種類株式の活用に向けた取り組みがなされており、株式会社が柔軟に株式設計を行えるように制度改正がなされてきたことは、大いに評価されるべきことである。しかし、大小（公開・非公開）区分立法の点においても確認したように、種類

416 藤田・前掲注（318）21 頁。

株式を積極的に活用して効率的に資金調達を行い、会社規模を拡大させ経済成長の実現に貢献し得る会社、中堅企業の存在にはあまり目を向けられることはなかった。そうした会社に対しては、未だ具体的な対応が採られているとは言い難い状況にある。平成 2 年改正商法も、主眼はあくまでも公開会社やベンチャー企業であり、中堅企業にとってみれば、「他人事」に過ぎなかったのではなかろうか。本稿のテーマであるファミリー中堅企業の立ち位置を理解する上で、少なくとも会社法上は中堅企業に対する具体的な配慮がなされていないという評価をすることができるであろう。

昭和 25 年の商法改正以降、維持されてきた絶対的な 1 株 1 議権原則は、平成 13 年の商法改正により事実上の複数議決権株式の発行が可能になったことで、終止符を打たれた。このことはすなわち、株式会社における株主の議決権のあり方について会社に選択の余地がほとんどなかった状態から、事実上の複数議決権株式という選択肢を採ることが可能になったことで、会社が株主の議決権のあり方について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、従来の絶対的な 1 株 1 議決権原則に会社法上の風穴が開いたと評価することができる。株式の種類については、未だ、限定列挙であり、完全に自由に株式の内容を創意工夫できるわけではないが、株式の内容の選択肢は相当拡大・緩和され、会社がその必要性に応じて工夫することも、相当程度可能になった。非公開会社については、その緩和の恩恵をフルに利用することが出来るが、公開会社においては、会社法上の制約が課せられている。さらに、事実上の複数議決権株式を利用して上場する場合には、東京証券取引所の上場審査等に関するガイドライン等に基づく審査に認められる必要がある。このような会社法以外の面での規律は存在するものの、少なくとも、平成 13 年の商法改正により、初めて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ったということである。

そこで、次章では、日本で唯一、事実上の複数議決権株式を利用して上場を果たした株式会社サイバーダインの上場事例と東京証券取引所による事実上の複数議決権株式を利用する会社の上場審査等に関するガイドライン等について詳細な検討を行う。

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

第一節　サイバーダインの複数議決権方式について 2
一．サイバーダインの概要 2
（一）サイバーダインの機関構成 3
（二）サイバーダインの役員構成および株式発行状況 4
二．サイバーダインの上場に至るまでの議決権種類株式を巡る議論状況 7
（一）概要 7
（二）上場制度整備懇談会における議論 8
（三）上場制度総合整備プログラム 2007 12
（四）実務者懇談会における議論 13
（五）上場制度総合整備プログラムに基づく業務規程等の一部改正 20
（六）複数議決権方式を用いた新規上場が立ち遅れた理由および背景 26
三．サイバーダインが用いた複数議決権方式の内容 27
（一）目的 27
（二）議決権 28
（三）キャッシュ・フローに対する権利 32
（四）取得請求権 32
（五）譲渡制限・取得条項 33
（六）普通株主による種類株主総会決議の排除 36
四．サイバーダインが採用したスキーム解消手段について 38
（一）概要 38
（二）ブレークスルー条項 38
（三）サンセット条項 40
第二節　平成 26 年の東京証券取引所上場審査等に関するガイドライン改正について 43
一．上場制度懇談会における議論 43
二．上場審査等に関するガイドラインの改正 45
（一）議決権種類株式を利用する「必要性」 45
（二）議決権種類株式を利用する「相当性」 52
（三）情報開示 55
（四）その他 60
第三節　小括 65
一．東証による複数議決権方式を採用する会社の上場審査について 65
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 66

第一節　サイバーダインの複数議決権方式について

一．サイバーダインの概要

CYBERDYNE 株式会社（以下、サイバーダインとする）は平成 16 年 6 月に医療・福祉・介護分野向けロボットスーツの開発・製造・販売を目的として設立され、同社の社長には山海嘉之氏（以下、山海社長とする）が就任している[1]。山海社長は平成 3 年から当該ロボットスーツ開発に着手し、人間とロボット、情報技術を複合融合させたサイバニクスという新しい学術領域を創出した。山海社長はこの領域を展開させ、その成果としてロボットスーツ「HAL（Hybrid Assistive Limb）」の開発に成功した。この HAL を事業展開すべく設立されたのがサイバーダインという株式会社である[2]。

設立から約 10 年後の平成 26 年 3 月 26 日、サイバーダインは東証マザーズに新規上場した。同社の新規上場に注目が集まったのは、先進機器分野における初の赤字上場という点もあるが、日本で初めて複数議決権方式[3]を用いた支配権維持スキームを採用し上場したという点にある。種類株式を用いた上場については、トラッキング・ストック（平成 13 年ソニー）を上場させたケースや、経済産業大臣に対して拒否権付株式（いわゆる黄金株）を発行したまま上場したケース（平成 16 年国際石油開発）、既に普通株式を上場している会社が無議決権優先株式を発行したケース（平成 19 年伊藤園）がある[4]。

本章ではサイバーダインが用いている複数議決権方式について検討を行うが、前提知識として、同社の機関構成や役員構成、そして株主構成について触れ、サイバーダインがどのようなガバナンスを行っているかについて確認する。また、サイバーダインが上場する

※本文中の下線部は、特に明記しない場合はすべて筆者による。

[1] CYBERDYNE 株式会社有価証券報告書（平成 28 年 6 月 27 日）5 頁。

[2] 同上 6 頁。

[3] 東京証券取引所の種類株式の上場制度整備に向けた実務者懇談会では、単元株制度を用いた複数議決権株式類似の株式設計を複数議決権方式と呼称している。よって、本章でも単元株制度を利用した、実質的な複数議決権株式のことを複数議決権方式と呼称する。東京証券取引所「議決権種類株式の上場制度に関する報告書」種類株式の上場制度整備に向けた実務者懇談会（平成 20 年 1 月 16 日）9 頁、戸嶋浩二「複数議決権方式による種類株上場の実務と展望」商事法務 2032 号（2014 年）81 頁。なお、戸嶋は平成 19 年から平成 20 年まで東証の上場部企画担当を経験し、サイバーダインの上場に関わった弁護士である。

[4] これら以外にも、近年ではトヨタが平成 27 年に発行した AA 型種類株式の発行が注目されている。当該株式は非上場株式であり、本稿では詳細に検討は行わないが、主な特徴としては次の 5 点が挙げられる。①普通株式と同一の議決権が付与されている、②譲渡制限が課せられ、非上場株式である、③剰余金分配についての優先権が付与されており、配当年率が 0.5%から始まり、1 年毎に 0.5%刻みで段階的に引き上げられる、④株主に発行から 5 年経過以降、毎年一定の時期において、普通株式、または発行価額および累積未払配当金・経過配当金の合計額に相当する額の金銭の何れかに転換することができる権利（取得請求権）が付与されている、⑤会社に、発行から 5 年経過以降、毎年一定の時期において発行価額等相当額の金銭により償還することができる権利（取得条項）が付与されている点である。太田洋「上場会社による種類株式の活用と課題〔下〕――株式の中長期保有促進に向けた動きとトヨタの AA 型種類株式――」商事法務 2086 号（2015 年）27 頁。

に至るまでの、東証を中心とする近年の日本における複数議決権方式を巡る議論状況について確認した後、同社の支配権維持スキームとその解消手段等について考察する。そして、平成 26 年の東証の上場審査等に関するガイドライン[5]（以下、新ガイドラインとする）改正について、改正内容と要件について個別に検討を行い、アメリカにおける複数議決権株式を巡る状況との比較のベースとして日本の状況を確認することとする。

なお、検討に当たっては東証のガイドラインを中心に精査するのであるが、2017 年現在において、複数議決権方式に係る上場審査基準を設けているのは、日本国内においては東証のみであるため、検討の対象は東証に限定するものとする。

（一）サイバーダインの機関構成

まず、サイバーダインの機関構成についてであるが、同社は監査役会設置会社である。同社の取締役会は少なくとも月 1 回は開催することを表明しており、迅速な意思決定と取締役の職務執行に関する監督を行うとしている[6]。取締役会は、3 名の社外取締役を含む 7 名の取締役で構成されている。監査役会は 3 名の社外監査役で構成され、取締役会での積極的な意見参加を求めることにより、経営監視機能の強化を図っている[7]。

サイバーダインの創業者である山海社長は国立大学法人筑波大学の教授でもあり、また同社は当該大学と特許権に関する独占的実施許諾契約等を締結することで特許技術の利用を行っているので[8]、筑波大学との関係に係る利益相反を防止する観点から、同大学と関係性の無い、独立した社外取締役の人数が、大学との利害関係者を除く社外取締役以外の取締役の人数と同数以上になるように維持することとしている（下記表 1 を参照）。平成 26 年 6 月時点において、同大学と関係性のない独立社外取締役の人数は 3 名であり、他方で大学との利害関係者（2 名）を除く社外取締役以外の取締役の人数は 2 名となっている[9]。これにより、筑波大学との利益相反に係る取締役会決議時には、社外取締役が否決することを可能としている[10]。

さらに、サイバーダインは、少数株主保護の観点から、山海社長および同氏が代表理事を務める 2 つの一般財団法人（以下、これらをまとめて山海財団法人とする）[11]、ならび

---

[5] このガイドラインとは、有価証券上場規程に基づき、上場審査等に関して必要な事項を定めた上場規則である。東証は、上場審査等を行うに当たり、当該ガイドラインによることを基本とした上で、公正な価格形成および適正な流通の保持という市場における取引の安定性ならびに投資者の権利および利益の保護という、投資者の保護に資するように運用することを十分に踏まえて、新規上場申請者等の上場適格性について審査を行う旨を表明している（新ガイドライン総則より抜粋）。ガイドラインの全文は、以下の URL を参照のこと。http://jpx-gr.info/rule/tosho_regu_201305070042001.html

[6] CYBERDYNE 株式会社「新株式発行並びに株式売出届出目論見書」（平成 26 年 2 月）72 頁。

[7] 同上 72 頁。

[8] 同上 41 頁。

[9] サイバーダイン・前掲注（1）55 頁。

[10] サイバーダイン・前掲注（6）72 頁。

[11] 山海社長が代表理事を務める、一般財団法人山海健康財団および一般財団法人山海科学

に山海財団法人の評議員、理事および監事が同社と取引を行うことについて何らかの決定を行う場合は、社外取締役および社外監査役で構成される委員会の事前承認を得た上で、取締役会の決議を得る必要があるとしている[12]。

このような機関構成に加え、サイバーダインは、同社の先進技術が人の殺傷の為に利用されたり、軍事転用されたりする危険性があることから、その様な利用を未然に防止するために平和倫理委員会を設置している。当該委員会は同社の代表取締役社長および全ての社外役員で構成され、企業行動規範で定める「医療、介護、災害復旧」という事業領域以外に該当する可能性のある事業に参入する際、同社の先進技術が人の殺傷や兵器利用等に利用されないかどうか、審議・検証し、その判定結果を取締役会に報告するとしている[13]。

（二）サイバーダインの役員構成および株式発行状況

続いて、サイバーダインにおける役員構成および株式発行状況について確認する。サイバーダインの役員ならびに役員の保有株式は次の表の通りである。

【役員ならびに役員の保有株式の状況】

役名	氏名	筑波大学との関係性	所有株式数（株）
代表取締役社長	山海嘉之	有 (筑波大学教授)	普通株式 42,000 B 種類株式 77,696,000
取締役	市橋史行	無	普通株式 20,000
取締役	宇賀伸二	無	普通株式 60,000
取締役	河本弘明	有 (筑波大学助教)	普通株式 14,000
社外取締役	中田金一	無	–
社外取締役	吉田和正	無	普通株式 60,000
社外取締役	今井光	無	–
常勤監査役	藤谷豊	無	–
監査役	ケース・ フェレコープ	無	–
監査役	岡村憲一郎	無	–

技術振興財団であり、保有株式数は平成 28 年 6 月時点で 4,000 株である。サイバーダイン・前掲注（1）26 頁。

[12] サイバーダイン・前掲注（6）72 頁。

[13] 同上 72 頁。

〔表 1〕[14]

サイバーダインが発行している株式は普通株式と B 種類株式の 2 種類である。平成 28 年 3 月末時点におけるサイバーダインの普通株式の発行済株式数は 137,347,609 株[15]、B 種類株式の発行済株式数は 77,770,000 株であり、山海社長は普通株式および B 種類株式の発行済株式総数の 38.2%にあたる、普通株式 42,000 株と B 種類株式 77,696,000 株を有している。普通株式の単元株式数は 100 株、B 種類株式の単元株式数は 10 株であるため、山海社長は普通株式分で 420 議決権、B 種類株式分で 7,769,600 議決権を有し、同社の議決権総数の 86.09%を掌握している。このことから、山海社長は取締役の選任および組織再編を含む、株主総会の決議事項を自らの議決権行使により可決させることが可能になっている[16]。また、前述のように、普通株式に比べて議決権数が 10 倍である B 種類株式は山海社長だけでなく、山海財団法人も当該株式を保有している（4,000 株）。

【普通株式保有状況】

区分			株主数（人）	所有単元数（単元）	所有株式数の割合(%)
株主の状況（1 単元＝100 株）	政府･地方公共団体		－	－	－
	金融機関		16	184,695	14.71
	金融商品取引業者		57	57,104	4.55
	その他の法人		400	308,533	24.57
	外国法人等	個人以外	177	275,129	21.91
		個人	63	907	0.07
	個人その他		60,920	429,172	34.19
	計		61,633	1,255,540	100.00
	単元未満株式の状況(株)		－	22,000	－

〔表 2〕[17]

【B 種類株式保有状況】

区分		株主数（人）	所有単元数（単元）	所有株式数の割合（%）
株主の状況（1 単元＝	政府・地方公共団体	－	－	－
	金融機関	－	－	－

[14] 同上 70-71 頁を参考に筆者作成。
[15] CYBERDYNE 株式会社「2017 年 3 月期第 3 四半期報告書」（2017 年 2 月 14 日）6 頁。
[16] サイバーダイン・前掲注（1）25-26 頁。
[17] 同上 45 頁を参考に筆者作成。

100 株）	金融商品取引業者		−	−	−
	その他の法人		2	400	0.01
	外国法人等	個人以外	−	−	−
		個人	−	−	−
	個人その他		1	7,769,600	99.99
	計		3	7,770,000	100.00
	単元未満株式の状況（株）		−	−	−

〔表 3〕[18]

続いて、サイバーダインの大株主の状況は次の表の通りである。

【大株主の状況】

氏名又は名称	所有株式数（株）（普通株式・B 種類株式合計）	発行済株式総数に対する所有株式数割合（%）
山海嘉之	77,738,000	38.24
大和ハウス工業㈱	27,690,000	13.62
日本トラスティ・サービス信託銀行㈱	8,627,300	4.24
GCAS BANA LONDON US CLIENT（常任代理人　メリルリンチ日本証券㈱）	3,726,000	1.83
日本マスタートラスト信託銀行㈱（信託口）	3,667,200	1.80
STATE STREET RONDON CARE OF STATE STREET BANK AND TRUST, BOSTON SSBTC A/C UK LONDON BRANCH CLIENTS UNITED KINGDOM（常任代理人　香港上海銀行東京支店）	3,363,400	1.65
ドイツ証券㈱	2,793,400	1.37
BBH FOR MATTERS JAPAN FUND（常任代理人　㈱三菱東京 UFJ 銀行）	2,303,900	1.13
UBS AG LONDON A/C IPB SEGREGATED CLIENT ACCOUNT（常任代理人　シティバンク銀行㈱）	2,246,910	1.10
日本トラスティ・サービス信託銀行㈱（信託口 9）	2,070,500	1.01

[18] 同上 45 頁を参考に筆者作成。

計	134,226,610	66.03

〔表 4〕[19]

特筆すべきは、筆頭株主である山海社長の持株比率である。上記表のように、山海社長は普通株式および B 種類株式併せて発行済株式総数の 38.24%を保有している。この数値が大きいかどうかについては一考の余地があると言えよう。というのも、一般的に、複数議決権株式のような支配権維持スキームは僅少な出資で支配権を獲得・維持しうるという点が問題視されており、無議決権株式については、そうした観点から発行規制が設けられているのが現状である。それゆえ、支配権を掌握している者が、どの程度の出資を行っているかという点が重要になってくる。この問題については、実際に複数議決権株式を発行している会社との比較が必要となってくるが、日本ではサイバーダイン以外に比較対象が存在しないため、アメリカの実務から考察するほかない。アメリカの実例との具体的な比較は次章において行うこととする。

詳細については後述するが、平成 26 年の東証の新規上場ガイドブックには、新ガイドライン Ⅱ 6.（4）a に関連し、複数議決権方式を用いて新規上場する必要性を判断する際に、経営者の持株比率が 50%を下回ることが見込まれるかどうかという目安がある。これは経営者の持株比率が 50%を下回る見込みを、将来の資金調達計画と関係で示すことにより複数議決権方式を利用する必要性を確認することとされている。この点については、第二節二.（一）議決権種類株式を利用する「必要性」の項目を参照のこと。

二. サイバーダインの上場に至るまでの議決権種類株式を巡る議論状況

（一）概要

東証が最初に議決権種類株式に関する上場制度を整備したのは平成 20 年のことであるが、それに先立ち整備されていたのは、優先株式に関する上場制度である。昭和 51 年 8 月、東証は「優先株に関する有価証券上場規程の特例」の制定を始めとする所要の改正を行った。当該改正の狙いは、「証券発行の多様化と投資者の投資物件の多様化に資するため、優先株を本所に上場し、その売買取引を行うこととするために必要な規則を制定」することにあった[20]。当該上場制度整備に従い、日立造船等が優先株式の上場を行っている[21]。

さらに、東証は、既に株式を上場している会社が新たに優先株式やトラッキング・ストックを上場する場合を対象とする規定を設けた（有価証券上場規程（以下、規程とする）第 3 編以下）。また、上場会社が拒否権付株式を発行する場合につき、買収防衛策に関する上場制度整備の一環として、平成 18 年の改正により、「株主の権利内容及びその行使が不当に制限されているとして施行規則で定める場合」（規程 601 条 1 項 17 号）に適合

19 同上 46 頁を参考に筆者作成。

20 具体的な上場規則・上場廃止基準に関しては、山一証券経済研究所「六、特殊な株式」商事法務 773 号（1977 年）43 頁を参照のこと。

21 宮下央＝松尾和廣「上場制度と種類株式」商事法務 2123 号（2017 年）24 頁。

する際には上場廃止事由に該当する（規程施行規則 601 条 14 項 3 号）とした上で、規程施行規則 601 条 14 項 3 号ただし書により「株主及び投資者の利益を侵害するおそれが少ないと当取引所が認める場合は、この限りでない」とした。つまり、規程上は、上場会社による拒否権付株式の発行が全く認められないわけではないが[22]、事実上禁止されていると言うことができる。

このように、東証は既存の上場会社が種類株式を発行する場合に関する定めについては徐々に規程を改正して対応したが、議決権種類株式[23]を利用して新規上場する場合の上場要件等については、具体的な議論を行ってこなかった。商法改正によって、設計の自由度が高まった種類株式を、どのようにして上場制度に受容していくかが当面の課題として残されていたのだが[24]、漸く議論が開始されたのは平成 18 年のことであり、その背景には度重なる商法改正と会社法の制定による種類株式の自由化、そして敵対的企業買収に対する危機感の高まりがあったという[25]。これらに加え、議決権種類株式を利用した上場に対するニーズという点も挙げられる。事業計画の遂行の上で経営者・創業者の属人的な能力が前提となっている会社は、支配権を維持するということが、成長の大前提となっている。

しかし、事業計画遂行の最中に資金調達が必要となると、借り入れ余力がなければ、経営者は自身の持分を希薄化させたり、資産を売却したりする他ないが、そうなると今度は経営それ自体が立ち行かなくなるおそれがある。そこで、経営者は商法改正によって導入された議決権種類株式を利用して、支配権を維持しつつ、上場させるという手段も視野に入れることになるが、その方法・態様が不明確であるという問題が存在していた。

他方で、議決権種類株式の利用に関しては、従来から様々なデメリットが指摘されていた。例えば、市場における株式取引を通じた支配権の移動を制約してしまうということ、コーポレート・ガバナンスの弱体化や、支配株主（経営者）と少数株主（一般投資家）との利益相反といった、市場や投資家に与える影響も見過ごすことはできなかった。そこで、東証は、①如何なる議決権種類株式の内容であれば、またどのような方法によるのであれば、株主の権利を尊重し、企業価値を向上させる株式と言えるのか、そして②どのような内容、場合であれば株主の権利を不当に侵害する発行形態であるのかという観点に基づき、議論を行うことになった。

（二）上場制度整備懇談会における議論

議論の始まりは平成 18 年 6 月に発表された東証の上場制度総合整備プログラムに遡る。当該プログラムでは、適時開示の充実や企業行動と市場規律の調和等のテーマに対し、そ

---

[22] 加藤貴仁「拒否権付種類株式、種類株主総会による取締役・監査役選任」浜田道代＝岩原紳作〔編〕『会社法の争点』（有斐閣、2009 年）45 頁。

[23] 議決権種類株式とは、議決権の有無や数について異なる内容を定めた種類株式のことであり、大別して議決権制限株式と複数議決権方式による種類株式に分けられる。吉井一浩「議決権種類株式上場制度の活用について」資本市場 347 号（2014 年）13-14 頁参照。

[24] 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（2014 年）26 頁。

[25] 戸嶋・前掲注（3）82 頁。

れぞれ「直ちに実施する事項（フェーズⅠ）」、「具体案の策定に向け問題点の整理を行う事項（フェーズⅡa）」、「検討に着手する事項（フェーズⅡb）」の三段階に分けていた[26]。このうち、議決権種類株式についてはその他の括りのなかで、「検討に着手する事項（フェーズⅡb）」として、種類株式の上場制度に関して基礎的な問題点の洗い出しを含めて討議し、「各種種類株式に対する上場制度のあり方について検討を行う」旨が表明されていた。具体的には既存の本則市場において扱うことのできる種類株式の範囲、あるいは別市場を開設する必要性の有無について、一般投資家と発行会社双方のニーズを踏まえて検討するとしていた[27]。

こうして、種類株式の上場制度のあり方について検討に着手するために、東証は神田秀樹教授ほか15名の有識者から成る上場制度整備懇談会を組織し、平成18年9月の第1回懇談会を皮切りに、種類株式を活用した上場制度の検討を開始した。その後、同懇談会は平成19年3月に上場制度整備懇談会中間報告（以下、中間報告とする）を発表し、議決権制限プラン[28]や複数議決権方式などの議決権種類株式を用いたスキームとその解消手段、上場審査に必要な要件等についての意見が明らかにされた。

この報告の中で、東証は議決権種類株式を利用した上場について、「議決権種類株式の上場は支配権の移動を制約するものであり、かつリスク負担と支配が比例しない点で、上場会社のコーポレート・ガバナンスに歪みを生じさせるため、必ずしも望ましいものであるとはいえない」とのスタンスを再確認した[29]。

しかし、上記のようなデメリットが存在する一方で、種類株式規制の柔軟化や買収防衛策への関心の高まりから、議決権種類株式の上場に対する社会的関心も高まっており、一般投資家のニーズもあること、そしてアメリカでは新規公開時に限って、議決権種類株式の上場が認められているという状況を勘案すれば、「議決権種類株式の上場を一律に制限することは適当ではない」と考えられるという結論に至った。新規公開時に限定すべきかどうかという点に関しては、少数株主の利益を損ねない場合や一定の周知期間を設ければ上場会社による議決権種類株式の利用を認めても良いのではないかという意見もあったが、既に投資している一般株主の利益を守るという観点から、当該株式利用会社の上場は、あくまでも新規公開の場合に限って認めるという意見が多数を占めた。

---

[26] 東京証券取引所「上場制度総合整備プログラム」（平成18年6月22日）2頁。
[27] 同上16頁。
[28] 議決権制限プランとは、株主が有する株式の数が発行済株式総数の一定割合未満（例えば20%未満。）であること」を、会社法108条2項3号ロにおける「議決権の行使の条件」として設定するスキームである。当該スキームを用いると、たとえ買収者が株式を大量に買付けたとしても、保有株式数が発行済株式総数の一定割合に到達した段階で当該株式の議決権を行使することができなくさせる点で、強力な買収防衛策となる。また、定款において例外を設けない限り、大株主が存在しなくなるという特徴もある。議決権制限プランの詳細は葉玉匡美「議決権制限株式を利用した買収防衛策」別冊商事法務295号（2006年）264-272頁を参照のこと。中間報告では、議決権制限プランは買収そのものを困難にするという点では複数議決権方式に類似するが、大株主による規律も働かないので支配権の移動可能性の不存在という点から望ましくないとされた。東京証券取引所上場制度整備懇談会「上場制度整備懇談会中間報告」（平成19年3月27日）18-19、21頁。
[29] 同上23頁。

こうした様々な意見を基に、懇談会は、以下のように議決権種類株式の上場に関する基本方針を示した。

①議決権種類株式の上場は「新規公開時にのみ」認められる。

②上場会社による上場株式より議決権の少ない株式の発行（およびその上場）については、株主の権利の不当な制限とならない場合に限る（一般投資家が選択的に投資することが可能になるような工夫が講じられることが望ましい）。

③新規公開時に議決権種類株式の上場が認められるとしても、そのスキームについては、議決権種類株式に伴う次の 2 点のデメリットを緩和する観点を中心にして、株主の権利を尊重したスキームの議決権種類株式の上場であると認められる必要がある。

（ⅰ）支配権の移動が制限されることによる株式売却の機会減少やコーポレート・ガバナンスの弱体化

（ⅱ）リスク負担と支配が比例しないことによるコーポレート・ガバナンスの歪み[30]

まず、①に関し、懇談会は既に投資を行っている一般株主の利益を守るという観点から、原則として議決権種類株式の上場は新規公開時にのみ認めるという方向性を掲げた。そこで、懇談会が示した基本方針にある「新規公開時」の内容について検討する。

中間報告によれば、新規上場であっても、他の証券取引所を経由して上場する会社（経由上場）や上場会社との合併等によって新規に上場する場合は、既に株主が存在する状態での上場であるため、既存の株主が存在しない状態での新規上場とは異なる取扱いをすることが適当であるとした[31]。すなわち、純粋な新規公開の場合に限定して、議決権種類株式の上場を認めるという方向性を提示したのである[32]。新規公開時に限定する理由が投資を行っている一般株主の保護のためであるという方向性からすると、株式公開買付け等により一般株主が存在しなくなった後の再上場であれば、当該再上場は新規公開時に該当するとも思われる。しかし、経営陣等による LBO の場合については利益相反の可能性があり、再上場の場合でも新規公開時に含まれると解釈すれば LBO を促進する可能性もあることから、この中間報告では検討の余地ありとして見送られた[33]。

次に②についてであるが、上場株式よりも議決権の少ない株式の発行およびその上場については、既存の（議決権の多い）株主の権利を毀損するものではないので認められるべきとされたが、市場に多種多様な株式が持ち込まれることは一般投資家の無用な混乱を招くことにも繋がりかねないため、例えば、種類株式の上場であることを一般投資家が理解しやすいように、従来の市場区分とは別に新たな市場区分を設けたり、独立した証券コードを与えたりするといった措置を採る必要があるとの意見が出された。上場株式よりも議決権の少ない株式は、基本的には既存の一般株主の権利を毀損するものではないため、認められても良いという方向性に議論は進んだが、議決権種類株式には様々なスキームが考えられるという点につき、例えば上場している株式から議決権の少ない株式への転換を可

---

30 同上 23-24 頁。

31 同上 24 頁脚注 75 参照。

32 この点、上場廃止となった会社の再上場については、今後の検討が必要であるとしている。同上 24 頁脚注 75 参照。

33 戸嶋浩二「種類株式の上場制度に関する検討状況――中間報告の方向性と今後の課題――」商事法務 1800 号（2007 年）19 頁。

能とし、当該議決権の少ない株式の配当を高く設定するなど、転換を促すスキームを採用した場合、結果的には一般株主の議決権を制限することにも繋がりかねないため、「株主の権利の不当な制限」とならない場合という制限を設けるという所で落ち着いた[34]。

最後に③に関して、中間報告では新規公開時に議決権種類株式のスキームを認める代わりに、議決権種類株式の導入によって生じるデメリット――支配権の移動の制約に伴う株式売却の機会減少やコーポレート・ガバナンスの弱体化、リスク負担と支配が比例しないことによるコーポレート・ガバナンスの歪み――を緩和する観点から、株主の権利を尊重するスキームであることを要求した[35]。

まず、（ⅰ）支配権移動の制約についてであるが、支配権の移動は、株主に対して時価よりも高い価格で株式を売却する機会を与える、シナジー（付加価値）を創出する、経営陣に対する規律として機能するという点において、社会的・経済的なメリットがあるとされる[36]。支配権の移動を制約することは、これらのメリットを失うことになるというのが中間報告における考え方である。

次に、（ⅱ）リスク負担と支配が比例しないことによるコーポレート・ガバナンスの歪みである。意思決定の最終的な効果はリスクを負担する者（利益分配または残余財産の分配に参加する権利を有する者）に帰属するという視点に立てば、リスク負担と支配は比例すべきであり、1 株 1 議決権の原則が妥当であるということになる。すなわち、リスク負担と支配が比例しない場合――1 株 1 議決権原則に則らない場合――には、リスクを負担しない者が自らコストを負担して経営を監視・規律することは困難であるので、株主によるガバナンスが効かない会社となる[37]。さらに、両者が比例関係に無い場合には、少数株主と支配株主の利益相反が強くなり、支配株主の権限濫用により少数株主が損害を被るおそれが高まることになる。この点については、少なくとも新規公開の時点で十分な開示がなされた上で、一般投資家が株式を取得するのであれば、たとえ両者が比例関係になくとも、株主はそのリスクを認識した上で購入するのであるし、また、創業者や親会社は新規公開時の株価が低くなる不利益を負担しているので問題はないとの見解もあった。

さらには、上場会社にリスク負担と支配の比例を求めるとすれば、支配権を維持したい創業者や経営者、親会社はそもそも上場という選択肢を採らないという可能性もあることから、国民経済的には潜在的な投資対象が失われることになるとの指摘があった[38]。そこで、中間報告では議決権種類株式の上場は、新規公開時という限定に加え、上記（ⅰ）（ⅱ）のデメリットを緩和するスキーム[39]が採られているのであれば、許容されるというスタン

---

34 同上 19 頁。
35 東証・前掲注（28）24 頁。
36 同上 21 頁。
37 同上 21-22 頁。
38 同上 22 頁。
39 中間報告の発表を受けて、戸嶋は（ⅰ）については①支配株主の同意があれば支配権の移動は可能であること、②上場させる株式が無議決権株式でなければ上場株式の保有者にも株式公開買付けにおける株式売却の機会があることから、それほど解釈上問題にはならないとしていたが、（ⅱ）については検討の余地があるとし、例えば議決権の割合を一定程度（1 対 2 や 1 対 10 など）に抑えるという手法があると指摘していた。戸嶋・前掲注（33）21 頁。

スを採るということに落ち着いた。

（三）上場制度総合整備プログラム 2007

東証は上記中間報告を受けて、平成 19 年 4 月 24 日に上場制度総合整備プログラムを公表した。当該プログラムでは、議決権種類株式の上場に関する今後の対応について、①直ちに実施する事項（第一次実施事項）と、②具体案を検討のうえ実施する事項（第二次実施事項）、そして③検討を継続する事項とに分けて、発表した。

まず、①直ちに実施する事項（第一次実施事項）としては、議決権に関する種類株式の上場を認める場合の要件等について具体的な検討を開始するとし、「新規公開時であっても上場が認められる種類株式のスキームに一定の制限を設けることとし、どのようなスキームであれば上場が認められるかについて、実務家・専門家らを交えて検討を開始する」とした。さらに、既に上場している会社による種類株式の発行等が認められない場合については、「『株主の権利の不当な制限』に該当する場合として整理する」とし、「『株主の権利の不当な制限』となる場合としては、原則として、上場会社が上場株式より議決権の多い種類株式を発行する場合や、上場株式の議決権を制限する場合などが想定される」とした[40]。

次に、②具体案を検討のうえ実施する事項（第二次実施事項）として、議決権に関する種類株式の上場に必要な要件等について以下の 6 点について整理を行うとした。（1）議決権に関する種類株式の上場が認められる場合について具体的に整理すること、（2）議決権に関する種類株式の発行・上場が認められる具体的なスキームを、新規公開の場合や上場会社が議決権の少ない株式を発行する場合などに分けて検討すること、（3）議決権に関する種類株式について必要とされる上場審査、上場廃止の各基準（例えば流動性基準等）について整理すること、（4）議決権に関する種類株式を上場する会社について、企業行動規範として求めるべき内容がないか検討を行うこと、（5）種類株式の上場であることを投資者が理解しやすいような表示上の工夫の方法について検討を行うこと、（6）上場した種類株式の指数等における取扱いについて整理すること、の 6 点である[41]。

最後に、③検討を継続する事項であるが、ここでは次の 2 点が挙げられていた。（ⅰ）普通株式を上場していない会社について、優先株式のみの上場を認めるべきかについての検討、（ⅱ）議決権に関する種類株式の上場に関するガイドラインを作成すること、である。（ⅰ）については、優先株式のみの上場の可否および優先株式のみの上場を認める場合の要件やスキーム等について上場規則の整備を行うとし、（ⅱ）については、実際に上場した事案に基づきガイドラインの整備を行うとした[42]。

東証は、上記の上場制度総合整備プログラム 2007 の方向性に従い、平成 19 年 6 月に「上

---

40 東京証券取引所「上場制度総合整備プログラム 2007」（平成 19 年 4 月 24 日）8 頁。
41 同上 8 頁。
42 同上 9 頁。

場制度総合整備プログラム 2007 に基づく上場制度の整備等について」を発表し、上場会社による種類株式の発行などに関する取り扱いを明確化するなどの対応を行うことを確認した。具体的には、「上場会社による種類株式の発行等の取り扱い」に関し、株券上場廃止基準 2 条 1 項 17 号に規定する「株主の権利内容及びその行使が不当に制限されていると当取引所が認めた場合」に、a. 上場会社が上場している株券を、定款変更その他の方法により、株主総会において議決権を行使することができる事項のうち、取締役の選解任その他の重要な事項について制限のある株式に変更する場合、b. 上場会社が、上場している株券より議決権の多い株式を発行する場合の 2 つが含まれることになると明示したのであった。この発表内容に基づき、平成 19 年 11 月 1 日付で東証は上場審査等に関するガイドライン（以下、旧ガイドラインとする）を施行した[43]。

（四）実務者懇談会における議論

さて、平成 19 年 11 月 1 日施行の東証の旧ガイドラインでは、上場会社については上記のような方法による株式の発行を上場廃止事由とすることを明確化したが、新規上場時の取り扱いについては引き続き検討することとされていた。そこで、中間報告およびプログラムの実行計画に基づいて、如何なる要件を満たせば、株主の権利を尊重した議決権種類株式と言えるのかについての基本的な考え方を整理することを目的にして、東証は平成 19 年 7 月に上場会社や証券会社、弁護士などの実務家・学識経験者で構成する実務者懇談会を設置し、計 8 回に亘る検討を経て、平成 20 年 1 月 16 日に議決権種類株式の上場制度に関する報告書（以下、実務者懇談会報告書とする）を公表した。さらには同年 4 月 28 日に「上場制度総合整備プログラム 2007（第二次実施事項）に基づく上場制度の整備等について」を発表し、上場制度の整備方針を決定した。

実務者懇談会報告書では、まず議決権種類株式を用いた上場について、想定されるスキームとしてどのような類型が存在するかについて確認した。同報告書では、中間報告においても取り上げられたように、会社法上、想定され得る議決権種類株式の類型としては 3 類型あり、①無議決権株式、②複数議決権方式、そして③議決権の行使を一定の条件にかからしめる議決権制限プランが考えられるとした。しかし、③については、例えば「株主が有する株式の数が発行済株式総数の一定割合未満（20%未満など）であること」を、議決権行使の条件として定めることが想定されるものの、③の類型は会社法 109 条 1 項に定める株主平等原則に抵触し得ることや、同条 2 項の公開会社でない会社にのみ認められている、議決権に関する「属人的定め」に該当するおそれがあること[44]、さらには会社法 115

---

[43] 東京証券取引所「上場制度総合整備プログラム対応及び組織体制の変更に伴う業務規程の一部改正等について」（平成 19 年 10 月 17 日）3 頁。

[44] 会社法 109 条
2 項　前項の規定にかかわらず、公開会社でない株式会社は、第百五条第一項各号に掲げる権利に関する事項について、株主ごとに異なる取扱いを行う旨を定款で定めることができる。
会社法 105 条
株主は、その有する株式につき次に掲げる権利その他この法律の規定により認められた権

条における議決権制限株式の発行数は発行済株式総数の 2 分の 1 を超えてはならないとの定めとの関連で適法性に疑義を唱える声が根強いとして、懇談会では③を上場要件の検討対象とはせず、今後の議論の動向を注視するとした[45]。なお、①から③以外の類型に関しては検討の対象ではなかったものの、今後の制度の帰趨を踏まえ、上場制度上の対応範囲を順次拡大していく事が望ましいとした[46]。

実務者懇談会報告書で検討対象とされた類型は上記①と②に限定するとして、次に上場の類型について考察された。すなわち、（1）新規公開時の利用と、既公開会社による利用、（2）議決権種類株式のうち一方だけを上場する場合と双方を上場する場合、（3）既公開会社が双方を上場する場合については、既に上場している株式より議決権の多い株式を上場するのか、それとも少ない株式を上場するかの組み合わせである。これらの組み合わせをまとめたのが下記の表 6 である。

分類		類型
新規公開時	議決権の少ない株式のみの上場	類型Ⅰ
	議決権の少ない株式と議決権の多い株式の同時上場	類型Ⅱ
新規公開時以外	議決権の少ない株式の上場	類型Ⅲ
	議決権の多い株式の上場	類型Ⅳ

〔表 6〕[47]

上記の類型Ⅰから類型Ⅳのうち、類型Ⅳの場合（上場会社が上場株式よりも議決権の多い株式を上場する類型。）は、既上場株式の保有者の利益を守るという観点から慎重な対応が必要であるとし、実務者懇談会では検討の対象から外すことが決定された。ただし、上場会社の安定株主の創出やその他の目的から、類型Ⅳを認めるべきとの意見も根強いため、今後継続して検討することが望ましいとされた[48]。

続いて、新規公開時の範囲について確認された。通常、新規公開時とは東証への新規上場時を指すと考えられるが、東証に対する新規上場時であっても、既存株主が存在する場合には、当該株主への考慮が必要となる。実務者懇談会報告書では、組織再編等により非上場会社が上場会社を吸収合併して新規上場する場合や、東証以外の国内外の証券取引所に上場している場合には既存株主が存在するため、これらのケースに該当する場合には「新

利を有する。
1　剰余金の配当を受ける権利
2　残余財産の分配を受ける権利
3　株主総会における議決権

[45] 神田秀樹教授を座長とする企業価値研究会の提言には、非効率的な支配権移転の防止策として、複数議決権株式の場合には複数議決権株式の議決権を総議決権の 3 分の 1 未満に制限し、かつ取締役会決議による取得条項を付すという案が提案されていた。企業価値研究会「上場会社による種類株式の発行に関する提言」（平成 19 年 12 月）8 頁。

[46] 東証・前掲注（3）8 頁脚注 18 参照。

[47] 同上 11 頁の表を引用した。

[48] 同上 11 頁。

規公開時」に該当しないとした[49]。

ただし、既存株主が存在しないとしても、議決権種類株式を用いて再上場することのみを目的とした安易な非公開化を防止すべきとの観点から、現金を交付して株主を排除するようなスクイーズ・アウトを伴う M&A のように、既存株主の利益を毀損させた上で再上場を果たすようなケースについても「新規上場時」として取扱うべきかについては慎重に考える必要があるとの意見があった[50]。しかし、この点については、非公開化した際の株主の利益保護は、議決権種類株式を用いて再上場するか否かにかかわらず、判断されなければならないことや、再上場申請に当たっては非公開化時の事情を慎重に審査することで株主の利益保護を図ることが可能であること、そして議決権種類株式を用いる場合には、通常の普通株式の上場以上に厳格な上場要件を満たさなければ上場審査を通過しないことを考えれば、現金によるスクイーズ・アウトを伴う M&A のように既存株主が存在しなくなった会社の再上場を新規上場と捉える方が、より適切であるとの結論に至った[51]。

そして、実務者懇談会報告書において最も重要と言えるのが、次の上場要件に関する報告である。これまでの上場制度整備懇談会における検討や、その中間報告、上場制度総合整備プログラム 2007 を踏まえ、実務者懇談会は具体的な上場要件の内容の検討を行っている。その具体的な内容について確認する前に、東証は、議論の大前提でもある、「上場要件による制約の必要性」について触れているので紹介しておきたい。

実務者懇談会における議論の過程においては、「新規公開時については、種類株式構造を前提に投資が行われるものであり、上場要件による制約を特に加える必要性はない」との見解のもと、「投資者による選別、市場価格への反映等に任せればよいという意見」があったようである[52]。これに対し、次の理由に基づき、東証は上場要件という形で一定の制約を行う必要性があるという方向に結論づけられた。すなわち、①東証は投資家保護に一定の役割を果たすことが期待されていること、②投資家や株主は、必ずしも十分な情報に基づき判断を下しているとは限らないこと、③1 つの会社が複数の種類株式を発行する場合には利害関係が複雑になるため、一定の事象が特定の種類株式に与える影響について判断するのは困難であり、投資商品としての魅力に欠ける可能性があることから、議決権種類株式の上場の採否に当たっては投資家保護の観点から必要と認められる一定の要件を満たす、株主の権利を尊重したスキームであることを東証が確認する必要があり、かつ対象となる株式も投資家にとって分かりやすい商品から順次解禁していくべきであるとの結論に至ったという[53]。なお、こうした東証が提示する上場要件に適合するか否かという判断基準は、実務者懇談会にて最初に提示された訳ではなく、中間報告および上場制度総合整備プログラム 2007 においても、この考え方が根底に存在した。実務者懇談会では、この点につき再確認したに過ぎないが、問題は「投資家保護」という趣旨に適うメルクマールの中身であり、投資家保護のためにどのような要件を課すことが妥当であるのかということが最も重要である。

---

[49] 同上 12 頁。
[50] 同上 12 頁。
[51] 同上 12-13 頁。
[52] 同上 13 頁。
[53] 同上 13 頁。

さて、実務者懇談会では、投資家に配慮するという方針をさらに具体化し、「支配権の移動の制約及び種類株主間又は支配株主と少数株主の利益相反関係の悪化をはじめとする、出資割合と支配比率の乖離の弊害の防止」を基本的な視点と捉え[54]、この視点に基づき、次の 3 つの方策、すなわち、（a）スキームの解消を可能とする方策、（b）極めて小さい出資割合による支配権の確保を制限する方策および（c）株主利益の保護のための方策に分けて、個々の項目につき具体的な要件が次のように提唱された。

まず、（a）スキームの解消を可能とする方策であるが、実務者懇談会報告書では①ブレークスルー条項、②サンセット条項、③譲渡等の際の転換条項が挙げられている。①のブレークスルー条項とは、「発行済株式総数のうち一定割合の株式を取得した者が現れた場合、議決権種類株式の構造を解消するスキーム」を指す[55]。ここでは議決権種類株式を用いた支配権維持スキームによる支配権の固定化を打開させるきっかけとなる出来事として、一定割合の株式を取得した者が出現した場合に支配権維持スキームが解消される効果を持つ条項が提案されている。ブレークスルー条項は、出資割合が少ないにもかかわらず過大な支配権を持つことは望ましくないことから、「一定割合しか出資していない支配株主は支配権を奪取される可能性があるものとすべきとの考え方」に基づいている[56]。もともとブレークスルー条項に類似するような規定は日本法のもとでは存在していないことから、当該条項を採用する場合には定款に定めておく必要があるため、手続上の煩雑さが存在することや、「一定割合」とは果たしてどの程度が妥当であるのかという問題はあるが、当該条項を採用することで、常に支配権が奪取される可能性があることを一般投資家に明示することができ、支配権維持スキームを採用しても永久的に継続し得るものではないと説明し得るであろう。とはいえ、実務者懇談会報告書においても指摘されているように、「買収者が登場しない場合」や「支配株主が一定割合以上の株式を保有する場合」にはブレークスルー条項が発動しないという点に留意する必要がある[57]。

次に、②のサンセット条項とは、「議決権種類株式導入の目的が終了した場合、同目的を逸脱した場合若しくは同目的を達することができないことが確定した場合、又はこれらの事由が生じたとみなすことのできる場合にスキームを解消させる方策」と定義されている[58]。議決権種類株式を利用して支配権を維持するということは、上場後も創業者の意思を継続させたり、中長期的な視野に基づいた安定的な経営を行ったりしていくことが、企業価値の向上に向けた取り組みをする上で必要であるとの前提に基づくが、そうした前提条件が消滅した場合にはスキームを解消するのが道理である。その意味で、サンセット条項は支配権維持の目的が何にあるのかを明確にするものであって、支配権を維持している状態があくまでも目的を追求するための例外的な状況であるということを裏付ける側面を有しており、実務者懇談会報告書でも挙げられているように、サンセット条項には目的が追求不可能となったといった状況を「いつ」、「誰が」、「どのように」判断するのかという手続的問題がある。同報告書では、そうしたバリエーションとして、（a）一定期間

54 同上 13-14 頁。
55 同上 14 頁。
56 同上 14 頁。
57 同上 14 頁。
58 同上 15 頁。

経過後に、株主が、1 株 1 議決権に基づく株主総会の特別決議等により判断するという、株主の意思に基づく「主体的な」方法と、（b）支配株主グループの発行済株式総数に占める保有割合が一定以下になった場合にスキームが解消されるという「客観的な」基準が示されている[59]。

続いて、③譲渡等の際の転換条項であるが、これは表 6 でいうところの類型Ⅰ、すなわち未上場会社が複数議決権方式を採用して議決権の少ない株式のみを上場させる場合に、議決権の多い株式を対象に転換条項を付すという要件である。これは議決権の多い株式を譲渡・相続する場合など、当該株式の保有者が変更される場合に、議決権の少ない株式に強制的に転換されるという効果がある。複数議決権方式が採用される背景には、経営者の属人的な性質に着目し、これまでの会社風土や理念を上場後も維持したいといった個別的な事情があるわけであるから、譲渡や相続などにより、複数議決権方式導入の前提となっている事情が変化するのであれば、議決権の多い株式による支配権維持スキームを解消させなければならないという考え方に基づいている[60]。それゆえ、③の要件は前述のサンセット条項と共通する価値判断に起因しているということになろう。

ただし、転換条項を置くことは、議決権の多い株式の保有者が変更された場合に支配権維持スキームを解消させるというメリットがあるだけでなく、非上場の議決権の多い株式が譲渡等されることで、上場株式に転換されることになるため、株式の流動性が増すというメリットがあるものの、議決権の多い株式を保有する者同士での譲渡のように、支配権維持スキームを存続させる必要があると考えられる場合にも、一元的に議決権の少ない株式に強制転換させるとなると、支配権維持スキームの趣旨が全うできない可能性がある。そこで、本報告書では、議決権の多い株式を保有している者同士の間で当該株式を譲渡する場合にまで転換条項を発動させることは不都合とし、転換条項を発動させない一定の例外を設けることも考えられるとした[61]。

次に、（b）極めて小さい出資割合による支配権の確保を制限する方策として、本報告書では④少議決権株式の発行数の制限、⑤議決権倍率の制限が提唱された。まず④であるが、現行の会社法において、議決権制限株式の発行数は発行済株式総数の 2 分の 1 を超えてはならないとされている（会社法 115 条）。この趣旨は少ない出資で多くの議決権を保有することを防止する点にあるが、複数議決権方式に関しても、同じことが言えるため、議決権の少ない株式の発行制限を課すべきであるという理屈である。無議決権株式の場合、過半数の支配権を獲得するためには 25%の出資が必要であることから[62]、複数議決権方式による場合でも、議決権の少ない株式の発行数の上限を発行済株式総数の 2 分の 1 と設定することが考えられるとした。しかし、このように議決権の少ない株式の発行数に制限をかけると、複数議決権方式を利用した将来の資金調達に制限を設けることになり、スキー

---

59 同上 15-16 頁。

60 同上 16 頁。

61 同上 16 頁。

62 株式総数を 100 株とすると無議決権株式は 50 株まで発行できる。1 株 1 議決権の株式で過半数の議決権を獲得するためには、残りの 50 株の議決権付株式の過半数を獲得すれば良いため、出資割合で言えば、1/2×1/2 で 1/4、すなわち 25%の出資を行えば良いということになる。

ムの価値が大きく損なわれる。それゆえ、小さい出資割合で会社を支配することに対する代替的な要件を採用するのであれば、当該要件を敢えて採用する必要はなく、代替的な要件と選択的に課すべきであるとした[63]。

⑤議決権倍率の制限は、複数議決権方式を用いた際の、議決権の多い株式の議決権の少ない株式に対する議決権の倍率を一定割合以下に抑える要件である。④と同様に、支配権の獲得に 25%の出資を必要とすると、議決権倍率は 3 倍未満であることが求められるため[64]、それ以上の議決権倍率は認められないということになる。

最後に、(c) 株主利益の保護のための方策が求められる場面として、⑥種類株主間の利害が対立する場面における株主の保護と、⑦支配株主と会社の利益相反取引の場面における少数株主の保護の 2 つの場合が示された。

まず、⑥については、議決権の多い株式を経営者等が保有する一方、議決権の少ない株式を一般投資家が保有するという状況においては、各種類株主の利害が相反する可能性がある。会社法では特定の種類株主の利益が侵害されることを防止するため、定款変更や株式の分割、株式交換等の一定の重要な事項を行う際、「ある種類の株式の種類株主に損害を及ぼすおそれがあるとき」（会社法 322 条 1 項）には、当該種類株主総会の決議を必要とすると規定している。ただし、同条 2 項・3 項では種類株主総会の決議は定款に予め規定しておくことで、単元株式数に関する定款変更を除く、その他一定の定款変更につき、種類株主総会の決議を排除することを可能としている。しかし、議決権の少ない株式は他の種類株式と比較して株主の権利侵害が惹起されやすいとの観点から、本報告書においては次の 3 つの方策が提言された。（ⅰ）定款による種類株主総会決議の排除を禁止すること、（ⅱ）当該決議の排除は認めるが、事前に利害関係の無い第三者から構成される特別な委員会等による意見を聴取すること、（ⅲ）当該決議の排除は認めるが、議決権の少ない株主の権利を害さないような取扱いを定款に定め、これに従う限りは当該決議を不要とするといった方策である。ただし、これらは例示列挙とされ、その他、議決権の少ない株主の権利が保護される適切な方策が十分に講じられているのであれば問題はないとされた[65]。

そして、⑦支配株主と会社の利益相反取引の場面における少数株主の保護に係る方策として、本報告書では十分な情報開示に加えて、支配株主から独立した立場の取締役や監査役、特別委員会等の関与が必要であるとし、その意見を聴取すべきであるとした[66]。これは、単に支配株主から独立した立場の取締役や社外取締役の選任を義務付けるだけでは足りず、取引の公平さを担保するための実質的な関与を要求する要件である。この⑦に関しても、⑥と同様にその他の利益相反の弊害を防止するための方策が存在するのであれば足りると指摘された。

以上、①から⑦の要件が提示されたが、各要件の関係性については次のように説明された。まず、①と②および③の関係については、①と②はいずれも、一定割合の出資がない場合に支配権維持スキームを解消させる方策であり、類似していることから、これらは選

---

63 東証・前掲注（3）17 頁。
64 東証・前掲注（3）10 頁脚注 23 参照。
65 東証・前掲注（3）18 頁。
66 同上 19 頁。

択的に適用するべきとされた。たとえば、買収者が発行済株式総数の一定割合（実務者懇談会では発行済株式総数の 75%ないし 3 分の 2 が提示されていた）を取得した場合、即ち 25%を超える出資がない場合に、①のブレークスルー条項が発動し、支配権維持スキームが解消される可能性がある。②のサンセット条項は、発動のタイミングが「議決権種類株式導入の目的が終了した」と株主が判断した際に、支配権維持スキームを解消するべきか否かの判断を株主総会にて行うことと考えられているが、株主総会特別決議により支配権維持スキームが解消されるのであれば、3 分の 1 を超える出資がない場合に、発動される可能性がある。他方で、③の譲渡等の際の転換条項は、出資の割合には関係がなく、①と②とは独立した要件だと考えるべきであり、目的を逸脱したスキームを存続させる理由はないことから、原則として、①または②に加えて、③の要件を採用することが望ましいとされた[67]。

次に、④と⑤の関係であるが、④少議決権株式の発行数の制限と⑤議決権倍率の制限は無議決権株式の場合には上場要件として課すことはできないため、複数議決権方式を採用する場合にのみ、採用の是非が問われるが、④と⑤はいずれも支配権の確保のために一定割合を超える出資を要求していることから、④と⑤は選択的に採用すればよいとされた[68]。

ここで、①・②・④・⑤についてであるが、いずれも支配権の確保のために一定割合を超える出資を求める要件であるため、より重要性の高い①または②の要件を採用するのであれば敢えて④と⑤を採用する必要はないとされた[69]。

最後の⑥と⑦の要件については、⑥が種類株主間において利害が相反する場面における株主保護であり、⑦は支配株主と会社との利益相反取引の場面における少数株主保護の方策であるため、両者はそれぞれ独立して適用されるべき要件であるとされた。④・⑤とは異なり、たとえ①と②を採用したとしても、スキームを解消させるまでの間に利益相反による弊害は発生し得るし、利益相反からの株主保護の方策は十分に講じられるべきであるから、①と②の採否とは関係なく、むしろ並列的に⑥と⑦の要件は具備されるべきであると提唱された[70]。

以上の観点から、実務者懇談会では次の 5 つ全てが採用されている場合に限り、議決権種類株式の上場を認めるという結論に至った。

（ⅰ）既公開会社にあっては、上場株式より議決権の多い株式を上場させる場合にあたらないこと。
（ⅱ）極めて小さい出資割合で会社を支配するような状況が生じた場合に議決権種類株式のスキームが解消できるような方策がとられていること。
（ⅲ）種類株主間の利害が対立する場面における株主保護の方策がとられていること。
（ⅳ）支配株主と会社の利益相反取引の場面における少数株主の保護の方策がとられていること。
（ⅴ）複数議決権方式の類型Ⅰ（新規公開時における議決権の少ない株式の単独上場）の

[67] 同上 19-20 頁。
[68] 同上 20 頁。
[69] 同上 20-21 頁。
[70] 同上 21 頁。

場合は、議決権の多い株式の譲渡等の際に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[71]。

（五）上場制度総合整備プログラムに基づく業務規程等の一部改正

東証は上記実務者懇談会報告書の内容を踏まえ、上場整備懇談会における意見やその他のニーズ等も勘案し、平成 20 年 7 月 7 日に上場制度総合整備プログラムに基づく業務規程等（以下、規程とする。）の一部改正を実施した。改正の要点は次の通りである。

まず、上場対象の株式については、①上場会社の場合は無議決権株式のみとし、②新規上場の場合は、無議決権株式、および、議決権の多い株式と議決権の少ない株式を発行している会社による議決権の少ない株式（他に新規上場申請を行う銘柄がない場合に限る）とし、無議決権株式と議決権付株式の同時上場を可能とした[72]。

①の理由は、上場会社の場合、既に上場している株式よりも議決権の多い株式を発行すると既存の株主の権利を侵害してしまうため[73]、上場会社が発行可能な株式は無議決権株式のみとしたことである。これは実務者懇談会報告書で提示された 5 つの要件の（ｉ）に該当する。（ｉ）では、上場会社が既上場株式の議決権よりも少ない株式を上場する場合を認めていたのに対し、本改正では無議決権株式の上場のみを認めるとした点が異なっている。この理由として、会社法上、複数議決権株式が認められていないことから、単元株制度を用いた複数議決権方式によらなければ事実上の複数議決権株式を発行することは不可能であるため、投資家にとってわかりにくいのではないかという問題意識や、売買単位を 100 株に集約する動き（売買単位に関する動向に関しては、本章第一節三．（二）を参照）との整合性を考慮したと説明されており、当面の方策として、上場株式よりも議決権の少ない株式の上場については、先送りとされた[74]。

次に、②の理由としては、新規上場の場合には未だ既存の株主は存在しておらず、投資家は種類株式があることを前提に投資を行うため、幅広いバリエーションが認められるという観点から、3 種類の株式の上場が許容されることになった。これら 3 種類の株式につ

---

71 同上 21-22 頁。

72 東京証券取引所「上場制度総合整備プログラム 2007（第二次実施事項）に基づく業務規程等の一部改正について」（平成 20 年 6 月 26 日）2 頁。

73 ただし、東証は「上場株券等より議決権の多い株式（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いて一個の議決権を行使することができる数の株式に係る剰余金の配当請求権その他の経済的利益を受ける権利の価額等が上場株券等より低い株式をいう。）の発行に係る決議又は決定」がなされた場合を上場廃止事由としたが、「株主及び投資者の利益を侵害するおそれが大きいと当取引所が認めるものに限る」との条件を付している（規程施行規則 601 条 14 項 5 号）。このように、東証は上場後に議決権の多い株式を発行することが認められる場合もあるとしているが、どのような事情が存在すれば、投資家の利益を侵害するおそれが大きくないと言えるのかについては不明確である。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（2014 年）321-322 頁。

74 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」商事法務 1834 号（2008 年）16 頁。

いて言及する前に、「新規上場」の点に関して触れておきたい。実務者懇談会報告書においては、既存株主の保護のため、「新規公開時」に限定して、議決権種類株式の上場を認める議論がなされていた。すなわち、東証に対する新規上場時であっても、既存株主が存在する場合には、当該株主への考慮が必要となるため、実務者懇談会報告書では、組織再編等により非上場会社が上場会社を吸収合併して新規上場する場合や、東証以外の国内外の証券取引所に上場している場合には既存株主が存在するため、これらのケースに該当する場合には「新規公開時」に該当しないとしていた[75]。

これに対し、本改正においては、議決権の多い株式の上場および議決権の多い株式と議決権の少ない株式の同時上場をそれぞれ認めないとした結果、既存株主の保有する株式より有利な株式が上場されるということはなくなったため、「新規公開時」の内容については、純粋に、「東証に初めて株券等を上場するかどうか」で区別することとされた（規程2条63・64号[76]）[77]。ただし、新規上場申請者が既に他の取引所にて別の種類の株式を上場している場合に関しては、投資者への分かりやすさや売買単位の問題等の配慮すべき点があるため、今後他の取引所での種類株式の上場制度が整備された上で、改めて整理する必要があるほか、議決権種類株式としての再上場のみを目的とした安易な非公開化を防止すべきではないかといった観点、非公開化の際に一般株主の保護が十分に図られているかどうかといった観点から「新規公開時」の内容についても一定の配慮が必要であると説明された[78]。

さて、規程の一部改正によって上場することが認められた株式の種類については、以下の通りである。すなわち、a 議決権付株式を1種類のみ発行している会社における当該議決権付株式、b 複数の種類の議決権付株式を発行している会社において、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いて1個の議決権を行使することができる数の株式に係る剰余金の配当請求権その他の経済的利益を受ける権利の価額等が他のいずれの種類の議決権付株式よりも高い種類の議決権付株式、c 無議決権株式の3種類である（規程205条9号の2）。

最初に、a と c についてそれぞれ見てみると、a は1種類の議決権付株式しか存在しない場合に、当該株式を上場するケースであり、c は無議決権株式の上場を認める内容である。実務者懇談会報告書では、新規上場の場合に議決権の多い株式と議決権の少ない株式の同時上場を認める内容となっていたが、ここでは議決権の少ない株式に代わり、普通株式と無議決権株式の同時上場を認めるという内容に置き換わっている。議決権の多い株式

---

75 同上12頁。

76 規程2条63号

新規上場　当取引所に上場されていない種類又は回号の有価証券の上場をいう。

同条64号

新規上場申請者　当取引所に株券等が上場されていない発行者が、株券等の新規上場を申請する場合の当該発行者をいう。

77 宇都宮・前掲注（74）16頁。

78 同上16頁。具体的には、他の取引所に株券を上場している会社が、東証において別の種類の株式の上場を申請した際に認められるべきかどうかや、その逆の場合についてはどのように取り扱うべきかが指摘されているが、日本国内の他の取引所においては、種類株式の上場制度は十分な整備がなされていない状況である。同21頁脚注9参照。

と議決権の少ない株式の同時上場を見送った背景は、上場会社による議決権の少ない株式の上場を先送りにした理由と同じで既存株主の権利を侵害するということである。ところが、無議決権株式を単独上場することにより、新規公開した会社が、その後議決権付株式（普通株式）を上場する場合を認めるかどうかについては、触れられていない。単純に、無議決権株式を単独上場させた後に、普通株式を上場させることに関しては、議決権の希釈化という問題は発生しないので、これを認めても良いように思われる。しかしながら、無議決権株式を取得する株主の視点から考えれば、そもそも、投資前提として、上場されている株式が無議決権株式しか存在しないため、選択肢として普通株式を取得することは想定されないこと、議決権付株式たる普通株式を保有する創業者や経営者といった支配株主に対する信頼があること等を勘案すれば、無議決権株式の上場後に普通株式を上場させることを禁止するという判断にも、合理性がないわけではない[79]。

残りのbについて言えば、上場制度総合整備プログラムに基づく業務規程等を一読すると判り難い表現になっているが、bは議決権数の少ない株式の上場を認める内容にすぎない。例えば、AとBの2種類の株式を発行する単元株制度採用会社が、A種類株式の単元株式数を100株、B種類株式の単元株式数を10株と設定したとする。そして、A種類株式とB種類株式のキャッシュ・フローに対する権利が同一であり、ある事業年度の配当金が1株当たり10円であったとする。この場合、1単元を有している個々の株主の配当金額について見ると、A種類株式を1単元有している株主は100株×10円で1,000円、他方でB種類株式を1単元有している株主は10株×10円で100円となり、bにいう、「株主総会において一個の議決権を行使することができる数の株式に係る剰余金の配当請求権……等が他のいずれの種類の議決権付株式よりも高い」方の株式はA種類株式ということになる。よって、A種類株式はB種類株式に比べて同一株式数当たりの議決権数が少ないことから、議決権数の少ない株式の上場を認める内容であることが分かる。

	上場会社	未上場会社	
		単独上場	普通株式と同時上場
議決権付株式 （規程205条9号の2a）	○	○	－
議決権の少ない株式 （規程205条9号の2b）	×	○	×
無議決権株式 （規程205条9号の2c）	○	○	○
議決権の多い株式	×	×	×

〔表7〕[80]

[79] 同上21頁。宇都宮は、例えば無議決権株式に取得請求権を付しておき、仮に普通株式が上場される場合には、無議決権株主が取得請求権を行使するか否かの選択肢を与えておけば、こうした問題も解消され得ると指摘している。同22頁脚注15参照。

[80] 東京証券取引所『新規上場ガイドブック2016　市場第一部・第二部編』（東京証券取

ただし、このような議決権種類株式を上場させるためには、一般の株式上場の場合と同様に形式要件の審査に加えて、上場しようとする会社の継続性や収益性、会社経営の健全性、コーポレート・ガバナンスおよび内部管理体制の有効性、会社内容等の開示の適正性、ならびにその他公益または投資家保護の観点からの実質審査基準に関する審査が行われる。無議決権株式や議決権の少ない株式を上場する場合には、当該株式を保有する株主の権利内容およびその行使が不当に制限されることのないように、さらに、次の要件をすべて満たす必要があるとし、旧ガイドラインⅡ6.に（4）以下を新設した。

a. 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当該スキームが解消できる見込みのあること。

b. 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、当該新規上場申請に係る内国株券等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と認められること。

c. 当該新規上場申請に係る内国株券等の発行者が支配株主等との取引を行う際に、少数株主の保護の方策をとることができる見込みがあると認められること。

d. 議決権の少ない株式の上場の場合は、議決権の多い株式について、その譲渡等が行われるときに議決権の少ない株式に転換される旨が定められていること。

e. 剰余金配当に関して優先的内容を有している場合には、原則として、当該内国株券等の発行者が当該内国株券等に係る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。

f. その他株主及び投資者の利益を侵害するおそれが大きいと認められる状況にないこと[81]。

順に見て行くと、まず、一部の株主が極めて少ない出資しか行っていないにもかかわらず、会社を支配するような状況がある場合、出資者のリスク負担と支配権との比率が比例しないことは望ましくないという前提の下、a.はブレークスルー条項やサンセット条項などのスキーム解消手段の導入を示唆している。a.は実務者懇談会報告書で提示された 5 つの要件の（ⅱ）に該当する項目である。これらの発動基準については「議決権種類株式のスキームや議決権種類株式の導入の目的、支配株主の状況なども踏まえて検討していただく必要があ」るとした[82]。具体的な内容はケースバイケースの総合判断によるものとし、スキームの解消方法については発行会社に一定の裁量を認めているものの、実務者懇談会報告書の内容と比較すると、具体的にどの程度のレベルが要求されているかが不明確であり、明確な基準ではないとの批判がなされていた[83]。

次に b.についてであるが、これは実務者懇談会報告書で提示された（ⅲ）の要件に当たる。種類株主間の利益保護の観点から、それぞれの株主の利益を害さないための方策を採

引所、2016 年）89 頁を参考に筆者作成。

[81] 東証・前掲注（72）2-3 頁。

[82] 東京証券取引所「2013　新規上場ガイドブック　新旧対照表　市場第一部・第二部編」（2014 年 7 月 9 日）8-9 頁。内容の確認に際しては、下記 URL を参照のこと。
http://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/guide/

[83] 弦巻充樹「デュアル・クラス・ストラクチャーをめぐる日米の状況――フェイスブック上場を契機として――」商事法務 1982 号（2012 年）28 頁。

ることが求められるとし[84]、具体的には、個々の会社の状況や発行する株式の種類によって方策は異なるものの、例として議決権種類株式の発行会社が消滅会社となる組織再編を行う場合について、各種類株主に交付される対価を合併契約等で自由に定めることができ、種類株主の利益を害する内容が定められる可能性があることから、①議決権種類株式を取得条項付株式とし、当該組織再編を普通株式を対価とした取得の条件とすることなどを予め定款に規定することや、②そもそも種類株主総会決議を不要と定款に規定しないなどの議決権種類株主の利益を害さないための方策を採ることを審査のポイントとして挙げていた[85]。①以外の代替措置については戸嶋が詳細に検討を行っているが[86]、この点についても、株主保護の方策として如何なる手段が妥当であるのか仔細に述べられていないことから、不明確さが拭えないと指摘された[87]。

c.は、実務者懇談会報告書における（ⅳ）の要件に該当し、会社と支配株主が利益相反取引を行う場合に支配株主による権利濫用から少数株主を保護する観点から、支配株主の影響を受けた経営陣の恣意的判断により取引条件が決定されないようにするための方策の採用を求める要件である[88]。旧ガイドラインによると、そうした方策として、独立の立場の取締役や独立委員会などが取引の妥当性を協議し、必要に応じて議決権種類株主の意見を聴取するといった方法が考えられるとしている[89]。このことから、上場時に議決権種類株式を用いて支配権を維持するスキームを採用する会社に対して、東証は取締役会の構成や独立委員会の設置等、少数株主の保護に向けたコーポレート・ガバナンスについて、具体的にどのような対策を講じているかを確認し、指導を受ける可能性があることが示唆されたと言うことができる。

d.は実務者懇談会報告書の要件（ⅴ）に当たる要件であり、議決権の多い株式に強制的な転換条項の付与を要求するものである。旧ガイドラインの指摘のように、「議決権の少ない株式に投資する投資者は、未上場の議決権の多い株式が特定の経営者等により所有されていることを前提として投資」しているため、「議決権の多い株式の譲渡等」により、本来所有者として想定されていた経営者等以外の人物が議決権の多い株式を保有し、支配権を行使することは一般投資家の投資前提に反することになるというのが転換条項を要求する理由である[90]。基本的な考え方としては、会社経営や企業価値の向上に全く関係の無い第三者に議決権の多い株式を譲渡または移転されるような場合には、議決権の多い株式を付与する前提が消滅すると考えられるため、相続をこの転換条項発動の例外として看做す場面は極めて限定的なものとならざるを得ないと指摘されている[91]。

議決権の多い株式に議決権の少ない株式への転換条項を付すことには異論はないにせよ、

---

84 東証・前掲注（82）15 頁。
85 同上 15-16 頁。
86 戸嶋浩二「議決権種類株式の上場に向けた実務と課題」商事法務 1835 号（2008 年）13-14 頁。
87 弦巻・前掲注（83）28-29 頁。
88 東証・前掲注（82）16-17 頁。
89 同上 16 頁。
90 同上 17 頁。
91 宇都宮・前掲注（74）19 頁。ただし、形式的な組織再編等による場合で、実質的所有者に変更がないと認められる場合等には、例外として認められる余地があるとしている。

アメリカの実務を見ると、フェイスブックのように転換条項の例外を設けている場合が存在する[92]。また、第三章で調査した事例では、むしろ、転換条項の例外を設けるのが一般的であった。こうした例外を設ける必要性は実務者懇談会報告書でも指摘されていたことであるが、少なくとも一定の例外が許容される可能性があることを明示すべきであったとの指摘もなされていた[93]。

e.は議決権種類株式に優先配当が交付されることになっている場合、当該優先配当を実際に行うことができるだけの利益が計上される見込みであるかを審査する要件である[94]。東証は、通常の上場審査時においても収益性の審査を行うが、優先配当を行うのであれば、利益計画などの点で、より充実した利益の見込みが求められるとしている[95]。さらに、当該株式の優先配当がなされないときには、優先配当が支払われるまでの間、議決権が復活するなどの仕組みを導入することが望ましいとし、上場審査に当たっては少なくとも 2 年間優先配当が行われない場合には議決権が復活することを求めるとした[96]。

先の実務者懇談会報告書では、優先配当株の取扱いについても触れており、優先配当株の内容的差異に従って異なる取扱いをすべきことが提唱されていた。内容的差異とは、参加型優先株式と非参加型優先株式のことである。参加型優先株式は普通配当株式と同様に、会社利益増大の恩恵や利益減少の影響を受けるという点において普通配当株式とほぼ同視できる一方で、非参加型優先株式は会社の利益増減にかかわらず、配当可能利益がある場合には一定の配当を受けることが可能であるという点で、普通配当株式と同様のリスク負担がなされているとは言えないと指摘された。そこで、実務者懇談会報告書では、議決権種類株式が参加型優先株式でもある場合には、提唱された上場要件である（ｉ）から（ｖ）を全て満たす必要があるとし、他方で議決権種類株式が非参加型優先株式である場合には、参加型優先株式のケースと異なる取扱いをすべきとされた[97]。しかし、これらの点に関しては、本改正において触れられていない。

最後の要件である f.はバスケット（包括）条項であり、上記 a.から e.の項目のほか、議決権種類株式の発行目的やコーポレート・ガバナンスの形態等を勘案し、議決権の少ない株式または議決権を保有していない株主の権利を尊重したものであるかといった観点から、議決権種類株式を用いた支配権維持スキームを総合的に検討することとしている[98]。具体的には、「議決権種類株式を導入する目的の観点から、経営者の保身や買収防衛を主たる目的として議決権種類株式を導入して上場することは認めることはできない」とし、また「普通株式と議決権種類株式を両方上場させている場合において、議決権種類株式が上場廃止となった場合、普通株式を対価とする取得条項を定めるなどの議決権種類株主保護の

---

92 Facebook, Inc., Restated Certificate of Incorporation, § 3.8 (b), § 4.11. フェイスブックは、”Permitted Transfer”に該当する場合には、自動的に議決権の多い株式から議決権の少ない株式に転換されないとする例外を設けている。
93 弦巻・前掲注（83）29 頁。
94 東証・前掲注（82）17-18 頁。
95 同上 18 頁。
96 同上 18 頁。
97 東証・前掲注（3）23-24 頁。
98 東証・前掲注（82）18 頁。

対応がとられていること」が求められると説明されている[99]。

このように、実務者懇談会報告書において検討された内容や、さらなる検討の余地があるとされた事項について触れられていない点も存在するが、少なくとも、この平成 20 年の旧ガイドラインの改正により、上記要件を満たせば、複数議決権方式を用いて上場することが制度上可能となったわけである。換言すれば、この平成 20 年の上場制度の整備により、複数議決権方式を利用した上場は、市場を通じて株式を取得するすべての投資家が納得した上で投資を行うことが確保される場合に限って認めることとし、その上で、複数議決権方式の利用に伴うデメリットを緩和する措置の実施を求めることになったのである。

（六）複数議決権方式を用いた新規上場が立ち遅れた理由および背景

実際に複数議決権方式を用いて上場した会社は、平成 29 年 7 月現在、サイバーダイン 1 社であり、しかもその上場に至るまでには、平成 20 年の上場審査等に関するガイドラインの整備から数えれば、6 年もの歳月を要した。複数議決権方式を採る会社による新規上場が遅れたことについて、市場環境はその 1 つの要因に挙げられると思われる。具体的には、平成 20 年の改正ガイドラインが施行された翌月の 9 月に、アメリカ第 4 位の名門投資銀行リーマン・ブラザーズが倒産し、世界金融危機に至る事態が発生した、いわゆるリーマン・ショックがある。下記のグラフ 1 を見ても分かるように、平成 21 年の新規上場は大きく下落している。その後、徐々に新規上場の数は回復傾向にあるが[100]、少なくともこのリーマン・ショックの発生が複数議決権方式を利用した新規上場を躊躇させた原因の 1 つと考えることができる[101]。また、別の観点として、実際の上場事例が存在しないなかで、どのようなスキームであれば上場が可能であるかという、予見可能性が存在しなかったという点も指摘されている[102]。確かに、過去の上場事例が存在しない以上、支配権維持スキームの作成に当たっては主幹事証券会社・法律事務所等との相談・検討・調整の上、証券取引所の上場審査部等との事前調整・確認等、膨大な時間とコストがかかることは想像に難くないが、議決権種類株式の上場制度の構築から 6 年もの歳月を経て最初に上場を果たした会社が登場したというのは、リーマン・ショックの影響や新規上場に係る一連のハードルを勘案しても、かなりスローテンポであったと言える[103]。

---

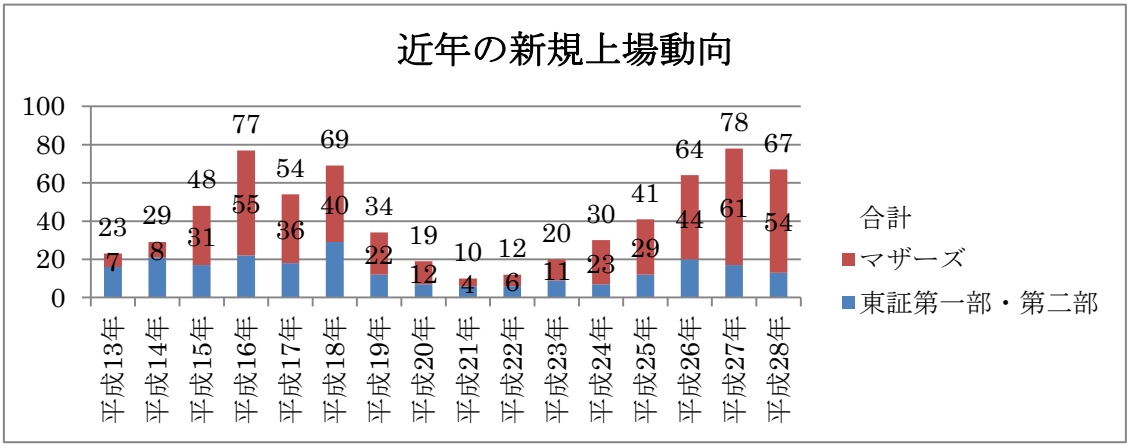
99 同上 22 頁。

100 清田瞭「IPO 市場の現状と東証の取り組み」一橋ビジネスレビュー2014 Autumn（62 巻 2 号）61 頁。

101 戸嶋・前掲注（3）83 頁。

102 清田・前掲注（100）68 頁。

103 経団連が平成 19 年 10 月に行った調査によると、会員企業 73 社中 46 社が多議決権株式を特定の人物に発行することに関心があると回答していたとされる。企業価値研究会・前掲注（45）2 頁、森智世「議決権種類株式とその活用をめぐる議論」MARR164 号（2008 年）14 頁。



〔グラフ 1〕[104]

三. サイバーダインが用いた複数議決権方式の内容

（一）目的

リーマン・ショックからの立ち直りを見せ始めた平成 26 年 3 月 26 日に、サイバーダインは複数議決権方式を用いて上場するに至った。以下において、サイバーダインによる新規上場に関し、具体的にどのような形で上場を果たしたのかについて、検討を行う。

サイバーダインの新株発行並びに株式売出届出目論見書を見ると、同社が複数議決権方式を採用した目的について、次のような説明がなされている。

「当社グループは、『テクノロジーは人や社会に役立ってこそ意味がある』という理念のもとで、ロボットスーツ HAL を中心とした先進技術を、平和的な目的、特に医療・介護福祉・災害復旧などの場で活用してまいりました。このように人の身体能力を改善・補助・拡張するサイバニクス技術を平和目的に利用することは、今後到来する超高齢化社会のニーズと合致し、当社グループの長期的な企業価値の向上に繋がるものであります。なお、当該技術は、人の殺傷や兵器利用を目的とした軍事産業への転用など、平和的な目的以外での目的で利用される可能性があります。そこで、当社は、資本市場から資金調達を行いつつ、先進技術の平和的な目的での利用を確保するため、上場する普通株式とは異なる種類の B 種類株式を発行しております(当社の B 種類株式を用いたスキームを、以下「本スキーム」といいます。）。当社グループの将来ビジョンである、少子高齢化という社会が直面する課題を解決しつつ、人支援産業という新しい産業分野を開拓するためには、サイバニクス技術の研究開発と事業経営を一貫して推進する必要があります。当社代表取締役社長である山海嘉之は、このサイバニクス技術を創出し、現在もサイバニクス研究の中心的な存在であり、更にその革新的な技術を社会に還元するための事業推進者でもありま

104 新規上場に係る情報は、東京証券取引所「過去の東証への新規上場会社数の推移と内訳（2001～2012）」1 頁および日本取引所グループのホームページを参考にした。詳しくは下記 URL を参照のこと。
http://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/basic/04_archives-01.html

す。このため、当社グループの企業価値向上（株主共同利益）には、当面の間、山海嘉之が経営に安定して関与し続けることが必要であると考えており、これを実現可能とする本スキームは、株主共同利益の観点で必要性の高いスキームであると認識しています」[105]。

これを見て分かるように、サイバーダインが複数議決権方式を採用した背景は、①HALは人の殺傷や兵器利用を目的とした軍事産業への転用など、平和的な目的以外で利用される可能性があるため、資本市場から資金調達を行いつつ、先進技術の平和的な目的での利用を確保しなければならないという点と、②創業者である山海社長が HAL に代表されるサイバニクス研究の中心的な存在であり、かつ革新的な技術を社会に還元するための事業推進者であることから、サイバーダインの企業価値向上（株主共同利益）には、当面の間、同氏が経営に安定して関与する必要があるという点にある。

こうした複数議決権方式を用いた上場を行う「目的」の提示は、正確にいえば、東証の旧ガイドライン上において、開示されなければならない事項として挙げられていない。ただし、旧ガイドラインⅡ6. （4）a の解説によると、ブレークスルー条項やサンセット条項といった支配権維持スキームの解消手段が発動される基準については、「議決権種類株式のスキームや議決権種類株式の導入の目的、支配株主の状況なども踏まえて検討して頂く必要があ」るとしていることから[106]、ここでいう「導入の目的」として、前述の説明を行ったと思われる。前述のように、山海社長は人間の身体機能を改善・補助・拡張する HAL という名のロボットスーツを医療・介護福祉・災害活動等において活用することを目的に開発した人物であり、同社におけるサイバニクス研究の中心的人物である。また、同社の技術はあくまでも平和的な目的での利用に限定し、その他の事業分野、とりわけ軍事分野への転用を固く禁ずるという意思からすれば、山海社長が同社の支配権を維持しなければならないという点について合理性があり、同社を先導する、リーダーとしての適格性の面でも一般投資家にとって納得し得るものであると思われる。この複数議決権方式を用いた上場を行う「目的」については、東証の新ガイドラインにおける「必要性」要件と関連しているため、後述する第二節二. （一）において再度検討を行う。

（二）議決権

サイバーダインは単元株制度を用いて、B 種類株式という、実質的な意味での複数議決権株式を発行している。「実質的な」という表現は、会社法 308 条により、1 株に複数の議決権を付与することはできないと定められているからである。他方、会社法には、平成 13 年の商法改正により導入された単元株制度が存在する。当該制度を採用する会社では、1 単元あたり 1 議決権と設定することが可能となった（会社法 188 条 1 項）。そして、会社法 188 条 3 項に従い、単元株制度を採用する会社は、種類株式ごとに 1 単元当たりの株式数を設定しなければならないことになっている。このことから、会社法では 1 株に複数の議決権を付与してはならないという 1 株 1 議決権の原則を維持しつつも、単元株制度により、会社は実質的な複数議決権株式を発行することが許容されるに至ったと解釈される。

---

105 サイバーダイン・前掲注（6）45 頁。

106 東証・前掲注（82）9 頁。

それゆえ、単元株制度を用いて種類株式間で 1 単元あたりの議決権数に差異を設けることで設計された株式は、1 株 1 議決権の原則に反しない、「合法的な」株式設計であるとされているが[107]、厳密な意味では複数議決権株式ではないため、東証の種類株式の上場制度整備に向けた実務者懇談会では、これを複数議決権方式と命名した[108]。

既述のように、サイバーダインは 1 単元当たり 100 株の普通株式と 1 単元当たり 10 株の B 種類株式を発行している。会社法 188 条 1 項に従い、1 単元当たり 1 議決権となるので、普通株式 100 株で 1 議決権であるのに対し、B 種類株式 100 株では 10 議決権となる。現在、B 種類株式は山海社長および山海財団法人のみが保有しているため、合計すると山海社長および山海財団法人で 86.09%の議決権を掌握している。これがサイバーダインにおける支配権維持スキームであるが、将来的に、山海社長は複数議決権方式によるスキームの継続性を確保するため、保有する B 種類株式を山海財団法人に無償で譲渡することを予定しており、当該財団法人は継続して当該株式を保有し続けるという意思を有している[109]。山海財団法人が B 種類株式を保有し続ける理由として、サイバーダインは、同社の先進技術の平和的な目的での利用を確保し、同社グループの企業価値が毀損されることを防止することにあると説明している[110]。その正当性を担保するために、山海財団法人は以下の内容の議決権行使ガイドラインを定めている。

すなわち、「財団法人は、その所有する当社が発行する B 種類株式について、株主総会及び種類株主総会において議決権を行使するに当たり、次の各号に規定する決議事項について、それぞれ当該各号に規定する場合には、反対の議決権を行使するものとする。なお、財団法人は、議決権行使ガイドラインの内容を変更する場合には、理事会の決議による承認を得るものとし、財団法人が定める方法により変更内容を公表する。

a. 取締役の選解任に係る決議については、当該取締役の選解任によって、当社グループの先進技術の平和的利用が妨げられ、又は当社グループの企業価値が毀損される形での経営が行われると判断される場合

b. その他の決議については、当該決議が可決されると、当社グループにおける先進技術の平和的利用が妨げられ、又は当社グループの企業価値が毀損されると判断される場合」[111]。

このように、山海社長が取締役の座を退き、その保有する B 種類株式が山海財団法人に無償で譲渡された場合でも、当該財団法人は上記議決権行使ガイドラインに従って議決権を行使することになるため、会社理念に沿った形でサイバーダインが事業を継続することが保障されている[112]。このほかにも、後述するが、株主意思確認手続により、B 種類株式

---

107 洲崎博史「平成 13 年・14 年商法改正と一株一議決権原則」森本滋〔編〕『比較会社法研究　[21 世紀の会社法制を模索して]』（商事法務、2003 年）328 頁、江頭憲治郎ほか『改正会社法セミナー　株式編』（有斐閣、2005 年）449 頁、野村修也「Ⅲ　株式の多様化とその制約原理」商事法務 1775 号（2006 年）29-30 頁、加藤貴仁『株主間の議決権配分』（商事法務、2007 年）31 頁、戸嶋・前掲注（86）12 頁、酒巻俊雄ほか『逐条解説会社法　第 2 巻　株式・1』（中央経済社、2010 年）81 頁（松尾健一執筆）。

108 東証・前掲注（3）9 頁、戸嶋・前掲注（3）81 頁。

109 サイバーダイン・前掲注（1）26 頁。

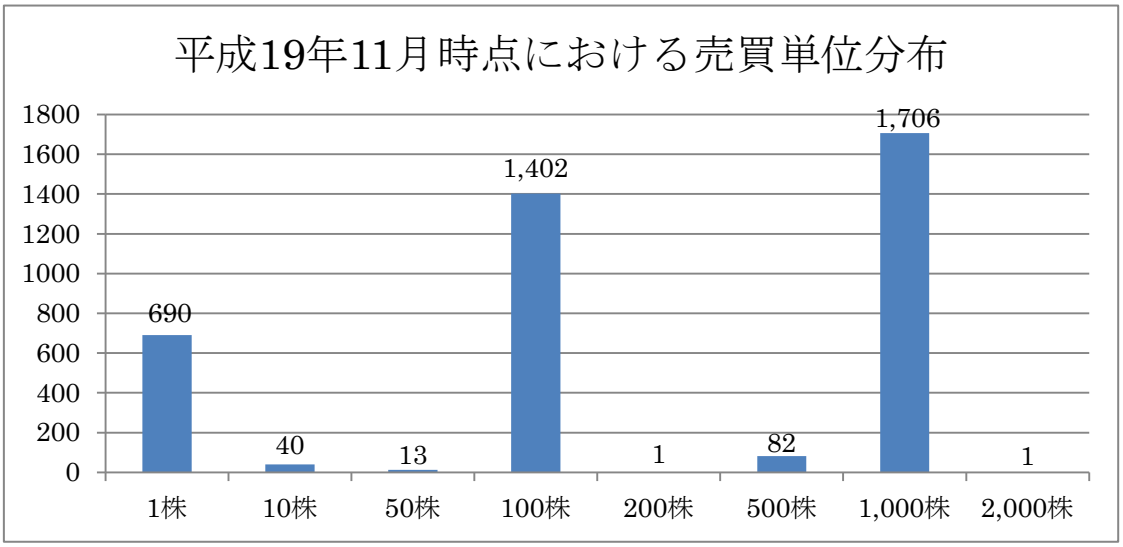
110 同上 26 頁。

111 同上 26 頁。

112 ところで、仮に山海財団法人が議決権行使ガイドラインに違反する形で議決権を行使

を用いたスキームを維持する必要性がもはや存在しないとの意見が一定数に昇れば、サンセット条項が発動して当該スキームが解消されるという見込みがある。そのため、最終的に山海財団法人のみが B 種類株式を保有するという状況になったとしても、永続的にスキームが維持されるという訳ではない。

普通株式と B 種類株式との間の議決権の差異を 10 倍に設定したのは、グーグルやフェイスブックといった近年のアメリカにおける新規上場では 10 倍が一般的であるからだとされる[113]。東証をはじめとする日本の証券取引所では、投資家の利便性を向上させるために、平成 19 年 11 月より売買単位[114]を 100 株に統一するための取り組みを開始した[115]。全国証券取引所の調査によれば、平成 19 年 11 月時点における売買単位分布は下記のグラフ 2 の通りである。



〔グラフ 2〕[116]

上記グラフ 2 のように、売買単位が各社様々な状況を懸念した全国証券取引所は、①証券市場の国際競争力という観点から、市場の使い勝手を向上させること、②売買単位が複

した場合にはどのような対応が採られるのであろうか。加藤は、そうした場合における是正する仕組みがないことに疑問を呈している。加藤貴仁「議決権種類株式は資本市場を破壊するのか？」神作裕之ほか〔編〕『企業法制の将来展望――資本市場制度の改革への提言　2015 年度版』（資本市場研究会、2015 年）148 頁脚注 8 参照。

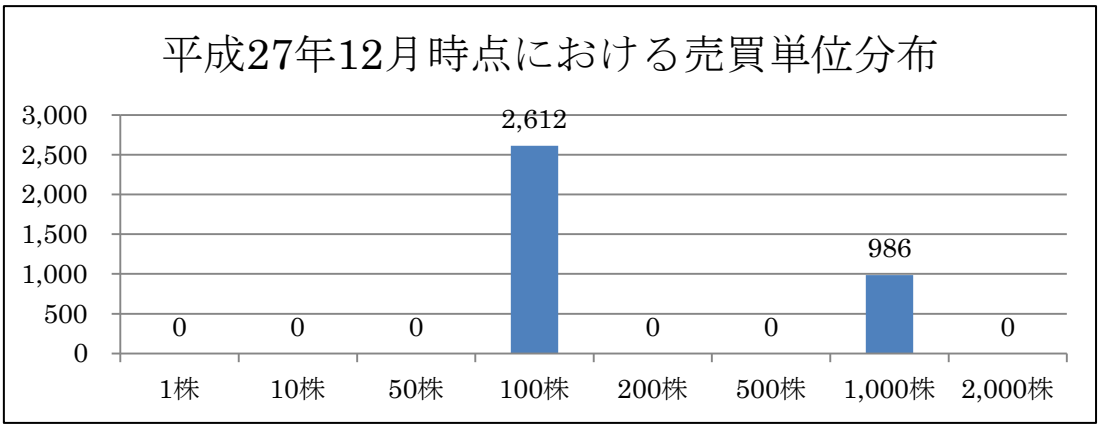
[113] 戸嶋浩二「マールインタビュー（No. 183）幻に終わった日米半導体関連大統合から複数議決権株式まで新領域を切り開く」MARR 256 号（2016 年）52 頁。

[114] 売買単位とは、証券取引所で取引される最低単位のことを指し、東証は上場会社が定める単元株式数を売買単位としている。売買単位の統一についての東証の解説は、下記 URL を参照のこと。http://www.jpx.co.jp/equities/improvements/unit/02.html

[115] 平成 19 年 1、2 月の第 6・7 回上場制度整備懇談会にて売買単位の集約に関する意見が寄せられ、この頃には既に 100 株への移行を進めるべきとの意見が挙げられていた。

[116] 全国証券取引所「売買単位の 100 株への移行期限の決定について」（2015 年 12 月 17 日）2 頁。全文は、以下の URL を参照のこと。
http://www.jpx.co.jp/news/1020/20151217-01.html

数存在する市場は国際的に少数であり、売買単位が混在していると投資家の利便性を低下させる一因となっていること、③売買単位集約により市場の使い勝手を改善し、市場利用者の利便性の向上を図ること、④利便性の向上により、中長期的に流動性が高まれば、資金調達の円滑化が見込まれること、⑤売買単位の種類が減少することにより、株式売買取引における誤発注リスクが減少する効果が期待されることの 5 点を踏まえて[117]、売買単位の集約に向けて協議を行った結果、平成 27 年 12 月 17 日に公表された内容では、平成 30 年 10 月 1 日を期限で、売買単位を 100 株に移行することとした[118]。



〔グラフ 3〕[119]

これを踏まえれば、今後会社が複数議決権方式を採用して新規上場を行う場合には、上場させる議決権の少ない方の株式は 1 単元あたり 100 株としなければならなくなるため、議決権数の差異は最大でも 100 倍という、事実上の上限が存在することになった[120]。

ところで、サイバーダインは、複数議決権方式を利用せずに、議決権制限株式を発行することでも、支配権維持の目的を達成することができた。それにもかかわらず、過去に前例のない複数議決権方式を採用したのには 2 つの理由があると考えられる。

第一は、無議決権株式には発行制限が会社法上課せられていることである。会社法 115 条は、「種類株式発行会社が公開会社である場合において、株主総会において議決権を行使することができる事項について制限のある種類の株式（以下この条において「議決権制限株式」という。）の数が発行済株式の総数の二分の一を超えるに至ったときは、株式会社は、直ちに、議決権制限株式の数を発行済株式の総数の二分の一以下にするための必要な措置をとらなければならない」と定めている。公開会社が議決権制限株式を発行する場

---

117 全国証券取引所「売買単位の集約に向けた行動計画」（平成 19 年 11 月 27 日）2 頁。全文は、以下の URL を参照のこと。
http://www.jpx.co.jp/equities/improvements/unit/01.html

118 全国証券取引所・前掲注（116）1 頁。

119 同上 2 頁のデータを参考に筆者作成。

120 戸嶋・前掲注（3）84-85 頁、勝部伸夫「種類株式の多様化とコーポレート・ガバナンス――議決権種類株式を中心にして――」商学論究 64 巻 3 号（海道ノブチカ博士記念号）（2017 年）116 頁。

合には、発行済株式総数の 2 分の 1 以下にしなければならず、当該制約があるために、将来的な資金調達の柔軟性を踏まえると議決権制限株式ではなく複数議決権方式を用いた方が弾力的であると言えるため[121]、サイバーダインは議決権制限株式を選択しなかったものと考えられる。

第二は、無議決権株式では TOPIX、マザーズ指数への組み入れが難しく[122]、それゆえ機関投資家の投資対象から外れてしまうという問題が存在するためであると推察されるということである。なお、平成 20 年の実務者懇談会では、議決権種類株式の TOPIX への組み入れについて、何らかの対応を要望する声が多いことから、東証に対して組み入れに向けた対応を要請していた[123]。

（三）キャッシュ・フローに対する権利

サイバーダインによる複数議決権方式は、会社のコントロールに関する権利のなかでも議決権に関してはこのように 10 倍という差異を設けたが、キャッシュ・フローに対する権利に関しては、定款において普通株式および B 種類株式にかかる剰余金の配当および残余財産の分配は、同順位かつ同額で行うとしている[124]。

なお、サイバーダインは平成 29 年 7 月時点において、剰余金配当を一度も行っていない状況である。この点について、サイバーダインは、目下、HAL を中心としたサイバニクス技術を用いた製品およびサービスへの先行投資の段階にあり、研究開発活動を継続的に実施していく必要があり、財務体質の強化および事業拡大のために当面は内部留保の充実に努める方針にあるとしつつも、株主に対する剰余金還元は重要な経営課題として捉えているとしている[125]。

（四）取得請求権

サイバーダインの定款には、B 種類株主はいつでも、同社に対して、その保有する B 種類株式の全部または一部を取得するよう請求することができるものとされている。B 種類株主がこの取得請求権を行使すると、同社は、B 種類株主が取得請求をした B 種類株式を

---

121 戸嶋・前掲注（3）84 頁。

122 一般的に、無議決権株式のような種類株式は普通株式に比べて時価総額が小さいため TOPIX 等の株価指数の算出対象となっていない。また流動性の低さも、普通株式に比べて株価が低いことの要因とも指摘されている。現物株式の委託取引で、個人投資家が売買に占める割合は 2 割強で、残りは機関投資家や事業法人、金融機関であるが、こうした組織が種類株式の売買に参加しないがため、普通株式よりも流動性が低くなりやすいとされる。太田珠美「優先株式は企業の資本政策に応じた活用を」大和総研 Economic Report（2012 年 2 月 22 日）10 頁。

123 東証・前掲注（3）29 頁。

124 サイバーダイン定款 13 条
普通株式および B 種類株式にかかる剰余金の配当および残余財産の分配は、同順位かつ同額で行われる。

125 サイバーダイン・前掲注（1）52 頁。

取得するのと引換えに、当該 B 種類株主に対して B 種類株式 1 株につき普通株式 1 株を交付すると定められている[126]。B 種類株主はいつでも、保有している B 種類株式を、上場されている普通株式に 1 対 1 で転換し、これを売却することができるので有益である。アメリカでは一般に、議決権の多い株式を保有する者は、その株式を任意に上場されている議決権の少ない株式に転換する権利を与えられており、その転換権と同様の役割を果たしている[127]。

説明が前後することになるが、サイバーダインは B 種類株式に譲渡制限を課しているため、B 種類株主が B 種類株主以外の人物に B 種類株式を譲渡等する（した）場合、当該株式の譲受人は、同社に対して譲渡承認請求を行い、取締役会の承認を得る必要がある[128]。その際、対象となる B 種類株式は、次に述べる取得条項の発動により普通株式に転換され、交付される一方で、当該 B 種類株式は同社が取得することになる。しかし、取得条項を発動させる一連の手続は非常に煩雑で時間を要することから[129]、実際に譲渡等を行う場合には、B 種類株主は、譲渡等を行う B 種類株式について取得請求権を行使して普通株式に転換した後に、相手方に譲渡することになると思われる[130]。

（五）譲渡制限・取得条項

前述のように、B 種類株式は山海社長および山海財団法人のみが保有している。サイバーダインは、先進技術の平和的な目的での利用を確保すべく B 種類株式を発行したため、当該支配権維持スキームを容易に変更されないような制度設計を行っている。B 種類株主の変更を抑制する仕組みとして、まず、譲渡制限が B 種類株式に課せられている。というのも、B 種類株主が B 種類株主以外の者に B 種類株式を譲渡する場合、新たに B 種類株主となった者が当初のスキーム導入目的とは異なる形で議決権を行使するおそれがあり、その結果、一般投資家が投資を行う上で抱いていた期待や同社の社会的責任、そして経営方針――平和目的のために先進技術を利用するという目的に沿って事業が展開され、山海社長らが安定的に経営に関与することで同社の企業価値が向上する――等に反する結果と

---

126 サイバーダイン定款 17 条
B 種類株主は、いつでも、当会社に対して、その有する B 種類株式の全部または一部を取得することを請求することができるものとし、当会社は B 種類株主が取得の請求をした B 種類株式を取得するのと引換えに、当該 B 種類株主に対して、B 種類株式 1 株につき普通株式 1 株を交付するものとする。

127 戸嶋・前掲注（3）85 頁。

128 サイバーダイン定款 16 条
B 種類株式を譲渡により取得するには、取締役会の承認を要する。ただし、譲受人が B 種類株主である場合においては、取締役会が会社法第 136 条または第 137 条第 1 項の承認をしたものとみなす。

129 具体的な手続としては、取締役会の決議により取得する B 種類株式を決定し（会社法 169 条 1 項・2 項）、株主等に対して通知または公告を行い（同条 3 項・4 項）、当該通知・告知の日から 2 週間を経過した日と、取得事由が生じた日のいずれか遅い日に取得の効果が発生する。

130 戸嶋・前掲注（3）87 頁。

なりかねない場合が考えられる。そこで同社はB種類株主とB種類株主以外の者との間でB種類株式の譲渡がなされる場合には、当該株式の譲渡承認請求につき、同社の取締役会の承認が必要という形で譲渡制限を課している。

しかし、この譲渡制限については、定款の規定内容が若干分かりにくくなっているので、内容について簡単に説明する。まず、B種類株式の譲渡制限について定める定款16条で、「B種類株式を譲渡により取得するには、取締役会の承認を要する。ただし、譲受人がB種類株主である場合においては、取締役会が会社法第136条または第137条第1項の承認をしたものとみなす」と規定されている。

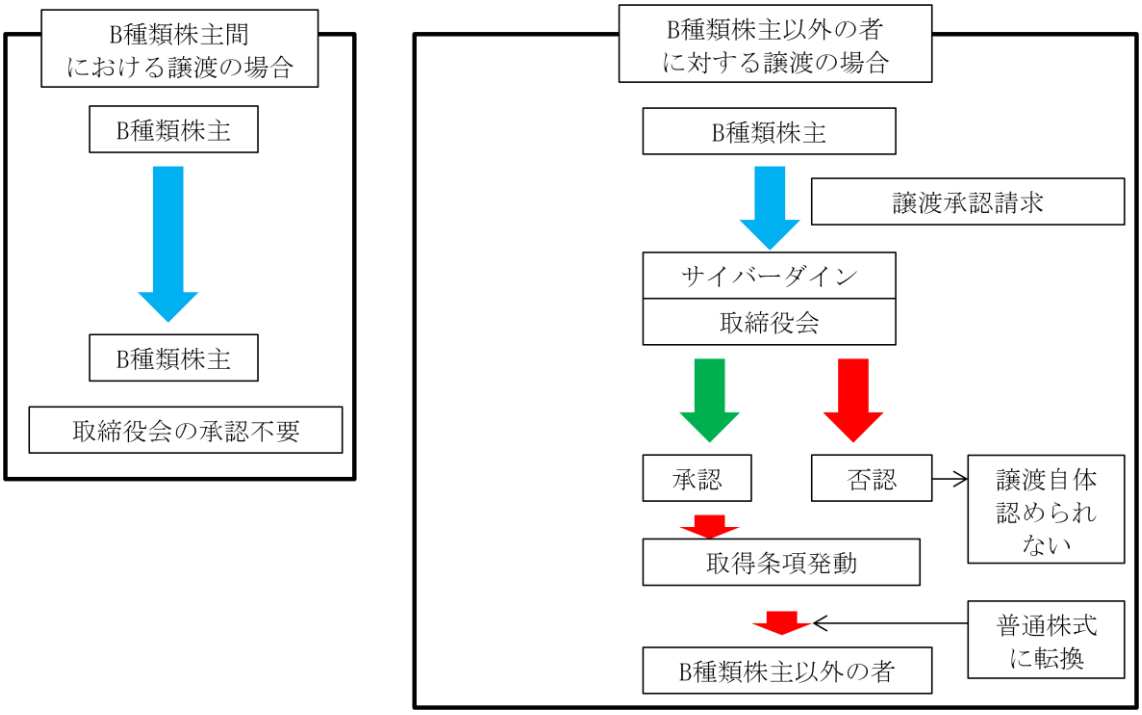
本条のただし書きにあるように、B種類株主間の譲渡の場合には取締役会の承認は必要ないが、B種類株主とB種類株主以外の者との間において、B種類株式を譲渡する場合には取締役の承認が必要ということになっている。しかし、定款18条2項には次のような定めがなされている。すなわち、「当会社は、B種類株主に関して次の各号のいずれかに該当する事由が発生した場合、会社法第170条第1項に定める日に、当該各号に定めるB種類株式を取得し、当該B種類株式を取得するのと引換えに、当該B種類株主に対して、普通株式1株を交付する。①　B種類株主以外の者がB種類株式を取得することまたは取得したことについて、会社法第136条または第137条に定める承認の請求がなされた場合当該承認の請求がなされたB種類株式　②　B種類株主が死亡した日から90日が経過した場合　当該B種類株主が有していたB種類株式の全部（ただし、他のB種類株主に相続または遺贈されたB種類株式および当該90日以内に他のB種類株主に譲渡されたB種類株式を除く。）」

上記定款18条2項はいわゆる取得条項に関する定めであり、同項1号に記されているように、B種類株主以外の者がB種類株式を取得するまたは取得した時は、当該株式は普通株式に1対1で転換されることになっている。このことから、定款16条に従い、B種類株主とB種類株主以外の者との間におけるB種類株式の譲渡につき、取締役会が承認したとしても、実際に譲渡される株式はB種類株式ではなく、定款18条2項1号により取得条項が発動して転換された、「普通株式が譲渡される」ということになるのである。よって、同16条に「B種類株式を譲渡により取得するには、取締役会の承認を要する」と定められているので、一見するとB種類株主以外の者でもB種類株式を取得できる余地があるように思われるが、実際には、B種類株式を取得することができるのはB種類株主だけということになる。

今後発生しうる相続について考えてみると、B種類株主は山海社長および山海財団法人しか存在しないため、山海社長はB種類株式を自身の後継者や親族等に譲渡・相続することを（現時点では）予定していないという結論に至る。将来、事業承継のために山海社長が同族の後継者に自身の持株であるB種類株式を相続させようとしても、B種類株主は山海社長と山海財団法人しか存在せず、B種類株式は普通株式に転換されてしまうため、山海社長の相続人は、B種類株式を譲受け、あるいは相続することはできないのである。山海社長がB種類株式をその親族等に承継させることを予定していないという点は大変重要なポイントである。

この点につき、東証は、サイバーダインの上場後に旧ガイドラインを改正し、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転換条項の例外を付することは極め

て限定的なものと考えられ、転換条項の適用の例外とすることの合理性を十分に説明しなければならないとしている。よって、議決権の多い株式の保有者ではない後継者への相続時に転換条項が発動しないという定めを置くことは可能であるが、同族間での議決権の多い株式の相続の必要性・合理性の説明には十分な配慮と一般投資家を納得せしめるだけの理由が求められるということになる[131]。しかし、具体的にどのように説明すれば、必要かつ合理的であると看做されるかは判然としない。サイバーダインは、将来的には山海社長が保有する B 種類株式を山海財団法人に無償で譲渡する予定であると説明しているが、その理由として開示されているのは単に「本スキームの継続性を確保するため」という簡潔なものに留まっており[132]、これをもって必要性および合理性の説明があったものと考えることができるかは疑問である。

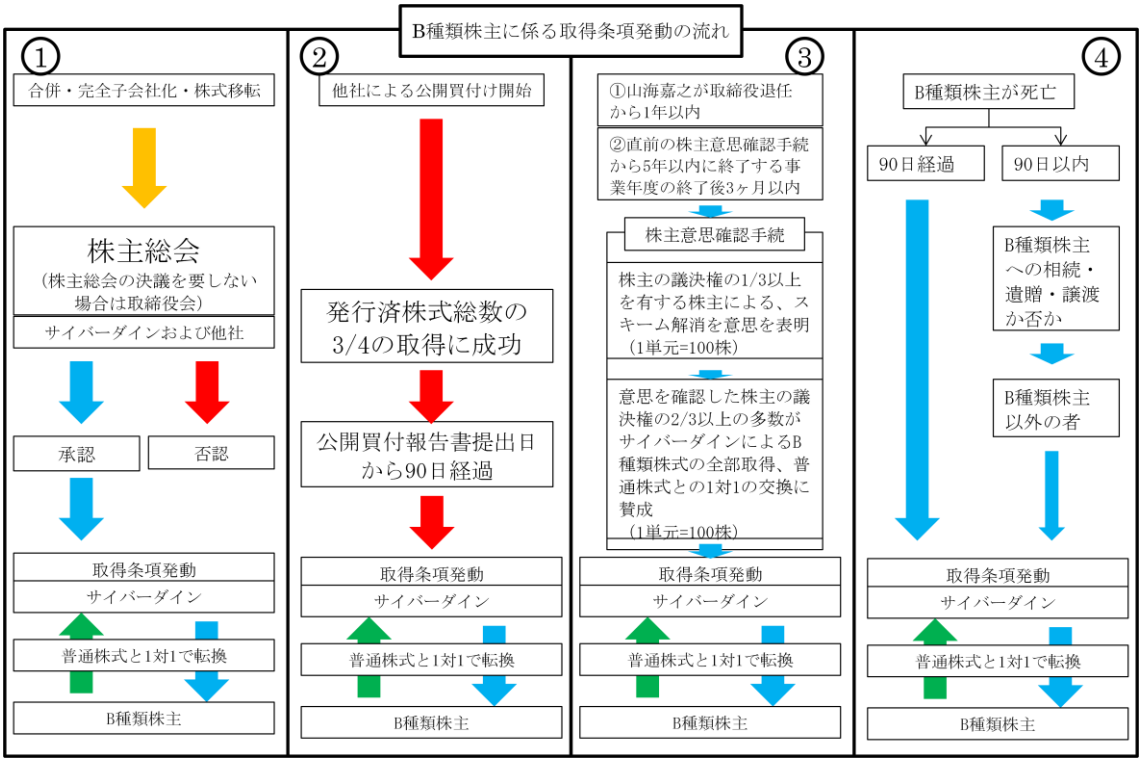


〔表 8〕

次に、定款 18 条 2 項 2 号を見ると、B 種類株主が死亡し、B 種類株主以外の親族等が、B 種類株式を相続・遺贈・譲渡されることになり、B 種類株主以外の親族等がサイバーダインに対して譲渡承認請求を行った場合や B 種類株主が死亡してから 90 日経過したときには、サイバーダインは取得条項を発動させて当該 B 種類株式を取得する代わりに、1 対 1 の割合で普通株式を相続人に交付することになっている（相続人が B 種類株主であっても、何らかの事情により B 種類株式が相続されない場合には取得条項が発動して当該株式は普通株式に転換され、交付されることになる）。他方、B 種類株主が死亡し、B 種類株

131 東証・前掲注（80）102 頁。
132 サイバーダイン・前掲注（6）47 頁。

主である親族等が当該株式を相続等する場合に譲渡承認請求する場合であって、死亡した日から 90 日以内であれば、取得条項は発動せず、そのまま当該株式が相続されることになる[133]。取得条項が発動し、B 種類株式が普通株式に転換される場合をまとめたものが下記の表である（なお、B 種類株主以外の者への譲渡の場合であって取締役会での承認が得られなかった場合における取得条項の発動については上記表 8 を参照）。



〔表 9〕[134]

（六）普通株主による種類株主総会決議の排除

サイバーダインの定款 15 条[135]には、普通株式にかかる種類株主総会の決議を要しない旨の定めが置かれている。これは旧ガイドラインⅡ6.（4）b の項目に関する事項である。会社が数種類の株式を発行している場合において、定款変更その他の会社の行為によって、ある種類株主が不利益を被る場合には、当該種類株主を保護する必要がある。他方で、不利益を被る種類株主の個別の同意を得なければ、定款変更その他の行為をなし得ないとすると、定款変更も困難になる。そこで会社法 322 条 1 項は、株主総会の決議の他に、不利益を受ける種類株主だけで構成される種類株主総会における決議を要求することで、個々

133 サイバーダイン定款 18 条 2 項 2 号。
134 表 9 の内、②と③はいわゆるブレークスルー条項とサンセット条項である。
135 サイバーダイン定款 15 条
当会社が、会社法 322 条 1 項各号に掲げる行為をする場合には、法令または定款に別段の定めがある場合を除き、普通株主を構成員とする種類株主総会の決議を要しない。

の種類株主の利益保護を講じつつ、定款変更等を行えるような制度設計がなされている[136]。普通株主のみで構成される会社にあっては通常の株主総会における決議で十分であるが、複数の種類株式を発行している会社の場合には、その不利益を被る種類株主の多数決によって判断するのであれば、株主平等の原則の観点からも不平等な扱いとはならないと説明されている[137]。

サイバーダインの場合には議決権の少ない普通株主が不利益な取り扱いを被る可能性が高いことから、普通株主による種類株主総会が問題となるわけであるが、実務上、全てのケースにおいて普通株主による種類株主総会を開催するとなると、時間的にも費用的にも多大なるコストがかかることになり、複数議決権方式を採用した意義が減退することにも繋がりかねない[138]。そこで、サイバーダインは、会社法 322 条 2 項および 3 項の定めに従い、一定の範囲に限り[139]、普通株主による種類株主総会決議の排除を行っている。

	普通株式	B 種類株式
上場	上場	非上場
単元株式数	100 株 （100 株につき 1 議決権）	10 株 （10 株につき 1 議決権）
剰余金の配当・残余財産の分配	同順位・同額	
取得請求権	なし	あり（割合は 1 対 1）
譲渡制限	なし	取締役会の承認が必要
取得条項	なし	あり（割合は 1 対 1）
種類株主総会の決議を要しない旨の定款の定め	あり	なし
株式の分割・併合など	同時・同一の割合	

〔表 10〕[140]

136 会社法 322 条 1 項は、会社が同項に列挙された行為を行う場合に、ある種類の株式の種類株主に損害を及ぼすおそれがあるときは、当該種類株主を構成員とする種類株主総会の決議が必要となる旨を定めているが､損害を及ぼすおそれの解釈が曖昧であることから、実務的には、保守的・可及的に種類株主総会の決議を得ているという状況にあるという。戸嶋浩二「複数議決権方式を利用した種類株上場」森・濱田松本法律事務所 CAPITAL MARKETS BULLETIN 22 号（2014 年）6-7 頁。

137 酒巻俊雄ほか『逐条解説会社法　第 4 巻　機関・1』（中央経済社、2010 年）199-200 頁（黒沼悦郎執筆）。

138 戸嶋・前掲注（3）88 頁。

139 会社法 322 条 1 項に従い、例えば種類株式の追加や株式の内容の変更、発行可能株式総数、発行可能種類株式総数の増加等にかかる定款変更には普通株主による種類株主総会が要求される。

140 サイバーダイン・前掲注（1）25 頁。

四. サイバーダインが採用したスキーム解消手段について

（一）概要

東証は平成 26 年 7 月 7 日に旧ガイドラインを改正しており、新ガイドラインⅡ.6.（4）a（b）にて、「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無議決権株式又は議決権の少ない株式のスキームが解消される旨が定款等に適切に定められていること」を要件としている。サイバーダインは平成 26 年 2 月 19 日に東証より新規上場が承認され、翌月の 3 月 26 日に東証マザーズに上場したことから、時期は前後するものの、同社は東証の上場審査要件を満たしていた。ここでいう、議決権の少ない株式のスキームを解消する見込みとは、具体的にはブレークスルー条項やサンセット条項の導入を指すと思われるが、サイバーダインは両条項を採用し、導入している。以下、サイバーダインが導入したブレークスルー条項とサンセット条項の内容について確認し、両条項の特徴と実際の発動可能性について検討する。

（二）ブレークスルー条項

前述のように、ブレークスルー条項とは、一定割合以上の株式を保有する者が現れたときに、議決権種類株式の構造が解消されるようなスキームをいう。サイバーダインが導入しているブレークスルー条項は、定款 18 条 1 項 2 号に、「当会社は、次の各号のいずれかに該当する場合、当該各号に定める日（取締役会がそれ以前の日を定めたときはその日）の到来をもって、その日に当会社が発行する B 種類株式の全部（当会社が有する B 種類株式を除く。）を取得し、B 種類株式 1 株を取得するのと引換えに、B 種類株主に対して、普通株式 1 株を交付する。……②　当会社が発行する株式につき公開買付けが実施された結果、公開買付者の所有する当会社の株式の数が当会社の発行済株式（当会社が有する株式を除く。）の総数に対して占める割合が 4 分の 3 以上となった場合　当該公開買付けにかかる公開買付報告書が提出された日から 90 日目の日」と規定されている。

すなわち、サイバーダインの株式に対する公開買付けにより、当該公開買付者の株式保有割合が自己株式を除く発行済株式総数の 75%以上となった場合には、公開買付報告書の提出日から 90 日目の日までに、B 種類株式の全部が 1 対 1 の割合で普通株式に転換されることになる。この 75%という数値は EU 公開買付指令[141]における数値と一致している。

---

[141] EU 公開買付け指令（Directive 2004/25/EC of The European Parliament and of The Council of 21 April 2004 on Takeover Bids, O. J. L 142/12 (2004). 以下「指令」とする。）とは、2004 年 4 月に発せられた EU における公開買付けを利用した企業買収のためのルールであり、公開買付けの局面において、出資による経済的リスクと会社に対する支配とは比例すべきであるとする「出資と支配の比例性の原則」、具体的には「1 株 1 議決権原則」を徹底し、それにより欧州の企業買収のための「平等な場（level playing field）」を確保することを目的としている。藤澤尚江「EU 公開買付指令と法の適用関係」筑波ロー・ジャーナル 11 号（2012 年）164 頁、緒方祥「スウェーデン公開買付法におけるブレイクスルー・ルールの法的問題（一）――出資と支配の比例性の原則に抵抗する理由を中心として――」高崎経済大学論集 55 巻 2 号（2013 年）120-121 頁。

また、会社法 115 条において、議決権制限株式の発行数を発行済株式総数の 2 分の 1 以下に制限していることから、仮に議決権制限株式を発行済株式総数の 2 分の 1 に当たる数で発行した場合には、株主総会における支配権を獲得するために必要な出資は残りの 2 分の 1 の過半数、すなわち 4 分の 1 超で済むことになる。議決権制限株式の発行数を発行済株式総数の 2 分の 1 以下としているのは、経営者らが 25%の出資以下で会社を支配することに対して歯止めをかけるためであると考えられることから、75%という数値が表れている

この EU 公開買付け指令 11 条 1 項から 7 項にブレークスルー条項について規定されており、「対象会社の定款で規定された有価証券の譲渡に関する制限（11 条 2 項 1 号）」および「本指令の承認後に対象会社と対象会社の有価証券所有者との間で締結された契約上の合意または対象会社の有価証券所有者間で契約上合意された有価証券の譲渡に関する制限（同項 2 号）」については、7 条 1 項に規定されている買付けの応募期間の間は買付者に適用しないとする。すなわち、株式に対する公開買付けを円滑に実施されるようにするために、上記のような株式譲渡制限を課している企業は、買付けの応募期間内に限り、無効とされることになる。そして、同条 3 項は、「対象会社の定款に規定された議決権制限（同項 1 号）」および「本指令の承認後に対象会社と対象会社の有価証券所有者との間で締結された契約上の合意または対象会社の有価証券所有者間で契約上合意された議決権制限（同項 2 号）」は、同 9 条により、対抗措置について決議する株主総会において 1 議決権を有するに過ぎないと規定している。また、「複数議決権を付与された有価証券（同項 3 号）」も、同 9 条により、株主総会にて 1 議決権しか行使し得ないと定めている。さらには、「買付者が買付を行った後に議決権の 75%以上を保有する場合、有価証券の譲渡に関する制限や 11 条 2 項および 3 項に基づく議決権制限ならびに対象会社の定款に規定された取締役の選解任に関する株主の特別な権利は、定款の変更または取締役の選解任のために、買収者が買収後に招集する最初の株主総会で適用されず、複数議決権が付与された有価証券は 1 議決権を有するに過ぎない（同条 4 項 1 号）」とする。

以上がおおまかな内容であるが、EU 加盟国における審議の際、こうしたブレークスルー条項の義務的導入の成否については多くの反対がなされ、加盟国の足並みが揃わなかったことから、最終的には、当該条項を国内の会社に義務付けるかどうかは、各加盟国の判断に委ねることとし、仮にその義務付けを選択しない場合には、各会社はこれらのルールを会社の定款に任意に導入することができるという規制に留まった（加盟国によるオプト・アウト、すなわち当該条項を国内において適用しない自由が認められた。指令 12 条 2 項）。さらに詳しい内容に関しては、野田輝久「株式公開買付規制の方向性――EU 第一三指令を素材として――」神戸学院法学 35 巻 1 号（2005 年）16-25 頁を参照のこと。

このように、ブレークスルー条項を採用するか否かは EU 各国の任意とされたことから、ブレークスルー条項を設けた国はほとんどないことも指摘され、統一的なルールを定めるという意味では「失敗であった」とも指摘されている。澤口実＝戸嶋浩二「議決権種類株式の上場」ジュリスト 1470 号（2014 年）37-38 頁。なお、当該指令に基づき、ブレークスルー条項を完全に導入した国は 22 ヶ国中エストニアだけであるが、当該条項が発動した事例は 2012 年時点で 1 件も存在しないようである。European Commission, *The Takeover Bids Directive Assessment Report, 16 Mar. 2012*, p.195. Available at http://ec.europa.eu/geninfo/query/resultaction.jsp?QueryText=EU+The+Takeover+Bids+Directive+Assessment+Report&sbtSearch=Search&swlang=en
当該指令に関するイギリスの動向については、北村雅史「EU における公開買付規制」別冊商事法務 289 号（2005 年）57-65 頁および末岡晶子「EU 企業買収指令における敵対的買収防衛策の位置づけと TOB 規制」別冊商事法務 289 号（2005 年）90-93 頁参照。独・仏における対応に関しては、日本証券経済研究所「ヨーロッパ M&A 制度研究会報告書」（2009 年）を参照。全文は http://www.jsri.or.jp/publish/other/を参照のこと。

と説明されている[142]。ただし、この 75%という数値に関して、東証はブレークスルー条項の発動基準に関する一定の数値基準はないとし[143]、議決権種類株式のスキームの内容や議決権の多い株式等の利用の必要性、支配株主の状況等を鑑みて、より種類株主の保護を図る必要があると考えられるケースにおいては、発行済株式総数の 75%という数値よりも小さい割合を設定する方が適切な場合があると説明している[144]。

サイバーダインのブレークスルー条項は株式に対する公開買付けを行う者が現れ、当該公開買付者の株式保有割合が発行済株式総数の 75%以上となった場合には、一定の期間内に B 種類株式の全部が 1 対 1 の割合で普通株式に転換されることになるとしているが、実際にこのブレークスルー条項が発動される可能性は以下の通り非常に低いと考えられる。平成29年3月末時点でサイバーダインが発行している普通株式は137,347,609株であり、発行済株式総数は 215,047,609 株であるので普通株式の発行割合は 63.8%に当たる。ブレークスルー条項の発動要件は 75%であるため、たとえ市場に流通している全ての普通株式の買収に成功した者が現れたとしても、この 75%という数値に届くことは決してない。そのため、公開買付者は B 種類株式も買収する必要がある。しかし、B 種類株式は山海社長および山海財団法人のみ保有している状況であるため、買い付けるのは事実上不可能に近いと言える。B 種類株主が B 種類株主以外の者に B 種類株式を譲渡する場合には取締役会による承認が必要であるため取締役会が承認しない限り、公開買付者は B 種類株主から株式を買い付けることができないことからしても同社の取締役会が公開買付者からの要請に応じる可能性は極めて低いであろう。

さらにいえば、前述のようにサイバーダインは平和倫理委員会を設置している。平和倫理委員会は、山海社長および全ての社外役員で構成され、同社の企業行動規範で定める「医療、介護、災害復旧」という事業領域以外に該当する可能性のある事業に参入する場合に、当該参入により同社の先進技術が人の殺傷や兵器利用等に利用されるおそれが存在しないかどうかについて審議・検証するとし、その判定結果を取締役会に報告するとしている。買収提案がなされた場合、当然、公開買付者の事業内容等について調査を行うであろうこと、また直接的に軍事産業に関連していなくとも、上記の事業領域以外の事業に転用されるおそれはかなりの確率で存在すると考えられ、また、サイバーダインが公開買付けに伴う B 種類株式の譲渡を B 種類株主に推奨するとは考えにくいので、ブレークスルー条項が発動する可能性は、事実上ゼロに限りなく近いと思われる。

（三）サンセット条項

サンセット条項とは、議決権種類株式導入の目的が終了した場合や同目的を逸脱した場合、もしくは同目的を達することができないことが確定した場合、またはこれらの事由が生じたとみなすことのできる場合に、当該スキームを解消させる方策のことであるが、サイバーダインのサンセット条項は、定款 18 条 3 項で、「③　株主意思確認手続において、

142 東証・前掲注（3）14 頁。
143 東証・前掲注（80）102 頁。
144 同上 102 頁。

確認手続基準日に議決権を行使することができる株主の議決権（但し、第 7 条にかかわらず、普通株式及び B 種類株式のいずれの単元株式数も 100 株であるとみなして、議決権の数を計算する。以下、本号において同じ。）の 3 分の 1 以上を有する株主の意思が確認でき、意思を確認した当該株主の議決権の 3 分の 2 以上に当たる多数が、当会社が本号に基づき当会社が発行する B 種類株式の全部（当会社が有する B 種類株式を除く。）を取得し、B 種類株式 1 株を取得するのと引換えに、B 種類株主に対して、普通株式 1 株を交付することに賛成した場合　当該株主意思確認手続の日から 90 日目の日」と規定されている。

なお、本号において「株主意思確認手続」とは、（1）山海社長が当会社の取締役を退任した場合（但し、重任その他退任と同時若しくは直後に選任される場合を除く）に、当該退任の日（当該退任と同日を含む）から 1 年以内に終了する事業年度のうち最終のものに関する定時株主総会の終結の時までに、並びに、（2）直前の株主意思確認手続の日の後 5 年以内に終了する事業年度のうち最終のものの終了後 3 ヶ月以内に、それぞれ取締役会の決議により定める方法により確認手続基準日に議決権を行使することができる全ての株主の意思を確認するために行われる手続をいう。また、本号において「確認手続基準日」とは株主意思確認手続のための基準日として取締役会の決議により定める日をいう。

端的にまとめると、山海社長が退任した場合に、退任した時とその後 5 年ごとに「株主意思確認手続」を実施し、普通株式と B 種類株式の単元株式数がいずれも 100 株であるとみなして計算し、議決権の 3 分の 1 以上を有する株主の意思が確認でき、意思を確認した当該株主の（単元株式数をいずれも 100 株として計算する）議決権の 3 分の 2 以上にあたる多数が、B 種類株式の全部を普通株式に転換することに賛成した場合に、B 種類株式のすべてが普通株式に転換されることになる[145]。

サイバーダインは、サンセット条項を導入した理由として、山海社長は複数議決権方式による支配権維持スキームの継続性を確保するため、B 種類株式の一部を山海財団法人へ無償で譲渡し、当該財団法人は B 種類株式を継続して保有する予定であって、山海社長が取締役を退任または山海社長が死亡した後も引き続き保有することになる。しかし、山海社長が取締役を退任した後も、当該財団法人が B 種類株主として議決権を行使することが、普通株主を含むその他の株主の意思と合致しない可能性があるため、そうした場合を想定してサンセット条項を導入したと説明している[146]。そもそも、サイバーダインが複数議決権方式スキームを導入した背景は、①HAL は人の殺傷や兵器利用を目的とした軍事産業への転用など、平和的な目的以外で利用される可能性があるため、資本市場から資金調達を行いつつ、先進技術の平和的な目的での利用を確保するために支配権を山海社長に集中させる、という点と②創業者である山海社長がサイバニクス研究の中心的な存在であり、かつ革新的な技術を社会に還元するための事業推進者であることから、サイバーダインの企業価値向上（株主共同利益）には、当面の間、同氏が経営に安定して関与する必要があるという点にある[147]。もし山海社長が取締役を退任した場合、上記 2 点の理由のうち、②の安定的な経営への関与という理由が喪失することになるため、普通株主を含む、株主の投

145 戸嶋・前掲注（3）87 頁。
146 サイバーダイン・前掲注（6）49 頁。
147 同上 4 頁。

資前提が変わることになるという観点から、サイバーダインは取締役退任のタイミングで株主の意思を確認するサンセット条項を発動させることにしたのである。この株主意思確認手続において、今後もB種類株式による支配権維持スキームを維持する意味があるかどうかを株主が判断するという手続が設定されているため、永続的に当該スキームが継続するということにはならないであろう。

この点、ブレークスルー条項およびサンセット条項は、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おけるスキームの解消という1つの上場要件を具体化したものである。実務者懇談会では、両者は選択的に導入すれば良いと考えられていたことは前述の通りであるが[148]、サイバーダインは両条項とも導入した。これは、山海社長が取締役を退任しても山海財団法人がB種類株式を保有し続けるという特殊な支配体制を敷いているがゆえに、スキームの相当性を担保するため、このような形になったとも考えられる[149]。

ところで、先のブレークスルー条項と同様に、このサンセット条項についても、実際のところ、発動する余地はあるのであろうか。再度、サイバーダインが採用したサンセット条項について確認すると、株主意思確認手続において、①議決権の3分の1以上を有する株主の意思が確認でき、②意思を確認した当該株主の（単元株式数をいずれも100株として計算する）議決権の3分の2以上にあたる多数が、B種類株式の全部を普通株式に転換することに賛成した場合には全てのB種類株式は普通株式に転換され、支配権維持スキームが解消されることになる。

まず、①について見ると、平成29年3月末時点で、普通株式発行総数は137,347,609株であり、単元株式数100株で計算すると普通株式の議決権総数は1,373,476となる。他方、B種類株式発行総数は77,770,000株であり、普通株式と同様に単元株式数100株で計算するので、B種類株式の議決権総数は777,700である。両株式の議決権を合計すると、2,151,176となり、普通株式の議決権数割合は63.8%、B種類株式の議決権数割合は36.2%となる。

この数値から分かるように、当該サンセット条項の①の要件では、議決権の3分の1以上の株主の意思が確認されれば良いので、普通株主全員がこの提案に賛成であると仮定すると、3分の1という①の要件を満たすことになる。しかし、②の要件について見ると、意思を確認した当該株主の議決権の3分の2以上（すなわち、66.6%以上）に当たる多数がB種類株式の転換に賛成していなければならないとある。そのため、普通株主およびB種類株主（山海財団法人を含む）全員が株主意思確認手続にて決議に参加した場合には、B種類株主も含んで、3分の2以上の多数がスキーム解消に賛成していなければならないことになり、普通株主全員が賛成したとしても、B種類株主全員が反対すればサンセット

---

148 東証・前掲注（3）21頁。なお、実務者懇談会では、ブレークスルー条項やサンセット条項以外でも、「一部の株主グループが極めて小さい出資割合で会社を支配するような状況が生じた場合に議決権種類株式のスキームを解消するための方策」といえるものがあれば、かかる方策を導入することでも足りるとしていた。また、議決権種類株式スキームは支配権の移動を制限するものであるという前提に基づくことから、仮に支配権の移動を過度に制限しないといえるような議決権種類株式スキームが存在すれば、ブレークスルー条項やサンセット条項は不要とすることも可能であると考えられた。同20頁参照。

149 戸嶋・前掲注（3）88頁。

条項は発動しないことになる。このことから、サンセット条項はブレークスルー条項に比べれば、発動する余地は大きいと言えるが、それでも株主意思確認手続にてB種類株主がスキーム解消に反対しさえすれば、容易にスキーム解消を妨げることが可能であることが分かる。

第二節　平成26年の東京証券取引所上場審査等に関するガイドライン改正について

一. 上場制度懇談会における議論

平成25年10月8日に東証において取り行われた第34回上場制度整備懇談会において、上場会社の資金調達に係るディスカッションがなされ、資金調達手段として種類株式の上場を活用する方法を検討することが望ましいとの意見が出された[150]。これを受け、平成25年11月20日および同年12月10日開催の第35回、第36回上場制度整備懇談会において、「議決権種類株式の上場について」および「議決権種類株式の上場制度の見直しについて」が議題として取り上げられた[151]。

第35回の懇談会では、東証が国際競争力を維持するためには議決権種類株式の上場制度を整備する必要があるという観点から、当該株式の上場にあたっては過度な規制を設けるべきではないとし、新規上場を柔軟に取り扱うことも考えられるのではないかとの意見が寄せられた。他方で、あまりにも議決権種類株式の利用が増加し、東証が少数株主の意見が蔑ろにされるような市場であると投資家に認識されるのも望ましくないとの見解も寄せられた。そこで、株主共同の利益の観点から、議決権種類株式を利用する「必要性」とスキームの「相当性」を審査し、それらを満たす会社に上場の機会を与えるのであれば良いとし、上場審査の際には「必要性」と「相当性」とのバランスを取りながら上場適格性を判断することが望ましいとの方向性に定まった。同時に、これら「必要性」と「相当性」の評価については会社の予見可能性を高めるために、今後判断事例を抽象化して公表すべきとの意見や、議決権種類株式を上場する目的は多種多様であることが想定されるため、その目的を限定しない方が良いとの声も寄せられていた。

第36回上場制度整備懇談会では、上述の「必要性」と「相当性」というバランスを考慮しつつ、上場審査を行うという方向に向かう点は良いとしても、議決権種類株式の目的をどのように考えるかが論点となった。例えば、議決権種類株式を発行する目的の背景にビジネスプランの保護を掲げていたとしても、論理的には敵対的買収防衛を目的とすることに帰結するのではないかという主張や、買収防衛を主目的とする会社を上場対象から除外するという考え方について再考する必要があるのではないかという意見が寄せられた。確かに、経営者の属人的な経営能力を発揮しなければ会社の成長が危ぶまれるために、支配権を維持しつつ上場するというケースを想定した場合、一定のビジネスプランを保護するという目的があるとしても、別の観点からすれば、敵対的企業買収から自社を保護する

---

150 上場制度整備懇談会第34回議事要旨（平成25年10月8日）1頁。
151 上場制度整備懇談会第35回議事要旨（平成25年11月20日）1-2頁および、同第36回議事要旨（平成25年12月10日）1頁。

ために支配権を維持するというようにも捉えることができる。

最終的には、第 36 回懇談会では、議決権種類株式には買収防衛や支配権維持機能があることは確かだが、懇談会の趣旨は、「種類株式を正しく使って上場するとはどのようなことか」という検討を行うものであるために、株主共同利益の観点から、議決権種類株式を利用する必要性および相当性が認められるのであれば、株主や投資家の利益を侵害するおそれが少ないと考えられると締めくくられた。

このように、上場制度整備懇談会では、議決権種類株式の上場はこれまでの東証の考え方に沿い、積極的に推奨されるべきことではないと考えつつも、その一方で、証券取引所の国際競争力を維持するためには議決権種類株式の上場制度を整備する必要があるという観点から、当該株式の上場の是非について検討を行った。その結果、当該株式の上場にあたっては過度な規制を設けるべきではないとし、新規上場を柔軟に取り扱うことも考えられるというスタンスから、上場審査に当たっては議決権種類株式を用いて上場する必要性と相当性という要件を上場会社に求めることになった。

こうした議論の中で、議決権種類株式が結果的には買収防衛策として機能するとしている点には注目すべきである。懇談会においても、買収防衛策としての効果については指摘されており、株主共同利益の観点から買収防衛策として議決権種類株式が機能することについて納得し得るものであれば許容され得るという結論に至ったと考えられる。筆者の見解では、地域社会の発展にとっての重要性を理由に、今後もそうした社会貢献を念頭においた事業活動を継続するために、上場後も引き続き、支配権を維持したいという願いが経営者に存在すると考えるのは、特に地域密着型企業にとっては当然のことである[152]。このような理由から上場後も支配権を手中に収めておきたいという思いを実現するためには、通常の普通株式だけでは安定して支配権を維持できないことから、買収防衛策としても機能する複数議決権方式を採用したいと考えるのは、極めて自然なことである。もちろん、投資家･株主の意向に反してまで支配権を維持することは本末転倒かもしれない。しかし、複数議決権方式を採用する会社に対して投資を行いたいという投資家が存在するのであれ

---

[152] 独国においては、1897 年商法典 252 条 1 項 4 文にて複数議決権株式の発行が認められていたが、企業買収の脅威にさらされた企業が複数議決権株式を大量に発行するようになった。そこで 1937 年株式法では、例外的に、会社の利益もしくは公共の利益に資する場合に、連邦官庁の許可を条件にその発行を認めるというように制度が改正された。そして、1998 年施行の「企業領域における監督と透明性に関する法律（KonTraG）」により、複数議決権株式の発行は全面的に認められなくなった。加藤・前掲注（107）332-334 頁、340 頁脚注 34。ここで注目されるのは、1937 年株式法では「会社の利益もしくは公共の利益に資する場合」には例外的に複数議決権株式の発行が認められていたという点である。通説によれば、買収防衛策として複数議決権株式を採用することは、当該利益の要件を満たすと解釈されていたようであるが（同 340 頁脚注 36）、基本的には個々の会社による判断ではなく経済に関して管轄権のある最高官庁によって判断されるものと考えられていたようである。そして、複数議決権株式の発行に際しては、当該発行が「地域の全体経済的利益に合致していること」が重視されていたようである。実際、複数議決権株式を発行していた会社は主にエネルギー供給会社であり、その株主は地方公共団体であったことから、地域貢献と事業活動の安定性という要素が、この当時の独国では強く意識されていたと解釈することができよう。清水忠之「複数議決権等と株主平等の原則」明治学院大学法律科学研究所年報 31 号（2015 年）42-43 頁。

ば、投資家・株主の意向に沿うという形になるため、適切な情報開示を行うことなどを条件に買収防衛策としての複数議決権方式は広く認められてしかるべきだと思われる。そうしたスキームを永続的に維持することはコーポレート・ガバナンスの弱体化や支配株主と少数株主との間の利益相反のおそれが高まるため問題視されるが、スキーム解消手段を設けた上で、「何のために支配権を維持するのか」を明確にすることにより、複数議決権方式に対する評価も変わるのではないかと考える。

二. 上場審査等に関するガイドラインの改正

このように、実務家による新しい上場制度に関する協議が行われる一方で、平成 26 年 2 月 5 日、東証により「IPO の活性化等に向けた上場制度の見直しについて」が発表された。これは、平成 25 年 6 月 14 日に閣議決定した「規制改革実施計画」および「日本再興戦略」を受けて金融審議会にて新規上場の活性化策などの施策が同年 12 月に取りまとめられた流れで、東証が対応を発表したものである。そのなかで、上場制度懇談会での議論を経て、「議決権種類株式の上場制度について、我が国においても利用ニーズが顕在化しつつあるなかで、今後の健全な利用を図るため、上場審査の観点を明確化するなど所要の制度整備を行う」として議決権種類株式の上場制度整備の概要を示した。内容的には、議決権種類株式の利用の「必要性」と当該株式を利用するスキームの「相当性」について、株主共同の利益の観点から明確化するものである。既存の審査項目のうち、ブレークスルー条項やサンセット条項、譲渡などの場合の転換条項は、相当性に関する実質審査基準[153]として評価を行い、定量的な株主数や利益の額といった形式要件[154]は現状通りとしている[155]。本項では、平成 26 年 7 月 2 日に発表（施行は 7 月 7 日）され、改正された東証の新ガイドライン[156]における議決権種類株式に関する規定内容について平成 20 年 7 月 7 日の上場制度総合整備プログラムに基づく業務規程等の一部改正から、どのような点が変更されたのかも含めて具体的な改正内容について検討する。

（一）議決権種類株式を利用する「必要性」

平成 20 年 7 月改正の新ガイドラインⅡ6. （4） a では、「a 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無議決権株式又は議決権の少ない株式のスキームが解消できる見込みのあること」と規定されていた。この点、当該規定は、平成 26 年 7 月の改正により次のように改正された。すなわち、「a 議決権の多い株式等（無議決権株式を発行している場合の議決権付株式及び議決権の多い株式（議決権の少ない株式以外の議決

153 有価証券上場規程 207 条に定められている諸要件。
154 有価証券上場規程 205 条に定められている諸要件。
155 東京証券取引所「IPO の活性化等に向けた上場制度の見直しについて」（平成 26 年 2 月 5 日）。http://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/140205.html を参照。東証・前掲注（80）90 頁。
156 本項で検討するのは東証の本則市場のガイドラインであるが、マザーズ、JASDAQ スタンダード市場においても同様の改正がなされている。

権付株式をいう。以下同じ。）をいう。以下同じ。）により特定の者が経営に関与し続けることができる状況を確保すること等が、株主共同の利益の観点から必要であると認められ、かつ、そのスキームが当該必要性に照らして議決権の多い株式等の株主を不当に利するものではなく相当なものであると認められること。この場合において、相当なものであるか否かの認定は、次の（a）から（c）までに掲げる事項その他の事項を当該必要性に照らして確認することにより行うものとする」である。

新しいⅡ6.（4）a の審査基準では、株主共同の利益、すなわち株主全体に共通する利益という観点から、複数議決権方式を用いることが必要であるかどうかという「必要性」要件と、複数議決権方式を用いた支配権維持スキームが当該「必要性」に照らして、相当なものと認められるかどうかという「相当性」要件について審査する旨が定められている。東証の新規上場ガイドブック（以下、ガイドブックとする）によると、この必要性という要件を審査するにあたっては、例えば、①ビジネスプラン遂行上、必要不可欠な属人的な能力を有する特定の者が、代表取締役社長等（経営者）として経営に関与し続けることが、株主共同の利益に繋がるかという点や、②特定の株主に議決権を集めることが普通株式では困難であるかどうかといった点から確認するとしている[157]。さらに、③ビジネスプランの遂行上、当該経営者の属人的な経営能力等が本質的に必要不可欠なものであるかどうかについて、例えば次のような形で判断するとしている。すなわち、「（1）経営者が事業展開、研究開発、人材採用等にどのように関与し、影響を与えているか（2）必要性の根拠は経営者の過去の実績や申請会社の事業面での実績を踏まえて、具体的に説明可能か（3）現時点における必要性のみならず、将来的にも必要性が認められるか（4）経営者のみならず、取締役会・監査役会など、会社として必要性の認識が適切に行われているか[158]」、である。

上記の 4 つは例示列挙であるため、これら以外の必要性が排除されるという訳ではない。ただし、「家族経営などによる経営の安定が株主共同の利益の観点から必要である」という理由のみでは、複数議決権方式を採用して支配権を維持する必要性ありとは捉えられないと指摘されている[159]。

さて、ここでサイバーダインの場合について考えてみる。サイバーダインは支配権維持スキームを導入したことについて、次の様に説明している。「当社グループは、『テクノロジーは人や社会に役立ってこそ意味がある』という理念のもとで、ロボットスーツ HAL を中心とした先進技術を、平和的な目的、特に医療・介護福祉・災害復旧などの場で活用してまいりました。このように人の身体能力を改善・補助・拡張するサイバニクス技術を平和目的に利用することは、今後到来する超高齢化社会のニーズと合致し、当社グループの長期的な企業価値の向上に繋がるものであります。なお、当該技術は、人の殺傷や兵器利用を目的とした軍事産業への転用など、平和的な目的以外での目的で利用される可能性があります。そこで、当社は、資本市場から資金調達を行いつつ、先進技術の平和的な目的での利用を確保するため、上場する普通株式とは異なる種類の B 種類株式を発行してお

157 東証・前掲注（80）91-92 頁。
158 同上 91 頁。
159 同上 91 頁。

ります（当社の B 種類株式を用いたスキームを、以下「本スキーム」といいます。）」[160]。

この部分の説明は、既に第一節 三.（一）の「目的」で説明したように、複数議決権方式を利用して山海社長に経営権を集約させるための純粋な「目的」である。しかし、東証が求めた「必要性」に該当するためには、株主共同利益に資するものであるかどうかという点に求められるため、先進技術の平和的な目的での利用を確保するという点は、会社の経営方針であって、それが直ちに株主全体にとって共通の利益となるとは限らない。何故ならば、軍事産業への転用を防止するという点については――そもそも、軍事産業に該当する事業の範囲が不明確であるが――場合によっては、株主にとって不利益に働く可能性すら存在するからである。すなわち、例えば戦争に参加する兵士に HAL を装着させることで兵士の活動能力・生存確率が向上すると判明し、当該技術を必要とする会社や国家が事業提携を求めた結果、サイバーダインの収益が向上すれば、最終的には株主全体にとってメリットがあるかも知れず、先進技術の軍事利用が株主共同の利益を損なうと決めつけるのは如何なものであろうか。加藤も、技術の平和的利用の確保は安全保障に係るものであり、別種の公的規制によって担保されるべきではないかと主張している[161]。確かに、株式会社の目的とは、株主利益の最大化を通じて会社が生み出す付加価値の最大化を達成することにある。上記のように、会社の利益追求よりも事業の平和目的利用を維持することで、株主利益が最大化されず、結果的にそうした平和理念の方が優先されることで株主が不利益を被る可能性はある[162]。

とはいえ、同社は技術の平和的利用を優先する旨を明示した上で上場していることから、一般投資家は株主利益の最大化よりも技術の平和的利用を優先するという理念を認識した上で投資するのであるから、一般投資家が害されるとも言い切れないと言えよう[163]。将来的に見ると、同社が技術の平和的利用を維持し続けることにより、株主共同の利益の観点から言えば、望ましい事業展開のチャンスを逃すことに繋がる可能性があるのは確かであるが、その場合は、「山海嘉之が経営に安定して関与し続けること」との利益との比較考量が必要となる[164]。どのように比較考量するのが正しいかは定かではないが、平和目的での技術活用という、私的利益の追求とは言えないが必ずしも一般投資家にとって金銭的には利益となりにくい――視点を変えれば、サイバーダインに投資することを通じて崇高な平和理念に資することができるという意味では、一般投資家にとっては利益となるとも思われる――という特殊な事情について、一般投資家は理解しておかなければならない。

若干議論が本題から逸れたが、「先進技術の平和的な目的での利用を確保するため」というスキームの意図は、あくまでもスキームを導入する「目的」にすぎず、「必要性」を説明する内容では必ずしもないという点に注意すべきである。何故ならば、サイバーダインは次のように、「当社グループの将来ビジョンである、少子高齢化という社会が直面する課題を解決しつつ、人支援産業という新しい産業分野を開拓するためには、サイバニクス技術の研究開発と事業経営を一貫して推進する必要があります。当社代表取締役社長で

160 サイバーダイン・前掲注（1）25 頁。
161 加藤・前掲注（112）148 頁脚注 8 参照。
162 同上 148 頁。
163 同上 149 頁。
164 同上 152 頁。

ある山海嘉之は、このサイバニクス技術を創出し、現在もサイバニクス研究の中心的な存在であり、更にその革新的な技術を社会に還元するための事業推進者でもあります。このため、当社グループの企業価値向上（株主共同利益）には、当面の間、山海嘉之が経営に安定して関与し続けることが必要であると考えており、これを実現可能とする本スキームは、株主共同利益の観点で必要性の高いスキームであると認識しています」と説明しているからである[165]。

サイバーダインを支えるサイバニクス技術については、山海社長が陣頭指揮を執って研究開発を進め、サイバーダインの事業経営は現在山海社長が手綱を握っていることから、サイバーダインでは、山海社長が経営に安定して関与することが、企業価値の向上に必要であり、株主全体にとって有益となると指摘しているのである。この部分こそが、複数議決権方式に係る上場審査における「必要性」に該当する。サイバーダインの例を見ると、軍事産業への転用を防止し、平和的な目的での利用を確保するという目的が目立ち、あたかも、このような特殊な状況にある会社しか、上場審査の必要性という要件を満たさないという誤解を生む可能性がある。しかし、新ガイドラインには、あくまでも「議決権の多い株式等……により特定の者が経営に関与し続けることができる状況を確保すること等が、株主共同の利益の観点から必要である」かどうかを審査するとしか記されていないので、サイバーダインのような特殊な、いわば「公的な目的」を有しなければならないという訳ではないという点に注意しなければならない[166]。

サイバーダインのような特殊な目的は要求されてはいないとはいえ、この「必要性」という要件のハードルは高いと言わざるを得ない。創業者の属人的な能力の有無という点については、会社を一から設立し、その業界内である程度の地位を築き上げてきたと言えれば、必要性要件における属人的な要素を満たすケースは多いと思われる[167]。しかし、支配権維持スキームを導入することが、真に株主共同の利益と言えるかどうかは判断が非常に難しいと思われる。ガイドブックの解説では、「家族経営などによる経営の安定が株主共同の利益の観点から必要である」という内容では足りないとしていることから、山海社長のように、事業を牽引する中核的な人物が、当面の間、会社経営の中心において、安定して経営に関与し続けることが、会社にとっても株主にとっても、真に重要と思われるようなバックグラウンドが存在しなければならないと解釈できる。サイバーダインのように、山海社長が経営手腕を発揮しているからこそ、その会社が存続し得る、ないし発展して行くことができるというような、ある意味で特殊なバックグラウンドが存在しなければ、説

165 サイバーダイン・前掲注（1）25 頁。

166 戸嶋・前掲注（3）84 頁、林・前掲注（24）32 頁脚注 15、松尾拓也「IPO 事例と改正東証ガイドラインにみる議決権種類株式スキームの活用と留意点」経理情報 1390 号（2014 年）61 頁。

167 ガイドブックでは、「議決権の多い株式等を技術の発明者等であって創業者である経営者が保有するケースを想定」しているとあるが、アメリカで複数議決権株式を発行して上場しているグーグルやフェイスブックの事例では、創業者が何かを発明したという訳ではない。戸嶋は、第 1 号案件（サイバーダイン）が議決権種類株式の利用に非常に適した案件だったので、逆にハードルを上げてしまったところもあるかもしれないと述べている。東証・前掲注（80）91 頁、戸嶋・前掲注（113）53 頁。

得力ある根拠として一般の株主・投資家に受け入れられ難いであろう[168]。

それゆえ、複数議決権方式を採用する必要性について考えると、ごく一般の会社にとって、この要件を満たすことは、非常に難しいと思われる。上場制度整備懇談会では、会社の予見可能性を高めるために、今後判断事例を抽象化して公表すべきとされたが、サイバーダイン１社しか複数議決権方式を利用していない現状では、サイバーダインに続こうと考えても会社は二の足を踏んでいるのではないか。上場審査の運用については個々の事例の積み上げを踏まえつつ、事例ごとに慎重に判断を行っていくと予想されるが[169]、このような状況ではいつまで経ってもサイバーダインに続くような会社は非常に稀にしか現れないと思われる。

必要性の要件に関しては、新ガイドラインのⅡ6.（4）b も関連してくる。b は旧ガイドラインにはなかった要件である。すなわち、「議決権の多い株式等を利用する主要な目的が、新規上場申請者の取締役等の地位を保全すること又は買収防衛策とすることでないと認められること」である。東証のガイドブックには、複数議決権方式を用いる目的は株主共同の利益の観点から必要とされていなければならないということを前提とし、そうした株主共同の利益の観点から必要とされる目的に加えて、別の目的が合わせて掲げられていても原則、上場審査にあたっては当該目的について審査することはないとしている。しかし、上記 b に示されているように、「新規上場申請者の取締役等の地位を保全」するためや、買収防衛策を目的として複数議決権方式を用いる場合、東証は当該上場を拒絶するとしている。さらに、複数議決権方式を採用する目的が実態を伴っていないなど、合理性を欠く場合には、同様に上場が認められないことになっている[170]。

このように、東証は複数議決権方式を用いる「必要性」について、様々な制約を設ける形で、上場に適した会社であるかどうかを厳格にチェックする姿勢にあることがわかる。しかし、そうした姿勢は良いとしても、現行の審査基準ではあまりにも不透明である。新規上場を望む会社が複数議決権方式を利用したいという場合、その「目的」は様々であって、多種多様な特殊事情が介在するだろうし、そうした個々の目的については良いとしても、株主共同の利益の観点からも支配権維持スキームの導入を認め得るような背景を持った会社は殆どないと思われる。原則として、証券取引所はその目的が公序良俗に反するようなものや、あまりにも不合理な場合には上場を認めないと思われるが、そのような場合は上場審査に至るまでに、幹事会社からストップがかかるであろうが、上場審査の実務において、そうした上場の目的それ自体の是非について判断することはないと指摘されている[171]。それはあくまでも「必要性」要件のところではなく、単なる目的の部分に過ぎないため、結局は支配権の維持が株主にとって有益と言えるだけの説得力のある説明をしなければならないことに変わりはない。

ガイドブックによると、必要性の審査にあたっては、特定の株主に議決権を集約させることが、普通株式では達成困難であるかどうかについても審査対象となる旨が記されてい

---

168 同様の主張として、戸嶋・前掲注（3）90 頁。

169 黒野和憲「最近の株式上場に関する制度改正について」会計情報 459 号（2014 年）17 頁、松尾・前掲注（166）60-61 頁。

170 東証・前掲注（80）94 頁。

171 林・前掲注（24）31-32 頁、同上 91-92 頁、94 頁。

る。実際、日本では上場後も支配株主が依然として存在する場合が比較的多く見受けられており、特定の者が支配権を維持したまま上場することは普通株式によっても実現可能である[172]。そのため、普通株式を利用する形では、議決権の集約が困難であるとの説明も必要なのである。サイバーダインの場合を考えると、同社の目論見書等には普通株式では同社のスキームを達成できないという内容の説明はなされていない。しかし、解釈によっては、「……当社グループの企業価値向上（株主共同利益）には、当面の間、山海嘉之が経営に安定して関与し続けることが必要である」（下線部は筆者による）という文言から、普通株式では当該スキームを達成できないという説明がなされているとも捉えられる。すなわち、経営に「安定して」関与するためには、普通株式による支配権維持では不充分であるということや、普通株式ではサイバーダインが買収されるおそれがあるため、普通株式以外の手段を講じなければならないというニュアンスを汲みとることが可能である。

一般的に考えれば、普通株式のみを発行している会社が上場後に株式の追加発行で資金調達を実施しようとする場合、特定の人物が支配権を維持し続けるためには新たに発行される株式の相当部分を引受ける必要があり、多額の資金が必要となる。資金が不足して株式を引受けることができなければ、支配権を維持できなくなる。これに対し、複数議決権方式を最初から採用していれば、議決権の少ない株式の方を大量に発行しても支配権の希釈化は緩和されるので、その分資金調達のハードルが下がり、創業者や経営者は少ない資金で支配権を維持することが可能になる[173]。東証のガイドブックでも、「ビジネスプラン遂行の過程で資金調達が必要であり、将来的に議決権の希薄化が見込まれるか」を確認するとし、「将来的な希薄化の一定の目安としては、資金調達の計画を踏まえると、議決権の多い株式等の株主の持株比率が、取締役選任を安定的に行うことが可能な 50%を下回ることが見込まれる場合」が考えられると説明している。

さらに、資金調達ニーズが乏しい場合であっても、「上場時点で議決権の多い株式等の株主の持株比率が 50%を下回っている場合」には議決権種類株式を発行する必要性があると認められる場合があるとしている。ただし、資金調達のニーズや議決権の将来的な希薄化が見込まれるとしても、「増資の都度、議決権の多い株式等の株主が引受け可能である場合や、投資計画の主な内容が将来的な M&A である場合など、実施の蓋然性が不透明な場合については、必要性があるものとして想定してい」ないとしている[174]。

こうした説明をもとに再度、サイバーダインについて考えてみれば、現在、山海社長の持株比率は 38.24%と東証が示した持株比率 50%という目安を下回っている。また、資金調達のニーズについても、サイバーダインは研究開発活動の進捗に伴い、多額の研究開発費が先行して計上され、継続的な営業損失が発生していることを発表しており、「今後も事業の進捗に伴って運転資金､研究開発投資及び設備投資等の資金需要の増加が予想され」るとして、普通株式の追加発行の可能性があることを示唆している[175]。

このように、東証が特定の株主に議決権を集約することが普通株式では困難である理由を提示するよう求めていることから、東証は議決権種類株式の利用を認めることに消極的

---

172 林・前掲注（24）28 頁。
173 松尾・前掲注（73）324 頁。
174 東証・前掲注（80）91-92 頁。
175 サイバーダイン・前掲注（6）51 頁。

であり、議決権種類株式を用いた上場に対して懸念を示していると推測できる。それゆえ、今後上場する会社は、この点についても、東証を納得させる具体的な理由づけが必要である。旧ガイドラインの改正に先だってサイバーダインは上場したことから、同社は普通株式では上場の目的を達成できないという点について明示的に説明しておらず、その意味ではサイバーダインはこの関門を「運よく」通り抜けられたとも言えよう。ただし、経営者・創業者一族に議決権を集める必要性について、仮に安定的な経営が株主共同の利益に資するという理由のみである場合には、必要性の要件を満たさないと東証は説明していることから[176]、サイバーダインの後追いをする会社も、このように安定的な支配権の維持という要素を加味し、経営者らに議決権を集約させる理由について、慎重に検討しなければならない[177]。

ところで、複数議決権方式を採用する必要性において、当該スキームが敵対的買収防衛策を目的とする場合には必要性の要件に合致しないとされているが（前述の新ガイドラインのⅡ6.（4）b を参照）、事実上、複数議決権方式は敵対的買収防衛策として機能する点についてはどのように捉えればよいか考察してみよう。東証も、ガイドブックにおいて、「議決権の多い株式は……買収防衛的効果を有する」と明示している[178]。そうなると、当該スキームの採用目的から敵対的買収防衛策という目的を排除する意味とは一体何なのであろうか。一般投資家の視点からも、複数議決権方式のいわば「副次的な効果」として、敵対的買収防衛策が機能することは明らかと思われる。サイバーダインの場合、同社は先進技術を軍事技術に転用されないように、平和利用に限定するために複数議決権方式を採用しているが、角度を変えてみれば、サイバーダインが軍事産業を営む外国企業等に買収されないように、複数議決権方式を採用したと解釈することも可能である。そのため、必要性の要件を満たすためには、会社は、「名目的には敵対的買収防衛策ではないとしつつも、敵対的買収防衛策ではないかという批判に対する防衛線を張る」ための、さながら「言い訳」を示す必要があると解釈することができる[179]。

つまり、何故、本改正において東証が「必要性」という要件を、上場を検討する会社に対して求めているかという理由の１つとして、「敵対的買収防衛策を導入しなければならない背景を明確化するための、限定的な、当該企業特有の事情」が存在することを表明し

---

176 東証・前掲注（80）101 頁。

177 近年の研究においても、サイバーダインの事例は上手く条件が揃ったことで、「タイムリーに」複数議決権方式を利用できたという側面は否めないとし、一般会社による複数議決権方式を用いた上場のハードルは依然として高いと考えられている。勝部・前掲注（120）121 頁。

178 東証・前掲注（80）94 頁。

179 サイバーダインの新規上場に携わった戸嶋のインタビューでは、議決権種類株式を利用した上場について、次のように回答している。「……山海さんや会社が強調されたのは、サイバニクスの技術を軍事利用させたくない、あくまでも平和利用に限りたいとの思いです。兵隊にロボットスーツを着装させれば、重い荷物を持って何十キロも歩くことができます。上場後、軍事利用を狙って、敵対的 TOB をかけられたら大変です。研究開発のコストはかかるので、上場して資金調達はしたい。しかし、上場しても、買収されないようにしておきたい。創業者としての関与、技術の平和利用の確保の二つの理由から、複数議決権方式を認める必要性があったのです」。戸嶋・前掲注（113）51-52 頁。

た上で（複数議決権方式を採用する「目的」）、「単純な敵対的買収防衛策というだけでなく、当該会社が保護しなければならない利益を防衛することが当該会社および株主にとって有益となるという正当な理由（複数議決権方式を採用する「必要性」）が存在することを明らかにするために、必要性という要件が課されている」という解釈が成り立つと思われる。敵対的買収防衛策の導入に関しては、企業価値や株主共同の利益の観点から慎重な対応が求められているので、この必要性においては、敵対的買収防衛策として機能してしまう点については「暗黙の了解」としつつも、何かしら合理的な説明を要求していることが、この「必要性という要件から滲み出る不透明感」の由縁なのではないか。この必要性という要件は、直接的には敵対的買収防衛策を採用することは、あまり望ましいことではないが、「敵対的買収防衛策が妥当であるとして正当化」することにより――サイバーダインの場合には「HAL の平和利用目的を維持・保護し、当該利用目的から逸れないように経営権を山海社長に集中させておくということが会社の成長・発展、そして株主にとって有益であるということ」――、例外的に認めようとするものと解釈できるであろう。新ガイドラインⅡ 6.（4）b に「議決権の多い株式等を利用する『主要な目的』が、新規上場申請者の取締役等の地位を保全すること又は買収防衛策とすることでないと認められること」というように、「主要な目的」と敢えて記載されていることからも、この解釈が裏付けられていると思われる。

よって、今後上場するにあたり、複数議決権方式を導入するためには、「敵対的買収防衛策の目的が何にあるのか」を正確に開示し、支配権を特定の人物に集中させることが、株主共同の利益になるという理由付けを行う必要がある。繰り返しになるが、この必要性の要件が、複数議決権方式による新規上場のハードルを高くしていると思われる。

（二）議決権種類株式を利用する「相当性」

続いて、第 2 の要件である、議決権種類株式を利用する相当性について考察する。相当性は、例えば複数議決権方式を用いるスキームが、議決権の多い株式等の利用の必要性に照らして議決権の多い株式等の株主が不当に利するものではなく、相当なスキームであると認められるかについて確認するものである。相当性に係る本件ガイドラインⅡ6.（4）a の（a）から（c）では次のように定められている。

（a）当該必要性が消滅した場合に無議決権株式又は議決権の少ない株式のスキームを解消できる見込みのあること。

（b）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無議決権株式又は議決権の少ない株式のスキームが解消される旨が定款等に適切に定められていること。

（c）当該新規上場申請に係る内国株券等が議決権の少ない株式である場合には、議決権の多い株式（議決権の少ない株式以外の議決権付き株式をいう。以下同じ。）について、原則として、その譲渡等が行われるときに議決権の少ない株式に転換される旨が定款等に適切に定められていること。

まず、（a）は複数議決権方式等を利用する必要性が消滅した場合に、当該方法によるスキームが無条件に継続することを防止するための方策を導入することを会社に求めている。特定の個人が経営に関与し続けることが支配権維持スキーム導入の必要性である場合

には、取締役を退任し経営に関与しなくなった場合に、当該スキームが解消される見込みがあることを確認する規定であるが、これは事実上、サンセット条項の採用を会社に求める項目である。サイバーダインの場合、山海社長が取締役を退任した時点から1年以内と、その後5年毎に株主意思確認手続を実施し、普通株式とB種類株式の単元株式数をいずれも100株であると看做して計算される議決権の3分の1以上を有する株主がスキームを解消する意思を示し、意思を確認した株主の議決権（前記同様に、単元株式数をいずれも100株として計算）の3分の2以上に当たる多数がB種類株式を普通株式に転換することに賛成した場合には、B種類株式の全部が普通株式に転換されることになる。

ところで、（a）はサンセット条項の導入を求めるものであると上述したが、（a）におけるサンセット条項の意味は、実務者懇談会報告書にいうところの、「（a）目的が終了したかどうか等の判断を株主の意思に委ねるものとして、一定期間経過後に一株一議決権とする株主総会の特別決議等によりスキームの解消を可能とするもの」に該当すると思われる（株主の意思に基づく「主体的な」方法。第一節二.（四）を参照）。新ガイドラインⅡ6.（4）a（a）に関するガイドブックの説明には、一切サンセット条項という字句は登場していないが、（a）の趣旨から考えれば、ここでは実務者懇談会報告書にいう上記（a）の意味におけるサンセット条項の導入を会社に求めているものと考えられる。なお、サイバーダインはサンセット条項を導入しているが、サイバーダインの導入したサンセット条項は、山海社長が取締役を退任し、経営に関与しなくなった場合に株主意思確認手続を経てスキームを解消させる方策である。よって、サイバーダインの場合は、新ガイドラインⅡ6.（4）a（a）に該当する意味でのサンセット条項を導入していると言える。

次に（b）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当該スキームが解消できる見込みのあること」を求めている。この基準では、極めて少ない出資割合での会社支配を防止するための方策を導入していることを要件としているが、これはブレークスルー条項やサンセット条項の導入を規定する内容である。ここでいうサンセット条項は、前述の「Ⅱ6.（4）a（a）におけるサンセット条項」とは異なり、実務者懇談会報告書における「（b）支配株主グループの発行済株式総数に占める保有割合が一定以下になった場合にスキームが解消されるもの」に該当すると考えられる（「客観的な」基準。第一節二.（四）を参照）。東証はこの意味でのサンセット条項について、「一定の基準を満たす場合に、スキームを解消させる方策」としている[180]。この「一定の基準」とは、前述のように、実務者懇談会報告書では例として「支配株主グループの発行済株式総数に占める保有割合が一定以下（25%以下など）になった場合」を挙げているため、これに従えば、予め定款において定めた経営者等の株式保有割合に関する数値基準ということであると思われる。

この（b）におけるサンセット条項は、サイバーダインは導入していない。東証のガイドブックを見ると、「ブレークスルー条項……やサンセット条項……などの導入が考えられます」とあるため、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手段が何らかの形で講じられて良いと解釈できるため、ブレークスルー条項に加えて、この「（b）における意味でのサンセット条項の導入をも」要求している

[180] 東証・前掲注（80）93頁。

訳ではないと思われる。サイバーダインは、前述のように、ブレークスルー条項を導入しているため、新ガイドラインの観点から見ても、（b）の要件を満たしていると言えよう。

なお、再度サイバーダインの導入したブレークスルー条項について確認すると、同社が発行する株式につき公開買付けが実施された結果、公開買付者の所有するサイバーダインの株式の数が同社の発行済株式（同社が有する株式を除く）の総数に対して占める割合が75%以上となった場合にはブレークスルー条項が発動されることになる。この 75%という数値基準はガイドライン上、絶対的なものではないので、60%や 70%という基準でも問題はない。

最後に（c）であるが、これは旧ガイドラインⅡ6.（4）d に相当し、いわゆる転換条項に係る規定である。既述のように、議決権の多い株式を保有する者は、例えばサイバーダインの創業者である山海社長のように、経営者としての手腕を発揮し得る人物であり、投資家は議決権を当該人物が保有することで株主共同の利益を享受できるとして、株式を取得しているのである。それゆえ、議決権の多い株式が、自由に第三者に譲渡等できてしまうとなると、投資家の投資目的や期待から外れ、そうした投資判断のベースに影響するおそれがある[181]。そのため、東証は議決権の多い株式の譲渡等に際しては、会社は定款に転換条項の定めを置いて、議決権の少ない株式に転換されることを要請している。ただし、転換条項の発動はあくまでも「原則として」であって、サイバーダインの場合のように、譲渡等の相手方が B 種類株主である場合には先の投資目的が毀損されることはないので、転換条項発動の例外として、議決権の多い株式を保有する者から議決権の多い株式を保有する者への譲渡等の際に、議決権の少ない株式に転換されない旨を規定することは認められる場合もある[182]。

本稿との関連では、こうした転換条項の発動の例外が認められる範囲は重要である。サイバーダインの場合は、山海社長と山海財団法人との間における譲渡等については転換条項が発動せずに、B 種類株式をそのまま譲渡等行うことができるようになっている。サイバーダインは、将来的には山海社長が保有する B 種類株式を山海財団法人に無償で譲渡する予定にあると説明しているが、その理由として開示されているのは単に「本スキームの継続性を確保するため」という簡潔なものに留まっている。東証は、「相続であることを理由に転換条項の例外」とすることは、「極めて限定的」であり、「転換条項を付さないことの合理性を十分ご説明いただいた上で慎重に取り扱う」としている[183]。サイバーダインは東証の旧ガイドラインに従って上場しているので、平成 26 年の新ガイドラインに沿った説明を行っていない。もし、サイバーダインに続く形で複数議決権方式を用いて新規上場を狙う場合に、相続等の場面において議決権の多い株式の転換条項の発動の例外を設定する際には、おそらく、相続人である次期経営者等の人的素質やこれまでの功績等に鑑みて、また、会社理念の維持や事業目的の継続を主眼に置くと、当該人物に議決権の多い株式を議決権の少ない株式に転換させずに譲渡させることが有益であり、株主共同利益の観点からも至当であるなどの説明がなされることになると予想される。

---

181 同上 93 頁。
182 同上 102 頁。
183 同上 102 頁。

しかし、こうした属人的説明だけでは極めて不十分ではなかろうか。つまり、現創業者から次期経営者へ、議決権の多い株式を議決権の少ない株式に転換させずに相続等させることの意義については、例えば、創業者と理念が一致しているであるとか、競合他社において研鑽を積んできた経歴がある等、相続人たる次期経営者が如何に有能であるかといった説明が行われると思われる。しかし、相続人の経営能力等が優れているというような属人的な説明を行うのであれば、その実質が存在することを保障するための仕組みなど、その正当性を担保するものがなければ､合理性を十分に説明したことにはならないであろう。こうした転換条項発動の例外の設定については、東証だけでなく一般の株主・投資家を納得させ得る具体的な理由や仕組みなどが必要だと東証は考えていると思われるが、これもまた、会社にとっては極めて高いハードルであると言えよう。こうして考えれば、東証が転換条項発動の例外を「極めて限定的」であるとし、検討に当たっては「慎重に取り扱う」と指摘している点は、東証の立場からすれば、ある程度理解することも可能であるが、（中堅ファミリー）会社が複数議決権方式を利用するインセンティブを失わせるものとも考えられるため、本稿では重要なポイントとなる。

既に必要性要件において触れているところではあるが、同族に議決権を集める必要性について、仮に安定的な経営が株主共同の利益に資するという理由のみでは、必要性要件を満たすとは言えないと東証は説明している。このことから、例えば同族内での事業承継において、単に創業者自身の子孫が、創業者の心境としては、これまで高度な教育を受けてきたとか、競合他社等で十分な研鑽を積んできたことから、極めて優秀な人材であると考えていると説明するだけでは、転換条項の発動の例外の説明としては不十分であろう。この様に東証の現行ガイドラインの内容等から考えて、転換条項の発動の例外が認められるのは、非常に困難であると言える。

（三）情報開示

続いて、情報開示に関してであるが、この点についても重要なポイントであるため、これまでの議論を遡った上で検討を行うものとする。まず、情報開示に対する東証の姿勢について見ると、平成 18 年 6 月に公表された上場制度総合整備プログラムにて、「市場の健全性は、上場会社の活動を株主・投資者が的確に判断し、市場評価が真に機能する環境が整えられることにより担保される」とした上で、「東京証券取引所は、こうした認識の下に、上場会社に対して東証市場を構成する一員としての一層の自覚を促すとともに、会社情報の開示の充実を図ることにより透明性を確保すること、市場機能の発揮を阻害するような会社行動に対しては適切な対応をとることが原則である」とした[184]。

その後、上場制度整備懇談会における検討に基づき、平成 19 年 3 月に中間報告が発表され、その中で複数議決権方式に係る情報開示については、新規公開時に十分な開示がなされなければならないとしたが[185]、具体的にどのような開示内容を求めるかについては述べられなかった。ただし、複数議決権方式により、経営者などのリスク負担と支配権との

184 東証・前掲注（26）1 頁。
185 東証・前掲注（28）24 頁。

不均衡が生じるとしても、新規公開時の開示内容に従い、一般投資家が納得した上で株式を取得するのであって投資家の自己責任という観点から問題はないが、いわばそのための前提条件として、開示を充実させることで諸種のデメリットを払拭ないし緩和することができるとの視点が中間報告に提示されたことには、一定の意義があったと考えられる[186]。

続いて、上場制度総合整備プログラム 2007 では議決権種類株式の上場に関する実施事項として、開示に係るものは直接的には挙げられていなかった。ただし、具体案を検討のうえ実施する事項（第二次実施事項）として、「議決権に関する種類株式について必要とされる上場審査」について整理し、「議決権に関する種類株式を上場する会社について、企業行動規範として求めるべき内容がないか」、「種類株式の上場であることを投資者が理解しやすいような表示上の工夫の方法」について検討を行うとはしていた[187]。

平成 20 年の実務者懇談会では、議決権種類株式を利用する場合、より小さい出資割合により支配状態を創出することが可能であることから、支配株主と少数株主との利益相反が顕著になるという問題につき、諸種の弊害防止策が必要であることが提言された。具体的には、支配株主と会社が重要な取引――何をもって「重要な」取引と看做され得るのかについては明示されていない――を行うような場面において、当該取引の公正さを担保し得るだけの十分な情報開示が必要であると説明された[188]。とはいえ、ここでも開示されるべき具体的な情報については、詳細に論じられていない。

その後、東証は平成 20 年 7 月 7 日に上場制度総合整備プログラムに基づく業務規程等の一部改正を実施した。まず、会社情報の開示について定める規程 402 条 1 項が改正された。同項では、上場会社は各号に掲げる何れかの事項を行うことについての決定をした場合にはただちにその内容を開示しなければならないとしており、新たに ao 号および ap 号が追加された。ao 号は「上場無議決権株式、上場議決権付株式（複数の種類の議決権付株式を発行している会社が発行するものに限る。）又は上場優先株等（子会社連動配当株を除く。）に係る株式の内容その他のスキームの変更」であり、ap 号は「a から前 ao までに掲げる事項のほか、当該上場会社の運営、業務若しくは財産又は当該上場株券等に関する重要な事項であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」である[189]。

当該条項は上場会社に求められる開示規則であり、新規上場時に求められる開示内容について説明するものではない。新規上場時における開示内容については、平成 20 年の旧ガイドラインⅡ6.（4）c――当該新規上場申請に係る内国株券等の発行者が支配株主等との取引を行う際に、少数株主の保護の方策をとることができる見込みがあると認められること――に係る新規上場ガイドブックのコメントに若干ながら次のように記載されている。「……なお、上記で求められる支配株主と会社との取引が経営者の恣意的判断により行われないための方策については、その指針をコーポレート・ガバナンスに関する報告書の中で開示することを全ての上場会社に求めており、議決権種類株式を上場する会社に対しても、同様にコーポレート・ガバナンスに関する報告書の中での開示を求める」との記載で

186 東証・前掲注（28）21-22 頁。
187 東証・前掲注（40）8 頁。
188 東証・前掲注（3）19 頁。
189 東京証券取引所「上場制度総合整備プログラム 2007（第二次実施事項）に基づく業務規程等の一部改正新旧対照表」（2008 年 6 月 26 日）15 頁。

ある[190]。この記述から分かるように、新規上場時に議決権種類株式を利用する場合には、支配株主と会社との間の取引に関して、少数株主の保護に係る方策の開示を行えばよいと言うに留まり、その他の事項については不明瞭なものとなっていた。

これに対し、平成 26 年の新ガイドラインでは、議決権の多い株式等の利用の目的、必要性およびそのスキームは、一般投資家にとって重要な投資判断材料となるため、適切に開示されなければならないという理念に基づき、Ⅱ 6. (4) c として、次の規定が設けられた。すなわち、「議決権の多い株式等の利用の目的、必要性及びそのスキームが、新規上場申請書類のうち企業内容の開示に係るものにおいて適切に記載されていると認められること」という規定である。

これまで、議決権種類株式を用いて新規上場を行う会社が開示すべき内容は極めて不明瞭であり、唯一平成 20 年のガイドライン改正において若干触れられた程度であったが、本改正により比較的詳細に規定されることになった。東証は、議決権の多い株式等の利用の目的や、特定の者が経営に関与し続けることが株主共同の利益の観点から必要であることについて、一般投資家が正しく理解できるように、上場申請を行う会社はその内容を開示しなければならないとし、記載方法としては、「事業等のリスク」、「株式等の状況」、「新規発行株式」等、明確な形で一般投資家が内容を知り、納得できるように説明されることが必要であると説明している[191]。

東証は議決権の多い株式等を利用する目的と、当該スキームの必要性の開示内容は、「重複するものと考えられる」と指摘しているところが注目に値する[192]。前述のように、サイバーダインの場合は支配権維持スキームを導入する目的と必要性が異なり、支配権維持スキームを導入する目的は、HAL という先進技術が軍事転用されないように、利用範囲を平和利用目的に限定することであり、必要性は、山海社長が事業の推進役であり、高い議決権を保有して強力に事業展開することが企業価値の向上（株主共同利益）に繋がることであるとしている。サイバーダインのように、スキームの目的と必要性が異なることについて、東証のガイドブックでは「仮に議決権の多い株式等を利用する目的として、必要性とは異なる目的も併せて掲げていた場合でも、原則として当該目的については問」わないとしていることから[193]、このことが上場の支障となるものとは考えられないものの、東証はスキームの目的と必要性が同一であることが通常であると考えているようである。

さて、今一度、Ⅱ6. (4) c に掲げられている開示対象を確認すると、議決権の多い株式等の利用の「目的」、「必要性」および「スキーム」である。これまで確認してきたように、サイバーダインの B 種類株式を発行する「目的」、「必要性」および「スキーム」についてそれぞれ公表されていることは前述の通りである。さらに、サイバーダインは、「事業等のリスク」として、支配権維持スキームとしての B 種類株式の内容については勿論のこと、次の 4 つのリスクを挙げている。まず、1 番目として、①B 種類株主の議決権行使による強い影響力に関するリスクである。サイバーダインの説明では、「……普通株主による議決権行使による当社に対する影響力は限定的となります。また、B 種類株主の

190 東証・前掲注（82）16-17 頁。
191 東証・前掲注（80）95 頁。
192 同上 94 頁。
193 同上 94 頁。

議決権行使は、特に当社グループの先進技術の平和的な目的での利用を確保するために行使する場合、普通株主の利益と相反する可能性」があるとしている[194]。①は、普通株式には議決権が付与されているが、実質的に見て B 種類株式は普通株式の 10 倍の議決権を持っていることになるため、たとえ普通株主が株主総会にて議決権を行使したとしても、その影響力は極めて少なくなることを明らかにし、警鐘を発する意味がある。

続いて、2 番目のリスクとして、②株式の買付けを妨げるリスクを挙げている。サイバーダインの説明では、「……当社定款にはブレークスルー条項及びサンセット条項が定められていますが、ブレークスルー条項及びサンセット条項により B 種類株式の全部が普通株式に転換するのは、それぞれ、公開買付者が普通株式及び B 種類株式の発行済株式総数の 75%以上を所有することとなった場合及び株主意思確認手続……において 3 分の 2 以上の多数の株主が普通株式への転換に賛成した場合に限られます。よって、本スキームは、普通株主にとって利益となるような当社株式の買付けを妨げる可能性」があるとしている[195]。すなわち、サイバーダインが支配権維持スキームを解消する手段として上記 2 つの条項を設けているが、そもそもこれらの条項が発動される敷居が高いため、B 種類株式が普通株式に転換される可能性が実質的に低いことから、株式の買付けが困難であることが説明されている。株式の買付けが行われる場合、通常、買付者は一般の株主から対象会社の株式を買い付ける際に当該株主に対して現在の株価にプレミアムを付けて高い金額を支払うが、サイバーダインの株主は買付けに伴う利益を享受し難いことが明示されている。

3 番目のリスクは、③普通株主を構成員とする種類株主総会の排除に関するリスクである。サイバーダインは、「当社は、会社法第 322 条第 1 項各号に掲げる行為をする場合（法令又は定款に別段の定めがある場合を除きます。）であっても、普通株主を構成員とする種類株主総会の決議を要せず当該行為を行うことができるため、普通株主の意思が当社の意思決定に反映されない可能性があります」と説明している[196]。既に説明しているように、普通株主を構成員とする種類株主総会を排除する理由は、実務上、全てのケースにおいて普通株主による種類株主総会を開催するとなると、時間的にも費用的にも多大なるコストがかかることになり、複数議決権方式を採用した意義が減退することになるからである。

最後に、4 番目のリスクは、④B 種類株式の転換に関するもので、「B 種類株式には普通株式を対価とする取得請求権及び取得条項が付されているため、今後、B 種類株式が普通株式に転換することにより、上場している普通株式の発行済株式の数が増加し、普通株式の市場価格に影響を与える可能性がある」というリスクである[197]。先に説明したように、取得請求権が行使され、あるいは取得条項が発動する場合には B 種類株式は普通株式に転換される。とりわけ、ブレークスルー条項やサンセット条項が発動した場合、B 種類株式が大量に普通株式に転換されることになるため、それに応じて普通株式の市場価格は大幅に下落する可能性がある。

以上のリスクは、サイバーダインが特殊な株式構成を採っていることにより、一般の株主・投資家が不利益を被るおそれがあることを説明するものである。とはいえ、これらの

194 サイバーダイン・前掲注（6）50 頁。
195 同上 50 頁。
196 同上 50 頁。
197 同上 50 頁。

開示が、議決権の多い株式等の利用の目的や、特定の者が経営に関与し続けることが株主共同の利益の観点から必要であることについて、本当に一般投資家が正しく理解できる内容であるのであろうか。例えば、山海社長は将来的に、同氏が保有するB種類株式を無償で山海財団法人に譲渡することを明言しているが、サイバーダインは、この点について、同社の先進技術の平和的な目的での利用を確保し、同社グループの企業価値が毀損されることを防止することにあるとしか、説明していない。同社は山海財団法人が議決権を行使する場合に、議決権行使ガイドラインに従うとしているが、それでも山海財団法人がB種類株式を保有し続けることの説明としては足りない部分があるように感じられる[198]。繰り返し述べているように、一般の株主・投資家が同社に投資する前提の大部分が、サイバニクス技術の先駆者たる「山海社長」による経営にあると思われる。そうした投資前提に反し、山海財団法人が大多数の議決権を保有し続けることは、株主共同利益の観点からどれだけの意義があるのか、また山海財団法人が保有し続ける合理性について、より詳細に開示されるべきであると思われる。そうして初めて、一般の株主・投資家にとって相応しい開示になると思われる。

さらにサイバーダインの開示について付言すれば、買収防衛策としての観点についても、説明が足りないものと思われる。同社の目論見書によると、買収に関しては「当社株式の買付を妨げるリスク」という表題の下、「……本スキームは、普通株主にとって利益となるような当社株式の買付を妨げる可能性があります」と説明しているに過ぎない[199]。確かに、この「当社株式の買付を妨げるリスク」とは、同社のスキームが買収防衛策として機能することを暗示していると思われるが、複数議決権方式を採用するのであれば、買収防衛策として機能する点について、会社側がどのようなポリシーを持っているのか、単に暗示させるのではなく、むしろ具体的かつ明確に、説明を行うべきであると思われる。また、買収防衛策に関する議論を深めるためには、創業者や経営者の意向に加え、株主、投資家、証券取引所や実務家等との対話を通じた、長期的な企業価値向上に向けたコンセンサスの形成が必要であると思われる[200]。それゆえ、サイバーダインに続く形で、複数議決権方式を用いて新規上場を行う会社があるとすれば、その会社は複数議決権方式が買収防衛策として機能する点につき、上記のように解釈しているのか、そして買収防衛策として機能させることでどのような利益が株主に対して与えられるのか、明確に示す必要があると思われる。

---

198 一般的に、アメリカの実務慣行に従って作成されたRisk Factorsは記載されている項目数が多く、内容も詳細であるのに対して、日本の実務慣行で作成される事業等のリスクは項目数もアメリカと比べて相対的に少なく、記載内容も簡潔であると指摘されている。濃川耕平＝横田貴大「日米同時上場に関する検討――LINEの上場を踏まえて――」商事法務2115号（2016年）38頁注36参照。

199 サイバーダイン・前掲注（6）41頁。

200 経済産業省＝法務省「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」（2005年5月27日）2-3頁。

（四）その他

1　B 種類株主が取締役等以外の者である場合

ここまで、東証の旧ガイドライン改正に当たって、必要性や相当性といった議論の多い点について触れてきたが、その他、以下に挙げる事項も重要である。新ガイドラインⅡ 6.（4）d には、「d 議決権の多い株式等の株主が新規上場申請者の取締役等でない場合には、次の（a）及び（b）に適合すること」という規定がある。

この基準は、議決権の多い株式等を保有する株主は、上場申請会社の創業者や代表取締役社長であることが想定されるものの、そうした株式を取締役等に就任していない者も保有する場合が考えられる。そのような場合、一般投資家が予期していない形で議決権が行使される蓋然性があるため、東証は次の 2 点について、確認することとしている。1 つ目は「（a）議決権の多い株式等の株主の議決権行使の目的や方針が、当該必要性に照らして明らかに不適切なものでないと認められ、かつ、新規上場申請書類のうち企業内容の開示に係るものにおいて適切に記載されていること」である。取締役等に就任していない者が議決権の多い株式等を保有する場合、取締役等の経営方針と異なる意思を持って、小さい出資割合で支配権を維持することが可能となる。そのため、東証は、議決権の多い株式等を保有する者の議決権行使に関して、支配権維持スキームの必要性に沿う形で議決権の行使がなされるかどうかについて確認するとしている。具体的には、議決権の多い株式等を取締役以外が保有する場合には、どのような目的や方針で議決権を行使するのか、また、当該目的・方針と議決権の多い株式等の利用の必要性との関係を審査し、その他の議決権の多い株式等の保有者を不当に利するものではないことを東証が調査するということになる[201]。また、当然、こうした目的や方針については、一般投資家に対して適切に開示されなければならない。

2 つ目の（b）では、「（b）新規上場申請者の企業グループが、議決権の多い株式等の株主（新規上場申請者の親会社等である場合に限る。）の会社グループとの間に、原則として、事業内容の関連性、人的関係及び取引関係がないこと」が求められている。東証の説明によると、「法人（親会社等を含む）による議決権の多い株式等の利用は、将来的に法人の運営方針や大株主の変更等に伴い所期の目的達成やその維持が困難となる可能性があるなど、自然人による利用と比較して議決権種類株式のスキームの不安定性が高まるといった問題をそもそも抱えている」と指摘し、「加えて、親会社等による議決権の多い株式等の利用は、通常の子会社上場と比較して利益相反の懸念がさらに強まりコーポレート・ガバナンスの歪みも一層大きくなるため、こうした議決権の多い株式等の利用が株主共同の利益をもたらすものと評価することは難しく、原則認められるものではない」としている[202]。

こうした説明は、例えば複数議決権方式を採用する会社に一般の株主・投資家が投資を行う前提に、創業者の属人的な能力による経営に期待する側面があると東証が考えている

---

[201] 東証・前掲注（80）95 頁。
[202] 同上 96 頁。

ことの裏付けと考えられる。創業者や経営陣が議決権の多い株式を保有するのではなく、親会社を含む法人が保有する場合には、上記説明にあるように、経営方針の転換等により、一般の株主・投資家が期待していたことと反する行動を行う可能性がある。それゆえ、東証は（b）にて新規上場会社と当該会社の株主の会社グループとの間に事業内容の関連性や人的関係、取引関係がないことを要請している[203]。

2　異なる種類株主間における利害対立発生時における株主保護方策

東証は、議決権種類株式を発行する場合には、種類株主の権利内容に大きな影響を与える事項について種類株主間の利害対立が生じるおそれがあるとし、会社法 322 条 1 項に従い、当該事項については種類株主総会の決議を得ることが求められるとする一方、同条 2 項および 3 項により種類株主総会の決議を不要とすることも可能であることから、定款で当該決議を不要と定める場合には、議決権の少ない株式の保有者を保護する観点から、議決権の少ない株式の保有者を保護する方策を採ることを求めている[204]。それがⅡ6.（4）e である。すなわち、「異なる種類の株主の間で利害が対立する状況が生じた場合に当該新規上場申請に係る内国株券等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と認められること」という要件である。

東証が提示する当該方策は、例えば、①株式の併合・分割、株式や新株予約権の無償割当など、割合的な権利の変更が行われる場合において、各種類株式毎に同種・同割合での株式分割を行う旨を予め定款に規定すること、また、議決権種類株式の発行会社が消滅会社となる組織再編を行う場合について、各種類の株主に交付される対価を合併契約等で自由に定める事ができ、種類株主の利益を害する内容が定められる可能性があることから、例えば、②議決権の多い株式等を取得条項付株式として、当該組織再編が株主総会で承認された場合に、議決権の多い株式等の全てを議決権の少ない株式等に転換すること等を予め定款に規定する、またはそもそも種類株主総会決議を不要と定款に規定しないなど、議決権の少ない株式等の株主の利益を害さないための方策を採ることを提案している[205]。サイバーダインは、①については、それぞれ定款 19 条に定め、普通株主の保護に係る方策を定めている[206]。実際、サイバーダインは平成 25 年 10 月 25 日付で普通株式 1 株につき

---

[203] 同上 96 頁。なお、（b）は議決権の多い株式等の株主が親会社等である場合（いわゆる子会社上場に該当する場合）に適合が求められるものであるため、子会社上場の上場審査に当たっては、ガイドラインⅡ3.（3）に適合する必要がある。

[204] 同上 97 頁。

[205] 同上 97 頁。

[206] サイバーダイン定款 19 条

当会社は、株式の分割または株式の併合をするときは、普通株式および B 種類株式ごとに同時に同一の割合でする。

2. 当会社は、当会社の株主に募集株式の割当てを受ける権利を与えるときは、普通株主には普通株式の割当てを受ける権利を、B 種類株主には B 種類株式の割当てを受ける権利を、それぞれ同一の割合で与える。

3. 当会社は、当会社の株主に募集新株予約権の割当てを受ける権利を与えるときは、普通株主には普通株式を目的とする新株予約権の割当てを受ける権利を、B 種類株主には B 種

200 株の割合で、B 種類株式 1 株につき 200 株の割合で株式分割を行う等、各種類株式毎に同種・同割合での株式分割を行っている。また、②については、既述のように、定款 15 条にて「会社法第 322 条第 1 項各号に掲げる行為をする場合には、法令または定款に別段の定めがある場合を除き、普通株主を構成員とする種類株主総会の決議を要しない」と定めているが、B 種類株式に係る取得条項を定めている。②に係る定款の内容については、サイバーダイン定款 18 条 1 項 1 号に定められている[207]。

3　新規上場会社と特定の対象者との取引に係る少数株主保護方策

東証は、議決権の多い株式等を利用する会社においては、より小さい出資割合で支配状態を創出・維持することが可能となることから、支配株主[208]と会社の取引における利益相反の弊害防止の観点から、支配株主と会社との取引がある場合には、独立の立場の取締役や独立委員会などの関与により、取引の妥当性を協議し、必要に応じて議決権の少ない株式等の株主に諮問するといった方法で、少数株主保護の方策を採ることができる状況であ

類株式を目的とする新株予約権の割当てを受ける権利を、それぞれ同時に同一の割合で与える。
4. 当会社は、株式無償割当てをするときは、普通株主には普通株式の株式無償割当てを、B 種類株主には B種類株式の株式無償割当てを、それぞれ同時に同一の割合でする。
5. 当会社は、新株予約権無償割当てをするときは、普通株主には普通株式を目的とする新株予約権の新株予約権無償割当てを、B 種類株主には B 種類株式を目的とする新株予約権の新株予約権無償割当てを、それぞれ同時に同一の割合でする。
6. 当会社は、株式移転をするとき（他の株式会社と共同して株式移転をする場合を除く。）は、普通株主には普通株式に代えて株式移転設立完全親会社の発行する普通株式と同種の株式を、B 種類株主には B 種類株式に代えて株式移転設立完全親会社の発行する B 種類株式と同種の株式を、それぞれ同一の割合で交付する。
7. 当会社は、単元株式数について定款の変更をするときは、普通株式および B 種類株式のそれぞれの単元株式数について同時に同一の割合でする。

[207] サイバーダイン定款 18 条 1 項
当会社は、次の各号のいずれかに該当する場合、当該各号に定める日（取締役会がそれ以前の日を定めたときはその日）の到来をもって、その日に当会社が発行する B 種類株式の全部（当会社が有する B 種類株式を除く。）を取得し、B 種類株式 1 株を取得するのと引換えに、B 種類株主に対して、普通株式 1 株を交付する。
①　当会社が消滅会社となる合併、完全子会社となる株式交換または株式移転（他の株式会社と共同して株式移転をする場合に限る。）にかかる議案が全ての当時会社の株主総会（株主総会の決議を要しない場合は取締役会）で承認された場合　当該合併、株式交換または株式移転の効力発生日の前日

[208] 支配株主の定義は、財務諸表等規則 8 条 3 項に規定する親会社、または自己の計算において所有している議決権と次の（1）および（2）に掲げるものが所有している議決権とを合わせて、申請会社の議決権の過半数を占めている主要株主と定義している。
（1）当該主要株主の近親者（二親等内の親族）
（2）当該主要株主及び（1）に掲げる者が議決権の過半数を自己の計算において所有している会社等（会社、指定法人、組合その他これらに準ずる企業体。）及び当該会社等の子会社。東証・前掲注（80）98 頁。

ることが必要であるとしている[209]。

そこで、Ⅱ6.（4）f では、「f 当該新規上場申請に係る内国株券等の発行者が次の（a）から（c）までに掲げる者との取引（同（a）から（c）までに掲げる者が第三者のために当該発行者との間で行う取引及び当該発行者と第三者との間の取引で同（a）から（c）までに掲げる者が当該取引に関して当該発行者に重要な影響を及ぼしているものを含む。）を行う際に、少数株主の保護の方策をとることができる見込みがあると認められること。(a) 親会社（b）支配株主（親会社を除く。）及びその近親者（c）前（b）に掲げる者が議決権の過半数を自己の計算において所有している会社等及び当該会社等の子会社」と規定している。

東証は、新規上場申請時に支配株主を有しない場合であっても、上場後に支配株主との取引を行うことになった場合の少数株主保護の観点から、「上場後に支配株主を有することとなった場合には、支配株主との取引等を行う際には少数株主の保護の方策をとる旨を確約した書面」を新規上場申請時に提出することを要求している。また、支配株主との取引状況により、株主の権利が尊重されない状況になった場合には上場廃止事由に該当する可能性もあるとしている[210]。

このｆとサイバーダインとの関連では、上記「（b）支配株主（親会社を除く。）及びその近親者」が関係している。サイバーダインにおける支配株主は山海社長および山海財団法人がこれに該当する。そこで、サイバーダインは少数株主保護の方策に関し、「当社と支配株主との取引は、外部の専門家の意見や市場価格を勘案した一般的な取引と同様の条件とすることを基本方針とし、取引の必要性や当該条件が法令上問題ないこと等を社外監査役による監査役監査（監査役 3 名のうち 3 名が社外監査役、うち 1 名が常勤監査役）にてモニタリングするとともに、社外取締役も参加する取締役会（取締役 7 名のうち 3 名が社外取締役）で十分に審議し、決議においては支配株主も含む利害関係者が参加しないことで、少数株主の保護に努めております」とし、「支配株主である山海嘉之は、国立大学法人筑波大学の教授職及び内閣府の革新的研究開発推進プログラム（以下「ImPACT」）のプログラム・マネジャー（以下「PM」）を兼務しており、当該兼務に伴う代表取締役社長、大学教授及び ImPACT の PM を兼ねていることによる当社グループと国立大学法人筑波大学及び内閣府の ImPACT の実施機関である国立研究開発法人科学技術振興機構（以下「JST」）との間における利益相反を防止する観点から、同大学及び JST との取引や共同研究契約の締結など利益相反に係る意思決定は全て取締役会決議を行っており、国立大学法人筑波大学との取引に関する決議に際しては、山海嘉之を含む同大学関係者を除いた取締役 5 名（うち社外取締役 3 名）で、JST との取引に関する決議に際しては、JST 関係者である山海嘉之を除いた取締役 6 名（うち社外取締役 3 名）によって意思決定を行うことにより、利益相反を防止する体制を構築しております」と説明している[211]。

---

209 同上 98 頁。

210 同上 98 頁。

211 CYBERDYNE 株式会社「コーポレートガバナンス」（最終更新日 2016 年 7 月 26 日）2 頁。資料の全文は日本取引所グループのコーポレート・ガバナンス情報サービス（下記 URL）を参照のこと。
http://www2.tse.or.jp/tseHpFront/CGK010010Action.do;jsessionid=00B073BDC95413

4　新規上場株式が剰余金配当につき優先的内容を有している場合

東証は議決権の少ない株式等に優先配当が交付されることになっている場合には、当該優先配当を実際に行い得るだけの利益を計上する見込みがあるかどうかを審査するとしている[212]。Ⅱ6.（4）g には、「当該新規上場申請に係る内国株券等が剰余金配当に関して優先的内容を有している場合には、原則として、上場申請日の直前事業年度の末日後 2 年間の予想利益及び上場申請日の直前事業年度の末日における分配可能額が良好であると認められ、当該内国株券等の発行者が当該内国株券等に係る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」と規定されている。

東証は、議決権の少ない株式等に対して優先配当が行われない場合には、優先配当が支払われるまでの間、議決権が復活する等の仕組みを導入することが望ましいとし、具体的には少なくとも 2 年間優先配当がなされない場合には議決権が復活するような規定を定款に設けることが求められるとしている[213]。なお、サイバーダインに関しては、定款において普通株式および B 種類株式にかかる剰余金の配当および残余財産の分配は、同順位かつ同額で行うとしているため、直接的にはこの規定は無関係である。

5　バスケット条項

最後に、東証はⅡ6.（4）h として、「その他株主及び投資者の利益を侵害するおそれが大きいと認められる状況にないこと」というバスケット（包括）条項を置いている。これは平成 20 年 7 月 7 日に上場制度総合整備プログラムに基づく業務規程等の一部改正においても置かれていた規定であり、「上記 a～g で述べられているような具体的な項目のほか、その発行目的やコーポレート・ガバナンスの形態等を勘案し、議決権の少ない株式等の株主の権利を尊重したものであるかといった観点から議決権種類株式のスキームを総合的に検討する」とされている[214]。この条項が置かれている目的・趣旨としては、複数議決権方式のように、一部の株主が極めて少ない出資しか行っていないにもかかわらず、会社を支配するような状況がある場合、出資者のリスク負担と支配権との比率が比例しないことは決して望ましい状態ではないということを再確認する意味合いが込められていると思われる。今後、サイバーダインに続き、複数議決権方式を利用して新規上場する会社が登場するかどうかは分からないが、少なくとも、こうした東証のスタンスは変わらないと考えられ、それが果たして本当に適切であるのかどうか、今後の運用のあり方が問われる。

349B85E8CC339349653

212　東証・前掲注（80）99 頁。

213　同上 99 頁。

214　同上 99 頁。

第三節　小括

本章においては、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検討と、複数議決権方式を利用した会社の上場審査に係るガイドラインについての詳細な検討を行った。前章で確認したように、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、結果として議決権の異なる種類の株式の発行――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。この時点においてはじめて、日本の会社法において、実質的に複数議決権株式が解禁されたと言うことができ、それにより複数議決権方式を利用する会社の新規上場についての議論がスタートする前提条件が整った。本章で検討したように、一連の会社法（商法）改正で、種類株式の発行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が現れた。その上場に続き、平成 26 年 7 月に上場審査基準が改訂されて東証による複数議決権方式採用会社の審査内容がより明確化され現在に至っている。平成 26 年 3 月のサイバーダインの上場審査と同年 7 月の上場審査基準の改正作業はパラレル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、新しい上場審査基準に則したものだとは言うことは出来ない。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 月に現行の上場審査基準が発表されたからである。従って、現行の上場審査基準に基づく、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。

以下では、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、本稿の視点から振り返ることとする。

一．東証による複数議決権方式を採用する会社の上場審査について

まず、複数議決権方式を利用する会社に関する上場は、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、非常に制限的であり、規制色が強いと言えるであろう。

東証の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 19 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、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、東証の上場審査における形式要件の審査に加え、実質審査基準として、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であるとされ、具体的には、サンセット条項やブレークスルー条項の有無により判断される。第二節二．（一）および（二）において検討したように、複数議決権方式を利用して上場するには、東証が言うところの「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というスキームを解消する方法として、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、スキームを解消させる方策や、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 年商法改正以前は株式会社が複数議決権株式を発行することは全く許されていなかったので、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ることができる。そうした混乱を防止するために複数議決権方式による上場を厳密に審査するとはいえ、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既述の通りである。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[215]。

しかしながら、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、これから複数議決権方式を用いて上場しようとしている会社は二の足を踏む可能性が高いので、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阻害され続けば、投資対象の選択肢が狭まることは明らかである。複数議決権方式の実務慣行を形成していく上で、ある程度、証券取引所が主体となって、規制方針や制度設計を行うことは必要であるとしても、余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・ブレークスルー条項）について、比較的詳細に説明されている。それは、先に述べたように、サイバーダインの上場審査と平成 26 年 7 月の上場審査基準の改正作業が（おそらくは）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ように設計されている。そのため、現支配株主の山海社長が山海財団法人に 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ので、ファミリーに支配権を引き継ぎたいとす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。そうした観点からすれば、ファミリー企業による複数

215 松尾・前掲注（73）333 頁。

議決権方式を利用した新規上場という本論文の観点と照らし合わせれば、サイバーダインによる新規上場は、厳密に言えば、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、第二節二.（二）で述べたように、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複数議決権方式の譲渡制限に例外を付することは極めて限定的だと考えており、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、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余地は非常に制限されている状況である。

繰り返し述べているように、複数議決権方式の利用については、日本においてはサイバーダイン１社しか事例がなく、また、サイバーダイン自身がファミリー企業の事例とは言い難いものであるから、ファミリー企業の実例に基づく議論というものではなかったが、東証のガイドラインの運用から言えることは、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、先の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とっている。換言すれば、複数議決権方式というスキームについて、日本ではファミリー企業による利用を原則的に認めないとも言えるスタンスにあると考えることができる。

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、ガイドライン等によれば、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。目的と必要性がどのように異なるのかについては、判然とし難い点もあるが、支配権維持スキームの目的や必要性に関してどのように説明を行えば審査基準を満たすのかについては、未だ議論が尽くされているとは言えない状況にあると言えよう。

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。株式分割・株式併合等の場合の取扱いについては、B 種類株式と普通株式との相対的な比率に変化が生じないようにするために、両種の株式とも同じ比率で株式分割・株式併合等を行うように規定されている。

サンセット条項およびブレー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こととされている。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、スキームの存続の是非を判断することとしている。ブレークスルー条項は、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こととされている。B 種類株式の譲渡制限とその例外に関していえば、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ことになっており、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ことになる（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ついての情報開示について言えば、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と言える。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できるのか疑問は残る。また、B種類株式が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。

このように振り返れば、サイバーダインの新規上場には、複数議決権方式を利用して上場するということの意味について、株主や投資家が十二分に納得し得るレベルで説明されているとは言い切れない側面がある。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。とはいえ、サイバーダインが日本で初めて複数議決権方式を利用して新規上場を果たした画期的なケースであることは間違いないが、このサイバーダインの上場を通じて、本章で検討した多くの問題点について、どのように解決を図っていくか、問題は山積している。

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

第一節　はじめに 3
第二節　株主の議決権の歴史についての日米対比 3
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 3
二．日本における株主の議決権に係る会社法および証券取引所規制の歴史 6
三．小括 9
第三節　複数議決権株式発行会社の上場に係る法規制の現状に関する日米対比 11
一．米国の法規制 11
（一）会社法における複数議決権株式の取扱い 11
（二）証券取引所の上場規則における複数議決権株式発行の取扱い 13
二．日本の法規制 15
（一）会社法による複数議決権株式の取扱い 15
（二）東証のガイドラインにおける複数議決権方式の取扱い 15
三．日米の法規制の対比 16
第四節　上場会社による複数議決権株式利用の現状についての日米対比 16
一．日本の上場会社による複数議決権方式利用の現状 16
二．米国の上場会社による複数議決権株式利用の現状 18
三．小括 18
第五節　サンプル企業による複数議決権株式のスキーム日米対比 19
一．議決権倍率 19
二．議決権以外の権利（キャッシュ・フローに対する権利） 19
三．多議決権株式から少議決権株式への任意転換 20
四．株式分割・株式併合等の場合の取扱い 20
五．サンセット条項・ブレークスルー条項 20
六．多議決権株式の譲渡制限とその例外 21
七．小括 22
第六節　複数議決権株式に関連する日米の開示比較 23
第七節　複数議決権株式を巡る議論の日米対比 24
一．日本の会社法において複数議決権方式が可能になったことについて 24
二．日本における複数議決権方式利用会社の上場について 25
三．米国における複数議決権株式の発行会社の上場に関して 28
（一）米国における株主の議決権の歴史において確認した議論 28
（二）複数議決権株式に対する機関投資家の反対論を中心とする最近の議論 29
四．小括 37
第八節　日米対比から浮かび上がるもの 38
一．日米対比のまとめ 38
（一）株主の議決権の歴史および法制度の現状の対比 38
（二）複数議決権株式の利用状況の対比 39

（三）複数議決権株式のスキームの対比 39
（四）議論の対比 40
二．日米対比から浮かび上がるもの 40
第九節　日本のファミリー中堅企業の立ち位置の特殊性 42
一．日本の一般的なファミリー企業観 42
二．日本における中堅企業の実態と認識 45
三．小括 46
第十節　結論と具体的提言 47
一．結論の概要 47
二．具体的提言 47
（一）はじめに 47
（二）議決権倍率の設定について 48
（三）譲渡制限の例外について 48
（四）「必要性」要件について 49
（五）サンセット条項およびブレークスルー条項について 50
（六）複数議決権方式の利用拡大に対する弊害防止措置 50
（七）情報開示の重要性について 50
三．最後に 52

第一節　はじめに

本論文の目的は、複数議決権株式を発行しつつ、上場を果たす会社が数多く存在するアメリカの状況を詳細に検討し、その上で――上場事例は 1 社に過ぎないものの――日本の状況と対比させることにより、複数議決権株式[1]に関連する諸問題の日米間の差異を明らかにし、その差異を手掛かりにして、非常に制限的・限定的であると考えられる、日本における事実上の複数議決権株式発行会社の上場取扱いについて、特にファミリー中堅企業を想定して、より積極的に複数議決権方式を利用した上場を促進していくために、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。）が抱える問題点や課題を明らかにすることにある。

そこで、本論文では、第一章から第四章にかけて、アメリカの議決権の歴史、サンプル企業を中心としたアメリカの上場ファミリー中堅企業による複数議決権株式の発行状況、日本の議決権の歴史、日本で初めて複数議決権方式による新規上場を果たしたサイバーダインの事例研究および複数議決権方式に係る日本の上場規制について詳細な検討を行った。

そして、最終章に当たる本章では、各章において検討した内容に基づき、各章で論じなかった点を適宜補いながら、個々の項目ごとに、日米の複数議決権株式に係る制度設計等について比較・検討を行い、日本において複数議決権方式を利用しつつ積極的に新規上場を行うことを可能にする方策について、ファミリー中堅企業という視点を加えながら考察することとする。以下、第二節において、株主の議決権の取扱いに関する日米の歴史的展開、第三節において複数議決権株式発行会社の上場に係る法規制、第四節、第五節、第六節において日米の複数議決権株式発行上場会社の状況・具体例・複数議決権株式に関連する情報開示、第七節において複数議決権株式発行会社の上場についての議論の状況についての「日米の対比」に関して、ファミリー中堅企業という視点を取り入れながら検討していく。

以上に加えて、ファミリー中堅企業による複数議決権方式の利用の活発化という課題について、日米の差異の根本的な原因を明らかにし、日本の現行制度改革の方向性について若干の検討を試みて、本論文の結びとする。

第二節　株主の議決権の歴史についての日米対比

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

まず、米国の議決権の歴史を振り返る。米国では、英国からの独立後、集権的政治支配への恐怖から、会社設立は連邦法ではなく州の特別法により行われるようになった。英国

---

[1] 正確に言えば、日本においては、単元株制度を利用すれば複数議決権株式類似の株式設計を行うことが可能なのであって、複数議決権株式の発行それ自体は認められていないため、単なる「複数議決権株式」という表記は正確性に欠けるが、日米の対比において、（日本における）複数議決権方式と（アメリカにおける）複数議決権株式という様に記述することは冗長であるため、日米対比を行う場合には、両者を一括して「複数議決権株式」と呼称する。

からの独立直後に設立された会社の多くは、運輸関係のインフラ事業や事業資金調達のインフラとなる金融事業が大半であり、従って会社経営においては公共の便益が重視され、株主による会社の支配権濫用の弊害防止の必要から、株主の議決権は制限されていたのが一般的であった。もっとも、事業内容の公共性が低く、利益追求が主たる目的の会社では、株主の議決権は 1 株 1 議決権とする会社も存在していたし、インフラ事業でも規模が巨大化して周辺の利用者以外からの出資も必要になるといった場合には、高収益に群がる一般投資家の支配権への欲求も相俟って 1 株 1 議決権が採用される場合もあった。

このように、米国の独立直後から 19 世紀前半において設立された会社における株主の議決権は、会社の事業内容、出資者の構成により、各社それぞれ異なるものであった。この時代における株主の議決権のあり方について一元的に判断することは困難ではあるが、少なくとも、出資額に比例した 1 株 1 議決権を、株主の議決権配分を判断するベースに設定しながら、個々の会社の事情や会社を取り巻く環境により、支配権の濫用を防止する観点から議決権制限をすることが通常であり、純粋な営利会社や会社規模の大きな会社においては、議決権制限を課さずに、株主の議決権を 1 株 1 議決権と設定する会社も一部存在したと言えよう。

もっとも、こうして州の特別法に基づいて会社が設立されるようになると、個人の能力以上の権力を会社に与えることは平等に反するとの意識もあり、会社の設立や活動を抑えることが求められるようになった。同時に、州の特別法に基づく会社の設立は、政治的な腐敗や不正行為を招くとの批判もなされるようになったことや、特許主義による会社の設立では、個人が自由に会社を設立する機会をはく奪するものであるとの声が高まったことから、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、会社間での競争激化・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。

こうして、米国においては、州の一般会社法上、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が、19 世紀後半から 20 世紀初頭にかけて一般投資家の投機熱が高まると、新たに証券取引所による株主の議決権に関する規制の必要性が重要視されていった。

元々、証券取引所には上場会社の株主の議決権に関する規制は存在しなかったのであるが、19 世紀後半から 20 世紀前半にかけて、徐々に一般投資家に広まっていった無議決権株式に対して批判が向けられるようになると、証券取引所も無議決権株式を無視することはできない状況となった。そうした批判とは、すなわち、議決権付株式を経営者や投資銀行が保有する一方で、無議決権株式を大量に発行することにより、あまりにも僅少な資本で会社の支配権を獲得してしまう事態に対するものであった。議決権を保有する投資銀行が会社の取締役に自らの代表者を送り込み、株主総会を支配することによって会社全体の支配を可能にしつつ、一般投資家による議決権行使を通じた経営監視機能を無効とさせる手腕は、いかなる会社であっても、投資銀行によって影から操られる可能性があることを示唆し、社会的な非難が高まっていったのであった。こうした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 NYSE 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のである。

1920 年代は、第一次世界大戦から続く好景気と株式の高収益に沸き、投資家の関心は配当・収益性・成長性に向かっていた時代であった。また、以前は会社の規模が小さく株主と会社との関係が密接だったが、この時代には会社の規模が巨大化し株主と会社の関係が薄くなったこともあり、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、①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のは不公正であり、②大量の株式が無議決権であることは、支配株主による権利濫用の怖れを生み、③株主の議決権による安全弁が働かなくなるので公序に反し、④所有と支配の分離により経営の非効率が生じるという批判が巻き起こったのである。換言すれば、ここでいう批判とは、無議決権株式それ自体に対する批判ではなく、大量の無議決権株式の発行によって生じた、いわば行き過ぎの状況を問題としていたのであると解される。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[2]、AMEX 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、複数議決権株式の発行した上で（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、SEC による NYSE の提案の検討から始まる討議や公聴会等の中で、当該提案の取扱いにつ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ようと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、敵対的買収に対する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会社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 は他の証券市場との競争上不利であることがいよいよ明白になっ

[2] 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。

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）の必要性があり、その一方で、それを自由に認めると既存株主の権利が侵害されるという問題があるため、その 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。

二．日本における株主の議決権に係る会社法および証券取引所規制の歴史

それでは、日本の株主の議決権の歴史を見てみよう。日本の株式会社の歴史において、初めて株主の議決権に係る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、そこで初めて、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たという事情が存在するが、その後、大株主の横暴や権利濫用問題に焦点が当てられるようになると、株主の議決権は、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。こうして、日本の株主の議決権は、外国法の継受と修正から始まったのである。

明治 23 年商法および明治 32 年商法では、定款で 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、大株主の存在により少数株主の意見が経営に反映されなくなり資本集中の道具としての株式会社の機能が発揮されにくくなるので、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、外国では大株主の議決権を制限する潮流があること等があった。ここで重要なことは、商法は 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や背景により、1 株 1 議決権から乖離した議決権制限が認められたことから、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、すなわち、1 株保有する株主が株主総会の運営を妨げる事態が多発したことに対応したものであり、議決権制限の対象が、それ以前はもっぱら大株主であったのに対して、ここでは大株主でなく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株式であり、議決権を有する少数株主による経営支配権の濫用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、議決権の取扱いは、問題への対処、一般投資家の経営への「無関心」という状況変化等の理由や背景、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。

そして、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、優先株式における優越性とは、財産的利益に限定されるため、議決権が優越する株式の発行は認められないとされていた。また、中西の調査のように、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とされる。その背景には、この頃既に、経営者らは会社を支配するに十分な議決権を保有しつつ、数多くの少数株主が分散化している傾向にあったことから、あえて複数議決権株式を導入して支配権を盤石なものにする必要性が乏しかったという事情が存在した。

しかし、大隅は独国における外国資本による敵対的買収劇をもとに、日本においても複数議決権株式を導入する余地はあり、株式の優劣を財産的内容に限定させる理由はないという観点から、通説に対する批判論を展開していたことが注目に値する。外国資本の脅威だけでなく、国内においても敵対的買収が行われていたことも判明しており、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ていたと思われる。結局のところ、昭和 13 年改正商法で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のであるが、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たくないとの意識があったと考えられる。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のであり、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ことが重要である。

昭和 25 年改正商法では、株式の保有数に従った議決権制限と保有期間に基づく議決権剥奪は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、株主権を尊重すべきであるとの思想や、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たという事情もあったが、戦後復興に向けた外国資本の導入において、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、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たわけであり、議決権制限は殆ど利用されていなかったとはいえ、株主の議決権配分の自由度という側面からは消極的なニュアンスの強い改正であったと言えるだろう。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が抜本的に改正されたが、株主の議決権に関して言えば、議決権が制限されていた株主による反対活動によって 1 株 1 議決権へと収斂したわけではないということを付言しておく必要がある。少なくとも、大株主自らが取り扱いの是正を求めていたわけではなく、あくまでも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づけが変わり得るものであることを表していると言えよう。

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。発行済株式総数が少ないベンチャー企業にとっては、当該改正によって、より多くの無議決権株式を発行できるようになったため、

資金調達の利便性を一層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。

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、柔軟な株式設計を認め、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、株主の議決権の割り振り方が妥当であるのかどうか、妥当でないとしたらどのように配分するのが適当であるの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べ

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。

東証の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 年の改正を経て、現在のガイドラインとなっている。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、新規上場時にのみ、複数議決権方式を利用した上場が限定的に認められている状況である。

三. 小括

米国では上場会社の議決権については、会社法上は特に規制はなかったが、社会的な問題が顕在化した場合や環境・状況の変化に伴い新たな規制が要求される必要が生じた場合において、適宜、当該問題を解決する観点から、証券取引所が主体となって上場規則を改正してきたといえる。上場規則の改正にあたっては、1920 年代には 1 株 1 議決権へと舵を切ったのであるが、1920 年代の規制環境としては、支配権濫用の抑止や一般株主の利益保護に役立つ情報開示や独立取締役の任命といった規制が未整備であったが、1980 年代には、そのような規制が一定程度整備されていたこともあり、株主が既に持っている権利を事実上一方的に害することは認めないとの基準で株主保護は行いつつ、会社が自由に、最適な資金調達・資本構成を実施できるようにしたと評価できる。

他方、日本においては、複数議決権株式は元々会社法上認められていなかったが、会社法により複数議決権方式が可能となった後も、ガイドラインでは条件付きで、かつ、ごく限られた範囲内でしか認めないこととされている。会社法上は株主の議決権の裁量の余地は拡大したが、ガイドライン上は複数議決権方式による上場を事実上、ほとんど認めない内容になっている。振り返って見ると、株主の議決権に関する会社法の変遷については、日本では 1 株 1 議決権が平成 13 年の会社法改正まで続いたのに対し、米国ではデフォルト・ルールとしての 1 株 1 議決権ルール、すなわち定款の定めにより議決権を設定できるという自由な議決権配分が州の一般会社法の成立時から続いていると概して言える状況である。

このように、日米の会社法における株主の議決権の取扱いの歴史の変遷には大きな差異があるということが判る。米国においても日本においても、1 株 1 議決権という議決権配分は、その時々の状況への対応の為に、見直され、変遷を重ねてきたことから、「もはや政策的な要請に過ぎない」と言えるであろう。

また、日本では、会社法の改正で事実上の複数議決権株式の発行が可能になったのを受け、手始めに東証はガイドラインを改訂し、諸条件を満たし証券取引所の審査で認められた場合にのみ、事実上の複数議決権株式を発行する会社の新規上場を認めることとした。一方、米国では、上場規則による株式の種類や株主の議決権に関する規制がない状態からスタートし、大きな問題になった場合に規則あるいは取扱いを変更することにより変貌を遂げてきた。日本においては株式の種類や株主の議決権に関して、会社法は非常に規制色が強かったが、平成 13 年の一連の商法改正で株式の種類が大幅に拡大され単元株制度を利用した事実上の複数議決権株式の発行が可能となった。この変化は、株式の種類や複数議決権株式に関する会社法上の規制が相当緩和されたと評価することができる。日本の証券取引所は、株式の種類、事実上の複数議決権株式の発行についての会社法の規制緩和を受

け、事実上の複数議決権株式の発行に関するガイドラインを定めており、「実際の経験」から出た問題対処型の変遷ではないと言える。無論、経験値の差で議論を片づけてしまうことは暴論ではあるが、少なくとも複数議決権株式の取扱いに関して歴史を丹念に辿った結果、株主の議決権のあり方や、諸問題への対応には、米国と日本の間には歴然とした経験値の差異が存在するのは確かである。

ところで、日本における株主の議決権配分に係る会社法制は、近時の会社法の改正により大幅に弾力化されたことは明らかであるが、弾力化された会社法制に魂を吹き込み、それを有効に活用できるようになることとは別物であると思われる。米国の会社法制も参考にして大幅な弾力化を行ったからと言って、保守的な発想で新しい法制度の運用に取り組んでいる限りは、新しい会社法制を実際の会社活動に生かしていく動きは、遅々としたものになるであろう。「実際の経験」に基づかない机上のリスクに囚われて極端な制限を行ったままでは、事実上の複数議決権株式を有効に活用した会社の資金調達を支援し、日本経済の発展に役立てるという意図の実現は覚束ない状況である。

繰り返しになるが、米国における株主の議決権の取扱いの歴史を振り返れば、株主の議決権配分の決定は基本的に会社（株主）の創意に委ねられており、問題が生じた場合には適切な対処を行ってきた。制度内容の決定――変更しない状態も「決定」だということは銘記するべきである――には常にメリットとデメリットが伴うものであり、米国の歴史が示すように、その時々の状況に応じてバランスの取れた判断を行っていくことが肝要である。1 社でも多くの会社に自州で設立してもらおうとする州間競争や、1 社でも多くの上場会社を獲得しようと上場規則を見直して改善を図ろうとする証券取引所間競争の存在は、上述のような日米の経験値の差に影響を与えていたのは確かである。こうした米国の特殊事情はあるものの、そうした特殊事情の存在が、結果的に投資家保護と会社側ニーズという 2 つの要請のバランスを取る形で会社による株主の議決権配分に関係する法規制の変遷を可能にしたと理解することは可能であろう。結果的に、そのようにして生じた変遷が、一部のオーナー経営者のインセンティブを高め、株式市場からの資金調達に道を開き、その会社がさらに大きく成長することにより、米国経済の発展にプラスの働きをしたと評価することができると考えられる。

法制度、とりわけ、金融経済関係の法制度は、経済発展を推し進めるべく現状の課題を解決していくために、絶えず前向きな変革を行いながら、問題点には別途必要な範囲で対応していく傾向がある。その際、ある程度の「試行錯誤」は当然生じるものであるし、「試行錯誤」を恐れて現状に甘んじていれば、制度疲労が進行し経済活動が衰退の途を辿ることは必然であると考えられる。会社法制の弾力化の効果が、証券取引所の取扱いにより遮断されている状況を深刻な問題として受け止め、今後いかにして事実上の複数議決権株式の活用を推進していくかについて真剣に検討すべきだという認識を明確に持つべきだと言えよう。日本は、米国の歴史から、「実際の経験」と状況に応じた適切な対応の重要性を学ぶべきである。

第三節　複数議決権株式発行会社の上場に係る法規制の現状に関する日米対比

一．米国の法規制

（一）会社法における複数議決権株式の取扱い

続いて、複数議決権株式を発行する会社が上場する際に適用される法規制の現状について、日米比較を行う。最初に米国の法規制について概観した後に、日本の法規制について検討を行うのであるが、米国全州の会社法について検討を行うのではなく、上場会社を中心に、数多くの会社が設立地として選択するデラウェア州の会社法の規定に焦点を当てて、デラウェア州における複数議決権株式の取り扱いについて確認する。そして、米国では模範事業会社法（Model Business Corporation Act. 以下、MBCA と呼称する）[3]という州会社法のモデルが存在し、実際に多くの州が MBCA を参考にしていることから[4]、MBCA における取り扱いについても触れることとする。

さて、デラウェア州の会社法では、発行できる株式の種類については事実上規制がなく、会社は所定の手続を経て、いかなる種類の株式でも発行できると考えられている[5]。

---

[3] カーティス・J・ミルハウプト〔編〕『アメリカ会社法』（有斐閣、2009 年）12 頁。

[4] 中村一彦「米国模範事業会社法（一）」法政理論 1 巻 2 号（1969 年）116 頁。

[5] 具体的には、デラウェア州法 5 章 151 条（a）において以下のように規定されている。

151 条（株式の種類および組；権利）

（a）すべての会社は、1 種類もしくは数種類の株式、または株式のいずれかの種類内での 1 組もしくは数組の株式を発行することができ、その種類の一部または全部は額面株式または無額面株式であることができる。また、その種類または組は、定款もしくはその修正の証明書において、または定款の規定により明示的に取締役会に付与された権限に従い取締役会が採択したその株式の発行について定める決議において示されかつ表明される完全なもしくは制限的な議決権を有し、または議決権を有しないことができ、また、それらにおいて示されかつ表明される名称、優先権および相対的、参加的、選択的またはその他の特別の権利ならびにその制限、限定または制約を有することができる。そのような種類または組の株式の議決権、名称、優先権、権利および制限、限定または制約は、定款もしくはその修正の証明書外、または定款により明示的に取締役会に付与された権限に従い取締役会が採択したその株式の発行について定める決議外で確かめうる事実にかかるものとすることができる。ただし、そのような事実がそのような種類または組の株式の議決権、名称、優先権、権利および制限、限定または制約に影響する方法は、定款または取締役会が採択したその株式の発行について定める決議において明確かつ明示的に示されなければならない。この編の定めるところにより株式資本を増加しもしくは減少しまたはその他の方法で調整する権能は、そのような種類の株式の全部または一部に適用する。

さらに、同法 212 条(a)において、株主の議決権について以下のように規定されている。

212 条（株主の議決権；委任状；制限）

（b）定款に別段の定めがないときは、この法律の第 213 条に服し、各株主は、その株主の有する各株式につき 1 個の議決権を有する。定款がいずれかの事項につきいずれかの株式について 1 個より多いかまたは少ない議決権を規定する場合には、この編において株式の過半数またはその他の割合というときは、すべて、そのような株式の議決権のそのような過半数またはその他の割合のことをいう。

デラウェア州の会社法では、株主の議決権の定め方については無議決権株式を含む複数種類の議決権の異なる株式を発行できるとしており、株式の内容についての制限は特に設けられていない。また、その発行株式の内容等については基本定款で定めるか、基本定款の定めにより取締役会の決定に委ね、取締役会の決議により発行を行うものとされている。また、「基本定款に別段の定めのある場合を除いて」1 株 1 議決権がデフォルト・ルールとして適用されるとされている。つまり、複数議決権株式の発行は基本定款に規定することにより認められることとなっている。

多くの州が会社法として採用している MBCA においても、同様の内容が規定されている[6]。MBCA では、株式の議決権の定め方については無議決権株式を含む複数種類の議決権の

以上の条文の訳出は、北沢正啓＝浜田道代〔共訳〕『新版　デラウェア会社法』（商事法務研究会、1994 年）42-43 頁、72 頁を引用した。

[6] 具体的には、MBCAの6.01.条および7.21条（a）において、以下のように規定されている。

6.01.条（授権株式）

（a） 定款は、会社が発行する権限を与えられる株式の種類およびある種類の株式内での株式の組、ならびに各種類および組の株式の数を定めなければならない。2以上の株式の種類または組が授権されるときは、定款は、各種類または組につき他と区別する名称を定めなければならず、かつ、ある種類または組の株式の発行に先だち、その種類または組の優先性、権利および制限を定款に定めなければならない。ある種類または組のすべての株式は、本条が別に許容する限度を除き、同じ種類または組の他の株式のものと同一の優先性、権利、および制限を有しなければならない。

（b）定款は、次について授権しなければならない。

（1）いずれもが無制限の議決権を有する1種類もしくは数種類の株式または組、および

（2）いずれもが清算に当たり会社の純資産を受領する権利を有する1種類もしくは数種類の株式または組（議決権を有するものと同じ種類であることができる）

（c）定款は、次に定める1種類もしくは数種類の株式または株式の組を授権することができる；

（1）この法律が禁止する限度を除き、特別の、条件付の、もしくは制限的な議決権を有し、または議決権を有しないもの；

（2）（ｉ）会社、株主、もしくはその他の者の選択により、または所定の事実の発生のときに；

（ii）現金、負債、証券、またはその他の財産と引換えに；

（iii）所定の算式に従って特定または決定される額および数量で、定款に定めるところにより償還または転換しうるもの；

（3）株主に、累積的、非累積的、または一部累積的でありうる利益配当を含む、なんらかの方法で計算される分配を受ける権利を与えるもの；

（4）利益配当および会社の清算の際の分配を含む分配に関し他の種類の株式に対する優先権を有するもの。

（d）株式の条件は、1.20条（k）に従い、基本定款によらずに客観的に確認できる事実に基づくことができる。

（e）株式の条件は、基本定款に明確に記載されていれば、同じ種類の株式または株式の組の株主の間であっても、異ならしめることができる。

（f）（c）項における株式の種類または組の優先性、権利、および制限の記述は網羅的ではない。

異なる株式を発行できるとしており、特にその内容についての制限は設けられていない。また、その発行株式の内容等については基本定款で定めることとされている。そして、「基本定款に別段の定めのある場合を除いて」1株1議決権がデフォルト・ルールとして適用されるとされている。つまり、複数議決権株式の発行は基本定款に規定することにより認められることとなっている。

以上のように、米国の会社法では、複数議決権株式の発行は、基本定款で規定することにより自由に行うことができると言える。

従って、株式会社の設立、組織のあり方を定める州会社法では、複数議決権株式の発行は基本定款にその内容を規定することにより可能となるので、米国における上場会社の複数議決権株式の発行については、証券取引所の上場規則での取扱い次第ということになる。

（二）証券取引所の上場規則における複数議決権株式発行の取扱い

次に、米国の主要な株式取引市場であるNYSE、NYSE MKT、NASDAQの上場規則において、複数議決権株式発行会社の株式の上場について、どのように規定されているのか、それぞれ概観する[7]。

7.21条（株式の議決する権利）
（a）（b）項および（d）項に定める場合を除き、または定款に別段の定めがないときは、各社外株式は、種類の如何に拘わらず、株主総会において議決する各事項につき1個の議決権を有する。株式のみが、議決する権利を有する。

以上の条文の訳出は、北沢正啓＝平出慶道〔共訳〕『アメリカ模範会社法』（商事法務研究会、1988年）31-32頁、50頁を基に、訳出した。

[7] NYSEではNYSE Listed Company Manual §313.00 Voting Rightsの(A) Voting Rights Policy、NYSE MKTではNYSE MKT LLC Company Guide §122.COMMON VOTING RIGHTS、NASDAQではNASDAQ Listing Rule 5640（Voting Rights）において規定されている。

NYSE Listed Company Manual 313.00 Voting Rights（議決権）の(A) Voting Rights Policy（議決権の方針）
（A）議決権の方針
1994年5月5日、取引所の理事会においてSEC規則19c-4に基づく議決権の方針の変更が決議された。新しい方針はSEC規則19c-4よりも柔軟な内容である。従って、当取引所は、新しい方針に抵触しない行為や発行だけでなく、SEC規則19c-4の下で認められていた上場会社の行為または発行を引き続き認めるものである。そうした行為や発行の審査に当たっては、当取引所はそうした行為や発行の経済合理性や付与される議決権の内容について特に注目する。資本市場と上場会社の個別の状況・必要性は時代と共に変化するので、今後、新しい方針の下での当取引所の解釈は柔軟なものとなる。当取引所の議決権の新しい方針の具体的な内容は次の通りである。

証券取引所法12条の下で登録された上場普通株式の既存株主の議決権は、会社の行為や発行により他の議決権と異なる形で減少させたり制限したりすることはできない。そうした会社の行為または発行の例としては、長期保有者議決権優遇方式（time phased voting plan）の採用、最高議決権方式（capped voting rights plans）の採用、複数議決権株式（super voting stock）の発行、または、任意株式交換による既存普通株式の議決権を下回る議決権を持つ株式の発行があるが、それらに限定される訳ではない。

上場会社による複数議決権株式の発行についてのNYSE、NYSE MKT、NASDAQの各証券取引所の規定内容は、取引所間で殆ど差がない。その内容を端的に述べると、①既に上場している会社が新たな種類株式として複数議決権株式を発行することは原則的に許されない、②既に存在している種類株式たる複数議決権株式の追加発行は認められる、③新規上場時に種類株式として複数議決権株式を発行していても特に問題とはならない（規定の中ではこの点については直接言及していないが、上場されている株式の既存株主の議決権を減少、制限する行為を禁止しているだけなので、上場時（新規上場時）に、既に種類株式として複数議決権株式が存在することについては何ら規制していない)。ただし、新規上場であっても他の取引所の審査で過去に議決権の上場規則に反するとされた記録がある場合には、その点を考慮に入れ審査を行うこととしている。

補足情報（SUPPLEMENTAL MATERIAL）

.10 デュアル・クラス構造を持つ会社

複数議決権株式発行の制限は、主に新しい種類株式の発行に対して適用されることを想定しており、既にデュアル・クラス構造を持っている会社は、この方針の下でも既存の複数議決権株式の追加発行を概して認められる。

.20 当取引所との相談

当取引所の議決権についての方針に違反した場合には、発行者は取引市場を失う結果になる可能性がある。当方針は、複数議決権株式（super voting stock）や長期保有者議決権優遇株式（time phased voting plan）だけに適用されるのではなく、様々な会社行為または証券発行に対して適用されうる。規則19c-4の下で以前認められていた行為は引き続き許容されるが、上場会社は、当方針に抵触しうる行動に移る、またはそうした行動を試みる前に、できるだけ早い段階で当取引所の窓口に相談することが非常に重要である。上場会社は、普通株式もしくは優先株式の発行、または、その他の行為が当方針に抵触しないと結論づける前に、事前に当取引所の窓口に相談することを求める。当取引所に対して正式に資料を提出する前に、当方針に関係する事項に係る仮委任状勧誘書類またはその他の関連資料を当取引所に提出することを推奨する。

.30　過去の議決権に関する動きの審査

当取引所の新規上場審査においては、他の自主規制組織（他の取引所のことを指す）が、発行者の過去の行為を、その自主規制組織の議決権の方針に抵触すると判断したかどうかを確かめるために、発行者の過去の行為を審査する。当該審査に基づき、当取引所は、上場の拒絶や上場についての制限の設定その他の適切な措置を取るものとする。また、当取引所は、当取引所への新規上場を求める発行者が予定している取引についての他の自主規制組織の議決権の方針の適用についての判断や解釈を他の自主規制組織に求めたかどうかについても審査する。そうであった場合には、当取引所は、発行者が同一または類似の取引について求める判断や解釈に対する回答を行うにあたり、当該事実を考慮するものとする。

NYSE MKT LLC Company Guide §122.COMMON VOTING RIGHTSの内容は、NYSE Listed Company Manual §313.00 Voting Rights (A) Voting Rights Policyの内容と全く同じである。

NASDAQ Listing Rule 5640（Voting Rights）も文言に若干の違いはあるものの内容的には全く同じである。

二. 日本の法規制

（一）会社法による複数議決権株式の取扱い

日本の会社法上、1 株 1 議決権原則の観点から、複数議決権株式を発行することは認められていない。しかし、平成 13 年の商法改正により単元株制度が導入されたため、厳密に言えば複数議決権株式ではないのであるが、その効果の点で一致するのが、当該制度を利用した複数議決権方式である。単元株制度・複数議決権方式の概要は、これまで幾度も指摘しているが、再度確認すると、会社が 2 以上の種類の株式を発行する場合には、株式の種類毎に単元株数を定めなければならないとされ[8]、単元株数とは 1 議決権あたりの株数のことを意味し、100 株につき 1 議決権ならば単元株数は 100 株、10 株につき 1 議決権ならば単元株数は 10 株となり、1 株当たりの議決権数に換算すると、後者は前者の 10 倍の議決権を持つことになる。従って、会社が単元株制度を採用し、かつ 2 以上の種類株式を発行する場合であって、各株式の単元株式数を異ならしめると、会社は事実上、複数議決権株式と同様の議決権を持つ株式を発行できることになる。これを踏襲する形で、平成 17 年の会社法でも単元株制度が維持されたため、現在においても、当該制度を利用して事実上の複数議決権株式を発行することは可能である。

（二）東証のガイドラインにおける複数議決権方式の取扱い

複数議決権方式を利用した会社の上場の取扱いについては、東証は平成 20 年と平成 26 年に上場に係るガイドラインを改正した。現行のガイドラインの内容においては、上場会社が新たに複数議決権方式を導入することは、既存株主の権利を侵害する観点から認めていないが、新規上場時においては、複数議決権方式を利用する会社の上場を認めるという内容である。ただし、上場される株式は議決権が少ない方の株式のみであって、また、東証の上場審査で認められて上場承認される必要がある。その条件とは、事実上の複数議決権株式の発行が株主共同の利益になり（必要性）、その内容が必要性に鑑みて相当であること（相当性）が求められる。相当性は、サンセット条項やブレークスルー条項の有無により判断される。

本稿の観点から注意すべき点は、東証が事実上の複数議決権株式を発行する会社の上場の可否を判断する際の「必要性」要件の審査において、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する複数議決権方式の利用については、「必要性」の要件を満たさず上場を認めないとしていることである。従って、東証は、ファミリー企業が事業承継等に関連する相続等の場合に、経営支配権をファミリーに承継させるために複数議決権方式を利用することは認めないと考えられ、複数議決権方式を利用したファミリー企業の上場を原則的に認めない、極めて制限的な運用を行っていると指摘することができる。

---

[8] 会社法 188 条 3 項。

三. 日米の法規制の対比

米国での会社の設立について規定する州会社法では、株式の議決権の定め方は、1株1議決権がデフォルト・ルールであるが、株式の種類については特に限定せず、あくまでも会社側に自由裁量を認めており、株主の議決権も基本定款で定めることにより1株1議決権とは異なる配分をすることが認められている。つまり、会社法上は複数議決権株式の発行は基本定款で定めることにより自由に行うことができるのである。

一方、日本においては、平成13年の一連の商法改正で一気に制限緩和に動き、会社法上、発行できる株式の種類が増加して幅が広がる一方で、複数議決権株式についても、単元株制度を通じて事実上の複数議決権株式を発行することができるようになった。

複数議決権方式採用会社による東証への上場については、繰り返しになるが、日米共に、原則、新規上場時に限って認められているという点では共通している。ただし、米国においては、新規上場時に複数議決権株式を発行していれば、特別の条件等なしで上場が認められているのに対し、日本では、複数議決権方式を利用する必要性についての説明をしなければならず、さらに複数議決権方式の内容が必要性との関係で相当でなければならないとされている。特に、「必要性」の審査基準においては、複数議決権方式を利用したファミリー企業の上場は原則的に認めないとも言える態度を、東証は明らかにしている。複数議決権方式は支配権の移動を制約し、リスク負担と支配が比例しない点でコーポレート・ガバナンスに歪みを生じさせるので、必ずしも望ましいものとは言えず、また、あまりにも複数議決権方式の利用が増加し東証が少数株主の意見を蔑ろにする市場だと投資家に認識されるのは好ましくないとの意向からか、新規上場会社に限った上、新規上場時における複数議決権株式の発行をさらに制限する基準を設定していると言うことができる。第四章において指摘したように、複数議決権方式を採用する会社の上場を制限する基準は、ファミリー企業による複数議決権方式の利用に対する極めて否定的な東証の見解も含めて、複数議決権方式を利用する会社の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おり、ファミリー企業による複数議決権方式を利用した上場は、当初から想定していない、ないし非常に限られたケースに意図的に狭められていると言える。

第四節　上場会社による複数議決権株式利用の現状についての日米対比

一. 日本の上場会社による複数議決権方式利用の現状

日本においては複数議決権方式を利用した会社の上場実績はサイバーダインのみである。その他の会社が現れていないのは、東証のガイドラインが余りにも制限的で後に続く会社がないためか、東証の審査過程等で複数議決権方式が認められなかったからなのかは明らかではないが、後に続く会社が少なく、複数議決権方式を利用した上場を目指した数少ない会社も審査過程等で複数議決権方式を諦めたのが実態であると推察される[9]。

[9] 平成28年7月に東証に上場されたLINE社は1株10議決権を持つ種類株式を発行した上で上場を行うとの観測が流れていたが、東証がLINEの複数議決権方式に対して厳しい

サイバーダインの事例では、複数議決権方式を利用することで、B 種類株式は普通株式の 10 倍の議決権を持ち、B 種類株式が譲渡されれば普通株式に転換することとされている。ただし、サイバーダインは、B 種類株主間における譲渡では当該転換条項を発動させないようにしており、B 種類株式を保有する 2 つの財団法人（一般財団法人山海財団法人および山海科学技術振興財団）には当該株式を承継できるように設計している。この仕組みにより、現支配株主たる山海社長が当該財団に 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を実質的に永続させることが可能になっている。

他方で、サイバーダインの特徴として、山海社長は B 種類株式の転換条項発動の例外に親族間における譲渡を含めていない点を指摘しなければならない。あえて親族への譲渡を転換条項の例外として設定しなかったのは、支配権を握る山海社長は親族等に支配権を承継させる意図が最初からなかったことが覗える。親族等への支配権の継承に拘りを持っていないという点は、ファミリー企業が株式公開時に考える資本政策とは相当のギャップが感じられるため、本稿のファミリー企業像とは異なっている。それゆえ、ファミリー企業による複数議決権方式を利用した上場の先駆けとは言えず、厳密に言えば、研究対象として外れているが、日本ではサイバーダインだけが複数議決権方式を利用して上場を果たしていないため、検討対象としている。

サイバーダインによる複数議決権方式の採用目的は、同社の技術が軍事利用されないこと、平和目的のための利用を貫くこととされている。ただし、東証の新規上場ガイドラインによれば、複数議決権方式を採用する必要性については審査対象であるが、複数議決権方式を利用する目的については審査対象とされていない。サイバーダインの場合は、サイバニクス技術の平和的な利用という目的に照らし、当該技術の研究開発と事業経営を一貫して推進するためには、当該技術研究の中心的役割を担う山海社長が経営に安定して関与し続けるという必要性があることから、複数議決権方式を採用した旨が説明されている。しかし、上記説明をもってしても、目的と必要性がどのように異なるのかについては、理解し難い。一般的にみれば、目的と必要性の内容は同一ないし類似するものと考えられ、サイバーダインのように目的と必要性の内容が異なっているのは――東証の説明にもあるように――あくまでも例外的であると理解されている。

態度で臨んだため、結局、複数議決権方式を利用して上場することができなかったようである。実際、新規上場前に同社が東証に提出した「新規上場申請のための有価証券報告書（Ⅰの部）」の公開情報で株式公開前の「特別利害関係者等の株式等の移動状況」（320 頁）によると、平成 27 年 6 月 15 日に創業者が支配する（旧）普通株式約 1 億 7 千 5 百万株を A 種種類株式に変更しており、この株式が多議決権株式だと思われる。上場は平成 28 年 7 月だが、上場に先立つ平成 28 年 3 月 31 日に同数の A 種種類株式が普通株式に転換されている。東証が多議決権株式だと推測される A 種種類株式を発行したままでの同社の上場を承認しなかったので、承認を得るために A 種種類株式を解消したのが株式の再転換の理由であると思われる。また、非公式の情報では、複数議決権方式を利用して上場したいという会社は具体的に幾つかあるが、東証のハードルが高いので前に進めないためか、公開情報としては全く表に出ている情報がない状態であるとも言われている。

二. 米国の上場会社による複数議決権株式利用の現状

この点、米国においては複数議決権株式を発行する上場会社の事例は豊富である。本論文の第二章で、米国のファミリー中堅企業で複数議決権株式を発行している上場会社のサンプルを抽出して分析したが、その概略を振り返ってみよう。

米国ではデュアル・クラスを利用している上場会社は 10%程度であるが、ファミリー企業だけを見ると約 4 分の 1 の会社がデュアル・クラスを採用しており、また、デュアル・クラスを利用している会社の 90%近くがファミリー企業という状況である。このことは、デュアル・クラスは主にファミリー企業が利用する仕組みであることを示していると言うことができるであろう。[10]

また、1988 年から 2007 年の上場会社データの中で、デュアル・クラスを利用した会社は 1,000 社を超えており、多数の上場会社がデュアル・クラスを実際に利用している状況である[11]。

米国においてデュアル・クラスを採用する会社が上場される際、デュアル・クラスのスキームについて説明されているが、必要性、目的等については、筆者が確認したサンプルの中ではあるが、グーグル社以外のケースでは一切説明されていなかった。

三. 小括

日米の上場会社による複数議決権株式利用状況の比較において、次の 2 点につき日米の差異が際立っている。

第一に、日米の上場会社による複数議決権株式の利用状況についての対比で最も際立っている点は、日本においては複数議決権方式を利用して新規上場した会社は 1 社しか存在しないのに対して、米国では 1,000 社を超える多数の会社が複数議決権株式を利用して上場した実績があるということである。

第二に、ファミリー企業による複数議決権株式の利用について、日米における対照的とも言える差異が指摘される。米国では、複数議決権株式を利用して上場している会社の大部分がファミリー企業であり、複数議決権株式はファミリー企業が利用するためのスキームと言える状況にある。一方、日本においては 1 社しか事例がないので、事例からの議論はできないが、東証のガイドラインの運用から言えることは、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した上場をすることについては、必要性の要件を満たさず上場を認めないとの立場をとっている。米国では主にファミリー企業が利用している複数議決権株式というスキームについて、日本では米国における主な

---

[10] デュアル・クラスは、通常、キャッシュ・フローに対する権利を少数持ち分しか保有しない創業者ファミリーやその他の内部者が、支配権を確保するために利用するとの認識がされている。See Paul H. Schultz & Sophie Shive, *Mispricing of Dual Class Shares: Profit Opportunities, Arbitrage, and Trading*, The European Finance Association 2009 Meetings Paper at 4, available at: http://ssrn.com/abstract=1338885.

[11] Jason W. Howell, *The Value of Blockholder Liquidity and the Decision to Unify Share Classes* (2011) at 3., available at : http://ssrn.com/abstract=1571760.

利用主体であるファミリー企業による利用を原則的に認めないとも言えるスタンスで、複数議決権方式を利用する会社の上場の可否を判断しているという点が、日米における複数議決権株式の取扱いの現状の差異として際立っている。

第五節　サンプル企業による複数議決権株式のスキーム日米対比

上場している複数議決権株式発行会社の具体的な事例で見てみると、日本はサイバーダイン 1 社だけである。米国においては複数議決権株式発行会社の内容も様々であり、複数議決権株式の内容（議決権数、譲渡制限等の諸条件）も傾向はあるものの様々である。そこで本節においては、日本のサイバーダイン社の複数議決権株式のスキームの内容と、米国のサンプル企業の複数議決権株式の内容を、主要な項目について比較する。

日米の比較をするにあたっては、議決権倍率、議決権以外の権利（キャッシュ・フローに対する権利）、多議決権株式から少議決権株式[12]への任意転換、株式分割・株式併合等の場合の取扱い、サンセット条項・ブレークスルー条項、多議決権株式の譲渡制限とその例外に分けて項目ごとに行うこととする。

一．議決権倍率

日本のサイバーダインの多議決権株式の議決権倍率は 10 倍である。米国の事例においては、多議決権株式の議決権倍率は、8 割以上の会社が 10 倍であり、小さいもので 2 倍、大きいもので 20 倍という事例もあるが、10 倍がスタンダードだと言える状況である[13]。例えば議決権倍率が 100 倍の多議決権株式を考えると、総株式数の 1%の分の多議決権株式の保有で過半数の議決権を確保することが可能になり、僅少な資本での会社支配を容認することになるため、議決権倍率としてはあまりにも高すぎると思われる。第一章で見たように、1920 年代に投資銀行のディロン・リード・アンド・カンパニーが 2%の資本でドッジ・ブラザーズの支配権を得ていることで、痛烈な批判を浴びたことからも、議決権倍率 100 倍が高すぎるということには一理あるだろう。明確なラインを引くことはできないが、10 倍がスタンダードとして定着しており、おそらくはサイバーダインも米国の慣行に従ったと言えるだろう。

二．議決権以外の権利（キャッシュ・フローに対する権利）

多議決権株式と少議決権株式の議決権以外の権利（主にキャッシュ・フローに対する権利）については、日本のサイバーダインにおいては両株式の議決権以外の権利は同一であると定められている。米国においても、第二章で取り上げた事例においては、1 事例を除き、多議決権株式と少議決権株式の議決権以外の権利（主にキャッシュ・フローに対する権利）

---

12 以下、サイバーダインにおける B 種類株式と普通株式との関係のように、議決権数の差異を基にした比較をする際には、多議決権株式と少議決権株式という呼称を使用する。

13 戸嶋浩二「マールインタビュー（No. 183）幻に終わった日米半導体関連大統合から複数議決権株式まで新領域を切り開く」MARR 256 号（2016 年）52 頁。

は同一である。例外の 1 社は、ハバーティー・ファーニチャーであり、少議決権株式の配当を多議決権株式の配当の 105%支払うとしている。同社は買収防衛策として 1980 年代半ばに資本再構成を行い、複数議決権株式を導入したが、資本再構成についての株主の賛成を得やすくするための「甘味料（sweetener)」として少議決権株式の配当を上乗せする提案を行ったと推察される。米国においては、少議決権の代償として、キャッシュ・フローに対する権利でその償いをすべきという考えは一般的ではなく、むしろ、多議決権株式と少議決権株式の議決権以外の権利は同一であるのがスタンダードであると言える。この点で、日本と米国には差異はないと言うことができる。

三．多議決権株式から少議決権株式への任意転換

多議決権株式の少議決権株式への任意転換権は、多議決権株式は一般に譲渡制限がついていて換金できないか、あるいは市場で取引されていても流動性が乏しいため、いつでも市場で売却して換金しやすい少議決権株式に転換できる権利を与えるものである。サイバーダインの場合は、B 種類株式に取得請求権を与えて、株式取得の対価として普通株式を与えることにより、実質的に多議決権株式から少議決権株式への任意転換権を与えている。米国では第二章で見た全ての事例においても、多議決権株式から少議決権株式への任意転換権が与えられている。この点においては、日本と米国の差異はないと言える。

四．株式分割・株式併合等の場合の取扱い

株式分割や株式併合等の場合には、多議決権株式と少議決権株式の相対的な比率に変化が生じないようにするために、両種の株式とも同じ比率で株式分割・株式併合等を行うとするのが一般的である。日本においても米国においても取り上げた事例においてはそのように規定されており、この点においても、日本と米国の差異はない。

五．サンセット条項・ブレークスルー条項

日本のサイバーダインにおいては、サンセット条項とブレークスルー条項が共に規定されている。サンセット条項は、自身が代表理事を務める財団を含め、唯一の多議決権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、多議決権株式たる B 種類株式の議決権数を少議決権株式である普通株式と同議決権数と見做して株主意思を確認し、複数議決権方式を解消するかどうか決定することとされ、複数議決権方式が存続した場合には、以後 5 年毎に同様の株主意思確認手続により、複数議決権方式の存続の是非を決める方策を採用している。ブレークスルー条項は、同社に対する株式公開買付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 1：1 で普通株式に転換され、複数議決権方式が解消されることとされている。

一方、米国の事例においては、多議決権株式のサンセット条項は 2 事例のみ存在する。インターナショナル･スピードウェイにおいて、多議決権株式の全少議決権株式に対する割合が 10%未満になった場合には、多議決権株式は同数の少議決権株式に転換され、デュア

ル・クラスが解消されることされている。セイラム・メディア・グループにおいては、多議決権株式は次世代・次々世代までしか承継できないと規定されている。このように、デュアル・クラスの解消方法が組み込まれているスキームはごく少数存在するが、日本において求められる「必要性」が示されていないので、必要性の消滅に伴うスキーム解消としてのサンセット条項は事例の中では存在しない。米国におけるその他の 24 事例においては、サンセット条項は規定されていない。ブレークスルー条項については、米国においては規定されている事例は調査した中では全く存在しなかった。

ただし、デュアル・クラスの解消スキームは規定されていないが、多議決権株式は一般に上場されておらず譲渡も制限されていることから換金性に乏しいので、上場されて換金性のある低議決権株式にいつでも転換できるように設計されている。高議決権株式の株主が望めば保有する高議決権株式を低議決権株式に転換することによりスキームを解消できることは、日米において共通である。そして、事例が豊富な米国においては、様々な事情でデュアル・クラスを解消している事例が多数存在する。1988 年から 2007 年の上場会社データの中で、デュアル・クラスを利用した会社は 1,000 社を超え、その内 253 社がデュアル・クラスを解消したという[14]。解消内容の内訳は、23%は株主提案による解消、20%は自動転換条項に従った解消、19%は自動転換条項がないので低議決権株式を高議決権株式に転換して解消、14%は自動転換条項がないので高議決権株式を低議決権株式に転換して解消、16%は合併あるいは組織再編に伴い解消、8%は倒産あるいは訴訟により解消したとされる[15]。また、高議決権株式の株主が自発的にデュアル・クラスを解消したケースは 37%あり、株式転換か株主提案の形で実行された。株主提案により解消を行った理由として、70%の会社は資金化し易くすることを挙げている。その他の理由としては、資本構造を単純化するため（43%）、投資家とアナリストの困惑を解消するため（43%）、議決権とキャッシュ・フローに対する権利のバランスを取るため（43%）が挙げられている[16]。

以上をまとめると、サンセット条項については、日本の事例では、支配株主たる経営者が取締役を退任した場合に株主投票により複数議決権方式を継続するか否か決める内容であるのに対して、米国ではサンセット条項は 2 事例ではあるが、複数議決権株式の残存数が一定レベル以下になった場合に自動的に解消されるという内容、および、孫の代まで継承されれば、それ以降は承継されないという内容である。また、米国ではブレークスルー条項については、全く規定している事例が存在しなかった。以上の通り、サンセット条項とブレークスルー条項においては、日本と米国ではその状況が全く異なっていることが判明した。

六. 多議決権株式の譲渡制限とその例外

少議決権株式は上場され市場で売買されるのに対し、多議決権株式は非上場で譲渡制限が付いているのが一般的である。譲渡制限には例外があり譲渡可能な相手方が決められている場合が多い。

---

[14] *Id.*, at 3.
[15] *Id.*, at 32.
[16] *Id.*, at 35.

サイバーダインの場合、B 種類株式は非上場で譲渡制限が付いている。例外として B 種類株式の株主には譲渡できることになっている。複数議決権株式の株主は山海社長と山海社長が設立した 2 財団のみであり、その 3 者間での譲渡のみ可能だということになり、相続人や親族への譲渡は認められない――譲渡したい場合は普通株式に転換した上で譲渡される――ことになる。

米国の事例においては、一般に複数議決権株式に譲渡制限が付されている点については日本と同じである。ただし、複数議決権株式が市場で取引されている事例が 1 件（インターナショナル・スピードウェイ）あり、その事例においては複数議決権株式にも譲渡制限は付いていない。譲渡制限の例外はほとんどの事例において規定されており、例外の範囲は一般にいわゆる直系の親族、配偶者の直系親族、兄弟姉妹、養子、それらの者が支配権を持つ法人、それらの者が設立したトラスト等、親族内や法人等を介して複数議決権株式を何世代にもわたり存続させることが可能になっている。例外の範囲の設定には会社により相当の幅があり、配偶者だけでなく前配偶者も含めている場合（ラジオ・ワン）、最初の複数議決権株主の一定の親族に限り孫の世代までしか例外としない場合（セイラム・メディア・グループ）等もあり、例外の範囲の規定内容にはバリエーションがあり、必要性に応じて会社が比較的自由に決めていることが覗える。

日本の場合は、第四章一節三項（五）で述べたように、東証のスタンスからすると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多議決権株式の譲渡制限の例外を付することは極めて限定的だと考えられており、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されている。一定の個人に多議決権株式を譲渡することは当然に事業承継に関連することと考えられるので、一定の個人への譲渡を例外として取り扱うことについては、非常に高いハードルがあると言えるだろう。

このように多議決権株式の譲渡制限に対する例外の取扱いについては、日本と米国の間に非常に大きな差異が存在する。

七．小括

日本では複数議決権方式を利用する会社の上場は、サイバーダイン 1 社しかないので、日米の事例による複数議決権株式のスキームを比較するといっても、そこから読み取れるものに限界はあるが、米国の事例との差異が顕著である事項を炙り出すことにより、米国の実例の一般的な姿を日本の制度をストレッチする限界として捉えることは、方法論としては考えられる。すなわち、あまり差異がない項目については現状を一種のスタンダードとして考え、顕著な差異がある項目について、日本のスキームは拡張を検討する余地があると考えることは可能であろう。日米において、議決権倍率、キャッシュ・フローに対する権利、多議決権株式から少議決権株式への任意転換、株式分割・株式併合等の場合の取扱いについては、ほぼ差異はないと言え、これらの点については、複数議決権株式を利用して上場を果たそうとする企業にとって、一定のスタンダードとして捉えることができるであろう。

他方、サンセット条項・ブレークスルー条項、および、多議決権株式の譲渡制限の例外については日本と米国の間に大きな差異があり、その差異について注意深く検討して、日

本の複数議決権方式の今後の取扱いに生かしていくことが重要だと考えられる。

第六節　複数議決権株式に関連する日米の開示比較

複数議決権株式に直接関連する情報開示[17]については以下のように対照される。

まず、日本においては、第四章二節二.（三）で検討したように、複数議決権方式のスキーム、リスク、導入の目的・必要性について、上場審査等に関するガイドラインにおいて情報開示を求めており、実際のサイバーダインの事例でも、詳細な開示が行われている。

それに対し米国では、第二章三節で検討したように、複数議決権株式に関連する情報開示を明確に求める上場規則等が存在しないことから、当該情報開示については会社によって内容に差がある。複数議決権株式のスキームに関する開示は、発行開示については日本の開示と同等であるが、継続開示については特に開示を行っていない会社も存在する。リスクについても日本とほぼ同程度の開示を行っているが、発行開示と継続開示の双方において開示のない事例が少数存在する。導入の目的・必要性については、グーグルのように開示している例も若干は存在するが、その点についての開示・説明を行わないのが通常である。日本においては上場審査でその点に関して入念に審査され開示されることとされているのとは対照的な状況である。

以上のように、複数議決権株式に直接関連する開示については、むしろ日本の方が、開示内容が充実している状況にあり、米国との比較においては日本の複数議決権株式に関する開示は特に問題ないと言えるだろう。

ただし、第四章にて検討を行ったように、東証のガイドラインⅡ 6.（4）b においては、「議決権の多い株式等を利用する『主要な目的』が、新規上場申請者の取締役等の地位を保全すること又は買収防衛策とすることでないと認められること」という要件が課されており、東証は複数議決権方式が敵対的買収防衛策として機能する点に着目していることが分かる。それゆえ、今後、複数議決権方式を利用して新規上場を果たそうと考える会社は、「敵対的買収防衛策の目的が何にあるのか」を正確に開示し、支配権を特定の人物に集中させることが、株主共同の利益になるという理由付けを行う必要があると思われる。

この点、米国においては複数議決権株式の敵対的買収防衛策としての機能について詳細に開示している会社は少ない――ただし、ハバーティー・ファーニチャーは 1986 年にデュアル・クラスを採用した際の理由として、敵対的買収防衛策と財務基盤の安定化が目的であると説明していた[18]――状況にある。デュアル・クラスは、「敵対的買収防衛策としても」機能するという側面での期待を含めて、支配権を維持するためにあることから、米国の実務においても、デュアル・クラスの導入理由・目的について改めて説明を行う会社は少ないし、また、説明しなければならないという義務もない。さらには、それを求める上場規則も存在しないことが、米国の実務において、敵対的買収防衛策との関係性について説明を行わない理由だと思われる。

---

17 関連当事者取引や役員報酬等、デュアル・クラスと直接的には関連しない事項については比較対象から除外している。

18 *Haverty Furniture shareholders to vote on 'shark repellent' plan"*, The Atlanta Journal-Constitution (13 April 1986, C/07).

とはいえ、東証のガイドラインでは、明示的に敵対的買収防衛策としての機能面についての説明を会社に求めていると解釈できるため、この点については、日本は米国よりも、情報開示のハードルが高いと考えられる。

第七節　複数議決権株式を巡る議論の日米対比

上場会社の複数議決権株式および議決権を巡る議論においては、日本と米国の間にはその歴史、ボリュームにおいて比較にならないほどの開きがある。

日本における議論は、複数議決権株式の必要性についての議論も若干存在するが、コーポレート･ガバナンスへの悪影響、支配株主による支配権濫用、非支配株主保護の必要性が主な論点である。一方、米国においては、そういった日本における論点はもとより、それに加えて、実証研究、細かな事例研究、類型化等相当な議論の積み上げがあり、日本としては学ぶべき点が多い。本論文で論点にしているファミリー中堅企業についてみると、SEC規則 19c-4 を巡る議論、特に連邦政府の討議内容の公開資料が参考になるため、以下、日米の議論の状況を概観し、日米の議論状況を対比することとする。

一．日本の会社法において複数議決権方式が可能になったことについて

最初に、日本における複数議決権方式に関係する議論の状況について、株主の議決権の歴史で取り上げた複数議決権方式についての議論を以下に敷衍する。なお、今日では、複数議決権方式が既に認知され、複数議決権方式を利用した上場についてのガイドラインも存在し、実際に上場事例も存在するので、大隅や中西による先行的研究や、現行会社法の条文解釈に係る議論はすでに決着済みのことであり、ここでは詳細には検討しない。よって、会社法上、事実上の複数議決権株式の発行が可能であることを前提とし、上場会社が複数議決権方式を利用することの是非についての議論に焦点を合わせて検討することとする。ただし、平成 13 年の商法（会社法）改正により複数議決権方式が解釈上可能になった後の解釈論は、複数議決権方式に関する議論の出発点とも言えるので、以下、第三章二節三項（二）の議論を簡潔に振り返る。

洲崎は、単元株制度を介して複数議決権株式の発行は可能であると解釈せざるを得ないが、数種の株式間の価値と議決権のアンバランスを解消するように当該制度は利用されるべきで、アンバランスを拡大するような利用は禁止されるべきとの考え方もできない訳ではないとした[19]。中西は、種類株式の市場価格に違いがある場合等に株式種類間の議決権に差をつけるのが合理的な場合もあるが、差の限度がなければ少数者支配が可能になり好ましくないとの考え方もあるとする[20]。また、単元株式数の定め方につき、1 株 1 議決権の原

[19] 洲崎博史「平成 13 年・14 年商法改正と一株一議決権原則」森本滋〔編〕『比較会社法研究――21 世紀の会社法制を模索して――』（商事法務、2003 年）327 頁。
[20] 江頭憲治郎＝中村直人〔編著〕『論点体系　会社法　2』（第一法規、2012 年）81 頁（中西敏和執筆）。

則との関係や、市場における流通性について配慮する必要があると指摘する者もいる[21]。森本は、複数議決権方式には問題点があることを前提として、会社法上認められたのであるから、実務の合理性や、常識のある運用に期待するほかないと述べている[22]。他方で、山下は、複数議決権方式は 1 株 1 議決権原則の「脱法」の可能性があると指摘しているが、立法の適否は別にして、種類株式の積極利用という立法政策に鑑み、機械的な 1 株 1 議決権原則の適用にも問題があり、株式の内容が実質的に同一なのに議決権に極端な差を付けるような場合にのみ違法無効とすべきとしている[23]。以上、解釈論、立法論の観点からの学界の受け止め方を概観したが、複数議決権方式には本来の単元株制度の制度趣旨との関係が問題となるため、法律上可能であっても慎重に取り扱うべき、あるいは、そもそも認めるべきでなかったという考えを前提とするコメントに集約される。

もっとも、学界の見方を注意深く検討すると、次のような解釈も成り立つ。森本の指摘からは、複数議決権方式には問題点があることを認めた上で会社法上規定されたのであるから、その点を踏まえて実務上は会社法の意図を汲み取り、前向きにバランスよく利用拡大を進めるべきだとの趣旨を読み取ることができる。山下は立法の事実を受け止め、議決権の差異が極端にならないように配慮しつつ、前向きに進めるべきだとのニュアンスも感じられる。学界の意見を冷静に分析すると、極端な事象の発生は避けながら、立法の意図を尊重し、実務的に制度利用を推進すべきだとの主張をしていると評価することも可能だと考える。

二. 日本における複数議決権方式利用会社の上場について

上場を目論む会社が複数議決権方式を利用することに関する賛否の議論について、引き続き、概観することとする。

複数議決権株式には直接言及していないが、布井は「公開会社に関する改正事項と閉鎖会社に関する改正事項を区別せず、すべての会社に適用されるものとして種類株式についての法改正が行われたので、公開会社にとっては大きな規制緩和となった。今後は、市場の信頼を損ねることなく制度を定着させていくことが重要な課題として残される」とし、公開会社による利用にあたっての、市場の信頼維持に対する配慮の重要性を述べている[24]。

宍戸も直接には複数議決権株式に言及していないが、「ベンチャー企業で用いられるような種類株式をそのまま公開企業に導入するのが合理的であるとは限らず、各証券取引所のルールで対応すべき」であるとし、「経営陣による無議決権株式の濫用等が危惧され、種類株式の自由化と株主平等の原則との関係、1株1議決権原則との関係が問題とされているが、ベンチャー企業、同族会社、公開会社等に分けて、株主平等の原則、1 株 1 議決権の原則に

---

21 神田秀樹＝武井一浩〔編著〕『新しい株式制度　実務・解釈上の論点を中心に』（有斐閣、2002 年）154 頁。

22 江頭憲治郎ほか『改正会社法セミナー　株式編』（有斐閣、2005 年）452 頁。

23 山下友信〔編〕『会社法コンメンタール 3――株式［1］』（商事法務、2013 年）82 頁（山下友信執筆）。

24 布井千博「第 7 回 会社法大改正の検討 種類株式に関する改正について」銀行法務 21 603 号（2002 年）60 頁以下。

より何を求めてきたのかに立ち返り再検討することが重要」としている[25]。

加藤は「複数議決権株式は株主利益・企業価値を増加させる可能性を秘めた仕組みである。従って、(利用を推し進めることに異論はないが) その利用にあたっては、利用企業および利用企業の上場に関わる市場関係者は、複数議決権株式の発行並びに発行会社のコーポレート・ガバナンスの在り方に対して、慎重な態度で臨むべき」であるとして、複数議決権株式にはプラスの面もあるがコーポレート・ガバナンスの変容による支配権濫用の懸念もあるので慎重に考えるべきであると主張している[26]。

大崎は、「複数議決権株式はコーポレート・ガバナンスの在り方を歪めるが、グーグル、アリババ、サイバーダインのように、技術力の高い企業が複数議決権株式を利用する動きが強いのは偶然ではない。この理由は、研究開発型企業への投資家の多くは、形式的な株主間の平等や敵対的買収の脅威による経営規律の維持よりも、企業価値向上のカギを握る経営陣が、経営に関与し続けることを重視するからである。コーポレート・ガバナンスの歪みを伴うような会社が上場企業の大部分を占めるのは問題だが、複数議決権株式は一定の範囲内で許容されるべき」としている[27]。

さらに、大崎は、複数議決権方式よる上場を新規上場時に限定していることに関して、情報開示と証券取引所による審査について、次のように述べている。「IPO 時に既に複数議決権株式が発行されている場合、情報開示さえあれば、どのような複数議決権株式でも発行が許される訳ではなく、支配株主による濫用的な権利行使が一定程度コントロールされる必要性が投資家の信頼を得る上で重要だ。IPO 時の複数議決権株式の利用であっても、必要性と相当性について取引所による一定の審査が行われるべき」としている[28]。

加藤は、さらに踏み込んで、証券取引所による、複数議決権方式を利用する会社の上場規則の運用について、以下のような見方を示している。複数議決権方式採用会社の上場が、証券取引所規則によりスクリーニングされる現在の状況に関して、「証券取引所による規制は、上場会社や投資家の選択肢を狭めるという側面がある点に留意すべきだ。証券取引所が相当程度立ち入った実質審査を行うが、証券取引所の規制の目的が投資家保護に留まるのであれば、IPO に参加する個々の投資家に代わり、証券取引所が実質審査を行うことの合理性が問われるべきだ。」としている[29]。

こうした有識者の見解を踏まえ、東証の上場制度整備懇談会によって発表された「上場制度整備懇談会中間報告」(平成 19 年 3 月) においては、議決権種類株式を利用した上場について、以下のようなデメリット、および、ニーズやメリット等が指摘された。まず、デメリットとしては、「議決権種類株式の上場は支配権の移動を制約するものであり、かつ、

---

[25] 宍戸善一「種類株式制度の自由化」法律のひろば (2002 年) 24 頁以下。
[26] 加藤貴仁「議決権種類株式に関する規制の背景にあるものとは何か？――国際比較からの示唆 (特集種類株式と議決権)」証券アナリストジャーナル 52 巻 11 号 (2014 年) 15-24 頁。
[27] 大崎貞和「議決権種類株式の存在意義」Financial Information Technology Focus (2014 年) 7 頁。
[28] 大崎貞和「種類株式の多様化と議決権」証券アナリストジャーナル 52 巻 11 号 (2014 年) 14 頁。
[29] 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 (2016 年) 20 頁。

リスク負担と支配が比例しない点で、上場会社のコーポレート・ガバナンスに歪みを生じさせるため、必ずしも望ましいものであるとはいえない」とした。一方、議決権種類株式のニーズとして、「種類株式規制の柔軟化や買収防衛策への関心の高まりから、議決権種類株式の上場に対する社会的関心も高まっており、一般投資家のニーズもある」とした。また、「リスク負担と支配が比例関係になくても、株主はそのリスクを認識した上で購入するのであるし、また、創業者や親会社は公開時の株価が低くなる不利益を負担しているので問題ない」との見解や、「リスク負担と支配の比例を求めるとすれば、支配権を維持したい創業者や経営者、親会社はそもそも上場という選択肢を取らない可能性もあることから、国民経済的には潜在的な投資対象が失われることになる」という見解が、議決権種類株式を利用した上場についてのメリットや正当化論として挙げられた。

前述のように、布井と宍戸は、平成 13 年の種類株式に関する商法大改正に当たり、布井は種類株式によるコーポレート・ガバナンスの歪み等の弊害に懸念を示しつつ、市場の信頼を失うことなく制度を定着させるべきだと主張し、宍戸はさらに公開会社への適用は証券取引所のルールによるべきであり、ベンチャー企業、同族企業、公開企業等に分けて議論すべきとの提案を行っている。前段は前項の複数議決権方式を可能とした会社法改正についての議論と内容的には同様であるが、後半の宍戸の提案は一歩踏み込んだもので、利用主体である会社を細分化し、具体的な議論・分析をすべきとの提案だと解される。平成 26 年の加藤の見解は、単元株制度の導入から 10 年以上の歳月を経た後ではあるが、未だに平成 13 年の商法改正当時の議論と同レベルに留まっている。大崎の議論は、2004 年のグーグルの複数議決権株式を利用した上場以降、マスコミの報道により、情報通信・ハイテク企業が同様のスキームを利用して上場することに対して、注目を集めていることに大きな影響を受けた議論である。大崎は、そのような会社に投資する者が、敵対的買収による経営規律の維持よりも、企業価値向上のカギを握る経営陣が経営に関与し続けることを重視するため、情報通信・ハイテク企業の複数議決権株式の利用が多いとしている。しかし、こうした傾向は情報通信・ハイテク企業だけに該当する話ではなく、他の業種の会社においても、当該株式が必要とされる場合はあるはずであるし、逆に、そういった場合だからこそ、投資家がデュアル・クラスを支持しているという証拠もないと思われる。ただ、上場会社の大部分がコーポレート・ガバナンスの歪みを伴った複数議決権方式を利用するような市場が問題であるとする点は検討の余地があるものの、複数議決権方式を一定の範囲内で認めるべきだとする点では、商法改正で複数議決権方式が認められたことに関する議論と内容的には大きな違いはないと思われる。

加藤による平成 28 年の主張は日本においては非常に新鮮味があり、証券取引所の規制の目的が投資家保護に留まるのであれば、証券取引所が複数議決権方式の利用についての実質審査を行うことについての合理性に疑問を呈しているが、確かに証券取引所が投資家保護のために証券取引所自ら実質審査を行って判断しなければならない理由は、明確に示されるべきであろう。

大崎が言うように、新規上場時に複数議決権方式を利用する場合であっても、情報開示さえすればいかなる複数議決権方式も許されるとするのは極論かもしれないが、それが複数議決権方式を利用することの必要性と相当性について証券取引所による審査が行われるべきとすることに帰結するのは、論理の飛躍であると言えるであろう。証券取引所の審査

により判断すべきか、あるいは、市場が判断すべきかの考察がその前になされるべきであろう。つまり、加藤が言う証券取引所が複数議決権株式の発行についての実質審査を行う合理性についての検討が必要だということである。上場制度整備懇談会中間報告にあるように、複数議決権方式のメリットや正当化論も、ある程度は認識されているということではあるが、もう少し実際の運用場面にまで踏み込んで、想定される審査運用のプラス面、マイナス面を想起し、より具体的な議論の展開が望まれる。

三．米国における複数議決権株式の発行会社の上場に関して

（一）米国における株主の議決権の歴史において確認した議論

米国における複数議決権株式についての最近の議論状況について見てみることにしよう。第一章の米国における株主の議決権の歴史の中で、複数議決権株式を発行する会社の上場についての議論は、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 が長年守ってきた 1 株 1 議決権原則から離れて、新規上場時における複数議決権株式の発行を認める内容の上場規則の改正を 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。それらの議論について簡潔にまとめると以下の通りである。

複数議決権株式を巡る賛否の議論は、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としての複数議決権株式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。なお、複数議決権株式の導入に対する株主の承認に関する議論は、複数議決権株式そのものの賛否に関する議論ではなく、既に上場している会社が複数議決権株式を導入するプロセスの問題についての議論なので、ここにおいては取り上げない。

第一のコーポレート・ガバナンス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、企業買収の対象になる蓋然性が低くなり、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、支配経営者が、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、敵対的買収は否定的に捉えられているので、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訳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、明確な結論が示されてい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。

（二）複数議決権株式に対する機関投資家の反対論を中心とする最近の議論

1990 年代半ば以降は、米国においても複数議決権株式の発行についての大きな論争は生じていないが、グーグルによる複数議決権株式を利用した上場を契機に、再び注目を集めており、その中で、とりわけ機関投資家を中心とした、複数議決権株式発行に対する否定的な意見が目立っている。特に目新しい主張や議論が存在する訳ではないが、機関投資家の見解を代表していると思われる機関投資家協議会（The Council of Institutional Investors、以下、CII とする）[30]の主張を見てみることとする。

まず、CII のデュアル・クラスに対する基本的認識を確認する。CII は、上場会社における株主の議決権配分は、1 株 1 議決権であるべきとの基本的な考え方を支持している。会社が一般投資家から資金調達する際には、一般投資家に対しては、一定の保護および株式保有数に比例した議決権等の基本的な権利が与えられるべきとし、上場会社のデュアル・クラスはサンセット条項により終息されるべきであるとする。デュアル・クラスの典型的な場合として、創業者やその家族、あるいは、その他の内部者が、少数の株式しか保有していないにも拘らず、複数議決権株式を所有することにより議決権の多数を支配している状

[30] CII は、敵対的買収全盛の 1985 年に設立された。設立当時は、敵対的買収防衛策として会社の組織再編によりデュアル・クラスを導入する上場会社が多数現れた時代である。組織再編の中で、元々株主が保有していた議決権が侵害されるような状況が生じたことから、公的年金基金の関係者が、投資先企業に対する株主への監視機能を担保する必要性を感じて立ち上げた団体である。詳しくは、以下の URL を参照のこと。
http://www.cii.org/cii_history.

況を想定している。それにより彼等は、取締役の選任等、株主の投票により決定される事項についての決定権を支配している。デュアル・クラスにより、投資家はより大きなリスクに曝され、取締役会と内部者にとっては株主に対する説明責任が小さくなる。最近の研究（特定の研究に言及していると思われる）では、デュアル・クラス採用会社の株価は、シングル・クラスの会社の株価よりもそのパフォーマンスが劣る場合が多く、株価の変動も大きいという結果が出ている[31]。以上が CII のデュアル・クラスに対する考え方の骨子である。

CII はデュアル・クラスに反対する具体的な行動として、証券取引所や会社に対して直接文書を送付することによりその意見を表明している。CII のウェブ・サイトに公表されている内容に基づき、その内容について見てみよう。

1　2012 年 10 月の NYSE と NASDAQ に対する文書

2012 年 10 月から同年 12 月にかけて、NYSE と NASDAQ に対して文書[32]が送付されているが、その要点は以下の通りである。両取引所の上場規則では、新規上場時にはデュアル・クラス採用会社の上場を認める内容になっているが、両取引所の上場規則では、市場の質と投資家の市場に対する信頼を維持し、投資家の利益と公共の利益を保護することを旨としているため、CII は新規上場時であってもデュアル・クラス採用会社の上場を認めないように上場規則を改正するように求めている。最近は新規上場会社の 10%以上がデュアル・クラスを採用しているが、創業者である CEO は、上場後、長期間に亘り経営に携わるので、外部からの経営への口出しを最小限に抑えたいと思っているようである。CII の会員は、長期的な株主であり、デュアル・クラスは長期的には投資家や市場のためにならないと以前から考えている。普通株式は 1 株 1 議決権であるべきとの CII の公式方針はその表れである。CII メンバーは米国株式での運用額の 47%をインデックス運用しているので、デュアル・クラス採用会社の株式を単純に売却することはできない。CII が 1 株 1 議決権に拘るのは、実証研究結果にも裏付けられており、デュアル・クラスが長期株主に利益をもたらすかについては疑わしく、デュアル・クラスの増加は、株主価値の減少と複数議決権株式を持つ支配株主の無責任な行動を助長する。Investor Responsibility Research Center Institute（以下、IRRCI とする）[33]が発表したばかりの研究結果でも、そのことは裏付け

---

[31] 詳しくは、次の URL を参照のこと。http://www.cii.org/dualclass_stock .

[32] NYSE ならびに NASDAQ への文書については、次の PDF を参照のこと。
http://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2012/10_2_12_cii_letter_to_nyse_dual_class_stock.pdf
http://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2012/10_02_12_cii_letter_to_nasdaq_dual_class_stock.pdf

[33] IRRCI は 2006 年に設立された非営利組織である。その目的は、資本市場における投資家と企業の意思決定に影響を与えるリサーチに加えて、環境、社会、コーポレート・ガバナンスのリサーチに資金を提供することである。リサーチの客観性を確保し、リサーチは投資家、企業、政策立案者、マスコミ、その他の関心のある利害関係者が広範に利用できるようにしている。詳しくは、以下の URL を参照のこと。
http://irrcinstitute.org/wp-content/uploads/2015/09/Final-AR-Dec-17.pdf.

られている。このように、これらの文書においては、特に新しい議論は展開されておらず、決め手になる主張も見られず、決定的な実証研究についても示されていない。

CII はこの文書を送付後、NYSE と議論の機会を設け、その議論を受けて CII は NYSE に対して 2012 年 12 月に文書[34]を送付しているが、その要点は以下の通りである。

まず、デュアル・クラスは、投資家と市場にとって長期的に利益にならないので、1 株 1 議決権を支持している。CII メンバーはインデックス運用の割合が高く、簡単に不満のある会社の株式を売却できない。株主の議決権は、取締役に説明責任を全うさせ、重要な会社の意思決定への発言権を確保する手段である。このような一般論を確認した上、以下の 6 点について改めて主張している。①NYSE は上場会社の説明責任と信頼性を高め、投資家の市場への信頼を維持・強化するような上場規則を目指すべきである。新規上場会社に 1 株 1 議決権の採用を求めることは、こうした重要な目的に適っている。②NYSE は世界の株式市場の範たる上場規則を持つべきである。デュアル・クラスを許容するのは、それを認めない香港やロンドンといった競合相手に劣っていることになる。NYSE は、上場会社獲得競争のために「底辺への競争（race to the bottom）」を行うべきでない。③デュアル・クラスの問題点は、コーポレート・ガバナンスである。具体的には、創業者やその子孫が取締役の任免権を握っていることにより、取締役の経営監視機能が弱体化する。ある実証研究によれば、キャッシュ・フローに対する権利の割合よりも大きな議決権を持つ経営者は、一般株主の利益を犠牲にして私的利益を追求し、支配株主である内部者は株主価値を損なう意思決定をする蓋然性が高い。④ガバナンス問題だけでなく、最近の IRRCI の実証研究[35]によると、デュアル・クラスを採用する上場会社のパフォーマンスは 3 年、5 年、10 年の期間で、支配株主のいないシングル・クラスの上場会社のパフォーマンスより著しく劣るという問題もある。⑤NYSE は 1926 年から 1980 年代半ばまでの半世紀以上にわたり、1 株 1 議決権政策を堅持しており、現在の上場規則が固まったのは 1994 年のことである。⑥NYSE は、この問題について、発行者の意向だけでなく、投資家の意向も考慮すべきである。

以上が、CII と NYSE との議論を受け CII が作成した文書の要点である。

2　2014 年 3 月の NYSE、NASDAQ、香港、ロンドン各証券取引所に対する文書

さらに、CII は、2014 年 3 月 27 日に NYSE、NASDAQ、ロンドン、香港の各証券取引所に対して次のような内容の文書を送付し、デュアル・クラスに対する CII の意見を表明

---

[34] 詳しくは、以下の URL を参照のこと。
http://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2012/12_10_12_cii_to_NYSE_dual_class_followup.pdf .

[35] IRRC Institute, *"Controlled Companies in the Standard & Poor's 1500: A Ten Year Performance and Risk Review"*, IRRC Institute (October 2012). 詳しくは、以下の URL を参照のこと。
http://irrcinstitute.org/wp-content/uploads/2015/09/FINAL-Controlled-Company-ISS-Report1.pdf .

している[36]。

電子商取引業を営む中国企業であるアリババは、最終的に 2014 年 9 月 19 日に NYSE に新規上場を行ったが、取締役選任に関して 1 株 1 議決権とは異なる議決権配分を採用している。アリババは、NYSE での新規上場に先立ち、香港証券取引所への上場申請を行ったが拒絶され、NYSE と NASDAQ がアリババの上場をそれぞれの市場に誘致しようとしている状況にある最中、上記 4 証券取引所宛てに CII の文書が送付された。

NYSE および NASDAQ 宛の文書の要点は以下の通りである。アリババが香港証券取引所への上場を拒絶された後、同社が 1 株 1 議決権に反する取締役選任方法を採用しているにも拘らず、NYSE および NASDAQ は同社の新規上場を誘致しようとしている。NYSE および NASDAQ は、上場会社の説明責任の充実と株主による取締役に対する効率的な経営監視の推進、市場の質と市場への公衆の信頼の維持、投資家や公衆の利益の保護を目指しているが、1 株 1 議決権から乖離したアリババの上場はその目的に反する。両取引所は上場規則を改め、1 株 1 議決権原則の採用を明確化すべきであるという主張である。

香港証券取引所に対する文書の要点は以下の通りである。香港証券取引所は、アリババの上場を拒絶した後も、株主構造に関する上場規則の改正については引き続き検討する旨を明らかにしているが、1 株 1 議決権原則は放棄すべきでない旨を強調している。さらに、CII およびそのメンバーが 1 株 1 議決権をコーポレート・ガバナンスの基本とする点を明らかにした上で、2012 年の NYSE および NASDAQ に宛てた文書の内容を繰り返している。それに加え、情報通信等新規に勃興している事業を行っている会社にとって、デュアル・クラスは必要なスキームではない。実際に、ツイッターやアマゾンはそのような事業を行っているが、シングル・クラスで上場している。

ロンドン証券取引所に対する文書の要点は以下の通りである。内容的には香港証券取引所に対する文書と同様であり、ロンドン証券取引所に対して、「香港証券取引所は、株主構造に関する上場規則の変更可能性について検討しているが、ロンドン証券取引所はそのような上場規則変更への要請があっても、それに屈することがないように」との要望を明らかにしている。

---

[36] 詳しくは、以下の URL を参照のこと。NYSE: http://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2014/03_27_14_CII_letter_to_NYSE_one_share_one_vote.pdf, NASDAQ: http://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2014/03_27_14_CII_letter_to_nasdaq_one_share_one_vote.pdf, 香港証券取引所：http://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2014/03_27_14_CII_letter_to_hong_kong_stock_exchange_one_share_one_vote.pdf, ロンドン証券取引所：http://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2014/03_27_14_CII_letter_to_london_stock_exchange_one_share_one_vote.pdf.

3　2014年8月のCablevision Systems, Donegal Group, Facebook, Ford, Google, Spirit AeroSystems, Swift Transportation のデュアル・クラス採用6社に対する文書[37]

標題の 6 社各社に対する文書の内容は同じであり、その要点は以下の通りである。CII が最も推奨するコーポレート・ガバナンスは 1 株 1 議決権である。CII 会員が長期投資を行い投資額の大きな割合をインデックス運用していることから、取締役の説明責任を確保する手段として 1 株 1 議決権は重要である。以上の点を確認した上で、1 株 1 議決権を採用すべきとの株主提案は、（1 株 1 議決権により議決権が行使されたとして計算した場合）多数株主の支持を得ているのは明白であり、取締役会は 1 株 1 議決権への移行を決めるべきであると、CII は各社に対して要望している。

フォードのみ、当該文書への返答があったので、その内容の要点を以下に紹介する。「当社はご指摘の問題については、様々な機会において慎重に検討し、株主提案に対する説明の中でも現在のデュアル・クラス構造が最良の選択である理由を説明している。多くの株主はデュアル・クラスがあるから株主になっており、株主間の関係はデュアル・クラスをベースにして 58 年間にわたり構築されてきた。もちろん、デュアル・クラスが株主の利益を害するのであれば、見直されるべきだが、利益を害するという具体的な指摘は株主提案においてはなされていないし、過去においてもそのような説明はなされていない。むしろ、デュアル・クラスにより株主の利益は守られている。フォード・ファミリーは 110 年の歴史において、単に B 種株式の経済的な意味だけでなく、先祖伝来の遺産、財産管理人、忠実をベースとして会社に対して重大な関わりを持ってきた。フォード・ファミリーの関わりにより、全株主にとって利益となる長期的な成功を収めている」とし、実際に「最近の金融危機の際の対応においても、目先の危機を凌ぐだけではなく、長期的な展望に基づいた対応を行い株主の利益を守ることができたのは、B 種株主の変わらぬ支持があったからである」としている。さらに、「こうした過去の実績だけでなく、会社のコーポレート・ガバナンスの具体的な実践が、長期的な持続性と株主価値へのコミットメントを補強しており、こうした仕組みは、他のシングル・クラスの会社やデュアル・クラスの会社と比較して、同等以上の水準だと自負している。その仕組みの例としては、①全取締役の年次改選、②他のデュアル・クラスの会社と異なり普通株式が過半数の議決権を保有、③他の多くのデ

---

[37] 詳しくは、以下の URL を参照のこと。
http://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2014/08_20_14_Cablevision_Systems.pdf,
http://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2014/08_20_14_Donegal_Group.pdf,
http://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2014/08_20_14_Facebook.pdf,
http://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2014/08_20_14_Ford.pdf,
http://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2014/08_20_14_Google.pdf,
http://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2014/08_20_14_Spirit_AeroSystems_Holdings.pdf.
http://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2014/08_20_14_Swift_Transportation.pdf.

ュアル・クラスの会社と異なり B 種株主は普通株主と別の取締役選任権を持たない、④他の大多数の会社と異なり普通株主は臨時株主総会の招集権を持つ、⑤16 名の取締役候補者のうち 13 名が独立取締役である、⑥CEO と会長は別人で、取締役会の議長には独立取締役が就く、という仕組みが挙げられる。その他にリスク管理手法として、CEO と会長が価値創造ロードマップ行程表にサインし、その方針が全てのビジネス・ユニット等の執行方針となる仕組みを採用している。最近の回復、業績を他の自動車メーカーと（暗に）比較し、その優位性を主張し、デュアル・クラスにより株主価値が守られたと言える」とし、最後に、「特定のコーポレート・ガバナンスの在り方が、全ての場合に当て嵌まるとする考え方が正しいとは思わない。自動車産業のように景気循環に影響されるシクリカル・ビジネスでは、他の産業とは最良のコーポレート・ガバナンスの在り方は異なる」とし、「ビジネス・サイクルに振り回されない長期的な視点での経営が、フォード・ファミリーを軸にしたデュアル・クラスにより実現されており、それが会社の強みである[38]」と締めくくっている。

4　CII が引用している実証研究結果について

CII が引用している実証研究結果とは、2012 年 10 月に IRRCI が発表したレポート“Controlled Companies in the Standard & Poor's 1500: A Ten Year Performance and Risk Review”[39]を指している。

CII が、関連する実証研究結果としてこのレポートから引用しているのは、以下の 3 点である。①デュアル・クラスの支配株主がいる会社は、3 年、5 年、10 年の期間ではいずれもシングル・クラスの支配株主がいる会社よりも有意に株価のパフォーマンスが下回り、1 年の期間においてのみ上回っている。②デュアル・クラスの会社は、支配株主がいない会社（non-controlled companies）と比べ、内部統制（internal controls）に重大な欠陥があることが多い。具体的には、内部統制の欠陥が SOX 法 404 条に従い開示されるが、この開示がある場合は財務諸表の正確性に問題がある怖れがあり、投資家が依拠できる正確な投資情報を得られない。そうした開示を行っている会社は直近 2 年間で、支配株主のいる会社では 4 社（3.7%）、支配株主がいない会社では 26 社（1.9%）存在した。③支配株主のいる会社は支配株主のいない会社より関連当事者取引が多い。具体的には、支配株主のいる会社の 14.8%が関連当事者取引を行っておりその平均額は 1,010 万ドル、支配株主のいない会社ではその数値が 7.2%、1,020 万ドルである。金額面では同レベルだが、件数面では支配株主のいる会社が約 2 倍の発生率である。

さて、2016 年 3 月に IRRCI は 2012 年に発表した実証研究レポートのフォロー・アップ・レビュー・レポート[40]を発表している。その中で、2012 年レポートで CII が引用した 3 点

---

[38] 詳しくは、以下の PDF を参照のこと。
http://www.cii.org/Files/issues_and_advocacy/correspondence/2014/09-11-14%20Ford.pdf.

[39] IRRC Institute, supra note 22.

[40] Edward Kamonjoh, *"Controlled Companies in the Standard & Poor's 1500: A Ten Year Performance and Risk Review"*, IRRC Institute (March 2012).詳しくは、以下の pdf

について、どのような結果が出たか確認してみよう。

まず、①の結果について見てみよう。2012 年のレポートから引用しているのは、下の表で「支配株主なし」と「支配株主あり（デュアル・クラス）」の各期間の利回りを比較して、直近 1 年を除き、直近 3 年、5 年、10 年で「支配株主なし」の利回りが上回っているという点である。デュアル・クラスの収束を求める書面において、主張をサポートする実証研究として引用しているのであるから、本来はデュアル・クラスの有無を基準とした利回り比較が引用されるべきであるが、的が少し外れた比較引用になっている。ただし、「支配株主あり」の場合にデュアル・クラスの有無で利回り比較しても同一の結果が得られる。2016 年のレポートで同様の比較をすると、1 年、10 年では「支配株主なし」の利回りが上回り、3 年、5 年では「支配株主あり（デュアル・クラス）」の利回りが上回るという結果になる。また、本来あるべきと考えられるデュアル・クラスの有無を基準とした利回り比較では、直近 1 年を除き、直近 3 年、5 年、10 年で「支配株主あり（デュアル・クラス）」の利回りが上回っており、2012 年と 2016 年ではデュアル・クラスの有無によるパフォーマンス比較で、反対の結果が出ている。因みに、CII からはその事実についてのコメントは正式には出ていないようである。

【期間別、株主構造別の株主総合年平均利回り（2012 年レポート）】 (%)

	直近 1 年	直近 3 年	直近 5 年	直近 10 年
支配株主なし	14.8	13.0	1.2	9.8
支配株主あり	16.3	13.1	1.6	9.3
デュアル・クラス	17.5	12.4	0.9	7.5
シングル・クラス	13.8	14.9	3.3	14.3

【期間別、株主構造別の株主総合年平均利回り（2016 年レポート）】 (%)

	直近 1 年	直近 3 年	直近 5 年	直近 10 年
支配株主なし	10.0	19.8	15.5	8.5
支配株主あり	8.4	19.5	14.7	6.9
デュアル・クラス	7.7	20.6	15.6	7.4
シングル・クラス	10.3	15.9	11.9	5.7

次に、内部統制上の重大な欠陥の開示を行った会社数についてである。2012 年のレポートでは、「支配株主あり」の会社の発生割合が、「支配株主なし」の会社の発生割合よりも高く、「支配株主あり」の会社には内部統制上の欠陥がより多く現れるとしている。パフォーマンス比較で述べたのと同様に、本来はデュアル・クラスの有無を基準とした比較が引用されるべきであるが、的が少し外れた比較引用になっている。そうではあるが、2016 年のレポートで同様の比較をすると、「支配株主あり」の会社の発生割合はゼロであり、「支配株主なし」の会社の方が内部統制上の欠陥の発生割合が高く、2012 年の引用内容とは反

を参照のこと。
https://irrcinstitute.org/wp-content/uploads/2016/03/Controlled-Companies-IRRCI-2015-FINAL-3-16-16.pdf .

対の実証研究結果が出ている。因みに、CII からはその事実についてのコメントも正式には出ていないようである。

【株主構造別の内部統制の重大な欠陥が開示された会社数（2012 年&2016 年レポート)】

	2012 年レポート		2016 年レポート	
	会社数	割合（%）	会社数	割合（%）
支配株主なし	26	1.9%	12	0.9%
支配株主あり	4	3.7%	0	0%
デュアル・クラス	—	—	—	—
シングル・クラス	—	—	—	—

最後に、関連当事者取引についてである。2012 年のレポートでは、「支配株主あり」の会社の方が、「支配株主なし」の会社よりも、関連当事者取引を行っている会社の割合が高い。パフォーマンス比較で述べたのと同様に、本来はデュアル・クラスの有無を基準とした比較が引用されるべきであるが、的が少し外れた比較引用になっている。2016 年のレポートでは同様の結果が出ているが、金額比較では異常値を除くと「支配株主あり」の会社の方が小さくなっている。デュアル・クラスの有無を基準とした会社の割合比較のデータはないが、金額面では巨額の関連当事者取引を行った会社は 2 社とも「支配株主あり（シングル・クラス)」の会社であり、デュアル・クラスの会社がより多くの関連当事者取引を行っているという実証研究結果だということはできない。

【株主構造別の関連当事者取引を行った会社数、金額（2012 年&2016 年レポート)】

	2012 年レポート		2016 年レポート	
	会社の割合（%）	金額	会社の割合（%）	金額
支配株主なし	7.2%	$10.2mil	4.3%	$46.2mil
支配株主あり	14.8%	$10.1mil	11.4%	$245.7mil
巨額 2 取引除外の平均(*)	—	—	—	$4.2mil
デュアル・クラス	—	—	—	$2.7mil
シングル・クラス	—	—	—	$731.5mil

(*) 2016 年は支配株主ありのシングル･クラスの会社 2 社で巨額の関連当事者取引があったため金額が跳ね上がった。色付け部分の金額数値は、$4.2mil は巨額取引 2 社分を除外した平均。$2.7mil および$731.5mil は、デュアルおよびシングルの除外なしの平均金額。

以上で確認したように、CII がデュアル・クラスの撤廃を求めて「デュアル・クラス」のマイナス面を炙り出したとする実証研究において、最近のフォロー・アップ・レポートでは殆ど正反対と言える結果が示されている。なお、CII はその点について正式にコメントしていないと思われる。また、デュアル・クラスの撤廃を求めているのに、「支配株主あり」の会社に問題があるかのような実証研究結果を示しており、デュアル・クラスについての問題から外れた実証研究を引用していることが判明した。

さらに言えば、パフォーマンスは、株価と配当に基づく投資家利回りを指しているが、株価は市場の評価というバイアスのかかった評価であり、純粋に会社の経営パフォーマンスを測定する指標ではない。内部統制上の重大な欠陥は、確かに投資家にとっては投資情報の信頼性という点で問題となり、しばしば不正経理と結びつくとも考えられるが、デュアル・クラスに固有の問題ではない。むしろ、「支配株主なし」の会社の経営陣が、自らの地位等の保全の為に不正経理を行う場合の方が自然だと思われる。なぜなら、支配株主たる経営者は、自らの出処進退を決定できるので、地位保全の為に不正経理を行うというモチベーションは小さいからである。

最後に、関連当事者取引は、関連当事者取引そのものが悪いのではなく、関連当事者取引により会社の利益が外部に流出する場合が問題なのである。それ故に、関連当事者取引は、一定の基準に基づき情報開示されるのであり、妥当な市場価格による取引であることが求められるのである。また、支配株主や経営陣は、他の会社等を支配している場合も多いと考えられ、それらの会社間の取引が必要不可欠な場合もあり、関連当事者取引＝悪という公式は成り立たない。このように考えると、CII が引用するデュアル・クラスに否定的な実証研究結果は、どちらかと言えば説得力に欠けると思われる。

四. 小括

日本の議論は、事例が 1 社しかない中で、殆ど議論の進展がみられていない状況だと言える。一般論としてしては、コーポレート・ガバナンスの歪みや支配権の濫用への懸念に配慮しつつ、市場の信頼を失わないように投資家保護に配慮して、制度定着を図っていくのが望ましいとする意見に集約されている。あまりにも多くの会社が複数議決権株式を使う状況になるのは問題であり、一定の歯止めが必要だという考え方は理解できる。また、米国にはない特殊な議論として新規上場時に複数議決権株式発行会社の上場を認めるにしても、証券取引所による実質審査についてどう考え評価すべきか、という点について若干問題意識が出ているが、具体的な議論には至っていない。

一方、米国における議論については、上記の日本の特殊性に由来する議論は別にして、日本における論点は米国における議論を参考にしているので、概ね米国の論点は日本と大差はない。最近の米国の議論は機関投資家の意見を集約する団体からのデュアル・クラス反対論が主流である。反対論の論拠は、特定の実証研究に依拠してデュアル・クラス採用会社の経営成績の劣後を主張するものや、株主による経営監視機能の低下・経営者の説明責任履行レベルの低下等のコーポレート・ガバナンスの歪みといった主張であり、従来の議論の枠を出るものではない。

ファミリー企業によるデュアル・クラスの採用についての米国における見方は、支配権を維持しながら株式市場において資金調達するためにはデュアル・クラスの採用は有効な手段であり、それを否定するとファミリー企業が株式市場から投資資金を調達することを否定することになるとの肯定的な捉え方であり、日本にはない見方だと言うことができる。この点については、日本の見方はファミリー企業という立場からの捉え方ではなく、「支配権を維持したい創業者や経営者、親会社はそもそも上場という選択肢を取らない可能性もあることから、国民経済的には潜在的な投資対象が失われることになる」とし、投資家の

視点から投資の選択肢の多様化が妨げられて、国民経済的にマイナスになるとしている。それゆえ、ファミリー企業の投資資金の調達という「コーポレート・ファイナンス」の視点、つまり資金調達をする会社側の視点が、日本における議論では欠落しているように思われる。

また、米国ではデュアル・クラス株式構造を採用する会社の株価に基づく事例研究が非常に盛んに行われているという特徴がある。しかしながら、研究結果からはデュアル・クラスが経営成績にネガティブな影響を与えるか、あるいは、ポジティブな影響を与えるかについては決着がつかない状況で、研究により結果は区々であるのが実情である。

最後に、全体として日本の議論を俯瞰すると、議論の端緒としては複数議決権方式を利用した会社のファイナンスの必要性があるとの認識で議論をスタートしているが、その後の議論は、如何に投資家保護を行うか、株主の権利を害さないかの議論に終始している印象を拭えない。ファイナンスの必要性と投資家保護のバランスをどのような基準で調整して、適切にファイナンスの必要性を満たしながら投資家保護にも配慮するのかというところまで見据えた議論には至っていないと言えるのではないだろうか。加藤が提起した「証券取引所の規制の目的が投資家保護に留まるのであれば、証券取引所が複数議決権株式の発行についての実質審査を行うことについての合理性」についての疑問は、このバランスを踏まえた議論において意味を持つと思われる。何故なら、加藤が提起する問題意識は、投資家保護の射程距離を如何に設定するべきかという投資家保護の線引きの問題であり、この射程距離を適切に設定することが投資家保護の要請と複数議決権方式を利用してファイナンスを行いたいという会社のニーズのバランスを踏まえた結論に繋がるからである。

第八節　日米対比から浮かび上がるもの

一. 日米対比のまとめ

（一）株主の議決権の歴史および法制度の現状の対比

株主の議決権の歴史の日米対比から判明したことは、日米共に株主の議決権配分に関する法規制は、投資家の状況や社会を巡る状況の変化、政策的な要請等の背景や要因により変遷してきたのであって、1 株 1 議決権原則は「政策的な要請に過ぎない」ということである。株主の議決権に関する会社法の出発点は、日本では 1 株 1 議決権への限定からスタートしたのに対し、米国ではデフォルト・ルールとしての 1 株 1 議決権、すなわち基本定款の定めにより株主の議決権を自由に定めることができるという内容からスタートしたということであり、日米の（一般）会社法における株主の議決権の取扱いのスタート地点は全く異なる。また、上場規則の歴史においても、日本では、会社法の改正で事実上の複数議決権株式の発行が可能になったのを受け、平成 20 年に手始めに東証はガイドラインを改正し、諸条件を満たし東証の形式・実質審査で認められた場合にのみ、複数議決権方式を利用する会社の新規上場を認めることとした。一方、米国では、証券取引所の上場規則による株式の種類・議決権についての規制がない状態からスタートし、大きな問題になった場合に上場規則あるいは取扱いを変更するという方法で変貌を遂げてきた。株主の議決権配

分に関する法規制あるいは複数議決権株式の取扱いについての日米の歴史的比較考察からは、「実際の経験」に基づく対応の結果として変遷してきたかどうかという点だけでなく、議論のスタート地点が異なるという意味でも、大きな間隙が存在するのである。

複数議決権株式の発行に関する法規制の現状についての日米対比では、会社法上は、日本では事実上の複数議決権株式の発行が平成 13 年に可能になったのに対し、米国では以前から定款で自由に議決権について定めることができた。一方、複数議決権株式を発行する会社の上場についての証券取引所の取扱いについては、日米とも原則的に新規上場の時に限り認める内容になっている点は同じである。米国ではそれ以外の制限はないと言える状態であるが、日本では、新規上場時における複数議決権方式の利用を「さらに制限」する各種の基準――例えば、複数議決権方式を利用する「必要性」と当該スキームの「相当性」について、株主共同の利益の観点から明確化されているか等――を設定している。その制限の内容は東証が明確な意図を有していたかどうかは判然としないが、結果的に、複数議決権方式を利用する会社の上場を殆ど認めないと言える内容になっている。

日米とも株主の議決権配分についてはその時々の「問題対処」、「環境やニーズの変化への対応」という意味で「政策的要請」により柔軟に変化してきた点は似通っているが、スタート地点の差が変遷の内容と現状の差異になって現れていると言えるだろう。それに加えて、米国が「実践」の中で変遷を重ねたのに対して、日本は 1 株 1 議決権に固定化された中で、あるいは、複数議決権方式を事実上認めない中で変遷してきたことが、現状の日米の差異の大きな要因となっている。日本が米国の歴史から学ぶことができるのは、「実践」と「実践の中での対応」の重要性である。それにも拘らず、現状、日本では、複数議決権方式の「実践」ですら、事実上困難な状態に陥っているのである。

（二）複数議決権株式の利用状況の対比

上場会社による複数議決権株式の利用状況の日米対比では、以下の 2 点か浮かび上がった。

① 複数議決権株式を利用して上場した事例が、日本では 1 社しかないのに対して、米国では 1,000 社を超える上場事例がある。

② 米国では、複数議決権株式を利用して上場している会社の大部分がファミリー企業であり、複数議決権株式はファミリー企業が利用するためのスキームだと言える状況にあるが、日本では米国における複数議決権方式の主な利用主体であるファミリー企業による利用を原則的に認めないとも言えるスタンスに基づき、複数議決権方式を利用する会社の上場の可否を判断している。

（三）複数議決権株式のスキームの対比

サンプル企業による複数議決権株式のスキームの日米対比では、米国の実例における一般的スキームを、日本のスキームをストレッチする限界と考えることを念頭に置いて、対比を行った。議決権倍率、キャッシュ・フローに対する権利、多議決権株式から低議決権株式への任意転換、株式分割・株式併合等の場合の取扱いについては、日米でほぼ差異は

ないと言え、これらの点については日本の事例の設定を今後もスタンダードとして考えることができそうであった。サンセット条項・ブレークスルー条項、および多議決権株式の譲渡制限の例外については日本と米国の間に大きな差異があり、その差異について注意深く検討して、日本の複数議決権方式の今後の取扱いに生かしていくことができる可能性があることが判明した。

（四）議論の対比

日米の議論の状況を対比すると、日本では複数議決権方式を利用する会社の上場が未だ殆ど行われていない実態を反映して、論点として取り上げられているのは概ね米国の議論をそのまま持ち込んだものである。日本独自の議論としては、証券取引所による実質審査のあり方についての問題意識が出てきた段階である。一方、米国では、日本が米国から取り入れた議論は当然存在するが、その上に複数議決権株式発行会社のパフォーマンス分析等の実証研究の積み重ねがある。また、ファミリー企業による複数議決権株式の利用が肯定的に捉えられている点が日本にはない視点だという特徴を有する。

日本の議論は、視点が投資家保護に偏っており、投資家保護とファイナンスの必要性を如何にバランスして双方の要請に応えていくのかという議論ではなく、いかにして複数議決権方式がもたらすマイナス面を抑え込むかという議論に偏っている。

二．日米対比から浮かび上がるもの

以上の日米対比から浮かび上がったものは何かについてここで考察することとする。株主の議決権の取扱いの歴史は、米国では、早い時期から議決権方式の決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配分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、日本では非常に間口を狭めた条件で証券取引所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、米国に習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株主の権利を害してはならないとの考え方から、新規上場時であれば投資家は予め複数議決権株式の存在を認識して、デュアル・クラスを採用する会社であることを承知の上で株主になり、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、そのコストは支配株主が負っているのでフェアであるとの判断に基づき、新規上場時の複数議決権株式の存在を容認している。その背後には、複数議決権株式そのものが悪ではなく、その導入形態により既存株主の権利を害する場合があるという認識と、複数議決権株式の利用には正当なビジネス上の必要性がある場合もあるという認識があると思われる。ただし、後者の場合については、新規上場時以外に上場会社が複数議決権株式を発行する際に、正当なビジネス上の理由がある場合には柔軟に個別に審

査して複数議決権株式の発行を認めるという形で生かされており、新規上場時に複数議決権株式を発行していることに対して条件を付加する意図で正当なビジネス上の必要性を持ち出している訳ではない。

このように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応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、そういう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であろうか。現行の東証のガイドラインでは、複数議決権方式を利用して上場できる会社が殆どないと言う他ない。現行のガイドラインが想定しているのは、創業者等が会社を率いてきて、その個人が支配権を確保することにより、安定した経営を続けることが、株主全体の利益になり、株主もまた、それを望んでいるだろうというような状況である。つまり、支配権を握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、そうなった場合に複数議決権方式を解消できるような仕組みを整えておかねばならない。そして、事実上の複数議決権株式は誰か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である。冷静に日米の差異を観察し、米国ではファミリー企業が支配権を確保し、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事実と照らし合わせると、日本の現在の条件設定は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。ファミリー企業の支配権維持のために複数議決権方式の利用を認めれば、非常に多くの上場希望会社が現れるので、初めのうちは、まずはファミリー企業を除外して新規上場を認めてから、様子を見よう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支配権維持を図ることは言語道断であると真剣に考えているのかもしれない。その点については、東証の説明は――覗い知ることはできたとしても――全くないと言える。東証は、公的な性質を持つ機構ではあるが、情報公開、説明責任の面で不十分な面があるように思われる。東証だけでなく、国、地方、上場会社においても、情報開示、説明責任についての意識が希薄で国民の不信感が増しており、説明責任、情報開示の改善が望まれるところである。

話を元に戻すと、米国ではファミリー企業のためにあるとも言え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ようとしており、その結果、利用会社が一向に現れないような状態が続き、何のために会社法制を弾力化し、会社法制の変化を前向きに捉え複数議決権方式採用会社のガイドラインを規定したのか理解し難い状況になっている。この取扱いの意図が、日本社会全般にあると思われるファミリー

企業に対するネガティブな見方に基づき、上場ファミリー企業の支配権維持、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、ファミリー企業の意義、特に、ファミリー中堅企業の重要性についての研究・認識を行うことが重要だと考える。筆者は、日本経済・地域経済にとってファミリー中堅企業こそが、非常に重要な役割を果たしていると考える。ファミリー中堅企業の資金調達問題等の解決策として、複数議決権方式を利用してファミリー中堅企業の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は、安定と成長の重要なバックボーンであるファミリー中堅企業を活性化する施策となるのであって、不安定化する日本の経済社会にとっては、非常に有効であると考える。

そのためには、日本においてファミリー中堅企業がどのように認識され、どのように位置付けられるのかについて明らかにする必要があり、ファミリー企業が支配権を維持するために複数議決権方式を利用することに対する「心理的な躊躇」を解消することが重要であると考える。そこで、次節においては、ファミリー企業と中堅企業の日本における認識と位置付けについて考察する。

第九節　日本のファミリー中堅企業の立ち位置の特殊性

一．日本の一般的なファミリー企業観

まず初めに、日本における「ファミリー企業」の一般的な捉え方についてであるが、「ファミリー企業」は本論文の中心テーマに直接関係するので、前提条件として、最初に考察することが必要であると考える。

「ファミリー企業」は、日本においては一般的に「同族企業」と呼ばれるが、率直な感覚として「同族企業」という表現から、一般的な日本人はネガティブなイメージを抱くのではないかと思われ、ファミリー企業（同族企業）の一般的なイメージは良いとは言えず、どちらかと言うとマイナスのイメージが支配的である。しかし、実際には、ファミリー企業の業績や経営指標は非ファミリー企業と較べて勝るとも劣らない。ファミリー企業の研究を行っている後藤俊夫によると、上場基準に対する重大な違反、虚偽記載ならびに粉飾決算といった不祥事は、一般企業の 6 割 5 分程度であるという[41]。歴代社長が粉飾決算を繰り返し、会社を存亡の危機に陥れた東芝や、液晶ディスプレイへの一点過剰投資を行い、

---

41 ファミリービジネス白書企画編集委員会〔編〕『ファミリービジネス白書[2015 年版]』（同友館、2016 年）283-285 頁（後藤俊夫執筆）。当該白書において、後藤は、2005 年 6 月以降における粉飾決算等の不祥事を引き起こした会社等が、ファミリービジネス（ファミリー企業）――後藤は、ファミリーが同一時期あるいは異なった時点において役員または株主のうち 2 名以上を占める企業という定義をしている（同 5 頁参照）――であるか否かを調査した。その結果、対象期間における上場会社の不祥事は 23 件であり、その内、ファミリービジネスは 8 件であったという。後藤は、対象期間における全上場会社の内、ファミリービジネス比率が 53.1%であるから、同じ割合で不祥事を引き起こしていると仮定すれば、ファミリービジネスが関与した不祥事が 12.2 件あっても不思議ではないところ、実際のファミリービジネスによる不祥事は 8 件しか起こっていない点を強調している。同 285 頁。

会社を事実上の破たんに追いやったシャープの歴代社長の例を見れば、非ファミリー企業が決してファミリー企業より優れた経営体制とは言えないことがよく分かる。社長の機嫌を取り社長の座をようやく得たサラリーマン社長は、前の社長の方針に背きにくい。前社長が会長や相談役・顧問として居座り監視を続けることや、前社長が自分の立場を守る新社長を選びがちなのがその理由だと考えられる[42]。

後藤は、同族経営と言えば不祥事を連想しがちであるが、海外では経済の主役として肯定的に評価されているとし、マスコミの報道を含めて、日本における評価との温度差が激しいことを主張している[43]。事実、スイスのローザンヌにあるビジネス・スクール、国際経営開発研究所（IMD）でファミリー企業向けプログラムを担当するデニース・ケニヨン・ルビネスも、「このままファミリー企業を軽視し続ければ、日本は危ない」、「欧州の国々ではファミリー企業こそが成長の源泉だという考え方がある」とコメントしている[44]。

欧州においては、ファミリー企業は経済にとって重要な役割を果たすとして、その存在意義が一般に肯定的に捉えられているとされる[45]。ファミリー企業のプレゼンスが欧州ほど高くないと思われる米国においても、ファミリー企業が「悪」だとする認識はないように思われる[46]。第一章七節二項（三）でみたように、複数議決権株式の発行に関する議論においても、「ファミリー企業が株式市場において資金調達する際にファミリーによる支配権を維持するために行う複数議決権株式の発行には正当な理由がある」と考えられている。

また、上場ファミリー中堅企業で複数議決権株式を発行するサンプル企業分析においても、複数議決権株式の発行理由をファミリー支配権維持のためだと公言しているケースの存在が確認されている。さらに、同サンプル企業抽出過程で明らかになったように、複数議決権株式を発行する会社の大部分はファミリー企業であり、複数議決権株式はファミリー企業のための資本構造だと言っても過言ではない状況が存在している。複数議決権株式そのものに対する批判はあるものの、ファミリー企業による複数議決権株式の利用に限った批判は見当たらない。米国の状況を確認した結果、ファミリー企業への世間一般からの「悪意」は感じられず、成功者やヒーローへの「妬み」ではなく、むしろ彼らを「賞讃」する米国国民のメンタリティーを筆者は感じる。

一方で、日本においては、第四章二節二.（一）で確認したように、東証のガイドラインの具体的な指針として、「同族企業が支配権を維持するためだけに行う複数議決権株式の発行」については、「必要性」の要件を満たさない旨を明らかにしている。支配権を維持しつつ資金調達を行うためだと言えばどうなのか、調達した資金で利益率の高い投資を行うことは「株主共同の利益」に資するとも言えるので「必要性」を満たすのか等の疑問はあるが、これまでの上場実績がサイバーダイン 1 社であること、こうした場合にも上場を認めて複数議決権株式の利用促進を図るのであれば「同族企業が支配権を維持するためだけに行う……」という説明の仕方はすべきではないことからも、投資資金の調達のためという

---

42 井上理＝池松由香「特集 同族だから強い 不透明な時代を乗り切る変革力」日経ビジネス 1832 号（2016 年）29 頁。
43 ファミリービジネス白書・前掲注（41）285-286 頁（後藤俊夫執筆）。
44 井上＝池松・前掲注（42）40 頁。
45 同上 40-41 頁。
46 ファミリービジネス白書・前掲注（41）286 頁。

説明では東証の審査で求められる「必要性」の要件を満たさないことは明らかだと言えるであろう。この表現からも、東証がファミリー企業を特に取り上げて、「ネガティブ」に捉えていることを窺い知ることができる。

日本においてファミリービジネス研究は始まって間もないと指摘することもできるが、最近、一橋ビジネスレビューにおいて「ファミリービジネス　その強さとリスク」と題するファミリービジネス研究の特集が組まれた。その冒頭には以下のように述べられている。

「専門経営者の台頭に伴い、ファミリービジネスはそもそも前近代的な事業形態であり、遅れた存在であるという誤ったイメージを持たれている。……しかし現実を注意深く観察すると、経済や地域社会の発展を一方で支えてきたのは、中小規模の、創業者もしくは創業者一族によって所有・経営されているファミリー企業（同族企業）である。……近年の研究では、ファミリービジネスの多くに長寿企業が見られること、また、一部のファミリー企業では、大手企業に真似できない独自の技術力を有している企業も存在しており、結果的にグローバルな競争力が高く、収益性でも大手企業を凌ぐ経営成果を上げている企業も存在することが明らかにされてきた。……わが国は、その企業数においてファミリービジネスが数多く存在する国であり、数多くのファミリー内の世代間継承を通じて、長期的な事業継続を続けてきた国でもある。……日本の上場企業においてもファミリービジネスは決して周縁的存在ではなく、その役割は小さくないこと、平均的に見れば非ファミリービジネスに比べて業績が高いこと、潜在的弱みを克服する制度的措置を有していることが指摘される」。[47]

以上の引用の中において、研究者からも日本におけるファミリービジネスの誤ったイメージが指摘されており、実際には、ファミリー企業の存在は経済や地域社会にとって、あるいは、上場会社の中においても非常に重要でありその役割は小さくないことが示されている。

また、加護野は、次のような認識を示している。「……日本の戦後の復興や高度成長を支えたのが、日本的経営であったことは間違いない。中でも日本の企業のほとんどを占める中堅・中小企業、またそのほとんどを占める同族企業が日本を世界第二位の経済大国へと牽引したことは紛れもない事実である。にもかかわらず最近の風潮や政策は、先端技術分野でのイノベーションに光が当てられ、地域振興を含めて先端技術を取り入れた産業集積を日本経済活性化の鍵と認識されている。ファミリービジネスは旧体制に属する時代遅れの経営システムとして経営学者からも政策担当者からも冷たく扱われているのが現状である。……成功の鍵は、地域に根差した中小企業すなわち同族企業がいかに活性化するかによっているのではないか。欧米では既に 20 年以上前から中小企業のほとんどを占めるファミリー企業、いわゆるオーナー経営に注目し、様々な視点から研究がなされている。これに対し、残念ながら日本でのファミリー企業研究は緒に就いたばかりである」。[48]

このようにファミリービジネスは日本経済活性化にとって重要であるにもかかわらず、経営学者からも政策担当者からも見放されてきたことが指摘されている。

---

[47] 米倉誠一郎＝軽部大「ファミリービジネス　その強さとリスク」一橋ビジネスレビュー 63 巻 2 号（2015 年）4-5 頁。

[48] 倉科敏材〔編著〕『オーナー企業の経営　進化するファミリービジネス』（中央経済社、2008 年）6 頁（加護野忠男執筆）。

二. 日本における中堅企業の実態と認識

慶應義塾大学大学院経営管理研究科教授の磯部が座長をする中堅企業研究会が「強い中堅企業のかたちー中堅企業研究会レポート 2014」をまとめて発表したが、そのレポート公表の説明として以下の内容が記載されており、日本における中堅企業の位置づけと、中堅企業に対する認識のレベルが端的に現れているので、ここに紹介する。

「これまで日本の中堅企業は日本経済の発展や地域経済の牽引に大きな役割を果たしてきました。しかし、これまで学術研究において注目されることはなく、政策的支援も十分とはいえませんでした。そして近年、日本の中堅企業の競争力低下が危惧されています。……座長の磯部剛彦教授は『これまで中堅企業は我が国経済のけん引役を担ってきました。とくに中堅企業は全国に散らばっていて、地域の雇用や経済の中枢的な役割を果たしています。しかし、そのような中堅企業に対する認識や政策支援は、大企業や小企業へのそれに比べ十分とはいえません。そして経営学の研究領域からもすっぽりと抜け落ちています。日本企業の国際競争力が低下する中、中堅企業に対する認識を高め、経営を支援することが求められています。……』と述べています」。[49]

この内容から読み取れるのは、日本の経済、社会において中堅企業は非常に重要な役割を果たしているにも拘らず、日本においては中堅企業に注目することはあまりない。中堅企業にもっと注目し、その潜在力の発揮を支援し、経済発展を目指すべきだということである。

日経リサーチ・GE キャピタル「中堅企業調査」報告書（2014_H1）によると、日本では、全企業数に占める中堅企業の割合は 2%、総従業員数に占める中堅企業の割合は 19%、総売上高に占める中堅企業の割合は 38%である[50]。エコノミック・インテリジェンス・ユニット「日本の中堅企業調査」（2013）では、同様の数値がそれぞれ 2.1%、25.3%、31.7%である[51]。どちらの調査も年商 10 億円から 1,000 億円を中堅企業として調査している。日本の中堅企業数は企業全体に占める割合のなかでは決して高くないが、雇用や経済の中で果たしている役割は非常に大きいことが、このデータから読み取ることができる。また、経済の中で果たす役割は、米・英・独に引けを取らない水準であり、従業員数と生産高の関係から言うと生産性の面では日本の方が優れている状況であるとされる[52]。

このように日本の経済、社会において非常に重要な位置づけにある中堅企業は、中小企業や大企業が抱える問題に悩まされておらず、今後も日本経済を支える重要な役割を果たしていくと考えられている。つまり、中堅企業には、以下のような強みがあるのである。大企業の多くは中堅規模の事業の集合体であり、そのような集合体を管理するマネージメ

---

49 「中堅企業研究会 研究報告書を公表」（GE キャピタル 2014 年 10 月 20 日）、http://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000007.000007028.html を参照。

50 日経リサーチ&GE キャピタル共同調査『「中堅企業調査」報告書（2014_H1）』（日経リサーチ＝GE キャピタル、2014 年）6 頁。

51 エコノミスト・インテリジェンス・ユニット報告書 エグゼクティブ・サマリー「日本の中堅企業 その競争力と成長の条件」（2013 年 6 月）2 頁。

52 中堅企業研究会〔編〕「強い中堅企業のかたち 中堅企業研究会レポート 2014」（中堅企業研究会、2014 年）8 頁。

ントや経営者の能力が非常に重要であり、このような組織的問題に時間やコストを費やすことが多い。小企業は人材、資金、ブランド力、実績といった経営資源に関する問題が多い。中堅企業はそうした会社に比べ経営資源に関する問題を抱えておらず、大企業に比べ組織問題に経営資源を投入する必要性が小さく、中小企業と大企業の長所を併せ持っていると言うことができる[53]。

法制面での中堅企業の位置付けについては、第三章の平成 2 年の商法改正の中で論じたが、それ以前から続く会社法の大小（公開・非公開）区分立法の流れの帰結としての「大規模公開」、「大規模閉鎖」、「小規模閉鎖」というカテゴリーのいずれにも中堅企業は該当せず、中堅企業の取扱いという視点が欠落していたと指摘される[54]。

三．小括

ここで本論文の「はじめに」において引用した 2015 年 12 月 26 日の日本経済新聞朝刊 19 面のコラム「大機小機」を再び引用する。「……事業承継に対する世間の関心は低い。核となる株式の（事業承継者への）移動は経営者個人の相続問題とみなされるからである。しかし、そうでもなさそうだ。事業が承継されなければ、解散あるいは廃業となって雇用はなくなる。設備投資も行われなくなる。加えて創業や起業をいくら支援しても、解散や廃業が進めば雇用はどんどん減る。中小企業の事業承継はすぐれてマクロ経済的な問題であり、うまく行かないと地域の雇用や景気に悪い影響を及ぼしかねない。米国や欧州諸国では相続税の負担軽減措置が幅広く導入されている。……地域創生といえば、新規事業の創出に関心が集中しているが、地域活性化のためには既存の中小企業の事業を軸として雇用を維持・拡大することが重要となる……」。当コラムの筆者は、中小企業と言う時、文脈から判断して、より経済的に大きな役割を果たしている中堅企業を含み、これらの企業が同族企業であるが故に、相続問題で事業継続に問題が生じていると考えていることを読み取ることができる。中堅・中小企業は大きな問題を抱えており、その集団は経済的に重要であるにも拘らず、そこに世間の関心が向けられていない日本の現状を嘆いているのである。

斯様に、中堅企業に注目し、その潜在力を生かしていこうという視点で企業を分析し、政策対応していくという状況は日本にはあまり存在しない。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」だとの一般的な「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ることがない状況に放置されていると言えるであろう。本節一項、二項において、日本におけるネガティブなファミリー企業観および中堅企業はその重要性にも拘わらず法的・政策的に注目されていないことを述べたが、中堅企業に対するマイナスイメージがこのような理解を裏付ける根拠・背景であると考えられる。

このような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、

---

[53] 同上 9 頁。

[54] なお、旧商法特例法上の大会社および小会社以外の会社は、講学上「中会社」と呼ばれることがあったが、これは積極的にこの類型に対する法制度的対応をするための概念というよりは、消去法として残された類型であったから、中堅企業という視点はなかった。

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。ロート製薬創業家 4 代目社長である山田邦夫は、創業家こそが長期的視点に立った経営を可能にすると信じており、日本の相続税の在り方にも関連して次のように述べている。「日本の企業の大部分はファミリー企業。一族でリスクを負って経営している人が会社を支えている。それなのに、代替わりしたら税金を払って退場して下さいと。（課税価格の）半分以上を取ろうというのは、はっきり言って懲罰的だ。短期的な富の再配分にはいいかもしれないが、長期的な社会の発展を考えると、僕は危ないと思う」[55]。日本のネガティブなファミリー企業観は、国際的に見ても懲罰的と言える高率の相続税率と結びつくことで、中堅企業軽視も相俟って、ファミリー中堅企業にとって劣悪な経営環境を演出しているのである。

第十節　結論と具体的提言

一. 結論の概要

日本における複数議決権方式による会社の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、新規上場時には原則的に複数議決権方式の利用を認めるというところまでは、踏み切れないのは理解できる。しかし、現状の制度ないし運用のままでは、何のために複数議決権方式利用会社の上場制度を創設したのか、その意義が没却されているように思われてならない。会社法の規制緩和を行い効率的な資金調達を可能にする政策的な意図を持って種類株式の内容の弾力化が行われ、議論はあるものの、会社法上、事実上の複数議決権株式の発行も認められたものと解される。こうした政策的な意図を前向きに捉え、ファミリー企業への偏見を解いてその重要性を正しく認識するとともに、日本の将来の経済成長のために核となり得る中堅企業に政策的にスポットを当てることが必要であり、そうした認識を背景として、ファミリー中堅企業による複数議決権方式の利用を推進すべきであると考える。この主張が、前節までの議論から導かれる本論文の結論である。

二. 具体的提言

（一）はじめに

それでは、ファミリー中堅企業を念頭に複数議決権方式の利用を推進する場合、複数議決権方式利用会社の上場の条件ないし複数議決権方式に係るスキームを如何に設定すべきであろうか。この条件設定を考える際に、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と考えられる。その上で、日米で差異のある、多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、サンセット条項とブレークスルー条項について、どのような設

[55] 「特集 出光、トヨタ、サントリー 創業家の作法」日経ビジネス 1866 号（日経 BP、2016 年）37-38 頁。

定・取扱いを行い、複数議決権株式の利用範囲を絞っていくのが妥当なのかというアプローチが可能である。

以下、条件設定のアイデア等について項目ごとに検討し本論文の締めくくりとする。

（二）議決権倍率の設定について

まず、日米の複数議決権株式の間で差異のない条件のうち、多議決権株式と少議決権株式の議決権倍率については、10 倍をスタンダードな倍率とすべきである。議決権倍率が 10 倍であれば、仮に半数の議決権を確保するためには、発行済株式総数に対する 10 倍の議決権付株式の割合を X%とすると、0.5=10X÷｛10X＋（100－X)｝という等式が成り立たなければならない。この等式を解くと、X=9.091（小数点以下第 4 位四捨五入）となる。仮に支配株主の保有株式を全て 10 倍の議決権付株式とすると、9.091%を超える 10 倍の議決権付株式を発行しそれを全て保有すれば支配権を確保できることになる。

（三）譲渡制限の例外について

次に、日米のスキームで差異のある、多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、サンセット条項とブレークスルー条項の条件設定について順番に検討する。

まず、多議決権株式の譲渡制限の例外について検討する。既述の通り、東証のガイドラインにおいて、譲渡制限の例外は、多議決権株式の株主に対する譲渡以外については、極めて制限的に運用している。これは、当該株式の譲渡がスキーム導入目的と整合し、株主全体の利益になるか否かを基準としている。これに対して、米国におけるデュアル・クラスの運用では多議決権株式に係る株主間の譲渡、一定の親族間（親族の範囲は会社により異なる）の譲渡が例外とされるのが一般的である。中には、譲渡制限の例外の範囲を孫の代までという形で世代を限定している例も存在する。この点は、ファミリー中堅企業の支配権を維持し安定的な事業承継を行う上で非常に重要な要素になる。すなわち、定款における多議決権株式の譲渡制限の例外の設定が、新規上場審査において認められなければ、支配権が不安定化する結果、会社経営の安定を阻害する懸念があるからである。一般的な米国型の譲渡制限の例外規定にいきなり移行するのは、現状からの乖離が大きいと考えられるので、次のように一定の収束の可能性を組み込んだスキーム等が検討に値すると考える。

例えば、譲渡制限の例外の範囲を、子または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、全株式の議決権を 1 株 1 議決権として、株主総会の決議によりスキームを存続させるか終息させるかを決定したりする仕組み等が考えられる。譲渡制限の例外の範囲をどの程度まで許容するかについては、ファミリー中堅企業の重要性、多くのファミリー中堅企業が事業承継において困難な問題を抱えている実態、そうした実態ゆえに、ファミリー中堅企業にとっては上場後も支配権の安定を確保することが重要であること、そのために複数議決権方式を利用した上場を行うことにより、ファミリー中堅企業が効率的に資金調達を行い、中堅企業から大企業へと飛躍するインセンティブになること等

が関係してくる。ファミリー中堅企業に限ったことではないが、会社が熾烈な競争の中で生き残り、経営を続けていくことは決して容易ではなく、仮に経営支配権を有していても経営が持続可能でなくなれば M&A などにより複数議決権方式は解消されることになるのが自然であり、そのことは米国の事例からも推測することができる。中小企業の域から脱し、大企業へと飛躍を遂げる過程において、思い半ばで廃業に至る会社や、後継者がいないため、同族以外の者に経営権を譲り渡す経営者も数多く存在する。ファミリー中堅企業が複数議決権方式により支配権を維持していくことは正義に反するという見方が日本には多いかもしれないが、独立したファミリー中堅企業の経営は、経験のない者が想像できるほど生易しいものではない。大企業であれば、信頼のできる人物を探し当て、経営という名のバトンを渡すことも、必ずしも容易とまでは言いきれないが、少なくとも中堅企業よりは選択肢も多いであろう。譲渡制限の例外の範囲をどの程度まで広げることができるのかは、ファミリー中堅企業存続の重要な鍵を握っていると言えるであろう。

（四）「必要性」要件について

次に日本では複数議決権方式の利用について、その必要性に関する審査が行われるが、米国においてはそもそも、そうした必要性の説明が求められていないため、審査も行われない。東証は、必要性要件を検討する上で、スキームが「株主共同の利益」のために必要であるということ、すなわち、「特定の者が経営に関与し続けることができる状況を確保すること」が「株主共同の利益」のために必要かどうかを確認する。具体的には「ビジネスプランの遂行上、必要不可欠な属人的な能力を有する特定の者が、代表取締役社長等（経営者）として経営に関与し続けること」が「株主共同の利益」に繋がるかどうかが問われる。さらに、こうした事由以外の必要性を一律否定するものではないが、例えば「家族経営等による経営の安定が株主共同の利益の観点から必要である」という理由や、「オーナー一族に議決権を集める必要性について、仮に安定的な経営が株主共同の利益に資する」という理由のみである場合には、必要性があるものとされていない[56]。こうした理由以外の如何なる理由があれば、ファミリー（中堅）企業による複数議決権方式の利用が認められるのかについて具体例を想起するのは非常に難しく、ファミリー中堅企業に複数議決権方式を利用した上場が認められるのは、創業経営者（またはそれに準ずる者）が支配権を確保していることが株主共同の利益になり、説得力のある「必要性」がある場合に限られるものと考えられ、上場時に経営に関与していない次世代のファミリーに支配権を承継させるようなスキームは認められないことになると予想される。とはいえ、米国のセイラム・メディア・グループのように、予め、デュアル・クラスは次世代・次々世代までしか承継できないとして自ら制約を課している会社が存在することから、半永久的にデュアル・クラス構造を維持するのではなく、デュアル・クラスを解消する条件設定を自ら課している会社については、もう少し緩やかに、複数議決権方式の利用を認めていく方向性に進路変更する余地はあるだろう。

---

[56] 東京証券取引所〔編〕『新規上場ガイドブック 2016　市場第一部・市場第二部編』（東京証券取引所、2016 年）91 頁、101 頁。

（五）サンセット条項およびブレークスルー条項について

次はサンセット条項とブレークスルー条項についてである。東証の上場制度整備懇談会における議論においても登場したように、サンセット条項には 2 種類存在することが前提とされ、①「必要性」が消滅した場合に複数議決権株式のスキームが解消できる見込みを担保するものと、②極めて少ない出資割合で会社を支配する状況が生じた場合に複数議決権株のスキームが解消されるもの（一定の基準を満たした場合にスキームが解消される方策）がその内容である。②については、極めて少ない出資割合で会社を支配する状況が生じた場合に複数議決権株式のスキームを解消させる仕組みの 1 つのとして③ブレークスルー条項とともに例示されている。ブレークスルー条項は、一定割合以上の株式を保有する者があらわれた時に複数議決権株式のスキームが解消される仕組みである。②と③は両方とも導入する必要があるとは明記されておらず、サイバーダイン社の場合には③の設定はあるが、②の設定はない。これらの中でファミリー中堅企業の観点から問題となるのは、①のサンセット条項である。なぜなら、このサンセット条項は「必要性」の消滅にリンクした規定だからである。つまり、「必要性」については前項で議論したように属人的な能力を有する特定の者の経営への関与がその内容であり、この「必要性」とサンセット条項がリンクして複数議決権株式の相続・贈与を通じたファミリーへの経営支配権の承継を困難にしているからである。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。

（六）複数議決権方式の利用拡大に対する弊害防止措置

布井が言うように、会社支配の構成および投資者保護の観点から、規制緩和に伴う弊害防止策を検討することは必要である[57]。この点の検討に当たっては、複数議決権方式に特有の問題なのか、それとも支配株主の存在が問題なのかについては明確に区別すべきである。なぜなら、ここで問題にしているのは、複数議決権方式の活用における具体的問題であって、支配株主の存在ないし支配株主による濫用の抽象的弊害ではないからである。もっとも、この点の具体的な検討については、事後的救済についての米国法との比較検討も含めて、今後の課題とせざるを得ないが、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。

ファミリー中堅企業が複数議決権方式を利用して上場する場合に、投資家による誤解を避ける観点から、特別の市場区分を設けることが考えられる。複数議決権方式を採用する会社を対象ないし包含する市場を新たに創設すれば、そのような懸念を解消することが容易になるだろう。

（七）情報開示の重要性について

最後に触れておきたいのは、情報開示の重要性である。日本の会社や組織では、なれ合

[57] 布井・前掲注（24）63 頁。

いの隠蔽体質が強い傾向にあるとされる。そうした中では、情報開示の精神を徹底的に叩き込む必要があるであろう。この点について、米国の証券規制における開示制度のベースとなっている根本的な思想について、2009 年 10 月にペンシルバニア州ピッツバーグで行われたシンポジウムの中で SEC のパラデス・コミッショナーが述べている内容を紹介したい[58]。

「過去何十年もの間に証券規制の基本構造は歴史的に変遷を遂げ、幾多の法令規則の改変や制定が行われてきたが、証券規制体制創設の基本理念である『情報開示』は不変の理念であり続けている。75 年間に亘り SEC に託されてきた役割は、透明性を促進するために情報開示を利用するということであった。規制における情報開示哲学が連邦証券諸法に生命を吹き込み続けているが、その哲学は法律家であり約 20 年間最高裁判事を務めたルイス・ブランダイスの思想によるところが大きかった。彼は 1914 年に『社会と産業の病への対策としては、世間の注目を浴びることが正しい方法である。太陽光線には優れた殺菌力があると言われ、電燈の光は最も効果的な警察官である』と指摘した[59]。それから 20 年後、ルーズベルト大統領は、1933 年 3 月 29 日の議会へのメッセージの中で、ブランダイスの考えに基づき、『新たに発行された証券が健全で、その価値が維持され、利益を生み出すということを、連邦政府が承認あるいは保証すると思われるような対応をとることはできないし、またそうするべきでないのは当然のことである。我々がなすべきことは、連邦法が適用される全ての新しい発行証券を販売する際には充分な情報公開を同時に行うべきとし、当該発行に係る重要な情報が、購入しようとする人々に対して一切隠されることがないようにさせることである』と述べた。証券規制における情報開示哲学の要諦は、情報という武器を持てば、投資家は投資機会を評価することができるので、適切な資産配分が可能となるということである。情報開示を確実にすることにより、投資家は情報に基づく投資判断が可能になる。強制的な情報開示は、政府が行う能動的な証券関係活動の監督とは異なり、説明責任の履行を通じて、市場規律に影響力を及ぼすものである。投資家は投資判断を通じて、取締役、経営幹部等、投資家の利益のために行動すべき関係者に、影響を及ぼすことができる。投資家は投資判断によりそのような関係者を喜ばせることも罰することもできるので、関係者は投資家の要望に応えようとする動機を持っていると言うことができる。もちろん、投資家は投資判断を誤る場合もあるが、連邦政府も誤った規制を行うことがある。そのことを前提にして、一定の判断については市場に委ねるのが好ましいかどうかということである。』

ここでは、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が述べられている。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

---

[58] Speech by SEC Commissioner: *Remarks before the Symposium on "The Past, Present, and Future of the SEC"* by Commissioner Troy A. Paredes of U.S. Securities and Exchange Commission (October 16, 2009), at https://www.sec.gov/news/speech/2009/spch101609tap.htm

[59] Louis D. Brandeis, *Other People's Money and How the Bankers Use It*, First Edition 1914, Reprints of Economic Classics by Augustus M. Kelley Publishers (1971) at 92.

重要性を指摘している[60]。

筆者は、パラデス・コミッショナーの言葉により表現されたブランダイスの情報開示哲学には、人間の心理と、情報開示に基づく社会的監視の力を鋭く見抜いた、現代にも通用する洞察力のある真理があると考える。それ故、ファミリー中堅企業の複数議決権方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おり、この点は、東証の情報開示の姿勢と一致している。

東証は、議決権の多い株式等の利用の目的や、特定の者が経営に関与し続けることが株主共同の利益の観点から必要であることについて、一般投資家が正しく理解できるように、上場申請を行う会社はその内容を開示しなければならないとし、記載方法としては、「事業等のリスク」、「株式等の状況」、「新規発行株式」等、明確な形で一般投資家が内容を知り、納得できるように説明されることが必要であると説明している[61]。それは、創業者や経営者が、株主や投資家、証券取引所、実務家等との対話を通じて、長期的な企業価値向上に向けてコンセンサスを形成していく上で重要な姿勢であり、特に、複数議決権方式のような複雑な株式設計について、理解を求めるためにも必要な観点である。複数議決権方式は、あくまでも、「ファミリー（中堅）企業の経営者や支配株主」にとっては支配権の維持や敵対的買収防衛策として有効な手段であるが、それが株主や投資家等、「会社を取り巻く利害関係者らにとっては」どのような有益性があるのかを示すことができなければ、仮に新規上場に成功したとしても、思い通りの資金調達を実現することは難しいであろう。透明性の高い経営を担保するという情報開示の姿勢は、複数議決権方式に対する「信頼」を醸成していく上で、極めて重要な要素と言えよう。

三．最後に

東証は 2011 年 12 月に「中堅・中小企業の IPO 活性化のための上場制度の整備について[62]」を発表した。その趣旨について、東証は「既存産業の活性化という観点からは、世界有数の技術を誇り、雇用の大部分を支えるなど日本経済において極めて重要な役割を果たしている中堅・中小企業の支援が喫緊の課題[63]」であり、「技術開発や海外展開等の取組みに活路を見出そうとしている中堅・中小企業に対して資本市場を通じた機動的な資金調達機会を提供し、日本経済の持続的成長に寄与するとともに、そういった中堅・中小企業の上場を通じて投資者に対して魅力的な投資機会を提供するため、高度経済成長期に会社が右

---

60 この考え方に繋がる見解として、「証券取引所が上場企業の管理を積極的に行い過ぎることは、他の市場仲介機関の発展を阻害したり、投資家の自衛能力の発達を制限したりすることにつながり、市場メカニズムの発達を阻害しかねない。」という加藤の見方が参考になる。加藤貴仁「証券取引所と上場企業の管理」黒沼悦郎＝藤田友敬〔編〕『江頭憲治郎先生還暦記念　企業法の理論　下巻』（商事法務、2007 年）707 頁。

61 東証・前掲注（56）95 頁。

62 東京証券取引所「中堅・中小企業の IPO 活性化のための上場制度の整備について」（2011 年 12 月）。全文は下記 URL を参照のこと。
http://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/111220.html

63 同上 1 頁参照。

肩上がりの成長を遂げていることを前提として策定された継続性・収益性に関する上場審査基準の見直しや、近年の市場環境に照らして過度に高い水準となっている直接市場第一部に上場する場合の時価総額基準の引き下げなど、中堅・中小企業の IPO 活性化のための上場制度上の対応を行[64]」うとしている。

東証がこのようなスタンスを現在も維持しているのかどうかは定かではないが、会社、証券取引所、証券会社、そして投資家との間で、複数議決権方式のあり方に関する積極的な「対話」を通じて、中堅・中小企業の新規上場を促し、日本経済の発展を目指した努力を行っていくことが重要であると思われる。

その際、本稿で検討を行ってきた複数議決権方式は、ファミリー中堅（中小）企業が更なる発展を遂げるための起爆剤の 1 つであると思われる。日本に限ったことではないが、国の経済を支えている会社は、世界的に著名な大企業だけでなく、膨大な数の中堅・中小企業群である。そして、自社の発展とともに、日本経済の発展に貢献したくない等と考える経営者は皆無であろう。数多のファミリー中堅（中小）企業の経営者が、事業承継や相続税の負担等の重圧に喘ぐことなく、事業活動に専念し、安心して次の世代へとバトンタッチする環境が整えれば、日本経済はさらなる飛躍を遂げるであろう。いつまでもファミリー企業をネガティブに捉え続けるのではなく、今後、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。

64 同上。

参考文献一覧[1]

【和文】

相澤哲〔編著〕『一問一答　新・会社法〔改訂版〕』（商事法務、2010 年）。

相原三郎「外資導入の現状について」財政経済弘報 345 号（1952 年）1-3 頁。

青竹正一「会社法大改正の全体像Ⅰ――平成 13 年商法改正――　株式の大きさ等」法学教室 264 号（2002 年）16-18 頁。

淺木慎一『日本会社法成立史』（信山社、2003 年）。

家田崇＝広瀬裕樹「『検証・会社法改正』実態調査（1）中小規模株式会社の実態」商事法務 1674 号（2003 年）28-35 頁。

家田崇「種類株式・新株予約権に関する会社法制の史的展開」淺木愼一ほか『検証会社法――浜田道代先生還暦記念――』（信山社、2007 年）319-388 頁。

池島民理『株式会社の裏面』（精禾堂、1919 年）。

池島宏幸「Ⅲ　日本における企業法の形成と展開――二〇世紀初頭、第一次大戦前後を中心として――」高柳慎一＝藤田勇〔編〕『資本主義法の形成と展開 3 企業と営業の自由』（東京大学出版会、1973 年）205-258 頁。

伊藤紀彦『ニュー・ヨーク州事業会社法史研究』（信山社、2004 年）。

伊藤紀彦「アメリカ合衆国における準則制事業会社法の変遷（Ⅰ）―1846 年から 19 世紀末まで―」中京法学 41 巻 3・4 号（2007 年）296-316 頁。

伊藤靖史ほか『会社法　第 3 版』（有斐閣、2015 年）。

稲葉威雄「株式制度に関する改正試案の解説〔2〕既存会社の株式単位の是正〔1〕――単位株制度について――」商事法務 770 号（1977 年）626-633 頁。

稲葉威雄「大小会社区分立法に関する諸問題（1）」商事法務 970 号（1983 年）478-484 頁。

稲葉威雄「『大小会社区分立法等の問題点』に関する各界意見の分析（1）」商事法務 1028 号（1984 年）908-928 頁。

稲葉威雄「新しい会社法制を求めて（Ⅱ）――会社法現代化要綱試案に関連して――」民事法情報 212 号（2004 年）6-11 頁。

稲葉威雄「会社法の論点解明（10）」民事法情報 255 号（2007 年）25-44 頁。

稲葉威雄『会社法の解明』（中央経済社、2010 年）。

稲村真介『改正株式会社法』（財政経済時報社、1939 年）。

伊牟田敏充「明治期における株主の議決権」経済学雑誌 62 巻 6 号（1970 年）54-107 頁。

岩井浩一「JOBS 法の成立と米国 IPO 市場の今後の動向」野村資本市場クォータリー16 巻 2 号（2012 年）125-136 頁。

岩崎稜「Ⅱ　商法改正の歴史――昭和二五年改正を中心に」同『戦後日本商法学史所感〔商

[1] 脚注に記載している法令規則、Federal Register、新聞、news wire、判例については、当該一覧には含んでおりません。

法学研究・第一巻〕』（新青出版、1996 年）25-36 頁。
岩原紳作「新会社法の意義と問題点　1 総論」商事法務 1775 号（2006 年）4-16 頁。
岩原紳作〔編〕『7　会社法コンメンタール　機関［1］』（商事法務、2013 年）。
上田栄治『平成商法改正ハンドブック　平成 13 年～15 年版』（三省堂、2004 年）。
上村達男「株主平等原則」竹内昭夫〔編〕『特別講義商法 I』（有斐閣、1995 年）13-28 頁。
上村達男ほか「座談会　平成一三年および平成一四年会社法改正の検証」判例タイムズ 1093 号（2002 年）4-29 頁。
上柳克郎ほか『新版　注釈会社法　(5)　株式会社の機関（1）』（有斐閣、1986 年）。
烏賀陽然良ほか「商法改正法案を評す（十一）」法學論叢 35 巻 6 号（1936 年）1389-1419 頁。
烏賀陽然良ほか「商法改正法案を評す（一三）」法學論叢 36 巻 2 号（1937 年）334-369 頁。
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」商事法務 1834 号（2008 年）15-22 頁。
梅謙次郎〔著〕『日本商法講義』（和仏法律学校、1896 年）。
江頭憲治郎ほか『改正会社法セミナー　株式編』（有斐閣、2005 年）。
江頭憲治郎＝中村直人〔編著〕『論点体系　会社法　1』（第一法規、2012 年）。
江頭憲治郎＝中村直人〔編著〕『論点体系　会社法　2』（第一法規、2012 年）。
江頭憲治郎『株式会社法　第 6 版』（有斐閣、2015 年）。
江川孝雄「商法等の平成二年改正について（一）――本改正の意義と問題点――」山梨学院大学法学論集 18 号（1990 年）33-58 頁。
江口眞樹子「優先株式制度変遷史論」早稲田法学 73 巻 3 号（1998 年）201-231 頁。
エコノミスト・インテリジェンス・ユニット「日本の中堅企業 その成長力と成長の条件」（エコノミスト・インテリジェンス・ユニット、2013 年 6 月）。
https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000002.000007028.html
大蔵省〔編〕『明治大正財政史　第 14 巻』（財政経済学会、1936-1940 年）。
大蔵省財政史室〔編〕『昭和財政史（19）統計』（東洋経済新報社、1999 年）。
大蔵省大臣官房総合政策課〔編〕「アメリカにおける優先株の法制」調査月報第 39 巻第 3 号（1950 年）1-24 頁。
大阪株式取引所〔編〕『株式に関する判例集　上』（大阪株式取引所、1933 年）。
大崎貞和＝吉永秀樹「自主規制機能への純化を進める全米証券業協会（NASD）―アメリカン証券取引所売却をめぐる動き―」野村資本市場クォータリー6 巻 2 号（2002 年）67-74 頁。
大杉謙一「トラッキング・ストック――IT 時代の企業組織再編とわが国企業法制の将来――」法学教室 250 号（2001 年）54-63 頁。
大杉謙一「新会社法における株主平等の原則」新堂幸司＝山下友信〔編〕『会社法と商事法務』（商事法務、2008 年）3-27 頁。
大隅健一郎「議決權株に就いて」京都帝國大學法學會法學論叢 23 巻 2 号（1930 年）269-289

頁。
大隅健一郎『新版 株式会社法変遷論』（有斐閣、1987 年）。
大隅健一郎『新版　株式会社法変遷論』（有斐閣、1987 年）。
大隅健一郎＝大森忠夫『逐條改正會社法解説』（有斐閣、1951 年）。
太田珠美「優先株式は企業の資本政策に応じた活用を」大和総研 Economic Report（2012 年 2 月 22 日）1-11 頁。
大谷禎男「『商法・有限会社法改正試案』に対する各界意見の分析（4）」商事法務 1101 号（1987 年）21-35 頁。
大谷禎男「改正商法の概要・質疑応答」別冊商事法務 120 号（1990 年）26-56 頁。
大谷禎男「商法等の一部を改正する法律の解説〔1〕」商事法務 1222 号（1990 年）2-6 頁。
大谷禎男「商法等の一部を改正する法律の解説〔3〕」商事法務 1224 号（1990 年）14-21 頁。
大谷禎男「商法等の一部を改正する法律の解説〔4〕」商事法務 1225 号（1990 年）32-37 頁。
大谷禎男「商法等の一部を改正する法律の解説〔7〕」商事法務 1228 号（1990 年）21-26 頁。
大谷禎男『改正会社法』（商事法務研究会、1991 年）。
太田洋「上場会社による種類株式の活用と課題〔下〕――株式の中長期保有促進に向けた動きとトヨタの AA 型種類株式――」商事法務 2086 号（2015 年）27-33 頁。
大橋新太郎『商法修正案理由書』（博文館、1898 年）。
岡田有弘「アメリカにおける優先株金融――公益企業の利用が顕著――」財界観測第 37 巻 4 号（1972 年）4-17 頁。
緒方祥「スウェーデン公開買付法におけるブレイクスルー・ルールの法的問題（一）――出資と支配の比例性の原則に抵抗する理由を中心として――」高崎経済大学論集 55 巻 2 号（2013 年）119-130 頁。
岡野敬次郎〔著〕『會社法』（岡野奨学会、1929 年）。
岡村正人『株式金融論』（巌松堂、1939 年）。
岡村正人『株式金融の研究』（巌松堂書店、1944 年）。
小倉いずみ「英国領北アメリカ植民地の創設と勅許状」大東文化大学紀要 45 号（2007 年）175-192 頁。
小栗栖國道「優先株に就て（一）」法學論叢 6 巻 4 号（1921 年）19-43 頁。
落合誠一ほか「金庫株解禁等に伴う改正商法の問題点と実務対応」商事法務 1602 号（2001 年）6-31 頁。
落合誠一「会社法大改正の全体像 I ――平成 13 年商法改正――　総論」法学教室 264 号（2002 年）7-43 頁。
カーティス・J・ミルハウプト〔編〕『米国会社法』（有斐閣、2011 年）。
加賀譲治「ブルースカイローの生成・発展とアメリカ連邦証券諸法の理念」創価法学第 21 巻 4 号（1992 年）1-19 頁。

梶康郎『商法正解　会社法実務法典』（大日本教育書院、1921 年）。

勝部伸夫「種類株式の多様化とコーポレート・ガバナンス――議決権種類株式を中心にして――」商学論究 64 巻 3 号（海道ノブチカ博士記念号）（2017 年）101-129 頁。

加藤修「複数議決権株式」法學研究 66 巻 1 号（米津昭子教授退職記念号）（1993 年）79-92 頁。

加藤貴仁「議決権・支配権に関する種類株式の規制方法」商事法務 1777 号（2006 年）4-14 頁。

加藤貴仁「証券取引所と上場企業の管理」黒沼悦郎＝藤田友敬〔編〕『江頭憲治郎先生還暦記念　企業法の理論　下巻』（商事法務、2007 年）685-722 頁。

加藤貴仁『株主間の議決権配分』（商事法務、2007 年）。

加藤貴仁「拒否権付種類株式、種類株主総会による取締役・監査役選任」浜田道代＝岩原紳作〔編〕『会社法の争点』（有斐閣、2009 年）44-45 頁。

加藤貴仁「議決権種類株式は資本市場を破壊するのか？」神作裕之ほか〔編〕『企業法制の将来展望――資本市場制度の改革への提言　2015 年度版』(資本市場研究会、2015 年）142-191 頁。

河村賢治「米国証券業の自主規制に関する調査・研究報告書」日本証券業協会「自主規制機関のあり方に関する検討懇談会－これまでの対応状況について〈最終報告〉」（日本証券業協会、2012 年）1-40 頁。

河村鉄也『株主総會の研究』（有斐閣、1937 年）。

河村尚志「定款による支配分配と種類株式の活用（一）」法学論叢 157 巻 2 号（2005 年 74-100 頁。

河村尚志「定款による支配分配と種類株式の活用（三）・完」法学論叢 157 巻 6 号（2005 年）50-75 頁。

河本一郎「単位株制度と株式併合」法学セミナー27 巻 5 号（1983 年）103-106 頁。

神崎克郎ほか「優先株発行の機動性確保と商法改正（二・完）」民商法雑誌 97 巻 2 号（1987 年）153-174 頁。

神崎克郎「証券取引の自主規制」川村正幸ほか〔編著〕『堀口亘先生退官記念　現代会社法・証券取引法の展開』（経済法令研究会、1993 年）313-336 頁。

神田秀樹「優先株式に関する商法改正論」代行リポート 89 号（1989 年）5-13 頁。

神田秀樹「株式と社債」岩原紳作〔編〕『現代企業法の展開』（有斐閣、1990 年）241-278 頁。

神田秀樹「改正商法と優先株」代行リポート 95 号（1991 年）1-76 頁。

神田秀樹＝武井一浩〔編著〕『新しい株式制度　実務・解釈上の論点を中心に』（有斐閣、2002 年）。

神田秀樹『会社法　第十八版』（弘文堂、2016 年）。

企業価値研究会「上場会社による種類株式の発行に関する提言」（平成 19 年 12 月）。

菊地紀之「相続税 100 年の軌跡」税大ジャーナル 1 号（2005 年）35-64 頁。
岸田雅雄『平成 13 年改正商法完全解説　株式制度改革と金庫株』（中央経済社、2001 年）。
岸本辰雄『商法正義　第貳巻』（新法註釋會、1890 年）。
北沢正啓＝平出慶道〔共訳〕『アメリカ模範会社法』（商事法務研究会、1988 年）。
北村雅史「EU における公開買付規制」別冊商事法務 289 号（2005 年）57-65 頁。
北村雅史「株主平等原則」浜田道代＝岩原紳作〔編〕『会社法の争点』（有斐閣、2009 年）46-47 頁。
北村行伸「物価と景気変動に関する歴史的考察」日本銀行金融研究所 Discussion Paper No. 2001-J-25（2001 年）1-33 頁。
木下公明『優先株式　その理論と実務』（商事法務研究会、1991 年）。
清田瞭「IPO 市場の現状と東証の取り組み」一橋ビジネスレビュー2014 Autumn（62 巻 2 号）60-73 頁。
草鹿丁卯次郎〔編〕『欧米各國株式會社要解』（博文館、1896 年）。
久保田安彦「初期アメリカ会社法上の株主の権利（一）」早稲田法學第 74 巻 2 号（1999 年）83-114 頁。
久保田安彦「初期アメリカ会社法上の株主の権利（二・完）」早稲田法學第 74 巻 4-Ⅱ号（1999 年）449-501 頁。
倉沢康一郎「『大小会社区分立法』に対する各界意見」企業会計 36 巻 12 号（1984 年）19-48 頁。
倉沢康一郎「昭和二五年商法改正――監査制度を中心として」倉沢康一郎＝奥島孝康〔編〕『昭和商法学史』（日本評論社、1996 年）31-43 頁。
倉科敏材〔編著〕『オーナー企業の経営　進化するファミリービジネス』（中央経済社、2008 年）。
久留島隆「端株制度と端株主の権利」横浜経営研究 3 巻 1 号（1982 年）43-54 頁。
黒野和憲「最近の株式上場に関する制度改正について」会計情報 459 号（2014 年）16-17 頁。
経済産業省＝法務省「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」（2005 年 5 月 27 日）。
濃川耕平＝横田貴大「日米同時上場に関する検討――LINE の上場を踏まえて――」商事法務 2115 号（2016 年）30-38 頁。
小泉久太郎〔編〕『現行月俸旅費規則類集』（報告堂、1885 年）。
小林眞之「優先株と資本構造の再編（1）―1930 年代のアメリカ独占企業と擬制資本―」北海学園大学経済論集第 37 巻第 1 号（1989 年）11-56 頁。
小林量「コーポレート・ファイナンス法制に関する改正の検証」商事法務 1671 号（2003 年）11-19 頁。
込山芳行「小規模閉鎖会社の経営実態と会社法との交錯――商法二六六条ノ三による名目取締役の責任と取締役の員数見直し論――」山梨学院大学法学論集 51 巻（2004 年）179-225 頁。
小山賢一「初期米国の株主の議決権（1）」大阪経大論集第 96 号（1973 年）56-86 頁。

小山賢一「北米銀行の初期」大阪経大論集第 98 号（1974 年）90-115 頁。
小山賢一「初期米国の株主の議決権（3）」大阪経大論集第 112 号（1977 年）125-144 頁。
小山賢一「初期米国の株主の議決権（6）」大阪経大論集第 123 号（1978 年）128-149 頁。
小山賢一「日米の国立銀行条例」大阪経大論集 121・122 号（1978 年）217-232 頁。
近藤光男〔著〕『最新株式会社法　第 8 版』（中央経済社、2016 年）。
三枝一雄「昭和二五年商法改正の歴史的意義」法律論叢 46 巻 1 号（1973 年）69-151 頁。
三枝一雄「明治商法発達史試論（一）――維新から明治三二年まで――」法律論叢 43 巻 4・5 号（1970 年）83-151 頁。
酒井太郎「日本会社法における最低資本金制度の廃止」21 世紀商法論壇第 14 回国際学術会議（清華大学）発表資料（2014 年）。 http://hdl.handle.net/10086/26951
酒井吉栄「イギリス枢密院によるアメリカ植民地立法の規範統制」愛知大学法経論集法律編第 115 号（1987 年）1-50 頁。
酒巻俊雄〔著〕『〔新版〕大小会社の区分立法』（学陽書房、1985 年）。
酒巻俊雄ほか「シンポジウム/会社法の改正――日・韓両国における現状と課題――」比較法学 25 巻 1 号（1992 年）189-238 頁。
酒巻俊雄＝龍田節〔編〕『逐条解説　会社法　第 2 巻』（中央経済社、2010 年）。
酒巻俊雄＝龍田節〔編〕『逐条解説　会社法　第 3 巻』（中央経済社、2010 年）。
酒巻俊雄＝龍田節〔編〕『逐条解説　会社法　第 4 巻』（中央経済社、2010 年）。
佐々木暁秀「世紀転換期を中心とするアメリカの優先株」武蔵野女子大学紀要 14 号（1979 年）23-31 頁。
澤口実＝戸嶋浩二「議決権種類株式の上場」ジュリスト 1470 号（2014 年）34-39 頁。
宍戸善一「Ⅰ　中間試案の検討　種類株式、ストック・オプション等の自由化」ジュリスト 1206 号（2001 年）39-46 頁。
宍戸善一「種類株式制度の自由化」法律のひろば 55 巻 4 号（2002 年）24-29 頁。
志田鉀太郎『日本商法論　第二編　會社　上巻』（有斐閣、1901 年）。
渋沢青淵記念財団竜門社〔編〕『渋沢栄一伝記資料　第 4 巻』（渋沢栄一伝記資料刊行会、1955 年）。
司法省民事局〔編〕『商法中改正法律案理由書（総則會社）』（清水書店、1937 年）。
清水忠之「複数議決権等と株主平等の原則」明治学院大学法律科学研究所年報 31 号（2015 年）39-45 頁。
清水真人「米国州会社法における事業再編の展開と SEC の関与（1）」徳島大学社会科学研究第 24 号（2011 年）57-124 頁。
証券取引法研究会〔編〕「種類株式 1（平成 17 年 6 月 24 日〔含　討論〕）」『会社法・証券取引法の諸問題シリーズ　新会社法の検討――ファイナンス関係の改正――』別冊商事法務 298 号（2006 年）25-26 頁。
末岡晶子「EU 企業買収指令における敵対的買収防衛策の位置づけと TOB 規制」別冊商事法務 289 号（2005 年）81-98 頁。
洲崎博史「優先株式・無議決権株に関する一考察（一）」民商法雑誌第 91 巻第 3 号（1984 年）328-352 頁。

洲崎博史「平成 13 年・14 年商法改正と一株一議決権原則」森本滋〔編〕『比較会社法研究　[21 世紀の会社法制を模索して]』（商事法務、2003 年）321-337 頁。
鈴木隆元「アメリカにおける一株一議決権原則（一）」法学論叢 131 巻 1 号（1992 年）49-71 頁。
鈴木隆元「アメリカにおける一株一議決権原則（二）・完」法学論叢 131 巻 4 号（1992 年）68-90 頁。
鈴木竹雄「株主平等の原則」法學協會雜誌 48 巻 3 号（1930 年）1-78 頁。
鈴木竹雄「株式會社法改正の法理」私法 3 号（1950 年）27-45 頁。
鈴木竹雄＝石井照久『改正株式會社法解説』（日本評論社、1950 年）。
鈴木竹雄『新版　会社法　全訂第 5 版』（弘文堂、1999 年）。
鈴木千佳子「会社の区分と株主の数」慶應義塾大学法学研究 74 巻 11 号（2001 年）67-104 頁。
鈴木千佳子「株主総会論」倉沢康一郎＝奥島孝康〔編〕『昭和商法学史』（日本評論社、1996 年）327-345 頁。
関俊彦『会社法概論　〔全訂版〕』（商事法務、2007 年）。
全国証券取引所「売買単位の 100 株への移行期限の決定について」(2015 年 12 月 17 日)。
http://www.jpx.co.jp/news/1020/20151217-01.html
全国証券取引所「売買単位の集約に向けた行動計画」（平成 19 年 11 月 27 日）。
http://www.jpx.co.jp/equities/improvements/unit/01.html
成元哲「承認をめぐる闘争としての水俣病運動」大阪経済法科大学アジア太平洋研究センター年報 1 号（2003 年）9-14 頁。
高岡義幸「種類株式から見た株式会社の設計思想――コーポレート・ガバナンス体制の変化――」広島経済大学経済研究論集 32 巻 1 号（2009 年）29-46 頁。
高岡義幸「商法改正に見る株式会社設計思想の変遷」広島経済大学経済研究論集 29 巻 4 号（2007 年）7-26 頁。
高垣虎次郎「ナショナル・カレンシー・アクトと国立銀行条例――維新後金融制度改革史研究の断片」成城大学經濟研究 31 巻（1970 年）111-113 頁。
高倉史人「昭和 25 年（1950）商法改正の意義と位置づけに関する一考察：株主の権利・地位の強化を中心に」国際公共政策研究 6 巻 1 号（2001 年）83-97 頁。
高倉史人「戦前の商法及び商法改正における株主権に関する一考察――株主権の変遷と立法・改正理由を中心に――」高岡法学 16 巻 1=2 合併号（2005 年）65-99 頁。
高田一峰『日本の企業・経営者発達史』（東洋経済、1977 年）。
高田晴仁「明治期日本の商法典編纂」企業と法創造 9 巻 2 号（2013 年）60-74 頁。
高田晴仁「5　日本商法の源流・ロェスレル草案――「ロェスレル型」株式会社を例として――」早稲田大学比較法研究所〔編〕『日本の中の外国法』（早稲田大学比較法研究所、2014 年）175-203 頁。
高橋亀吉『株式會社亡國論』（萬里閣書房、1930 年）。
高橋亀吉『日本の企業・経営者発達史』（東洋経済、1977 年）。
高橋亀吉＝森垣淑『昭和金融恐慌史』（講談社学術文庫、2009 年）。

高村直助『会社の誕生』（吉川弘文館、1996 年）。
高山藤次郎『會社定款論』（巌松堂、1939 年）。
竹内昭夫『改正会社法解説　新版』（有斐閣、1983 年）。
竹中正明「改正商法の解説（7）　株式会社の資金調達」商事法務 1223 号（1990 年）18-26 頁。
龍田節「改正商法の解説〔1〕平成二年改正商法の検討」商事法務 1222 号（1990 年）7-11 頁。
田中耕太郎『改正會社法概論』（岩波書店、1939 年）。
田中耕太郎『改正商法及有限會社法概説』（有斐閣、1939 年）。
田中誠二「株主の議決権に就て」法学協会雑誌 43 巻 8 号（1925 年）1-50 頁。
田中誠二『改正会社法提要』（有斐閣、1943 年）。
田中秀夫「アメリカ植民地の形成と独立革命――大ブリテン史の文脈から――」経済論叢第 186 巻第 2 号（2013 年）43-65 頁。
田丸祐輔「明治初期における株主総会と株主の地位――少数株主保護に関する準備的考察」一橋法学 11 巻 2 号（2012 年）681-702 頁。
中堅企業研究会〔編〕「強い中堅企業のかたち 中堅企業研究会レポート 2014」（中堅企業研究会、2014 年）。
中東正文「昭和二五年商法改正――GHQ 文書から見た成立経緯の考察（2）」中京法學 31 巻 1 号（1996 年）129-173 頁。
弦巻充樹「デュアル・クラス・ストラクチャーをめぐる日米の状況――フェイスブック上場を契機として――」商事法務 1982 号（2012 年）24-31 頁。
鷺見誠良「明治中期＝市場勃興期における株式会社の資金調達（1）ストック分析」経済志林 79 巻 3 号（2012 年）331-383 頁。
鐵道時報局〔編〕『地方鐵道法令全集　附軌道法令』（鐵道時報局、1930 年）。
寺尾元彦『株券法論　上巻』（巌松堂、1938 年）。
東京証券取引所「過去の東証への新規上場会社数の推移と内訳（2001～2012）」。http://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/basic/04_archives-01.html
東京証券取引所「上場制度総合整備プログラム」（平成 18 年 6 月 22 日）。
東京証券取引所「上場制度総合整備プログラム 2007（第二次実施事項）に基づく業務規程等の一部改正について」（平成 20 年 6 月 26 日）。
東京証券取引所「上場制度総合整備プログラム 2007（第二次実施事項）に基づく業務規程等の一部改正新旧対照表」（2008 年 6 月 26 日）。
東京証券取引所「上場制度総合整備プログラム 2007」（平成 19 年 4 月 24 日）。
東京証券取引所「上場制度総合整備プログラム対応及び組織体制の変更に伴う業務規程の一部改正等について」（平成 19 年 10 月 17 日）。
東京証券取引所「議決権種類株式の上場制度に関する報告書」種類株式の上場制度整備に向けた実務者懇談会（平成 20 年 1 月 16 日）。
東京証券取引所「中堅・中小企業の IPO 活性化のための上場制度の整備について」（2011 年 12 月）。

http://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/111220.html
東京証券取引所「2013　新規上場ガイドブック　新旧対照表　市場第一部・第二部編」（2014 年 7 月 9 日）。
http://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/guide/
東京証券取引所「IPO の活性化等に向けた上場制度の見直しについて」（平成 26 年 2 月 5 日）。
http://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/140205.html
東京証券取引所『新規上場ガイドブック 2016　市場第一部・第二部編』（東京証券取引所、2016 年）。
東京証券取引所証券政策委員会「証券発行の多様化について」証券 28 巻 324 号（1976 年）40-61 頁。
東京証券取引所上場制度整備懇談会「上場制度整備懇談会中間報告」（平成 19 年 3 月 27 日）。
利谷信義＝水林彪「Ⅰ　近代日本における会社法の形成」高柳慎一＝藤田勇〔編〕『資本主義法の形成と展開 3 企業と営業の自由』（東京大学出版会、1973 年）1-129 頁。
戸嶋浩二「種類株式の上場制度に関する検討状況――中間報告の方向性と今後の課題――」商事法務 1800 号（2007 年）15-24 頁。
戸嶋浩二「議決権種類株式の上場に向けた実務と課題」商事法務 1835 号（2008 年）10-19 頁。
戸嶋浩二「複数議決権方式による種類株上場の実務と展望」商事法務 2032 号（2014 年）81-92 頁。
戸嶋浩二「複数議決権方式を利用した種類株上場」森・濱田松本法律事務所 CAPITAL MARKETS BULLETIN 22 号（2014 年）1-8 頁。
戸嶋浩二「マールインタビュー（No. 183）幻に終わった日米半導体関連大統合から複数議決権株式まで新領域を切り開く」MARR 256 号（2016 年）46-55 頁。
豊崎光衛「議決權なき株式（二・完）」法學協會雜誌 56 巻 1 号（1938 年）83-121 頁。
鳥山恭一「フランス株式会社法における資本多数決原則の形成と展開――一株一議決権原則の再検討――」早稲田法学 59 巻 1・2・3 合併号（1984 年）81-216 頁。
内閣東北振興事務局『特殊会社関係法規集』（内閣東北振興事務局、1936 年）。
永田數夫「米国の Joint Stock Company」駒大経営研究第 5 巻 1 号（1973 年）19-51 頁。
中西寅雄「株式會社の議決權及び機関に就て」日本經營學會〔編〕『經營學論集第二輯　株式會社制度』（同文舘、1928 年）61-92 頁。
中村光宏『株式譲渡制限制度の研究』（法律文化社、2010 年）。
南保勝美「新会社法における株主平等原則の意義と機能」法律論叢 79 巻 2・3 合併号（2007 年）337-362 頁。
日経ビジネス「特集 同族だから強い 不透明な時代を乗り切る変革力」日経ビジネス 1832 号（2016 年）26-43 頁。
日経ビジネス「特集 出光、トヨタ、サントリー 創業家の作法」日経ビジネス 1866 号（日

経 BP、 2016 年）26-31 頁。
日経リサーチ&GE キャピタル共同調査『「中堅企業調査」報告書（2014_H1）』（日経リサーチ＝GE キャピタル、2014 年）。
日本証券経済研究所『新外国証券関係法令集アメリカ（Ⅲ）証券法、証券取引所法』（日本証券経済研究所、2008 年）。
日本証券経済研究所『図説　アメリカの証券市場　2013 年版』（日本証券経済研究所、2013 年）。
日本証券経済研究所「ヨーロッパ M&A 制度研究会報告書」（2009 年）。
http://www.jsri.or.jp/publish/other/
布井千博「会社法大改正の検討　種類株式に関する改正について」銀行法務 21 第 603 号（2002 年）60-67 頁。
布井千博『基本講義　会社法』（新世社、2011 年）。
野田輝久「株式公開買付規制の方向性――EU 第一三指令を素材として――」神戸学院法学 35 巻 1 号（2005 年）1-62 頁。
野津務『新版会社法要論　上巻』（中央大学生活協同組合出版局、1974 年）。
野村修也「Ⅲ　株式の多様化とその制約原理」商事法務 1775 号（2006 年）29-36 頁。
間運吉『株主総会論』（三省堂、1929 年）。
長谷川博和「ベンチャー企業の経営環境に関する最新課題」資本市場 322 号（2012 年）26-34 頁。
長谷川安兵衛『株式會社の常識〔増補〕』（千倉書房、1940 年）。
葉玉匡美「議決権制限株式を利用した買収防衛策」別冊商事法務 295 号（2006 年）264-272 頁。
葉玉匡美『新・会社法　100 問［第 2 版］』（ダイヤモンド社、2006 年）。
北沢正啓＝浜田道代〔共訳〕『新版　デラウェア会社法』（商事法務研究会、1994 年）。
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（2014 年）25-34 頁。
原田晃治「平成一三年改正商法（一一月改正）の解説〔Ⅵ〕――株式制度の改善・会社関係書類の電子化等――」商事法務 1642 号（2002 年）27-30 頁。
原田晃治ほか「自己株式の取得規制等の見直しに係る改正商法の解説」別冊商事法務 255 号（2002 年）1-43 頁。
菱田政宏「無議決権株（一）」関西大学法学論集 10 巻 2 号（1960 年）126-162 頁。
ファミリービジネス白書企画編集委員会〔編〕『ファミリービジネス白書[2015 年版]』（同友館、2016 年）。
福島正夫「日本資本主義の発達と私法（二）」法律時報 25 巻 2 号（1929 年）53-65 頁。
藤澤尚江「EU 公開買付指令と法の適用関係」筑波ロー・ジャーナル 11 号（2012 年）161-196 頁。
藤田勝利「昭和五六年商法改正」倉沢康一郎＝奥島孝康〔編〕『昭和商法学史』（日本評論社、1996 年）65-89 頁。
藤田友敬「株主の議決権」法学教室 194 号（1996 年）19-22 頁。

ヘルマン・ロエスレル『ロエスレル氏起稿商法草案　上』（司法省、1884 年）。
法務省民事局参事官室「資料　会社法改正に関する意見照会に就いて――昭和 50 年 6 月 12 日法務省民事局参事官室」ジュリスト 593 号（1975 年）39-41 頁。
法務省民事局参事官室「資料　大小（公開・非公開）会社区分立法及び合併に関する問題点」企業会計 36 巻 7 号（1984 年）872-890 頁。
法務省民事局参事官室「資料　商法・有限会社法改正試案（昭和六一年五月一五日）」商事法務 1076 号（1986 年）751-768 頁。
堀田正忠ほか『商法講義』（山田正賢、1899 年）。
前田庸「商法等の一部を改正する法律案要綱の概要〔中〕」商事法務 1212 号（1990 年）13-18 頁。
前田庸「商法等の一部を改正する法律案要綱の解説〔上〕」商事法務 1606 号（2001 年）4-16 頁。
前田庸〔著〕『会社法入門　第 12 版』（有斐閣、2011 年）。
正木久司「アメリカ初期の株式会社財務」同志社商学第 43 巻 2-3 号（1991 年）64-89 頁。
増地庸治郎『経営財務論』（東洋出版社、1934 年）。
増地庸治郎『株式會社――株式會社の本質に関する經營經濟的研究――』（巖松堂、1944 年）。
松井秀征「取締役の新株発行権限（一）」法学協会雑誌第 114 巻第 4 号（1997 年）414-461 頁。
松井秀征「株主総会制度の基礎理論（一）―なぜ株主総会は必要なのか―」法学協会雑誌 117 巻 10 号（2000 年）1396-1424 頁。
松井秀征「株主総会制度の基礎理論（二）―なぜ株主総会は必要なのか―」法学協会雑誌 125 巻 10 号（2008 年）2278-2362 頁。
松井秀征「株主総会制度の基礎理論（五）――なぜ株主総会は必要なのか――」法学協会雑誌 126 巻 2 号（2009 年）308-355 頁。
松岡啓祐「証券市場・公開会社規制と米国 SEC（連邦証券取引委員会）の活動状況～組織改革の動向を中心として～」専修ロージャーナル第 8 号（2013 年）31-58 頁。
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（2014 年）317-340 頁。
松尾拓也「IPO 事例と改正東証ガイドラインにみる議決権種類株式スキームの活用と留意点」経理情報 1390 号（2014 年）58-62 頁。
松原正至「1 株 1 議決権原則と SEC の規則制定権限　The Business Roundtable v. SEC, 905 F. 2d 406 (D. C. Cir. 1990)」岸田雅雄＝近藤光男＝黒沼悦郎編『アメリカ商事判例研究』（商事法務研究会、2001 年）237-242 頁。
松本烝治『日本会社法論』（巖松堂書店、1929 年）。
松本烝治『私法論文集　續編』（巖松堂、1938 年）。
松本烝治『株式会社法改正の要点』（巖松堂、1940 年）。
松本烝治「会社法改正要綱批判」法律時報 22 巻 3 号（1950 年）2-12 頁。

松本烝治「株式会社に於ける定款自由の原則と其例外」同『商法解釈の諸問題』（有斐閣、1955 年）211-227 頁。
丸山長渡『改正商法要義』（同文舘＝濟美舘、1899 年）。
三浦永光「ジョン・ロックの自由主義とアメリカ植民地化論」国際関係学研究第 33 巻（2006 年）1-27 頁、87-88 頁。
三木純吉「我国最近の特殊株式について」バンキング 52 号（1952 年）14-24 頁。
水野里香「アメリカ合衆国における州際通商委員会の設立（1887 年）――独占規制政策における意義と役割――」国際交流研究国際交流学部紀要第 11 巻（2009 年）215-238 頁。
宮下央＝松尾和廣「上場制度と種類株式」商事法務 2123 号（2017 年）24-33 頁。
宮島司『新会社法エッセンス』（弘文堂、2005 年）。
三好守雄『改正日本商法』（学友館、1893 年）。
向井健「明治八年・内務省『会社条例』草案――明治前期商法編纂史研究 3」法学研究 44 巻 9 号（1971 年）80-108 頁。
村田敏一「株主平等原則の謎――会社法 109 条 1 項の解釈論として――」私法 74 号（2012 年）280-288 頁。
村田淑子「ニューヨーク証券取引所の 1 株 1 議決権政策」六甲台論集第 40 巻 3 号（1993 年）168-186 頁。
明治財政史編纂會〔編〕『明治財政史　第 13 巻　銀行』（明治財政史発行所、1905 年）。
元木伸＝稲葉威雄「株式制度改正試案に対する各界意見の分析〔二〕――法務省の意見照会に対する回答結果について――」商事法務 799 号（1978 年）6-19 頁。
森淳二郎＝上村達男〔編〕『会社法における主要論点の評価』（中央経済社、2007 年）。
森田果「種類株式」江頭憲治郎『株式会社法大系』（有斐閣、2013 年）133-143 頁。
森智世「議決権種類株式とその活用をめぐる議論」MARR164 号（2008 年）12-15 頁。
森本滋「単位株制度」民商法雑誌 85 巻 6 号（1982 年）911-929 頁。
森本滋「株主平等原則と株式社員権論」商事法務 1401 号（1995 年）2-7 頁。
森本滋「会社法の下における株主平等原則」商事法務 1825 号（2008 年）4-13 頁。
八木弘「株主平等原則と固有権」田中耕太郎〔編〕『株式会社法講座　第 2 巻』（有斐閣、1956 年）421-447 頁。
矢澤惇『株式会社法改正の諸問題』（法曹会、1949 年）。
矢沢惇ほか「優先株をめぐる法律問題〔Ⅵ・完〕」商事法務 754 号（1976 年）24-31 頁。
弥永真生『リーガルマインド　会社法　第 14 版』（有斐閣、2015 年）。
山一證券株式会社調査部〔編〕『特殊株式の研究』（山一証券、1933 年）。
山一証券経済研究所「六、特殊な株式」商事法務 773 号（1977 年）42-45 頁。
山下友信〔編〕『会社法コンメンタール 3――株式［1］』（商事法務、2013 年）。
山下友信〔編〕『会社法コンメンタール 4――株式［2］』（商事法務、2013 年）。
山田正賢〔編〕『現行日本法令全書　下巻』（松雲堂、1899 年）。
行森竜太『改正商法釋義　附改正商法施行法釋義』（青木嵩山堂、1899 年）。
吉井一浩「議決権種類株式上場制度の活用について」資本市場 347 号（2014 年）12-22

頁。
吉川純「商法改正とファイナンスの変容〔8・完〕　今後の展望」商事法務 1633 号（2002 年）39-51 頁。
吉田昂「商法の一部を改正する法律案要綱について」經營評論 4 巻 9 号（1949 年）41-44 頁、48 頁。
米倉誠一郎＝軽部大「ファミリービジネス　その強さとリスク」一橋ビジネスレビュー63 巻 2 号（2015 年）4-87 頁。
李淼「ニューヨーク証券取引所による上場会社の規律――連邦証券諸法成立前を中心に――」早稲田大学大学院法研論集第 152 号（2014 年）431-453 頁。
ロバート・ソーベル〔著〕＝安川七郎〔訳〕『ウォール街二百年―その発展の秘密―』（東洋経済新報社、1970 年）。
若林泰伸「V　平成改正と種類株式」稲葉威雄＝尾崎安央〔編著〕『改正史から読み解く会社法の論点』（中央経済社、2009 年）195-230 頁。
渡辺和夫「小野組の破綻と渋沢栄一」札幌学院大学経営論集 7 号（2015 年）43-48 頁。

王臻婷「証券市場における自主規制機関のあり方について―米国連邦証券取引委員会（SEC）による自主規制機関（SRO）に関するコンセプト・リリースを中心に―」早稲田法学会誌第 58 巻 1 号（2007 年）53-106 頁。
CYBERDYNE 株式会社「新株式発行並びに株式売出届出目論見書」（平成 26 年 2 月）。
CYBERDYNE 株式会社有価証券報告書（平成 28 年 6 月 27 日）。
CYBERDYNE 株式会社「コーポレートガバナンス」（最終更新日 2016 年 7 月 26 日）。
http://www2.tse.or.jp/tseHpFront/CGK010010Action.do;jsessionid=00B073BDC95413349B85E8CC339349653
CYBERDYNE 株式会社「2017 年 3 月期第 3 四半期報告書」（2017 年 2 月 14 日）。

【英文】

Anderson, R., Duru, A., Reeb, D., *Founders, heirs, and corporate opacity in the United States*, J. Financ. Econ. 92 (2009), at. 205-222.
Anderson, R., Reeb, D., Zhao, W., *Family-controlled firms and informed trading: Evidence from short sales*, J. Financ. 67 (2012), at. 351-385.
Stephen M. Bainbridge, *The Scope of the SEC's Authority Over Shareholder Voting Rights*, UCLA School of Law Public Law & Legal Theory Research Paper Series Research Paper No. 07-16 (2007), at 1-22, available at http://ssrn.com/abstract=985707.
Stephen M. Bainbridge, *The Short Life and Resurrection of Sec Rule 19c-4*, 69 Washington University Law Review (1991), at 565-634.
Milton M. Bergerman, *Voting Trusts and Non-Voting Stock*, 37 Yale L. J. 445 (1928) ,

at. 445-467.

Adolf A. Berle, *Non-Voting Stock and "Banker's Control"*, 39 Harv. L. Rev. 673 (1926), at 673-693.

Adolf A. Berle & Gardiner C. Means, *The Modern Corporation & Private Property with a new introduction by Muray Weidenbaum & Mark Jensen*, Transaction Publishers ed.(2009).

Louis D. Brandeis, *Other People's Money and How the Bankers Use It*, First Edition 1914, Reprints of Economic Classics by Augustus M. Kelley Publishers (1971) .

John William Cadman Jr., *the Corporation in New Jersey: Business and Politics*, 1791-1875, Harvard University Press ed.(1949).

Alfred D. Chandler, *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, The Belknap Press of Harvard University Press (1977).

Joseph Stancliffe Davis, *Essays in the Earlier History of American Corporations Book Two*, Harvard University Press (1917) .

Edwin Merrick Dodd, *American Business Corporations Until 1860 (with special reference to Massachusetts)*, Harvard University Press, (1954).

Edward Kamonjoh, *"Controlled Companies in the Standard & Poor's 1500: A Ten Year Performance and Risk Review"*, IRRC Institute (March 2016).

European Commission, The Takeover Bids Directive Assessment Report, 16 Mar. 2012, p.195. Available at http://ec.europa.eu/geninfo/query/resultaction.jsp?QueryText=EU+The+Takeover+Bids+Directive+Assessment+Report&sbtSearch=Search&swlang=en

Daniel R. Fischel, *Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock*, 54 Univ. Chi. L. Rev. 119 (1987), at 119-152.

Google Inc., *Proxy Statement pursuant to Section 14 (A) of the Securities Exchange Act of 1934*, p.56. Available at https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000130817915000157/lgoo2015_def14a.htm

Jeffrey N. Gordon, *Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, 76 Cal. L. Rev. 1 (1988) at 1-85.

Christopher Grandy, *New Jersey Corporate Chartermongering 1875-1929*, 49 J. Econ. Hist. 677 (1989) at 677-692.

Henry Hansmann & Mariana Pargendler, *Voting Restrictions in 19th Century Corporations: Investor Protection or Consumer Protection?, Prepared for the conference on Firm Governance*: L. Hist. Tel

Aviv U., June 13-15, (2010) , at 1-49.

Eric Hilt, *When Did Ownership Separate from Control, Corporate Governance in the Early Nineteenth Century*, 68 J. Econ. Hist. (2008), at 645-685.

Morton J. Horwitz, Santa Clara Revisited: *the Development of Corporate Theory*, 88 West Virginia Law Review 173 (1985), at 173-224.

Jason W. Howell, Proposal: *The Importance of Correctly Identifying and Classifying Dual Class Firms in the United States*, University of Denver, Daniels College of Business, Reiman School of Finance 1 (September 15th, 2014), at 1-8.

Jason W. Howell, *Essays on the U.S. Dual-Class Share Structure (2009)*, A Dissertation Submitted to the Graduate Faculty of The University of Georgia in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Doctor of Philosophy, Athens, Georgia, at 1-76.

Jason W. Howell, *The Value of Blockholder Liquidity and the Decision to Unify Share Classes (2011)* ,at 1-42.

IRRC Institute, "Controlled Companies in the Standard & Poor's 1500: A Ten Year Performance and Risk Review", IRRC Institute (October 2012)

Daniel B. Klein & John Majewski, *Economy, Community, and Law: The Turnpike Movement in New York, 1797-1845*, 26 Law & Society (1992), at 469-512.

Louis Lowenstein, *Shareholder Voting Rights: A Response to SEC Rule19c-4 and to Professor Gilson*, 89 Colum. L. Rev. (1989), at 979-1014.

David L. Ratner, *the Government of Business Corporations: Critical Reflections on the Rule of "One Share, One Vote"*, 56 Cornell L. Rev. 1,(1970), at 1-56.

William Zebina Ripley, *Two Changes in the Nature and Conduct of Corporations*, 11 Proc. Acad. Pol. Sci. in the City of New York (1926) at 143-146.

Paul H. Schultz & Sophie Shive, *Mispricing of Dual Class Shares: Profit Opportunities, Arbitrage, and Trading*, The European Finance Association 2009 Meetings Paper at 524-549.

Joel Seligman, *Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy*, 54 Geo. Wash. L. Rev. (1986), at 687-724.

Peter l. Simmons, *Dual Class Recapitalization and Shareholder Voting Rights*, 87 Colum. L. Rev. 106 (1987), at 106-124.

W.H.S. Stevens, *Stockholders' Voting Rights and the Centralization of Voting Control*, Q. J. Econ., Vol. 40 (1926), at 353-392.

Manning Gilbert Warren Ⅲ, *One share, One Vote: A Perception of Legitimacy*, J. Corp. L., (Fall 1988), at 89-110.

Franklin S. Wood, The Status of Management Stockholders, 38 Yale L. J. 57 (1928), at 57-76.

Summaries of Business Research, *the Development of Class A and Class B Stocks*, 5 Harv. Bus. Rev. (1927), at 332-339.

【英語ウェブサイト】

・Yahoo Finance at https://finance.yahoo.com/ 第二章の抽出サンプル企業 26 社に関する情報（会社概要、annual report、notice of annual meeting などのソースとして 利用）

・EDGAR Company Filings at https://www.sec.gov/edgar/searchedgar/companysearch.html（第 2 章の抽出サンプル企業の Form S-1、Form 10-K、Form 14A などのファイリング資料のソースとして利用）

・Council of Institutional Investors (CII) のウェブサイト（"History"と"Dual-Class Stock"部分。）At http://www.cii.org/cii_history and http://www.cii.org/dualclass_stock （第五章七節三. （二）における CII からのレター等の情報ソースとして利用）

以上。