

# 議決権制限株式の上場について

足 立 伸

## 要 旨

上場会社による議決権制限株式の発行は、平成13年の商法改正に際し、明示的にその可否が議論された上で、可能とされることになったものであるが、我が国においては、議決権制限株式の上場については、未だ、十分な整理が行われていないとは考えがたい状況にある。そこで、議決権制限株式に関する上場制度のあり方についての議論が長く行われてきた米国の状況を概観し、米国の議決権制限株式にかかる上場制度は、その時々々の政治・経済情勢を踏まえて変遷を経てきたものであることを明らかにするとともに、米国の上場制度について評価を加え、我が国における上場制度のあり方を考える上での参考とする。

## 目 次

- I. 本稿の目的
- II. 議決権制限株式の上場に関する米国における議論
  - 1. 議決権制限株式の上場についての規制及び上場制度
  - 2. 現在の制度
  - 3. 米国における議決権制限株式にかかる上場制度の評価
- III. 議決権制限株式の合理性
  - 1. 一株一議決権原則の合理性
  - 2. 議決権制限株式の合理性
- IV. 米国における上場制度の評価と我が国への示唆

## I. 本稿の目的

我が国においては、平成13年の商法改正以前にあっては、定款の定めにより優先株式に限り議決権制限株式が発行でき、また優先配当額の支払いがない場合には、当該株式の議決権が復活することが定められていた<sup>1)</sup>。また、議決権制限の内容は、株主総会のすべての事項につい

て議決権を有しない株式のみを認めるものとなっていた。平成13年商法改正<sup>2)</sup>により、優先株式だけでなく普通株式についても議決権制限株式の発行が認められることとなり、議決権制限の内容も、総会のすべて、もしくは、一部の事項について議決権が行使できない株式の発行が可能となった。

上場会社にこうした議決権制限株式の発行を認めることには、経営者支配の強化につながる

等の立法論的な反対があったものの、議決権の制限が株価に反映され、その分だけ配当率が高くなる等の投資ニーズがあることを理由に、すべての会社にこうした議決権制限株式の発行を認めるという改正が行われた<sup>3)</sup>。現在の会社法においては、平成13年改正商法を引き継いだ制度となっている。

以上のように、上場会社による議決権制限株式の発行については、立法論として、明示的にその可否が議論された上で、会社法上は可能とされており、本年9月3日には、伊藤園が発行した無議決権優先株式が東京証券取引所に上場され話題を呼んだ。また、近年、買収防衛策との関連において、議決権制限株式についての議論もなされている<sup>4)</sup>。他方で、我が国においては、議決権制限株式の上場については、未だ、十分な整理が行われているとは考えがたい状況にあると言ってしまうのではないものと考えられる<sup>5)</sup>。そこで、本稿では、議決権制限株式に関する上場制度のあり方について、検討を加えることとしたい。このため、まず、この問題についての議論が長く行われてきた米国の状況を概観し、米国の制度について評価を加えることとして、我が国における議決権制限株式の上場制度のあり方についての検討の参考に供することとしたい。

## II. 議決権制限株式の上場に関する米国における議論

### 1. 議決権制限株式の上場についての規制及び上場制度

#### (a) ニューヨーク証券取引所 (NYSE) における規則とその運用

米国においては、20世紀初頭までは、議決権

制限株式は発行されておらず、その上場についても規制は存在していなかった。しかし、その後の20数年間に増加し<sup>6)</sup>、1925年頃から、銀行による会社支配を助長するものとして批判が高まっていった<sup>7)</sup>。このため、NYSEは1926年に無議決権株式の発行を禁止し、無議決権株式に反対する姿勢を明確にした。この基本的な方針は現在でも維持されており、NYSEのListed Company Manualにおいては、「1926年以降、当取引所は、無議決権普通株式の上場を拒絶し、また、現在では、無議決権普通株式という種類を創設する、あるいは、その株主総会への委任状の勧誘を行わない会社の株式は上場廃止する。当取引所に上場されているすべての株式は議決権を有している。(Since 1926 the Exchange has refused to list non-voting common stock and currently will delist the voting common stock of a company which creates a class of non-voting common stock or fails to solicit proxies for meeting of its shareholders. All common stocks listed on the Exchange have the right to vote.)」と記述されている<sup>8)</sup>。この原則は、一株一議決権原則 (one-share, one-vote rule) と呼ばれてきている。

しかしながら、その運用は必ずしも厳格なものとはなっておらず、株主権利保護のために、上場廃止となった例は存在していない<sup>9)</sup>。また、1956年には、NYSEは、議決権制限株式を発行しているFord Motor Company社の上場を認めている<sup>10)</sup>。

#### (b) 議決権制限株式の上場制限の緩和

NYSEは、議決権制限株式の上場に関して否定的な対応をとっていたものの、NASDAQ及びアメリカン証券取引所 (AMEX) は、こ

うした対応をとっていなかった。1984年に至り、General Motors Corporation 社が、議決権が発行済株式の議決権の半分しか有しない株式の発行を計画したこと等を受けて、NYSE は、上場会社による議決権制限株式の発行について検討を開始することとなった<sup>11)</sup>。1985年にNYSE は、以下のような上場基準の見直しを行うとの提案を公表した<sup>12)</sup>。

- a. 議決権が異なる株式の発行のためには、当該議題について議決権を有する株式の三分の二の承認を要すること。
- b. 議決権が異なる株式の発行のためには、社外取締役が取締役の過半数以上である場合にあっては、社外取締役の過半数以上の承認を要し、社外取締役が取締役の半数以下の場合にあっては、社外取締役全員の承認を要すること。
- c. 異なる議決権の間の議決権の乖離が十分の一を超えないこと。
- d. 議決権の異なる普通株主の権利は、議決権以外では、実質的に同じであること。

しかし、議会からの圧力がかかり、NYSE、AMEX、NASDAQ の間で、議決権制限株式の取扱いについての協議が行われた。この協議は合意に至らず、1986年7月にNYSE は、上記の原案を変更して、議決権制限株式の発行については株主の過半数及び社外取締役の過半数の承認のみを要件とするとともに、この要件に合致していない上場会社には2年間の猶予期間を付与することを内容とする提案を行った。これを受けて、SEC は、他の自主規制機関にも同様の規則を導入することについての公聴会を開催し、その後、NYSE と当時のNASDAQ の運営主体であった全米証券業協会 (NASD) との間で協議も行われた。しかし、こうした協

議では合意に達しなかったことから、SEC は、規則19c-4を採択し、普通株式の議決権制限株式を原則として認めないこととした<sup>13)</sup>。但し、SEC は、議決権制限株式が常に不適切としているわけではなく、既存株主の権利を侵害しない議決権制限株式の発行が正当なビジネス上あるいは経済的な理由に基づいて行なわれることは認識しているとして、議決権制限株式の発行が制限されない例外的なケースを幅広く認めている。規則19c-4は、概ね以下を内容とする。

- a. 取引所の規則においては、次のように規定しなくてはならない：株式の発行会社が、既存の種類株式もしくは既存の普通株式の株主の一株当たりの議決権を、無効にする、制限する、あるいは、他の株式と本質的に異なる形で減少させる場合には、当取引所のいかなる規則、方針、慣行、あるいは、解釈によっても、当該発行会社の発行する普通株式その他の株式を上場させること、あるいは、上場を継続させることを認めない<sup>14)</sup>。
- b. 証券業協会の規則においては、次のように規定しなくてはならない：株式の発行会社が、既存の種類株式もしくは既存の普通株式の株主の一株当たりの議決権を、無効にする、制限する、あるいは、他の株式と本質的に異なる形で減少させる場合には、当協会のいかなる規則、方針、慣行、あるいは、解釈によっても、当該発行会社の発行する普通株式その他の株式について、証券会社間の自動気配提示システムにおいて気配提示を認めること、登録させ

ること、あるいは、登録を継続させることを認めない。

c. 上記 a. 及び b. においては、以下は「既存の種類株式もしくは既存の普通株式の株主の一株当たりの議決権を、無効にする、制限する、あるいは、他の株式と本質的に異なる形で減少させる」ものと看做される。

- (1) 株主の議決権を、当該株主の保有株数により制限する企業行動<sup>15)</sup>
- (2) 株主の議決を、当株主の株式の保有期間により制限する企業行動<sup>16)</sup>
- (3) 発行会社による、既存株主に対する、既存の普通株主の一株当たりの議決権よりも多い、もしくは、少ない株式との交換の提案<sup>17)</sup>
- (4) 既存の普通株主の一株当たり議決権よりも多い議決権を有する株式の株式配当、もしくは、その他の方法による配分<sup>18)</sup>

d. 上記 a. 及び b. においては、以下が単独に行なわれるのであれば、「既存の種類株式もしくは既存の普通株式の株主の一株当たりの議決権を、無効にする、制限する、あるいは、他の株式と本質的に異なる形で減少させる」ものとは看做されない。

- (1) IPO による株式の発行
- (2) 既存の普通株式の株主の一株当たり議決権よりも多くない議決権を有する株式の公募
- (3) 実質的な合併もしくは買収のための既存の普通株式の株主の一株当たり議決権よりも多くない議決権を有する株式の発行

(4) 州法に基づいて、独立株主の承認の下での、州立法人の議決権に対する特定の閾値の設定

上記 d.(1)の IPO による株式発行に関しては、仮に上記 c. の(1), (2), (4)の場合であったとしても、投資家は、その存在を承知しつつ、IPO に応募するので、問題はないとされたものである。例えば、黄金株が存在している場合であっても、投資家は、黄金株の存在を認識して、議決権が劣後する新規公開株式を購入するので、そのような場合まで規制を加える必要はないと考えられたのである。

また、上記 d.(2)に関しては、議決権が普通株式よりも少ない場合には、議決権の希薄化が生じないものと考えられたものである。即ち、議決権が少ない株式の発行であっても、既存の普通株の経済価値は希薄化されるのではあるが、議決権との関連では、「既存の種類株式もしくは既存の普通株式の株主の一株当たりの議決権を、無効にする、制限する、あるいは、他の株式と本質的に異なる形で減少させる」ものと看做されないとされた<sup>19)</sup>。なお、この関連では、一種類の株式（単純化のために普通株式と呼ぶ）のみが発行されている会社において、議決権が少ない種類株式が発行され、その後、改めて普通株式を発行することは、議決権の希薄化が生じるのではないかという疑問が生じることになる。この点については、SEC は、通常は可能であると考えられるが、個々のケースごとに、自主規制機関が判断すべき問題と整理した<sup>20)</sup>。

(c) 規則19c-4 についての司法上の判断

以上のように多年にわたる議論や協議を経て成立した規則19c-4 ではあったが、制定当時から、その妥当性というよりも、SEC の権限

を超えたものであるとの批判があり<sup>21)</sup>、1990年に、Business Roundtable V. SEC, the U.S. Court of Appeals for the D.C. Circuitにより、規則19c-4は無効であるとされた。

## 2. 現在の制度

規則19c-4は、無効とされたものの、議会及びSECは、取引所及びNASDに対して、議決権制限株式についての規制を行なうよう求めことから、1994年に、NYSE, AMEX, 及びNASDは、以下の規則改正をSECに申請し、認められた<sup>22)</sup>。

「1934年証券取引所法12章の下で登録された公開普通株式の既存株主の議決権を、何らかの企業行動や株式の発行により、本質的に他の普通株式と異なる形で減少させ、もしくは、制限することは出来ない。こうした企業行動や株式の発行の例としては、議決権を株式保有期間とリンクさせる場合、議決権に上限を設ける場合、議決権の多い株式を発行する場合、株式交換によって普通株式よりも議決の少ない株式を発行する場合が挙げられるが、限定されるものではない。」

なお、NYSE等の規則においては、こうした規則に違反する可能性がある株式の発行体は、取引所等と協議するよう求められている。また、外国企業も適用対象外とされている。また、規則19c-4において、議決権制限株式の発行の例外とされていた、IPO、議決権のより制限された株式の発行、あるいは、実質的な合併や買収のための議決権制限株式の発行は、NYSE等の規則の解釈上、その例外と看做されることになっている。したがって、このNYSE等の規則は、実質的に、規則19c-4と同等のものか、それ以上に柔軟になっているも

のと理解されている<sup>23)</sup>。

NYSEにおいては、更に、以下の規制がある。

### a. 上場議決権制限普通株式

議決権制限普通株式の株主の権利は、議決権を除き、普通株式の株主の権利と同等でなければならない。また、議決権制限株式の株主に対しては、議決権はなくとも、委任状に関連する書類を含め、普通株式の株主への通知等はすべて送付されなければならない。

### b. 優先株式

優先株式の株主は、6四半期、配当の支払いを行えない場合には、種類株主総会を通じて、少なくとも二人の取締役を選任する権利を有しなければならない（この場合、配当を支払えない四半期は連続している必要はない。）。

## 3. 米国における議決権制限株式にかかる上場制度の評価

以上のように、米国における議決権制限株式にかかる上場制度は、1920年代の議決権制限株式が銀行による産業支配を助長するという懸念を端緒とするものであって、1株1議決権原則を実体的に確保しようとして整備されたものであった。しかしながら、その後の経緯を見ると、そもそも、銀行による産業支配という経済実態が変化し、20世紀初期に存在した独占資本が消滅した上に、株主構造も大きく変わったことから、1株1議決権原則に対する社会的な要請が失われていったことに加えて、取引所側でも、上場企業に対する配慮が存在したこと、また、取引所間競争が生じたこと等の事情から、上場制度をその時々事情により、弾力的に運用し、または、変更していった結果、当初の1株1議決権原則の達成という制度目的が、現在で

は、既存株主の権利保護に着目した制度に変化していったものと言えるのではないかと考えられる。

### Ⅲ. 議決権制限株式の合理性

以上のように、米国の制度は、歴史的な経緯を経て、形成されてきたものであり、特に、かなりの紆余曲折を経ていることから、その合理性については、別途の検証を要するものと考えられる。また、米国の上場規則は、極めて大雑把であって、制度としての厳密性に欠けるとの見方も成り立ち得よう。したがって、以下においては、米国の制度についての評価を行うための前提として、法と経済学における議決権制限株式の合理性についての議論について見ていくこととしたい。

#### 1. 一株一議決権原則の合理性

一株一議決権原則に関しては、いわゆるエージェンシー問題を回避するためには、会社の残余財産に対する請求権を有する者に均等に議決権を付与されなければならないことがその合理性として、挙げられている<sup>24)</sup>。すなわち、残余財産請求権者が、企業価値を最大化するために最適の決定を行えるわけであり、また、公開会社にあつては、買収による会社経営の効率化を促すためには、残余財産請求権が均等に配分されていることが前提となるとされている<sup>25)</sup>。こうした考え方を前提とすれば、優先株式、特に、残余財産の配分に関して非参加型となっている優先株式について議決権を制限することは、基本的には問題はないことになる。また、米国において議決権制限普通株式のみが一株一議決権原則との関連で扱われていることは、こ

うした観点に立ってのものであれば、理解できることになる。

#### 2. 議決権制限株式の合理性

##### (a) 理論的な分析

一株一議決権原則が、企業価値の最大化につながるのかについては、多数の理論分析が存在しているが、これまでのところ、確定的な結論を唱える論者は少なく、前提の置き方次第で結論が異なることになるものと考えられる<sup>26)</sup>。

理論分析の例としては、TOBの存在により、会社の効率的な経営が確保されることを前提として、一株一議決権原則となっている場合と、議決権制限株式が発行されている場合を比較して、どちらの場合が、株主が企業価値を増加させる提案を支持することになるのかが議論されている<sup>27)</sup>。こうした分析を紹介すると以下の通りである。

まず、TOBにおいて、議決権制限株式が発行されている場合にあつては、企業価値を毀損する買収提案が成立してしまう可能性が生じることが指摘されている。このようなケースを説明するために、仮説例として、ある会社が、以下の株式を発行している場合に、企業価値等が以下の数値であったとした場合を想定する。

##### <数値例1-1>

A 種種類株：剰余金に対する配当請求権：50%、議決権：0%

B 種種類株：剰余金に対する配当請求権：50%、議決権：100%

現経営陣の下での企業価値：200 (A 種種類株式の現在価値=B 種種類株式の現在価値=100)

買収提案側経営陣の下での企業価値：180 (A 種種類株式の現在価値=B 種種類株式

の現在価値=90)

現経営陣にとっての経営権の保有すること  
による利得<sup>28)</sup>：0

買収提案側経営陣にとっての経営権を取得  
することによる利得<sup>28)</sup>：15

この場合において、買収提案側は、議決権を有するB種種類株主に対して、90(B種種類株の現在価値)+15(買収提案側経営陣にとっての経営権を取得することによる利得)=105までの買収提案が可能である。例えば、買収提案側が101で買収提案を行なったとする。その前提の下では、B種種類株主は、仮に、買収提案に応じないとすると、買収提案が通った場合には、買収提案側が経営する下での当該会社の現在価値である90の利得を得ることになり、買収提案が通らなければ、現経営陣が経営する下での当該会社の現在価値である100の利得を得ることになる。他方で、B種種類株主は、買収提案に応じると101の利得を得る。多数の株主が存在していて、株主は自己の判断が買収提案の帰趨に影響を与えないと認識している場合には、株主は、買収提案に応じるほうが有利であると考え結果、TOBは成立する。しかしながら、企業の全体価値は、これによって減少することになる。したがって、議決権制限株式の存在は、望ましいことではない。なお、買収防衛策としては、こうした前提の下では、議決権制限株式が発行されていることは、現経営陣にとっては買収防衛策とならなければならず、かえって、不適当な買収提案を誘引することになりかねないことになる。

他方で、以下の仮説例に示されるように、一株一議決権制限株式原則の下ではこうした問題は生じない。

<数値例1-2>

一つの種類の株式のみ発行：剰余金に対する  
配当請求権：100%、議決権：100%

現経営陣の下での企業価値：200(株式の  
現在価値=200)

買収提案側経営陣の下での企業価値：180  
(株式の現在価値=180)

現経営陣にとっての経営権の保有すること  
による利得：0

買収提案側経営陣にとっての経営権を取得  
することによる利得：15

この前提の下では、買収提案側は株主に対して200より多額の提案を行う必要があるが、その場合には、買収提案側は、20(200-180)の損失を被ることになり、それでは、買収提案が経営権を取得することによる利得である15よりも多い損失を被ることになる。更に、仮に、買収提案側が経営権を取得することによって20よりも多い利得を得る場合を考えると、その場合には、株主は200以上の買収提案を受けることになり、現経営陣の下で経営されている現状よりも利益を得ることができる。このように、議決権制限株式が発行されていない(一株一議決権原則が維持されている)場合の方が企業価値の最大化に資することとなる可能性がある。

また、以上では、議決権制限株式が発行されていると企業価値を毀損する買収提案が通ってしまう可能性を説明したが、以下の数値例のように、議決権制限株式が発行されていると企業価値の最大化に資する買収提案が否決される場合もある。

<数値例2-1>

A種種類株：剰余金に対する配当請求  
権：50%、議決権：0%

B 種種類株：剰余金に対する配当請求権：

50%，議決権：100%

現経営陣の下での企業価値：200（A 種種類株式の現在価値=B 種種類株式の現在価値=100）

買収提案側経営陣の下での企業価値：220（A 種種類株式の現在価値=B 種種類株式の現在価値=110）

現経営陣にとっての経営権の保有することによる利得：15

買収提案側経営陣にとっての経営権を取得することによる利得：0

この前提の下では、買収提案側は議決権を有する B 種種類株主に対して、その現在価値となる 110 までの提案しかできないが、現経営陣は、100（B 種種類株式の現在価値）+15（現経営陣にとって経営権を保有することによる利得）=115 までの提案が可能となる。したがって、例えば、111 の提案が可能となり、買収提案は通らない結果となる。このため、企業価値は増加しない。また、このような前提を置くと、議決権制限株式の発行は、企業価値を毀損する不適当な買収防衛策となる。

次に以下の例を考えてみる。

<数値例 2 - 2 >

一つの種類の株式のみ発行：剰余金に対する配当請求権：100%，議決権：100%

現経営陣の下での企業価値：200（株式の現在価値=200）

買収提案側経営陣の下での企業価値：220（株式の現在価値=220）

現経営陣にとっての経営権の保有することによる利得：15

買収提案側経営陣にとっての経営権を取得することによる利得：0

この前提の下では、現経営陣は、最大で 200（現経営陣の下での企業価値）+15（現経営陣にとっての経営権を保有することによる利得）=215 までの提案しか行い得ないのに対して、買収提案側は、買収提案側が経営する際の企業価値である 220 までの提案が可能となる。したがって、買収提案が通ることになるので、企業価値は増加する。

他方で、一株一議決権原則の下よりも、議決権制限株式の下の方が、企業価値を最大化させる買収提案が成立するという可能性もある。

<数値例 3 - 1 >

A 種種類株：剰余金に対する配当請求権：50%，議決権：0%

B 種種類株：剰余金に対する配当請求権：50%，議決権：100%

現経営陣の下での企業価値：200（A 種種類株式の現在価値=B 種種類株式の現在価値=100）

買収提案側経営陣の下での企業価値：300（A 種種類株式の現在価値=B 種種類株式の現在価値=150）

現経営陣にとっての経営権を保有することによる利得：51

買収提案側経営陣にとっての経営権を取得することによる利得：3

この前提では、買収提案側は議決権を有する B 種種類株主に対して 153（150（買収提案側経営の下での B 種種類株の現在価値）+3（買収提案側経営陣にとっての経営権を取得することによる利得））までの提案が可能であるのに対して、現経営陣は 151（100（現経営陣の下での B 種種類株の現在価値）+51（現経営陣にとっての経営権を保有することによる利得））までの提案しかできないので、買収提案側は買

収に成功することになる。したがって、買収提案側が例えば152の提案を行なうとすると、A種種類株の価値は150となるので、企業の価値は、302となる。

以上の例で、一株一議決権原則を前提とすると、企業価値は、議決権制限株式の存在する場合に比べて、小さくなる。

<数値例3-2>

一つの種類の株式のみ発行：剰余金に対する配当請求権：100%，議決権：100%  
 現経営陣の下での企業価値：200  
 買収提案側経営陣の下での企業価値：300  
 現経営陣にとっての経営権を保有することによる利得：51  
 買収提案側経営陣にとっての経営権を取得することによる利得：3

一株一議決権原則の下では、買収提案側は、300（買収提案側経営陣の下での企業価値）+3（買収提案側経営陣にとっての経営権を取得することによる利得）=303までの買収提案が可能となるので、例えば301の提案を行なうことによって、買収提案を成立させることができる<sup>29)</sup>。これは、上記の数値例3-1の下で実現される企業価値である302よりも小さい。したがって、一株一議決権原則の下では、議決権制限株式が存在する場合に比べて、株主は損失を被ることになる。しかしながら、この結論は、前提を変えることによって、変わり得るものである。例えば、現経営陣にとっての経営権を保有することによる利得が51ではなく54であるとの前提の下では、議決権制限株式が存在する場合には、現経営陣は、議決権を有するB種種類株主に対して、150+54=154の提案を行ない得るので、153までの買収提案しかできない買収提案側は買収提案を成立させることができな

いことを予測して買収提案は行なわないことになる。その結果、企業価値は、現経営陣の経営の下における200に留まる。他方で、一株一議決権原則の下では、買収側経営陣は303までの買収提案を行える結果、買収側に経営権が移り、企業価値は議決権制限株式が存在する場合に比べて大きくなる。

以上のように、一株一議決権原則の下でのみ、企業価値を増加させる買収提案が成立する場合もあれば、議決権制限株式の存在するほうが企業価値の増加につながる場合もある。また、買収防衛策として見ると、議決権制限株式の発行は、そもそも買収防衛策として機能しない場合もあれば、企業価値を向上させる買収提案を不成立に導く不適当な機能を果たす可能性がある。ただし、こうした議論は、買収提案による価値の増加、あるいは、現経営陣や買収提案側にとってのみの利得等を株主や取引所等の外部の第三者が明確に了知できることを前提としたものであり、こうした前提は現実的とは考えがたいことに留意する必要がある。また、こうした関係者の利得は、当該企業の置かれた競争条件や技術進歩等の周囲の環境によって、大きく変化していく可能性がある。したがって、同一企業にあっても、ある時点においては、議決権制限株式の存在が企業価値にとってマイナスに寄与する場合であっても、その後の事情の変化により、プラスになることもあること、あるいは、議決権制限株式の発行の時点では買収防衛策としての機能を有していなかったとしても、その後に企業価値を毀損するような不適当な買収防衛策となってしまうこともあることなどに留意する必要がある。

(b) 実証分析

一株一議決権原則が企業価値に及ぼす影響に

かかる実証分析も多数存在しているが、やはり、確たる結論は得られていないものとされている<sup>30)</sup>。他方で、米国等においては、制度上は、議決権制限株式の発行が認められているにもかかわらず、その利用が限定されていることについては、経営陣が多数の株式を保有しているために、経営権維持のために議決権制限株式を発行するまでもないこと、議決権制限株式の価値の評価が困難であること等が理由として挙げられている<sup>31)</sup>。

#### IV. 米国における上場制度の評価と我が国への示唆

上記3(2)において詳述したように、議決権制限株式の存在が必ずしも企業価値を毀損することにならないばかりでなく、議決権制限株式が存在する方が企業価値の増加につながる可能性も存在している。また、実証分析においても、一株一議決権原則と企業価値の関係は明確ではなく、そもそも、議決権制限株式の評価の困難性といった問題等のために、企業価値が影響を受けている可能性があることにも留意する必要がある。

また、議決権制限株式の発行と企業価値の関係については、その時々当該企業が置かれている事情により、異なる可能性がある。したがって、例えば、議決権制限株式の発行の段階で、企業価値に及ぼす影響について判断が可能であっても、時間の経過とともに、そうした判断の結果は妥当しなくなる可能性がある。したがって、議決権制限株式の上場に関しても、その時々々の事情が様々であることを考えると、一律の判断基準を設定することは困難であるものと考えられ、ケース・バイ・ケースで検討して

いかざるをえないものと考えられる。

更に、買収防衛策としての議決権制限株式の発行についても、その時々々の事情等により、そもそも買収防衛策としての機能を果たすどころか、企業価値を毀損させるような買収提案を成立させてしまう可能性すらある。したがって、買収防衛策としての適否の判断についても、議決権制限株式の発行の時点ではなく、実際に買収提案が行われた時点で、個別に検討せざるを得ない面が残ることになる。

したがって、法律や監督当局による規制により、一律に1株1議決権原則の厳格な実現を求めることには、合理性があるとは考えられない一方で、議決権制限株式には、既存の株主の権利を侵害するなど、弊害が生じる可能性があることから、議決権制限株式については、既存株主の権利の侵害には厳しく対応しつつも、基本的には、取引所が個々の企業の状況に応じて、個別の判断を行っていくこととしている現在の米国の上場制度は、合理的なものと評価できるものと考えられる。他方で、こうした不完備契約アプローチには、事前の予見可能性の欠如等の問題が生じることにならざるをえない。このため、米国においては、取引所は、企業に対して、事前の協議を幅広く行うよう求めているところである。したがって、我が国においても、米国のように、既存株主の権利の保護のための規則は取引所において整備する一方で、取引所が実質的にケース・バイ・ケースで個々の議決権制限株式の妥当性を判断することは、合理性があるものと考えられる。

我が国においても、米国の議決権制限株式にかかる上場制度を参考しつつ、取引所が、既存株主の権利保護のための規定の整備を図るとともに、個別の案件に応じて、妥当な判断を行い

うような体制を十分に整えた上で、議決権制限株式の上場を認めていくことが望ましいものと考えられる。

## 注

- 1) 改正前商法第242条
- 2) 平13法128号
- 3) 江頭 [2006], 139頁。
- 4) 経済産業省 [2005], 日本経済団体連合会 [2006]。
- 5) 東京証券取引所上場制度懇談会 [2007年3月27日] 中間報告においては、「原則として議決権種類株式については、新規公開時にもみ認める方向で検討することが適当である。」とされている。その後、東京証券取引所は、2008年4月28日に、既上場会社については無議決権株式を、新規上場会社については、無議決権株式あるいは議決権の少ない株式を議決権のある(多い)株式と同時に上場することを認めるための制度整備を7月を目処に行う旨を公表している。
- 6) Loss L. and Seligman J. [1990], pp. 1833-4. その当時、議決権制限株式を発行している代表的な会社としては、Dodge Brothers 社や Industrial Rayon Corporation 社があった。
- 7) Loss L. and Seligman J. [1990], p. 1835によれば、1925年に、William Ripley ハーバード大学教授が、連邦取引委員会の権限拡大等を求めて行ったスピーチが発端とされている。
- 8) N.Y. Stock Exchange, *Listed Company Manual* ¶308.00.
- 9) Coffee J. [1984], p. 1145, n.339. なお、Loss L. and Seligman J. [1990], p. 1836, note 297では、Cannon Mills 社が1947年に、議決権制限株式を発行したために、NYSEがその償却を求めたものの、Cannon Mills 社は同意せず、1962年に至って上場廃止とした例が挙げられている。しかしながら、Coffee J. [1984], p. 1145, n.339によれば、同社の当該上場廃止の理由は、委任状勧誘を怠ったことによるものであると、議決権制限株式の発行を理由とする上場廃止の例は存在していないとされている。
- 10) Loss L. and Seligman J. [1990], p.1836,note 297では、Ford Motor Company 社の新規上場を認めるためにNYSEが妥協したものと指摘されている。
- 11) Securities Exchange Commission [1988].
- 12) Loss L. and Seligman J. [1990] p. 1838.
- 13) Securities Exchange Commission [1988].
- 14) Securities Exchange Commission [1988] によれば、会社が財務上の危機的な状況に陥った場合まで、議決権にかかる種類株式の発行を禁止するのは、個々の自主規制機関の判断によるものとされるなど、その運用は、個々の自主規制機関の判断によるものとされた。
- 15) いわゆるキャップ制を禁止するものである。
- 16) 株式の保有期間が一定期間を超えると議決権が発生する種類株式を禁止するものである。
- 17) こうした株式交換の提案は、強圧的 (coercive) なものとなって、株主の権利を毀損する可能性があると考えられたことによるものである。
- 18) いわゆる黄金株等を禁止するものである。なお、既存株式と同等の議決権を有する株式の株式配当は問題ないものの、既存株式よりも少ない議決権を有する株式の株式配当は、強圧的なものとなる可能性があるため、個々の自主規制機関が判断すべきとされている。
- 19) Securities Exchange Commission [1988].
- 20) Securities Exchange Commission [1988].
- 21) Gilson R. [1987], p.807; Seligman J. [1986] p.687.
- 22) Securities Exchange Commission [1994].
- 23) New York Stock Exchange, *Listed Company Manual*, 313.00 Voting Rights
- 24) Easterbrook F. and Fischel D. [1991], p.73.
- 25) Black B. and Kraakman R. [1996] では、議決権は経済的なインセンティブとの一致が必要との説明がなされているが、同趣旨であるものと考えられる。
- 26) この問題についてサーベイしたものとしては、最新のものとして、Burkart M. and Lee S. [2007] がある。なお、一株一議決権原則についての議論を我が国に紹介した論文としては、鈴木 [1992a] 及び [1992b] がある。また、最近のものとしては、加藤 [2007] が詳細な紹介を行っている。
- 27) 以下の数値例は、Hart O. [1995], Ch 8に基づく。なお、一株一議決権原則の下でも、フリー・ライダーの問題等のために企業価値を最大化する買収提案が必ずしも成立するわけではない。Grossman S. and Hart O. [1980] 等で示されているように、これは、株主が、多数であるために、買収提案に応じるか否かが、買収提案の成立に影響がないと考えているという前提の下では、企業価値を増加させる買収提案があったとしても、コストをかけて買収提案に応じなくとも、買収提案が成立するとその保有する株式の価値が増加するために、買収提案には応じないことが合理的な行動となって、結果的には、買収提案が成立しないことを指すものである。
- 28) 現経営陣が経営権を保有することで得る利得としては、役員報酬やストック・オプション等の金銭的なもの他にも、非金銭的な例では、当該会社の創業者にとつての創業者としての会社あるいは経済界等における地位や名誉等の有形・無形の利得等が考えられる。買収提案側についても、金銭的な利得以外に、経営権を得ることによる経済界等における地位や名誉等も考えられ、また、創業者グループが内部で対立して経営権を有しているグループに対して対立するグループが買収提案を行う場合等も考えられよう。
- 29) ここで、買収提案側が、300以下の提案を行なうと、買収提案が成立すると予測する株主であっても、買収提案に応じなくとも買収後の価値が300となることを予期して、買収提案には応じないため、その結果として、買収提案が成立しなくなるので、300よりも大きな提案が必要となる。
- 30) 最近のサーベイ論文としては、Adams R. and Ferreira D. [2007] がある。
- 31) Seligman J. [1986].

## 参考文献

- 江頭憲治郎 [2006], 『株式会社法』, 有斐閣。
- 加藤貴仁 [2007] 『株主間の議決権配分』, 商事法律務。
- 経済産業省企業価値研究会 [2005年10月18日] 議事要旨 (第11回)。
- 鈴木隆元 [1992a] 「アメリカにおける一株一議決権原則(一)」『法学論叢』131 / 1
- [1992b] 「アメリカにおける一株一議決権原則(二・完)」『法学論叢』131 / 4
- 日本経済団体連合会 [2006年12月12日] 『M&A 法制の一層の整備を求める』
- Adams R. and Ferreira D., One Share [2007], “One Share, One Vote: The Empirical Evidence,” *ECGI-Finance Research Paper Series 177/2007*, European Corporate Governance Institute Finance. ([http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=987488](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=987488))
- Black B. and Kraakman R. [1996], “A Self-Enforcing Model of Corporate Law”, *109 Harvard Law Review*.
- Burkart M. and Lee S. [2007], “One Share-One Vote: The Theory,” *ECGI - Finance Research Paper Series 176/2007*, European Corporate Governance Institute. ([http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=987486](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=987486))
- Coffee J. [1984], “Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer’s Role in Corporate Governance,” *84 Columbia Law Review*.
- Easterbrook F. and Fischel D. [1991], *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press.
- Gilson R. [1987], “Evaluating Dual Class Common Stock: The Relevance of Substitutes,” *73 Virginia Law Review*.
- Grossman S. and Hart O. [1980], “Takeover Bids, the Free-Rider Problem and the Theory of the Corporation”, *Bell Journal of Economics* 11(1).
- Hart O. [1995], *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Oxford University Press.
- Loss L. and Seligman J. [1990], *Securities Regulation, Third Edition, Volume IV*, Little, Brown and Company.
- Securities Exchange Commission [1988], *Voting Rights Listing Standards Disenfranchisement Rule*, 53 FR 2637 [Release No. 34-25891].
- [1994], *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*, 59 FR 66570 [Release No. 34-35121],
- Seligman J. [1986], “Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy,” *54 George Washington Law Review*.

(ジャスダック証券取引所顧問)