

**公開会社における議決権コントロールの柔軟化に関する一考察
- 証券取引所によるコーポレート・ガバナンス関与の今日的意義 -**

木村芳彦

東京大学大学院法学政治学研究科

2005年1月

目次

はじめに	3
1．序（証券市場とコーポレート・ガバナンスの接点）	3
2．問題意識	4
3．本稿の視点	5
4．検討の順序	7
証券市場におけるコーポレート・ガバナンス一般に対する期待	7
1．証券市場からの要請	8
2．従来の証券取引所によるコーポレート・ガバナンスへの関与	9
3．証券取引所によるコーポレート・ガバナンス関与への抵抗感	10
新たな側面（議決権）からのコーポレート・ガバナンス関与の模索	11
1．一株一議決権原則の理論的背景	12
2．今日における一株一議決権原則の射程は？	13
（1）一株一議決権の強行法的な性質への疑問	13
（2）一株一議決権原則の再考へ	14
各国の制度からの検討	15
1．米国の制度	15
（1）一株一議決権原則の歴史的展開	16
（2）差別的な議決権に対する評価	18
（3）米国における議論からの検討	20
2．ドイツの制度	23
（1）KonTraG 法成立以前の議論	24
（2）一株一議決権原則の厳格適用（KonTraG 法成立）に係る議論	25
（3）ドイツにおける議論からの検討	25
3．フランスの制度	28
（1）制度の概観	28
（2）評価・検討	28
上場会社のコーポレート・ガバナンスへの関与の拡大に向けて	29
1．規制の方向性について（自主ルールに注目）	30
2．現行自主ルールの評価及び検討	31
（1）会社が発行する株式の議決権構成（voting structure）への対応	32
（2）差別的な議決権株式の上場について（参考）	36
3．証券取引所の株式会社化における議論との関係	40
4．まとめ	41
おわりに	42

はじめに

1. 序（証券市場とコーポレート・ガバナンスの接点）

コーポレート・ガバナンスの最大の課題は、会社の業務執行を付託された経営者がその本旨に則って業務執行を行うように監視するという「経営監視機能」をどう働かせるか、という点にあるとされる¹。経営者のこうした権限は株主に選任されたことに基づくものであり、その目的のためには選任された取締役を通じて経営監視が行われることが予定されている。したがって、経営監視は最終的に株主の議決権行使を通じて実現されるものであるが、コーポレート・ガバナンスが問題とされるのは事実上大規模な上場会社に限られており、上場会社においては、潜在的な株主ともいえる投資者の投資判断が経営監視に大きな役割を果たすこととなる。

一方、証券市場は公正な売買と円滑な流通を通じて、企業の資金調達と国民の資産運用を結び付けるという極めて重要な役割が期待されている²。会社側からすれば、上場することによって投資者に資本回収の「場」を提供することとなり、必要に応じて新しい資金調達を効率的に行うことを可能とするが、資金調達という便益を享受する代わりに、証券市場による経営チェックを受けることとなる。このチェック機能により、例えば、個々の会社経営の現状や将来に不満・不信があれば、株主は自身の保有株を売却するなどの行為に及び、証券市場での価格形成を通じて経営者を牽制することができる。いわゆる EXIT の手法であり、米国ではこれを Wall Street Rule と呼ぶようであるが、これは、証券市場がコーポレート・ガバナンスに影響力を行使する経路とも言い換えることができよう³。広い意味で、コーポレート・ガバナンスは、この Wall Street Rule どおりに行動すれば大幅に株価が下落し、自らの資産を減価させかねないまでに成長した機関投資家が先頭に立って推進してきたといわれるが、証券市場には本質的に同様の機能が備わっていると見ることができる⁴。もし、我が国のコーポレート・ガバナンスに弱みがあるとすれば、この証券市場による経営監視の点にあるとも考えられる⁵。この視点は、会社の内部機関に直接関わるものではないが、長期的見地に立てば十分検討に値するものと考ええる。

¹ 神田秀樹『会社法』99頁（弘文堂・第5版・2004）参照。龍田節「日本のコーポレート・ガバナンスの基本的問題」商事1692号4頁（2004）では、米国で起きたエンロン事件の衝撃が大きい理由の一つとして、会社の経営監視機構のあり方と外部からそれをチェックする資本市場の効率性の両面において機能していなかったことを指摘する。

² 証券市場を経済的にみれば、企業の資金調達コストを決定することによって、限りある金融資源を適正に配分するという国民経済的に重要な機能を有する発行市場と、資金調達者にとって資金調達が円滑にすすめる媒介をなすとともに、国や企業の経済運営のシグナルを与える機能を有する流通市場に分けることができる（近藤光男=吉原和志=黒沼悦郎『証券取引法入門』1-3頁（商事法務・新訂第2版・2003））。

³ 水口宏「経営コントロールに関わる株式市場と機関投資家の役割」ジュリ1050号101頁（1994）、加護野忠男「日本におけるコーポレート・ガバナンスの制度的課題」商事1535号13頁（1999）等

⁴ 岸田雅雄「コーポレート・ガバナンス改革と証券市場」企会50巻4号51頁は、証券市場によるコーポレート・ガバナンスが確立されるには、市場が完全競争市場として機能することが重要であるとし、そのためには、投資家における市場での自己責任原則が貫かれるように情報開示の徹底と不正取引の防止が徹底されることが必要であると主張する。

⁵ 龍田節『会社法』144頁（有斐閣・第9版・2003）参照

2. 問題意識

本稿では、証券取引所による上場会社のコーポレート・ガバナンスへの関与の今日的な意義について検討する。この点に注目したのは、前述のとおり、証券取引所が運営する証券市場とコーポレート・ガバナンスの間に密接な関係が存在していることに端を発しているわけであるが、より具体的な問題意識は次の2点にある。

第1に、証券市場を取り巻く環境の変化である。現在、我が国証券市場は、株式の持ち合い解消が進む一方で、「もの言う株主」の台頭にもみられるように、機関投資家をはじめとして議決権を通じて経営への牽制を強めることを念頭に投資活動を行う傾向にある⁶。加えて、経済のグローバル化・IT化も急速に進展し、上場会社としても自社のガバナンスを国際社会に対して明示すべく説明可能なものとするべき環境に変化しつつあるように思われる。さらに、先の商法改正では委員会等設置会社制度が導入され⁷、ガバナンスシステムに関する制度間競争がみられるなど⁸、上場会社が自社のガバナンスのあるべき姿について再考する絶好の時期が到来しているといえるのである。こうした環境下において、証券取引所による上場会社のコーポレート・ガバナンスへの関与について検討することは、上場会社が自身の株主・投資者の位置付けを問い、会社経営のあり方を再考する機会を提供することにつながるだけでなく、ひいては上場会社の投資魅力の回復・向上を通じて証券市場を一層活性化させる契機にもなると考えられるのである。実際に、証券取引所の最近の政策からも特に注力しているテーマであることがうかがえる⁹。また、経済のグローバル化などの影響に加え、金融技術なども進展の速さを増すなど刻々と変化し続ける証券市場にあっては、法規制だけでなく、より現場主義的で機動的に対応可能な証券取引所による自主ルールを組み合わせたほうが直感的にも実効性が高まるように思えるのである。

第2に、諸外国の証券取引所における関与レベルとの格差の存在である。米国ではエンロン事件を契機に企業改革法（Sarbanes-Oxley Act of 2002）が成立し、ニューヨーク証券取引所（以下、「NYSE」という。）などでは上場基準によってコーポレート・ガバナンスの一層の強化を図っているが¹⁰、我が国の証券取引所ではこうしたミニマムスタンダードを前面に打ち出すような明確な政策は採っていない。また、ロンドン証券取引所（以下、「LSE」という。）では上場会社としての最善規範を上場基準の別添の形で提示し、それに基づく開

⁶ 年金総合研究センター編「機関投資家の株主議決権行使とコーポレート・ガバナンス」別冊商事法務 274号巻頭 1-2, 95-96頁（2004）等。現在は、EXIT（株式売却を通じた市場規律）からVOTE（議決権行使による直接的な行動）による手法が主流となりつつある（米澤康博=橋本基美「新たな局面を迎えたわが国機関投資家による議決権行使」証券アナリストジャーナル 40巻5号6頁（2002））。

⁷ 商特1の2等

⁸ 江頭憲治郎『株式会社・有限会社法』420頁（有斐閣・第3版・2004）

⁹ 例えば東京証券取引所では、2000年に全上場会社に対してコーポレート・ガバナンスの充実を要請し、それ以後、ガバナンス関連の情報開示の充実や啓蒙活動に一層力を注ぎ始めた。最近では、「東京証券取引所上場会社コーポレート・ガバナンス原則（2004.3.16, <http://www.tse.or.jp/listing/cg/governance.pdf>）」が公表されている。

¹⁰ NYSE等の対応については、太田洋=佐藤丈文「米企業改革法とNYSE・NASDAQ新規則案の概要〔中〕」商事 1640号 37頁以下（2002） 淵田康之=大崎貞和編『検証 アメリカの資本市場改革』48頁以下等参照。

示又は釈明を要求するなどの手法が採られているが¹¹、制度間競争の最中にある我が国でそうした手法を採ることも困難な状況にあるともいえる。しかしながら、証券市場が上場会社に対して期待するコーポレート・ガバナンスの充実の度合いが国によって大きく異なることは到底考えにくいのである。各国の法制度等の違いから関与内容・手法も様々であろうが、我が国でも、証券市場におけるコーポレート・ガバナンスを通じた上場会社の質の向上が投資魅力を維持・向上させるという論理を正当化するためにも、このテーマは検討に値するものと考ええる。

3. 本稿の視点

本稿では、「議決権」をひとつの視点として検討を進める。一般に、コーポレート・ガバナンスの領域は広いと思われるが、会社が発行する株式の議決権について、その議決権の構成(voting structure)次第では、会社の支配権の移動をコントロールする基本的な手段となりえるとともに、一般株主による経営監視への介入の余地が狭められることが想定されるなど経営陣による濫用につながるおそれがあることから、議決権の構成もコーポレート・ガバナンスとの関係では重要な位置付けにあるものと考えられる¹²。このコーポレート・ガバナンスと議決権の関係を踏まえつつ、今回、特に議決権からのアプローチに注目する理由は以下の3つに集約できる。

第1に、証券市場による経営監視に焦点を当てたときに、最近の我が国において、経営者の行動に大きな影響を与えそうな事象が存在するからである。それは一株一議決権原則¹³の強行法的な性質に対する揺らぎである。昨今の一連の商法改正によって種類株式制度等が大幅に拡充され¹⁴、議決権や配当等に係る種類株式の自由かつ多様な商品設計が可能となったわけであるが¹⁵、その一方で、従来の一株一議決権原則の強行法的な性質が揺らいでいるようにも感じられるのである¹⁶。この改正を議決権と出資の比例関係からの乖離を容易に

¹¹ Financial Services Authority, The Listing Rules §12.43A。2001年に実施された行政組織改編により、現在、LSEの上場審査機能は金融サービス機構(Financial Service Authority)に移管されている。

¹² 近藤光男「コーポレート・ガバナンスと株主の権利」東京株式懇話会会報561号32-33頁(1998)参照

¹³ 商241。有限会社の社員も同様に出資一口につき一個の議決権を有する。ただし、有限会社では、定款で別段の定めをなすことを許容している(有39)。

¹⁴ 平成13年改正(平成13年法律第128号)では、株式制度の見直しとして、新株予約権制度の創設に加え、種類株式制度では、それまでの無議決権株式と配当優先の関係がなくなった。議決権制限株式も、それまで許容されていた一切の総会決議事項につき議決権がない株式(完全無議決権株式)に加え、特定の決議事項についてのみ議決権を有する株式(一部議決権制限株式)も認められた(商222)。その他、議決権制限株式の発行限度枠も、発行済株式総数の3分の1から2分の1へ拡大した(商222)。平成14年改正(平成14年法律第44号)では、定款による株式譲渡制限をした会社に限り、種類株主総会により取締役・監査役を選任できる株式も認められている(商222)。なお、現在、検討中の会社法制の現代化に関する要綱案においても、種類株式関係については様々な改正提案がなされている(「会社法制の現代化に関する要綱試案」第四部 株式会社・有限会社関係 第三 株式・持分関係 7種類株式 参照)。

¹⁵ 共益権・自益権を問わず株主権の内容の定め方についての大幅な任意法規化がなされたともいえる(宍戸善一「種類株式制度の自由化」ひろば55巻4号24頁(2002))が、一株一議決権については原則と例外が逆転した感さえある。

¹⁶ 詳細については第3章第2節第1款参照。一株一議決権原則の変容に対する指摘として、鈴木隆元「種類株式の多様化」ジュリ1220号24頁(2002)、山田泰弘「種類株式」法教258号11頁等。

するものとみると、会社にとって少額の出資で支配権を獲得することの可能性が増大し、ここに何らかの規制を設ける必要があるのかどうかを議論する余地が生じるなど、議決権の割り振りの観点から経営監視の手法等にも多大な影響を及ぼすものと思われる。こうした状況への対応として、証券市場における投資者保護の観点と併せて、コーポレート・ガバナンスとの関係について検討することは不可欠であると考えられる。

第2に、この種類株式制度等の拡充は、主としてベンチャー企業の育成を目的に行われたものといわれるが¹⁷、未上場のベンチャー企業だけに適用されるわけではなく¹⁸、上場会社にもその門戸を広げている点が注目される。したがって、例えば、この制度の利用次第では昨今勢いを増しつつある新興企業市場¹⁹における更なる活性化につながることも考えられるのである。上場会社は、資本市場を利用して多数の一般投資者から広く資本を調達していることに鑑み、上場会社にとってこの制度の活用はコーポレート・ガバナンスにも直接関係する問題である²⁰。議決権の構成については、上場会社自身の創意工夫に委ねることを法が認めたと解釈できるので、当該株式の活用に当たり、一般投資者が許容するかどうかは、基本的には上場会社とニーズが合致するかどうか、いわばお互いの合意に委ねられることとなる。しかし、経営者による議決権コントロールの影響如何によっては、証券市場における経営監視が強調されなければならない場面が出現してくる可能性は否定できず、あらためて経営監視機能の意義がクローズアップされるとも考えられるのである。この点について、法が何らかの制限を事前に課すべきかどうかは別にして、証券市場の運営者である証券取引所が何らかの方向性を示す正当性までは否定されないように思えるのである。

第3に、証券取引所による上場会社のコーポレート・ガバナンスへの関与について、海外では、議決権の構成についても多様な関与例がみられるのに対して、我が国ではそうした観点からの具体的関与がなされている状況にはないといって等しく、大きな温度差が生じている点である。例えば、NYSEでは議決権政策について明示しているわけであるが²¹、我が国では商法改正により議決権配分の柔軟化がなされたにもかかわらず、証券取引所では

¹⁷ 穴戸・前掲注(15)24頁

¹⁸ もっとも、平成14年商法改正により導入された種類株主総会による取締役等の選任が認められる株式の発行は、株式譲渡制限会社に限定されており(商222)、上場会社は事実上利用できない。対象を譲渡制限会社に限定することに反対するものとして、穴戸善一「種類株式、ストック・オプション等の自由化」ジュリ1206号44頁(2001)。

¹⁹ ベンチャー企業を中心とした将来性のある新興企業に、資金調達の場を提供することを目的とした市場。1999年から2000年にかけて、東京証券取引所ではマザーズ、大阪証券取引所ではナスダック・ジャパン(現ヘラクレス)、名古屋証券取引所ではセントレックス、札幌証券取引所ではアンビシャス、福岡証券取引所ではQ-boardという新興企業市場が順次開設された。新興企業市場では、会社の将来性・ビジネスの新規性・競争優位性に重点をおいているため上場基準は緩いものとなっているが、四半期決算の報告が義務付けられるなど、投資家に対する情報開示を積極的に行っている。

²⁰ 山下友信「会社法の改正課題 企業金融分野を中心として」東京株式懇話会会報597号8頁(2001)。また、穴戸・前掲注(15)24頁によれば、種類株式制度の自由化によって、コーポレート・ファイナンスの手段の多様化が可能になったと同時に、コーポレート・ガバナンスの自由な設計が可能になったとしている。

²¹ NYSE, Listed Company Manual Section 3 Corporate Responsibility 313.00 Voting Rights

そうした動きに対しても明確なアクションをとっていないのが現状である。したがって、こうした海外の例から、議決権配分の柔軟化の背景やその効果等を検討し、我が国の現状に照らすことで、我が国証券市場にも有益な示唆が得られるように思われるのである。従来、上場会社のコーポレート・ガバナンスに一定の関与をしてきた我が国証券取引所にとっても²²、新たな側面からコーポレート・ガバナンス関与の途を開く可能性が大いに存在するとも考えられる²³。

4. 検討の順序

本稿では、証券市場におけるコーポレート・ガバナンス一般に対する期待について確認するところから始めたい。なぜなら、そうした期待が証券取引所による関与を正当化することにつながるとも考えられるからである。まず、証券市場からは一体何が要請されているのか、また、証券取引所では従来どのような関与がなされてきたのか、関与の是非に係るこれまでの議論と併せて整理する。

次に、証券市場における経営監視の観点から、一株一議決権原則の背後にある要請、変容等について、さらには、経営者による議決権コントロールの効果等について、諸外国で多くの議論の蓄積があるのでそれらを参考に検討を進める。我が国でも、法的に会社が議決権を柔軟に構成することが現実的になったことから、議決権配分の設計等に関する規制の必要性の有無やその手法等について議論すべきであり、その出発点として、一株一議決権原則の再考は避けて通れないと考える。また、海外では、一株一議決権原則からの逸脱を許容しようとする米国と、厳格に適用すべきという方向にあるドイツの例が対極にあり、一方、企業へのコミットという若干異なる視点からフランスの制度も興味深いところであり、それらを題材として今日の我が国における一株一議決権原則の射程やそれに対応した規制の必要性等について考察する。

そして、以上の議決権コントロールに関する検討から、主に議決権の構成に係る現行の我が国証券取引所の自主ルールの評価・課題等を分析し、証券取引所によるコーポレート・ガバナンスへの関与の今日的意義について若干の検討を試みることにする²⁴。こうした検討からは、証券取引所によるコーポレート・ガバナンス関与の拡大の可能性等について有益な示唆を得ることができるものと思われる。

証券市場におけるコーポレート・ガバナンス一般に対する期待

²² 前掲注(9)参照

²³ 永田伯治ほか「商法改正とファイナンスの変容(5) 種類株式の自由化と関連する制度改正(上)」商事1630号27頁(2002)

²⁴ 市場運営者による関与を示唆するものとして、黒沼悦郎「公開会社における種類株式・新株予約権の効用と問題点」民商126巻4・5号445頁(2002)、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』328頁(商事法務研究会・2003)、宍戸・前掲注(15)24頁などが挙げられる。なお、本稿で対象とする証券取引所の規制等については、主に東京証券取引所を参考として考察を進めていく。

1. 証券市場からの要請

証券市場がコーポレート・ガバナンスに期待をよせるのは、企業がコーポレート・ガバナンスに取り組むことによって、株主価値や企業価値が増大し、それが投資魅力の向上につながると証券市場が認識しているからではないだろうか²⁵。事実、コーポレート・ガバナンスについては、株主利益論やステークホルダー論が何かにつけて紹介されがちであるが²⁶、いずれにせよ株主や投資者を強く意識した経営が求められるということには変わりないといえる。その中で、証券市場が期待するのは、以下のとおり、健全性・効率性であり、それらを投資者に担保する意味での公正性・透明性に集約されると考える。

まず、我が国のガバナンス論議は、企業倫理の劣る経営をいかに防止するかという観点から始まっているともいわれており²⁷、投資者保護の面からも企業不祥事の再発を防止するといった健全性を確保する目的があることは確かであろう。この健全性確保については、違法なことをしてまでも利益は追求しないという市民法理に基づくとはいえるし、企業の社会的責任の一環としても捉えることができるかもしれない²⁸。また、経済のグローバル化等が進展すると、迅速かつ弾力的な経営が求められ、経営者に様々な権限を付与したりして効率性を追及すべき方向に向かうことになる。現在は、まさにその流れにあり、先般の商法改正による委員会等設置会社の導入にもうかがえるところである²⁹。

²⁵ コーポレート・ガバナンスは企業がパフォーマンスを高め、事業の繁栄を促進するために重要であるといわれている（Committee on Corporate Governance: Final Report, (1998)）。上村達男『会社法改革』119頁（岩波書店・2002）では、コーポレート・ガバナンスを改善しないと証券市場はよくなるまいという認識のもと、公開会社において定款自治をあまり広く認めるべきでないという主張を展開するなど、大企業に対する規制強化を謳っている。一方、逆の立場を主張するものとして、江頭憲治郎「講演 コーポレート・ガバナンスに関する諸課題」生命保険論集 143 巻 27 頁（2003）は、証券市場の発展がコーポレート・ガバナンスを後押しする論を展開している。

²⁶ 新井富雄「日本企業のコーポレート・ガバナンス再構築」知的資産創造 10 巻 5 号 51 頁（2002）によれば、「会社は株主のものである」という考え方が定着している米国などでは、コーポレート・ガバナンスは、株主利益の最大化のために企業の意思決定に影響力を行使する手段・方法・制度なども含む概念と捉えられている一方、我が国では、「会社は株主の利益だけでなく社会全体に責任を負っている」との考えに基づき、株主をステークホルダーの一つとみなして、会社の繁栄やステークホルダー間の長期的信頼関係に強い関心を示す傾向にあるとしている。もっとも、世界的に必ずしも統一された考え方があるわけではなく、各国・各企業において追求されていくべきものであると考える。

²⁷ 経済団体連合会コーポレート・ガバナンス委員会「わが国公開会社におけるコーポレート・ガバナンスに関する論点整理（中間報告）」（2000）

²⁸ 日本政策投資銀行設備投資研究所「コーポレート・ガバナンス改革の現状と課題-経営機構改革の具体例の検討、内部統制システム等に関する考察を中心として-」経済経営研究 24 巻 5 号 16 頁（2004）。最近では、違法経営が社会的に明らかとなり、結果、企業業績が不振に陥ったり、会社の株価が急落したりという現象も珍しくなく、その意味で、企業の健全性は、効率性ともつながっているとも指摘する。

²⁹ 委員会等設置会社の取締役会は、業務執行の決定を自らが選任した執行役に対し大幅に委任できる。一般の株式会社においては、業務執行の決定の多くを取締役会が行わねばならず、しかも取締役会が通常多数で組織されているため、迅速な業務執行の決定が難しいのに対し、委員会等設置会社の形態をとると、執行役の業務執行の決定方法に法規制はないので機動的な決定が期待できる（江頭・前掲注(8)422頁）。特に部門が多岐にわたる大会社では大胆なオフィサーへの権限委譲が必要となっている面があり、メインバンクの影響力が低下傾向にある状況も併せて考慮すると、株主や投資者のために最善の努力をつくすことを経営者の自主性にのみ期待するのは困難であり、監督機能を強化していこうとする現在の流れは望まれる方向性の一つであろう。実際に、実効性を高めるために、法制度の枠を超えて自社の事情に即したチェック体制を構築している企業も増加傾向にある（東京証券取引所上場部「コーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査結果について」（2003）参照）。

以上のことから、企業の健全性、効率性の確保はコーポレート・ガバナンスの重要な柱であることが確認されるわけであるが³⁰、こうした期待を達成していくために、証券市場において、より重視される位置付けにあるのが公正性や透明性の確保であると考えられる。諸外国をみるに、今後、我が国でも法制度は頻繁に変化し続ける時代を迎えると予想されるが、その中で公正性は、グローバルな資金調達を行う環境下において、各国の投資者から理解される公正さであるべきといえる。企業は当然ながら利潤追求が目的であるが、その過程が透明かつ公正であることが投資判断を行ううえで重要であることはいうまでもない³¹。また、最近では企業の選択の自由を認める方向にもあり、当然それには責任が伴う。つまり、株主や投資者に対する説明責任にも注目が集まる状況にあるといえる³²。

したがって、証券市場では、健全性・効率性とそれを維持するための公正性・透明性の観点からは、コーポレート・ガバナンスへ関与することが正当化されるといえる。

2. 従来の証券取引所によるコーポレート・ガバナンスへの関与

証券市場からの要請に対し、その証券市場を管理・運営している証券取引所の機能からも、コーポレート・ガバナンスが大きな柱の一つとなっていることがうかがえる。証券取引所の機能には、歴史的にみても、いわゆる「場」の提供³³や自主規制に係る機能³⁴を有しているが、それらに加えて、NYSEなどで比較的以前よりみられる「上場会社のコーポレート・ガバナンスの支援」が第三の機能として存在しているといえる³⁵。これは、法制度の枠組みが異なる米国と単純に比較することはできないが³⁶、この機能も併せて有しているのが諸外国の証券取引所の現状である。

我が国では、従来、法制度によりコーポレート・ガバナンスに係る対応を図ってきたが³⁷、

³⁰ 江頭・前掲注(8)42頁

³¹ 株価は、会社及び会社を巡る諸環境に関する情報を用いて形成される将来予想に基づいて決定される。公正な価格形成の確保のためには、競争力を弱めるおそれがない限り当該会社に関わる情報を証券市場に提供すべきである。

³² 昨今の法制度改革は、いわゆる事前規制から事後規制にシフトし、経営の事前的な自由が広がる方向にある。委員会等設置会社の採用や従来型の会社への重要財産委員会の採用、あるいはファイナンス分野におけるストック・オプション付与、自社株取得の自由化などにみられるが、こうした選択肢が広がると、投資者側ではそれに伴う説明を求めるわけであり、ここで説明責任が生じることとなる。証券市場ではそのツールとして開示制度が存在する。

³³ 昔は、売買のマッチングを行う物理的な場所を意味し、これが最も基本的な機能を果たしてきた。現在では、物理的な「場」としての意義は薄れたが、流動性の提供、価格発見機能を有しているという点については変わらないといえよう。

³⁴ ここでいう自主規制は、証券取引所に参加する証券業者（現在の「取引参加者」）に対する自主規制である。

³⁵ 神田秀樹「証券法制の変化と証券取引所の役割」東京証券取引所総務部編『証券市場の課題と展望：東京証券取引所創立50周年記念』8-11頁（東京証券取引所・1999）

³⁶ 州が会社法の制定権限を有する米国では、上場企業全体に適用されるコーポレート・ガバナンスのルールが求められた場合、証券取引所がそれに関与したり、当局が証券取引所の規則を利用したりしたことには、それなりの理由があったといえる（梅本剛正「上場規則とコーポレート・ガバナンス」甲南法学41巻3・4号278頁（2001））。

³⁷ 「株式会社の監査等に関する商法の特例に関する法律」では、一定規模以上の会社について特別の規定を設けるなどの対応がなされてきた。

こうした対応が永続的なものかは疑問の余地がある。また、ガバナンスの設計は、本来、各社の自発的な取り組みに委ねられるべきものとも考えられるが、ガバナンス構造の最適設計のために周到な調査・研究を行っても、他の企業に真似られる可能性があり、個々の企業には多大なコストをかけるインセンティブが存在しないため³⁸、証券取引所がコーポレート・ガバナンスに関するルールを提供することには一定の意義があるとも考えられる。

実際に、各国の証券取引所では様々な関与例がみられ、代表例としては、前述のとおりNYSEでは上場基準にミニマムスタンダードを盛り込み、上場会社にその採用を義務付けしており、また、LSEでは上場会社としての最善規範に基づく開示又は説明を要求する手法が採られ³⁹、いずれもコーポレート・ガバナンスに関して市場独自の基準を明確に打ち出しているといえる。このような政策には、市場競争力の観点から、証券取引所がコーポレート・ガバナンスに関与することによる市場の質の向上がインセンティブとなっている面も否定できないであろう。

一方、我が国では、従来の日本企業は証券市場を個別企業とは一種隔絶したものとして捉えてきた傾向があり、自らが市場の一部であることを強く自覚していなかったともいえる。我が国証券取引所でも最近になってコーポレート・ガバナンスに関する原則を公表するなど⁴⁰、ようやくガバナンス政策に本腰を入れ始めた段階である⁴¹。もっとも、現行の証券取引所の制度面に注目すれば、上場審査基準等の適格要件の具体的範囲はコーポレート・ガバナンスで問題となる範囲と重なっているともいえよう⁴²。

3. 証券取引所によるコーポレート・ガバナンス関与への抵抗感

一方、証券取引所による上場会社のコーポレート・ガバナンスへの関与については、そ

³⁸ 金本良嗣「総括コメント3」三輪芳朗ほか編『会社法の経済学』502頁（東京大学出版会・2000）

³⁹ 第1章第2節参照。英国におけるコーポレート・ガバナンスの展開については、日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編『コーポレート・ガバナンス 英国の企業改革』（商事法務研究会・2001）が詳しい。最近では、2003年1月のヒッグス報告書（Derek Higgs, Review of the role and effectiveness of non-executive directors（2003））を受けて、統合規範が全面改訂されている（<http://www.frc.org.uk/documents/pdf/combinedcodefinal.pdf>）。

⁴⁰ 東京証券取引所・前掲注(9)。小林和子「市場とコーポレート・ガバナンス」証券レビュー44巻4号95頁（2004）によれば、当該原則はいずれの強制力も有しないが、強制力の有無についてのコメントを構成上狭義の原則内に組み込まなかったことで、近い将来に原則自体の改訂を展望するとともに、原則の性格を変えることを暗示していると指摘する。

⁴¹ 我が国証券取引所が、上場会社に対してコーポレート・ガバナンス・スタンダード等の制約を課してこなかったのは、こうした規整は商法によるべきとする暗黙の慣行があったからと考えられる一方、米国の証券取引所では、歴史的にも会社法を補完するようなルールを定めるべきとのスタンスがあったとされる（『デットとエクイティに関する法原理についての研究会』報告書」金融研究20巻3号59頁（2001））。

⁴² 東京証券取引所では、株券上場審査基準4などによる形式要件の数値等に適合することを要するほか、同基準2における「企業の継続性及び収益性」「企業経営の健全性」「企業内容等の開示の適正性」等の適格要件をも満たす必要がある。その他にも、優先株式に関する特例、子会社上場や新興企業市場に係る基準などは特にコーポレート・ガバナンス問題に接近するものといえよう。また、上場後は、タイムリーディスクロージャーの充実の観点から「上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則」を遵守することとなっているなどもそうした問題に密接に関連したものであるといえる。もっとも、証券取引所が上場会社のコーポレート・ガバナンスについて強い主張をすることを望むなら、上場基準に直接組み込むことが最も効果的であることはいうまでもない。

れを否定する見解も根強く存在する。それは、コーポレート・ガバナンスは、各社がその内部の経営者によって機動的、自主的に対応するものであって、証券取引所がその義務付けや推奨をすべきでないという主張に基づくものであり⁴³、企業のパフォーマンスとコーポレート・ガバナンスの関係の不明確さ⁴⁴、遵守コストの存在などから派生する、証券取引所がコーポレート・ガバナンスに関与するインセンティブの不明確さから導かれるものである⁴⁵。この点について、情報開示や企業運営に係るルールが充実した今日では、証券取引所が関与するインセンティブに欠ける、株主の分散が著しい公開会社は非公開会社と異なるルールが必要ともいえるが、その主体を証券市場の運営者に委ねることとは次元の異なる話である、証券取引所の自主ルールに比べ法規制のほうが強力なエンフォースメントを期待できるので、その観点から法整備をすれば足りる、といった否定的な見解が展開される⁴⁶。

いずれにしても、経営者の監視のアプローチの手法、そのアプローチに対するインセンティブやパフォーマンスとの関係などが焦点となっているようである。

新たな側面（議決権）からのコーポレート・ガバナンス関与の模索

前章より、証券取引所による上場会社のコーポレート・ガバナンスへの関与については賛否両論がある一方、証券市場からの要請が存在することも確認された。ただ、ここで議論が収束しないのは、証券市場の要請に対するアプローチを企業が自主的に行うべきか、何らかの規制のもとに実践すべきか、また、その対象範囲はどうすべきか、といった点が明確になっていないからであるともいえよう。もっとも、本稿で対象とする議決権に関連しては、そうした議論に至る前に、昨今の我が国における議決権を巡る新たな動きの中で、そもそも何が懸念されるのかを明らかにしておく必要があるように思われる。この点を明確にした上でないと、どのようなアプローチが望ましいかという議論に展開しないからである。

そこで本章では、その導入部分として、一株一議決権原則の歴史的な背景を明らかにするとともに昨今の議決権コントロールの柔軟化に対する評価等についての分析から今日における一株一議決権原則の再考の必要性について検討する。

⁴³ 経済団体連合会コーポレート・ガバナンス委員会・前掲注(27)、東京証券取引所上場会社コーポレート・ガバナンス委員会第8回議事要旨発言（<http://www.tse.or.jp/listing/cg/giji/08.pdf>）等参照。我が国では、経済界などからは証券取引所による上場会社のコーポレート・ガバナンスへの関与について否定的な声が多く、昨今の東京証券取引所によるコーポレート・ガバナンス原則についても強制力をもたないということで決着をみた背景がある。

⁴⁴ 取締役会の独立性の観点からコーポレート・ガバナンスと企業のパフォーマンスの関係が不明確であると指摘するものとして、Sanjai Bhagat and Bernard Black, *The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance*, 54 *Bus. Law.* 921 (1999)。

⁴⁵ 梅本・前掲注(36)269-71,278-79頁。NYSEは、コーポレート・ガバナンスに関する上場基準が一般投資家を惹き付けるうえで有利であるとし、これを市場間競争において優位に立つ手段として維持、強化してきたとする一方で、証券取引所自身のモチベーション以上に世論や当局など外部からの圧力が大きく影響したものであり、副次的な結果に過ぎない可能性についても示唆している（Douglas C. Michael, *Untenable Status of Corporate Governance Listing Standards Under the Securities Exchange Act*, 47 *Bus. Law.* 1468-71,1476-77 (1992)）。

⁴⁶ 梅本・前掲注(36)278-80頁

1. 一株一議決権原則の理論的背景

我が国では、従来、一株一議決権原則は商法において明文で規定された強行規定であり⁴⁷、法が特に定めた場合を除いて、定款によっても変更することはできないと解されてきた⁴⁸。これは、一般に株式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実益、機能を有するといわれる株主平等原則を具体的な形で表現したものと考えられており⁴⁹、実際に、議決権は株主が危険資本に対する出資額に比例して付与されるべきものとされている⁵⁰。この点については、持株数が多く、リスク負担の大きい株主ほど会社の進むべき方向について大きな利害関係を有しており、こうした株主に対して、その負担に比例した議決権を与えることで合理的な意思決定がなされる蓋然性が高くなる一方で⁵¹、これが維持されなければ、経営陣が会社の支配権を固定化することに対する懸念が広がることから⁵²、当該原則は、出資に比べて過大な議決権が特定の株主に付与される可能性の排除や、リスクを十分に引き受けない経営者による不正経営の防止の観点から、その意義が認められてきたものといえそうである。つまり、出資の額が伴わないにもかかわらず、特定の者に議決権が集中・固定化されることや、経営者が自らに都合のいいように支配権を維持することを防ぐといった機能を有しているということである。また、コスト・ベネフィットの側面から当該原則に着目すると、株主は、残余財産に対する利益を主張する者として会社の利益最大化に向けた決定を行うべき適切な誘引を持つということができ、さらにその議決権と持分割合が比例しないと、議決権の大きさと受容する損益が比例せず、不必要なエージェンシーコストが生じることから、持分に比例した議決権が最も効率的に経営者に対するモニター機能を発揮できると言い換えることも可能である⁵³。この点からは、一株につき一議決権という支配権と危険資本の比例関係が、会社全体の利益最大化にも反映する作用があることが導き出されるともいえそうである。

その一方で、我が国会社法の歴史的な背景⁵⁴や諸外国の立法例など⁵⁵からは、この一株一

⁴⁷ 商 241

⁴⁸ 菱田政宏『新版注釈会社法(5)』230頁〔上柳克郎ほか編〕(有斐閣・1986)、龍田・前掲注(5)146頁等

⁴⁹ 上村達男「株主平等原則」竹内昭夫編『特別講義商法』15頁(有斐閣・1995)によれば、一株一議決権を定める規定は株主平等原則の理念を具体的に表現したものであるものの、この規定自体が株主平等原則の根拠となるわけではないとする。結局のところ、総議決権の過半数を握れば、その株主は当該会社を支配することができることから、議決権が資本出資と比例関係にあることが経営の支配権が株主に平等に与えられていることとはイコールにはならないことが導き出される(鳥山恭一「フランス株式会社における資本多数決原則の形成と展開」早法59巻1-3号204-205頁(1984))。

⁵⁰ 鈴木竹雄=竹内昭夫『会社法』233頁(有斐閣・第3版・1994)、龍田・前掲注(5)146頁等

⁵¹ 吉原和志ほか『会社法1』93頁(有斐閣・第4版補訂版・2004)

⁵² 黒沼・前掲注(24)445頁、洲崎・前掲注(24)28頁等

⁵³ Frank, H, Easterbrook and Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, 72-74 (1991)

⁵⁴ 昭和25年改正前商241 但書においては、定款で、11株以上の株式を有する株主の議決権を制限することが可能であった。これは、大株主の専横を防止し、株式会社を民主的にすることにあるとされていた(田中耕太郎『改正会社法概論』528頁(岩波書店・1939))。

⁵⁵ 無議決権株や複数議決権株が認められるなど、一株一議決権原則からの逸脱を許容する他国も存在する(前掲注(41)報告書63頁)。詳しくは第4章を参照されたい。

議決権原則が政策的な理由によって認められているにすぎないとする見解も有力である⁵⁶。この政策説の立場をとるならば、経済的な要請などによっては一株一議決権原則が変化する余地を多分に含んでいるといえることができる⁵⁷。前述のベンチャー企業育成を目的とした種類株式制度等の大幅な拡充もそうした要請の一つといえるであろうし⁵⁸、その他にも、現在の我が国においては、株主の議決権に少なからず影響を及ぼしそうな動きは多方面にわたって散見されるところである⁵⁹。

2. 今日における一株一議決権原則の射程は？

(1) 一株一議決権の強行法的な性質への疑問

一株一議決権原則については、会社による資金調達について多様な可能性を提供し、本来的な経営計画の遂行にとって必要な資金を提供するという目的を合理的なものと認めて、従前より一部の例外を認めてきたが⁶⁰、今日においては当該原則の法的性質に対して多方面から疑問が呈せられている。

まず、先の商法改正における種類株式制度の弾力化により完全無議決権株式が認められたわけであるが⁶¹、その一方で、一株について複数の議決権を付与することが認められていないこと⁶²との関係で疑問が生じる。それは、当該改正により単元株制度が同時に導入され、1単元の株式の数は株式の種類ごとに定めることになり⁶³、無議決権株式の発行限度は単元数によって決することとされたため⁶⁴、議決権制限株式については1単元の株式数を大きく定め、議決権のある株式についてはこれを小さく定めることにより、会社資本の大部分を議決権制限株式によって調達することも事実上可能となっており、これにより我が国では許容されていない複数議決権に類似の設計が可能となっている点である⁶⁵。無議決権株式に

⁵⁶ 河本一郎『現代会社法』37頁（商事法務研究会・新訂第7版・1995）鳥山・前掲注(49)84頁等

⁵⁷ 鈴木隆元「アメリカにおける一株一議決権原則(一)」論叢131巻1号50頁（1992）

⁵⁸ 第1章第3節参照。一方で、上村・前掲注(49)23頁では、無議決権株の利用を例にとり、資本調達目的という政策目的の範囲内に留めることは必ずしも容易ではないとし、株主平等原則の例外としての合理性を有しない可能性があるとの、仮に導入する場合には十二分のチェックが用意される必要があるとしている。

⁵⁹ 最近では、安定株主の代表的存在であった銀行も、自己資本比率規制の下、持合株式の放出を活発化せざるを得なくなっている一方で、外国人投資家の持株割合が持続的な増加傾向を示すなど、資本市場に大きな変動がみられていることも、そうした一例として挙げられるのではないだろうか。

⁶⁰ 例えば平成13年改正前商242では、利益配当について優先的な内容を有するもののみ無議決権株式として発行することが許容されていた。

⁶¹ 従来、議決権制限株式については、少額出資者が会社を支配することに対する警戒から一部の例外しか認めてこなかったわけであるが、平成13年商法改正当時の立法過程では、公開会社について議決権制限株式の利用を認めると経営者支配の強化につながる等の反対意見があったものの、市場価格が安くなるぶん配当率が高くなる等の投資ニーズがあるとの理由により、公開会社も含め改正法が適用された経緯がある（江頭・前掲注(8)129-30頁）。

⁶² 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1606号7頁以下（2001）江頭・前掲注(8)262頁等

⁶³ 商221

⁶⁴ 商222

⁶⁵ 洲崎・前掲注(24)321,325頁、落合誠一ほか「座談会・金庫株解禁等に伴う改正商法の問題点と実務対応」商事1602号24頁〔中西発言〕（2001）神田秀樹ほか編『新しい株式制度』153頁（有斐閣・2002）鈴

つについてはその発行量を制限するなど、あくまで一株一議決権原則の例外として、少額の出資で会社を支配することを憂慮していたことからすると、制度間の整合性がとれていないように感じるところである⁶⁶。

また、完全無議決権株式が認められた経緯などからすれば、一個未満の議決権を株式に付与する低議決権株式なども許容される可能性も完全には否定できないように思われるし⁶⁷、さらに、最近では実際に、トラッキング・ストックなどの発行も可能となっているなど⁶⁸、議決権とキャッシュフローが分離するものとしての事例も多様性を帯びており、一株一議決権原則について明確な線引きができない状態にあるともいえる。

一方、経済理論的な側面からの疑問も存在する。企業の危険を負担する者に支配権を与えるのが合理的であるというの一理あるとしながらも、危険資本に応じた議決権配分と会社の価値を最大化させるインセンティブの大きさが正確に比例関係にあることが当然の帰結とは言いにくいとして、危険資本に応じた議決権配分からの離脱を一律に禁止するルール以外ありえないとすることに対して疑問の余地があることや⁶⁹、株式価値を高める企業買収が行われる可能性があることを前提にした際に、最初から望ましくない敵対的買収の脅威にさらされている場合には一株一議決権でないほうが望ましい可能性があることが指摘されている⁷⁰。

このようにみてくると、一株一議決権原則が絶対的なものといいきれるのか、という疑問が生じてくるのである。

(2) 一株一議決権原則の再考へ

そこで、従来、理解されていた一株一議決権原則の意義・機能は、現在の我が国において引き続き維持されるべきものか、まずは今日における一株一議決権原則の射程を明らかにしておく必要があると思われる。もし、何らかの機能の必要性が認められるのであれば、原則自体の厳格適用が難しいとしても、その機能を維持すべき別の規制の存在が正当化さ

木・前掲注(16)18頁等

⁶⁶ 洲崎・前掲注(24)327頁によれば、1単元の株式数を種類ごとに定めるというルールについて、当時の立法担当者は種類株主間で一株当たりの議決権の量に大きな差異が生じないように調整することを可能にするためのツールとして理解し、逆に一株あたりの議決権の量の差異を積極的に拡大するツールとしては想定していなかったと推察している。また、会社支配における議決権の分配についての定款自治の拡大の見地から説明しようとするものとして、落合ほか・前掲注(65)24頁〔前田発言〕参照。

⁶⁷ 低議決権株は現行法の下では認められない(神田・前掲注(1)67頁)。ただし、組成の工夫次第では低議決権株と類似の設計は可能であるといえよう。江頭憲治郎ほか「連載・改正会社法セミナー【第11回】Part4 種類株式」ジュリ1266号126頁〔神作発言〕(2004)では、議決権制限株式の導入により、1株の議決権は比喩的にいえば0から1の間で無限のバリエーションが可能になったと指摘する。

⁶⁸ 商222

⁶⁹ 藤田友敬「株主の議決権」法教194号21頁(1996)。また、吉原ほか・前掲注(51)93頁では、株主全員の合意があっても一株一議決権の原則から外れてはならないとまで厳格に考えるべき理由について疑問の余地があるとしている。

⁷⁰ 畠中薫里「企業の資金調達と議決権および利益の配分」前掲注(38)296-98頁。もっとも、それほど一般性があるものではないことを前提としている点には注意を要する。

れるようにも考えられるからである。企業の資本構成の柔軟性に対する経済的要請が一層強まる今日では、例えば、無議決権株式以外にも、株式数に比例しない差別的な議決権株式の設計などが十分に認められる余地があるかもしれない。また、そうした可能性が膨らむ一方で、公開会社においては投資者保護の見地から議決権配分に関して何らかの支障が生じることも多分に予想されるところでもあり⁷¹、こうした観点も併せると、証券取引所によるコーポレート・ガバナンス関与の視点から経営者の監視を求めようとするのも一考に価すると考えられるのである。

以上のことから、次章では、米国、ドイツ、フランスの制度を参考に、我が国の現状と比較しつつ、今日における我が国の一株一議決権原則の射程を明らかにし、それに対応して新たな規制が必要か、必要であるならばどのような手法が望ましいか、といった点について検討を進めていく。これらの国を対象とした理由は、一株一議決権原則からの逸脱を許容しようとする米国と、厳格に適用すべきという方向にあるドイツの例が対極にあると考えられ、また、企業へのコミットという若干異なる視点からフランスの制度も興味深く感じられたからであり、各国の制度を参照することで、我が国に対し有益な示唆を与えてくれるものとする。

各国の制度からの検討

1. 米国の制度

まず、一株一議決権原則からの逸脱を許容しようとする米国の制度から検討していく⁷²。米国では議決権の構成に関して、証券取引所の上場基準による関与が特徴として挙げられるので、その歴史的背景から概観する。我が国と違い、早くから NYSE をはじめとする自主規制機関が関与していた背景を明らかにすることは、そうした観点からの関与がない我が国証券取引所の現状に照らし、大いに参考になるものと思われる。次に、一株一議決権原則政策の展開や、その展開に大きく影響を与えた米国証券取引委員会（以下、「SEC」という。）のアプローチ等についても触れておきたい。米国でも当初から当該原則からの乖離を許容していたわけではなく、様々な要因が絡み合い現在のスタンスが形成されており、SEC のアプローチをはじめとするその後の自主規制機関の取組みなどからは、証券市場における議決権の配分についてどのような観点から妥当性を見出しているのかが推測されよう。さらに、米国での差別的な議決権に対する議論を踏まえ、議決権配分の柔軟化に係る問題点を明らかにし、どのような観点から注意を払うべきかについても検討を進める。当該原

⁷¹ 布井千博「種類株式に関する改正について」銀法 46 巻 5 号 63 頁（2002）は、昨今の改正は、公開会社と閉鎖会社双方において使い勝手のよい制度となるようなものであったため、公開会社に対する規制緩和が過度に及んだ可能性もあり、投資者保護の観点から疑問を提起している。

⁷² 米国における一株一議決権原則を巡る議論の邦語文献として、近藤光男「米国における一株一議決権原則について-SEC 規則 19c-4 の規制をめぐって-」インベストメント 42 巻 1 号 31 頁（1989）、鈴木・前掲注(57)48 頁、「同（二・完）」論叢 131 巻 4 号 68 頁（1992）、松原正至「いわゆる一株一議決権原則と自主規制機関の対応-SEC 規則 19c-4 を巡って-（一）」六甲台論集 38 巻 4 号 115 頁（1992）、「同（二・完）」六甲台論集 39 巻 1 号 184 頁（1992）、村田淑子「ニューヨーク証券取引所の一株一議決権政策」六甲台論集 40 巻 3 号 168 頁（1993）、「同（二・完）」六甲台論集 40 巻 4 号 218 頁（1994）。

則から乖離することによる懸念等については、SECによる規則 19c-4 制定時にも焦点になったところであり、歴史的背景からだけでなく、さらに詳細に分析することは、今日における我が国の一株一議決権原則の射程について、さらには我が国の自主規制機関である証券取引所による上場会社のコーポレート・ガバナンスへの関与についても、有益な示唆を与えるものとする。

(1) 一株一議決権原則の歴史的展開

従来の一株一議決権政策

そもそも米国では、歴史的に一株一議決権原則は存在していなかったが、1920年代における無議決権普通株の濫用を契機として、公序(public policy)に反するとの立場からNYSEが一株一議決権の政策を採用し⁷³、公開会社においては一株一議決権が原則という程度にまで一般化してきたようである⁷⁴。この公序に反するとの立場は、「無議決権普通株が所有の大部分を経営の選択における効果的な発言から分離し、少数の議決権株に支配権を留まらせる」との見解から導かれており⁷⁵、ここに当時の一株一議決権に対する理解が示されているといえる。つまり、米国では、所有と経営の分離から生じる経営の非効率性を問題として、少ない出資で会社の支配権をもつという行為を避けることが望ましいと考えられていたことがうかがえるのである。この一株一議決権政策は、経営責任の確保を図るNYSEの質的な上場政策の中で中心的なものの一つと位置付けられている⁷⁶。

一株一議決権政策の見直しとSECによるアプローチ

次に、この一株一議決権原則に大きな動きが見られたのは1980年代に入ってからである。80年代以降、市場間競争が活発になると、当該原則は、NYSEがアメリカン証券取引所(以下、「AMEX」という。)や全米証券業協会との間で激化する上場獲得競争上不利であることに加え、同時期に活発化した敵対的企業買収の防衛策として、上場会社からの異なる議決権設計の要求の高まりや、資本構成の柔軟化に対するニーズの高まりなど⁷⁷から見直しの提案がなされた⁷⁸。

⁷³ Joel Seligman, Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy, 54 Geo. Wash. L. Rev. 694-98 (1986)

⁷⁴ Louis Loss and Joel Seligman, Securities Regulations, 1835-36 (3rd ed. 1990)。1926年1月にNYSEが初めて無議決権普通株の上場に否定的な態度を明らかにした。さらに1940年5月の声明において、1926年以降の政策を支持し、NYSEの立場を公式に明らかにした。

⁷⁵ Seligman, *supra* note 73, at 697

⁷⁶ 村田・前掲注(72)180頁

⁷⁷ Ronald J. Gilson, Evaluating Dual Class Common Stock: The Relevance of Substitutes, 73 Va. L. Rev. 807 (1987)

⁷⁸ 全ての株主の3分の2による承認があること、独立取締役が過半数を占める会社ではその取締役の過半数の承認、あるいは、独立取締役が過半数を有していなければ独立取締役全員の承認を得ること、普通株の議決権に対する議決権の比率が1:10を超えないこと、2種類の普通株式の所有者は一株当たりの議決権を除いては実質的に等しい権利を有すること、を満たせば議決権に差を設けた株式の上場を認

これに対し、SEC は、主に経営責任の確保、強制的に議決権を奪われることからの株主・投資者保護の観点から、NYSE の申請を認めず、規則 19c-4 を制定して、既存株主の議決権を希釈化するような種類の証券を発行する場合は、各自主規制機関がそうした発行者の証券を上場できないようにした⁷⁹。これは、差別的な議決権の実行段階において、既存株主の議決権が剥奪されるか否かを判断基準とした規制により均衡を図るものであったが⁸⁰、規則 19c-4 自体の効力については無効とされている⁸¹。

SEC の規則 19c-4 の無効判決以降、NYSE では議決権政策を改正し、上場普通株式の既存株主の議決権は、会社のいかなる行為や新規発行によっても、本質的に異なるほどに減少・制限できないという線引きをしつつ⁸²、一定の範囲で一株一議決権原則からの逸脱を許容している。無議決権普通株の保有者に対して普通株式の保有者に付与されているのと実質的に同一の権利が付与されていること、年次報告書が提出されていること、普通株主に対して提供される各種文書が提供されることを条件として、議決権付普通株を上場する会社が無議決権株式を発行していることも、無議決権株式を上場することも認めている⁸³。また、複数議決権制度は禁止されたため、上場会社は新しく複数議決権制度を採用して複数議決権株式を発行することはできない。しかしながら、既得権保護条項の関係で、この政策が改正される時点で既に複数議決権制度を採用していた上場会社については、複数議決権株

めるという提案であった (Loss and Seligman, *supra* 74, at 1838)。ただ、この規制緩和の動きは底辺への競争 (race to the bottom) であるとの懸念も広がったようである (Karen D. Bayley, Rule 19c-4: The Death Knell for Dual-Class Capitalizations, 15 J. Corp. L. 16-17 (1989))。

⁷⁹ Loss and Seligman, *supra* 74, at 1849-53 によれば、規則 19c-4 で禁止されるものとして、所有株式数に基づく議決権の制限、株式の所有期間に基づく議決権の制限、多議決権株式の株式配当、交換買付が列挙されているが、その一方で、最初の公募によって発行される証券、後続の売付申込によって発行される証券でその 1 株当たり議決権が同じ発行者のどの種類の普通株と比べても大きくないものや、善意の吸収合併又は買収を行うために発行される証券で その 1 株当たり議決権が同じ発行者のどの種類の普通株と比べても大きくないものなどは例外として許容されている。これは裏を返せば、既存株主の普通株主の議決権を希釈しない方法は容認しているといえ、この意味では、厳格な一株一議決権原則を確立するというスタンスではなくなっている。一定の範囲で差別的な議決権に存在意義を認めているとも解釈できる。

⁸⁰ 柳明昌「差別的議決権の理論的検討 - アメリカ法を中心として - 」法学 67 巻 6 号 76 頁 (2003) によれば、低議決権株式を保有する株主の議決権を剥奪するおそれがあるとの認識に基づき、一定の構造的なセーフガードを採用することが推奨されている模様(クラス間での議決権の乖離を 10 対 1 の範囲にとどめる、常に複数議決権株式はエクイティの 12.5% を下回らなければならない、低議決権株式のクラスに少なくとも取締役会の 25% を選任する優先的権利を認める、など) である。

⁸¹ *Business Roundtable v. SEC*, 905 F.2d 406 (D.C.Cir.1990)。事件の概要は、松原正至「一株一議決権原則と SEC の規則制定権限」商事 1286 号 43 頁 (1992)。ここで、規則 19c-4 の内容が直接に株主間での権力の配分の実質的な内容を扱うため、これが 1934 年証券取引所法 19 条に基づく SEC の権限を越える、として当該規則が無効であるとしたものであるが、一株一議決権原則の制定について SEC が直接関与できなかったことが明らかになっただけであって、一株一議決権自体が否定されたことを意味するものではないと指摘する (同 45 頁)。

⁸² NYSE Company Manual 313.00 Voting Rights (A)Voting Rights Policy によれば、段階的に変化する議決権制度、議決権の上限を設ける制度、複数議決権株の発行、株式引き換え提案を通じた既存普通株の一株当たり議決権よりも低い議決権株の発行等が禁止される。NYSE における議決権政策は、証券取引所の上場規則が議決権に関するルールを強行法規化することで、州法では保護を受けられない投資者を保護することに成功した例ともいえる。

⁸³ NYSE Company Manual 313.00 Voting Rights (B)Non-Voting Common Stock

式を追加発行することを認められており⁸⁴、また、新規上場時であれば複数議決権株式の発行も可能となっている⁸⁵。

小括

米国の歴史的な展開からは、厳格な一株一議決権原則の徹底ではなく、一定の範囲で逸脱を認めていこうとする態度がうかがえる。企業に資金調達柔軟性を与えようとする経済的要請と少数の支配株主による専横の排除という公序的要請とのバランスを模索してきた歴史といえ⁸⁶、この変遷は、一株一議決権を政策的に解し、現実的要請に対応させうる可能性を有する今日の我が国にとって⁸⁷示唆に富むものと考えられる⁸⁸。一方で、米国での動きが示す一株一議決権から離れる場合の弊害についても、基本的に我が国でも同様に当てはまるといえそうである。我が国の法的枠組みの中でも、一株一議決権原則の強行法的な性格が崩れつつあるような状況にあり、投資者等に多大な影響が及ぶおそれのある上場会社に対して、証券市場における経営監視機能の充実という観点から、NYSE等の一定の範囲での自主規制機関の対応は参考になるものと考えられる。その対応で特徴的なのは、既存株主の議決権に影響が及ばないことを一つのメルクマールとして捉えている点である。

(2) 差別的な議決権に対する評価

一株一議決権原則の逸脱の観点から、差別的な議決権を許容する方向にある米国では、その評価に関する多くの議論の蓄積がある⁸⁹。まず、差別的な議決権の利用を肯定する立場から強く主張されるのは、この差別的な議決権によって経営者への支配が集中・固定することが会社の利益となる、というものであり、敵対的な企業買収の防止などに関連して一般に指摘される⁹⁰。経営者が企業買収の脅威を感じると、将来利益が見込める事業計画であっても、株主に十分説明できなければその計画を見合わせ、短期業績の獲得に専念してしまうが、差別的な議決権を利用することで、企業買収の可能性が小さくなれば、長期計画を容易にするであろう⁹¹。また、敵対的な企業買収では効率的な経営者でも解雇させられる

⁸⁴ NYSE Company Manual 313.00 Supplementary Material.10

⁸⁵ Securities Exchange Act Release No.34-35121, 59 Fed. Reg. 66570 (1994)。後掲注(165)参照。

⁸⁶ 鈴木・前掲注(72)85-86頁

⁸⁷ 昨今の敵対的な企業買収の活発化などの影響、さらには、主としてベンチャー企業の育成を目的とした種類株式制度の拡充などもそうした動きを裏付けるものと考えられる。

⁸⁸ もっとも、我が国と米国では法的位置付けが異なる点(米国では任意法規であり、我が国では強行法規であると考えられている。)に注意すべきである(村田・前掲注(72)232頁)。

⁸⁹ 本稿で主に対象とする「差別的な議決権(disparate Voting plan)」は、米国ではdual-class common stockともいわれるもので、無議決権株式のほか、複数議決権株式や低議決権株式を含むことを想定している。さらに詳細な類型を試みるものとして、鈴木・前掲注(72)62頁。

⁹⁰ Margaret M. Blair, Ownership and Control: rethinking corporate governance for the twenty-first century, 235 (1995), Lynn A. Stout, Do Antitakeover Defenses Decrease Shareholder Wealth? The Ex Post/Ex Ante Valuation Problem, 55 Stan. L. Rev. 845 (2002), Jeffrey N. Gordon, Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice, 76 Calif. L. Rev. 12-14 (1988)

⁹¹ George W. Dent, Jr., Dual Class Capitalization: A Reply to Professor Seligman, 54 Geo. Wash. L. Rev. 748 (1986)。もっとも、会社は、単なる当面の株価だけではなく、長期的利益を考慮して行動できるとする判例もある(Paramount Communications, Inc. v. Time Inc., 571 A.2d 1140 (1989))。これによれば、たとえ企業買収の局面でも取締役は株主の短期的利益を最大化するために長期的な会社戦略を放棄する義

可能性があるが、差別的な議決権の存在により、価値ある経営者を保持し続けることができ、会社固有の人的資本を経営者が発展させることを可能にするといえる⁹²。その他にも、経営者に比べて情報を持たない株主による判断の誤りを回避できることや⁹³、たとえ一株一議決権を強行するうえで差別的な議決権を一律に禁止しても、代替手段により会社支配の固定は可能であり⁹⁴、逆に一律禁止とするのは合理的な差別的議決権の実施をも排除してしまう可能性があるなど⁹⁵の指摘もあり、こうした差別的議決権を支持する議論からは、その利用が会社、経営者や株主にとって望ましい、または、必要とされるニーズが存在することを示しているといえよう⁹⁶。

一方、一株一議決権原則の厳格な適用の観点から、この差別的な議決権の利用を否定する主張としては、少数株主が株式取得によって会社支配権を獲得する可能性を排除してしまう点や⁹⁷、議決権支配を握ることで、会社支配者はその地位を永続化できるため、これらの者に対する株主の監督が機能しなくなる点⁹⁸、株主は差別的議決権によって会社の資本構成が複雑化するため投資するに当たって必要となる情報量が増大する点など⁹⁹が挙げられる。つまり、差別的な議決権を認めてしまうと、株主等によるコントロールや敵対的企業買収による監視機能が働かなくなり、経営陣を固定・永続化させてしまい、エージェンシーコストの増大とともに、効率的で責任ある経営がなされない危険性が増すことになるというわけである¹⁰⁰。

さらに、差別的議決権の実施に当たっては株主自身の承認を得ているので特に問題ない

務はないとしている。

⁹² *Id.*, at 749-50. 会社に対する経営者の個人的なコミットメントが促進されるとする。

⁹³ *Id.*, at 744, Daniel R. Fischel, Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock, 54 U. Chi. L. Rev. 138 (1987)

⁹⁴ Jeffrey Kerbel, An Examination of Nonvoting and Limited Voting Common Shares-Their History, Legality and Validity(Part2), 15 Sec. Reg. L. J. 178 (1987) は、株主と実際に事業活動を営む会社の間に持株会社を挟むピラミッド構造が会社に導入されれば議決権の集中が達成可能である事実を指摘する。我が国でも持株会社を利用して会社支配を固定化できる可能性が広がっているが、特に持株会社化した後、その経営者に拒否権付株式を付与するスキームなどが可能であるとすればガバナンス上も問題が生じそうである。実際に、UFJ銀行が三菱東京フィナンシャル・グループに対して発行した拒否権付優先株式の事例(「三菱東京フィナンシャル・グループによるUFJグループへの資本増強への強力について(H16.9.10)」<http://www.ufjbank.co.jp/news/investor/20040910d.pdf> 参照)では、親会社であるUFJホールディングスの株式を3分の2超取得しても、中核事業体である子会社のUFJ銀行の経営権を自由にコントロールできないこととなる株式の発行が、UFJホールディングスの株主総会決議を経ないで可能となるなど、持株会社を利用して会社支配を固定化し、持株会社の株主の地位の不安定さを招くおそれがある。

⁹⁵ Dent, *supra* note 91, at 752-53では、一律の禁止を主張することを非難するが、これに対して無干渉であることにも否定的であり、中庸を見つけることを重視する。

⁹⁶ 鈴木・前掲注(72)74頁によれば、差別的な議決権を必要とする場合が存在していることを明らかにしているが、差別的な議決権の正当化が、会社支配を固定することの正当化と完全に一致するものではない点に注意すべきとしている。

⁹⁷ Seligman, *supra* note 73, at 710, Manning G. Warren, One Share One Vote: A Perception of Legitimacy, 14 J. Corp. L. 89 (1988)

⁹⁸ Bayley, *supra* note 78, at 12-13

⁹⁹ Robert H. Mundheim, Comment, Knight, Raiders and Targets: The Impact of the Hostile Takeover, ed. John C. Coffee, Jr., et al., 522 (1988)

¹⁰⁰ Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, Voting in Corporate Law, 26 J. L. & Econ. 408-10 (1983) 柳・前掲注(80)73頁

とする点について、いわゆる集団行動(collective action problem)・戦略的選択(strategic choice)の問題が指摘されることがある¹⁰¹。集団行動の問題としては、株主が会社側の提案に反対するために必要となるコストは、提案否決によって得られる利益を上回る可能性があり、自らは無関心な態度をとることが合理的となる場合があることや¹⁰²、自ら反対運動をするよりも、他人にそのコストを負担してもらう方が有利になるという「ただ乗り」の弊害が指摘される¹⁰³。戦略的選択の問題としては、経営者側が差別的議決権の提案とセットで配当増加などの甘味料(sweetener)を提案することや¹⁰⁴、差別的議決権が承認されなければ資金調達を行わないとの意思を表明するなど、経営者からの圧力によって承認せざるを得ない場合があることなどが懸念される¹⁰⁵。

(3) 米国における議論からの検討

一株一議決権原則の射程について

現在、米国では、一株一議決権原則からの乖離を許容する姿勢が示されているが、制度の変遷や差別的議決権の評価に係る議論などからは、当該原則が正面から否定されているとはいえず、一定の意義を有していることがうかがえる。それは、現実的な経済的要請に応えようとする一方で、既存株主に配慮した広範な政策を講じようとするその姿勢に現れているように思えるのである。

そもそも差別的議決権を否定し、一株一議決権原則の妥当性を主張する側では、結局のところ、公序にその根拠を求めているようである¹⁰⁶。これは株主が議決権を奪われてはならないというもので、会社の民主主義の達成を掲げつつ、会社の最終的なリスクを負担する株主が出資額に比例する議決権を持つことで、支配力に応じた利益を享受できるので、会社にとって最善の判断をする動機付けとなり、それが最終的に企業価値の最大化につながるというものである¹⁰⁷。つまり、株主の利益を守ることを基本スタンスとして、経営陣の地位の固定が永続化するような可能性に懸念を示しながら、株主に合理的な意思決定を促すことで、それが最終的には会社全体にとっての利益最大化につながる作用を有するという点に当該原則の射程を見出してきたように思えるのである。

昨今、我が国でも当該原則が変容を見せつつあるが、これは米国と状況が類似しているともいえ、したがって米国で見出されてきた当該原則の射程は、我が国の場合にもほぼ当てはまるともいえそうである。ただ、資金調達を容易にする観点から株主間で議決権が柔軟に配分されること自体を否定する理由も存在しないように思えるし、経営者に支配を集

¹⁰¹ Gordon, *supra* note 90, at 42-60。集団行動一般については、Mancur Olson (依田博=森脇俊雅訳)『集合行為論-公共財と集団理論-』(ミネルヴァ書房・1983) 参照。

¹⁰² Gordon, *supra* note 90, at 43-44、Warren, *supra* note 97, at 102

¹⁰³ Gordon, *supra* note 90, at 44、Warren, *supra* note 97, at 102

¹⁰⁴ Gordon, *supra* note 90, at 48-49、Kerbel, *supra* note 94, at 177、Warren, *supra* note 97, at 103

¹⁰⁵ Gordon, *supra* note 90, at 49-55。鈴木・前掲注(72)81 頁によれば、集団行動・戦略的選択の問題で示された議論は、株主が意思決定を行う場合全てに妥当し、そのため、株主による議決の意義そのものを否定する結果となってしまう、会社法の基盤を根底から否定してしまう可能性があることを懸念している。

¹⁰⁶ Warren, *supra* note 97, at 104-107

¹⁰⁷ Easterbrook and Fischel, *supra* note 100, at 398-411

中することが逆に会社の利益になる場合も存在する可能性があり、我が国の場合にも一株一議決権の意義を前提としつつ、当該原則からの乖離が許容される範囲、その規制手段等の検討が併せて必要になってくると考えられるのである¹⁰⁸。したがって、そうした場合に当該原則の射程を勘案するならば、議決権を柔軟に割り振ることによって成し遂げられる目的が最終的に企業価値の最大化に寄与するものか、また、その結果として経営陣による支配権が移動する可能性が残されているか、といったような点が判断基準となるように思われる。

会社支配に係る懸念について

一株一議決権原則からの乖離による影響として、差別的な議決権の利用による会社支配に係る懸念が存在する。ここで懸念されるのは、会社を支配する経営者が不正経営を行うリスクについてである。確かに、会社の意思決定において適切な判断が鈍る可能性が増すことに対して、当該原則に従うことがそうした懸念を払うために有効であるとする。しかしながら、会社制度は、その参加者の利益を最大化することを目的に任意に締結された契約関係であるので、誰が議決権を持ち、どのように行使されるのかは契約当事者が決定すべき問題といえらるとともに、一般に、公開会社の場合は、株主は株式を売却して会社から離脱できるともいえ¹⁰⁹、一株一議決権からの乖離が真正面から否定されるものではないと考える。ただ、会社からの離脱については、その持分によっては大幅な株価変動につながる可能性もあり、単純に行動しづらい状況も想定されることから、最低限、会社支配の固定が継続することについての懸念は取り除かれるべきであるように思える。

また、この会社支配は、敵対的企業買収の場面においても影響が及ぶ。差別的な議決権の採用は、敵対的な企業買収を有効に阻止する面も持ち合わせる^{110,111}。その一方で、会社

¹⁰⁸ 例えば、我が国の現行法制度でいえば、議決権制限株式の発行限度規制（商 222 ）が挙げられる。この規制は、会社の資金調達に便宜を与えながらも、少額の出資で会社を支配することに対して歯止めをかけるもの（江頭・前掲注(8)131 頁）であるが、従来の発行済み株式総数の 4 分の 1 から順次引き上げられてきた経緯があり、一株一議決権原則の限定化という傾向からは必然の流れともいえよう。もっとも、鈴木・前掲注(72)88 頁によれば、発行限度枠の設定は、どの程度の株式所有に会社支配を認めるかという、根本的な問題に立ち返って検討されるべきとしている。

¹⁰⁹ 鈴木・前掲注(72)83-84 頁

¹¹⁰ 実際に、米国では、長年にわたって無議決権株式の上場を禁じていた NYSE も敵対的企業買収が活発化した 1980 年代以降、無議決権株式の上場を認めるに至っており、敵対的買収に対する防衛手段などの目的で無議決権株式が有効に利用されている例が存在する（Roberta S. Karmel, The Future of Corporate Governance Listing Requirements, 54 SMU L. Rev. 325, 344-45 (2001)）。

¹¹¹ 『日本経済新聞』2004 年 10 月 25 日朝刊で紹介された下図は、判断基準はともかく、会社にとって善か悪かという観点で敵対的買収を分類したものである。これによれば、安易に強固な防衛策をとれるようにすると非効率な「悪」の経営者を保護してしまい会社にとってはよくない一方、防衛策が全くないと「悪」の買収者の餌食になる会社がでてくることに懸念を示しており、C 象限の敵対的買収にのみ有効で、B 象限の買収の障害にならないような完璧な防衛策を講じるのは容易でないとする。

		買収者:善			
経営者:悪	防衛策が「障害」	B	A	買収提案内容で判断	
	防衛策が「有効」だが、適切に活用されるか疑問	D	C		
				経営者:善	

支配が継続する状態では、株主は支配プレミアムの取得機会を奪われ、非効率な経営者が市場規律に服さない可能性も存在し、ここでもその弊害の抑止が課題とされてきたところである¹¹²。最近まで我が国では、敵対的企業買収に係る議論が本格化していなかったように思われるが、昨今は、株式持合いの解消・安定株主の減少が進行するとともに、企業の株価自体が低迷し買収を実行するのに必要な資金が少なくて済む状況にあり、敵対的企業買収の動きが活発化する要因が整いつつある¹¹³。こうした背景に加え、議決権コントロールの柔軟化を求める経済的な要請が増大し続けており、これは一株一議決権原則からの乖離が、今日の我が国企業にとって必要又は有益な場合が存在することの証左でもある。

以上のことから、いずれにしても会社支配の問題については、永続的に固定されてしまうことの懸念を取り除くような方策と組み合わせで一株一議決権原則からの乖離の許容を検討していくことが現実的であるように思われる。その際には、経営者が自己保身的な行動をとらないか、会社全体として適切な判断が下せるかどうかをチェックできる仕組みが併せて求められるべきではないだろうか¹¹⁴。

株主の承認に係る懸念について

米国での議論から、特に公開会社の場合に懸念される問題として、株主の承認に係る懸念についても指摘したが¹¹⁵、これも、基本的に現在の我が国の公開会社一般に当てはまるものといえよう。この問題については、確かに大多数の一般株主は議決権行使に十分なインセンティブを有しているとはいえない面があり、一株一議決権原則によって、例えば、少ない出資での会社の支配権の獲得防止に寄与する点で有益であるようにみえる。しかし、そのことと当該原則により出資に正確に比例した議決権配分のみを要求することは意味合いが異なると考える。なぜなら、会社の利益最大化を目指した議決権の配分は、各社の事情により各社各様であることが容易に想定され、その意味では、株主にとってどのように配分されるのが望ましいのかという観点で対応できるように検討を加えていくことが本来の姿であるように思えるからである。そうすると、その際に、株主の承認に係る問題をも併せて考慮できるような、その株主の判断をフォローする仕組みも望まれるように思えるのである。

買収者:悪

¹¹² 柳・前掲注(80)82-84頁。株主の利益と経営者の利益が対立する可能性があることから一定の制約を課すべきとしている。

¹¹³ 武井一浩ほか編『企業買収防衛戦略』8-9頁(商事法務・2004)

¹¹⁴ 特に公開会社における意思決定の過程では、米国のようにガバナンスシステムの役割が重視されるとも考えられる。我が国に同様の制度をそのまま持ち込むのは困難かもしれないが、ガバナンスシステムを通じた規制が要請される理由も存在するように思える。例えば、鈴木・前掲注(72)87頁では、コーポレート・ガバナンスの視点から独立取締役の制度の導入や開示規制の強化などを重要な検討課題としている。もっとも、こうした課題を法制度として行うべきかどうかについては、別の次元の議論であろう。この議論に関しては、公開会社では、会社支配の固定化が一般の投資者を害する危険性があることから証券取引所における上場規則等で制限すべきではないかとの指摘もある(黒沼・前掲注(24)445頁)。

¹¹⁵ 本章第1節第2款参照

公開会社では、潜在的株主を含む多くの株主が関係することとなり、一株一議決権原則からの乖離は、それを承知で新しく株主になる者はともかく、既存株主にとっては議決権の希釈化のおそれから多大な影響を被る可能性がある。つまり、投資者が自ら判断できるタイミングとして、例えば、新規上場時であれば、投資者がその証券設計の様々な可能性から証券を購入すべきかどうかを事前に比較検討することができるのに対し、既上場会社の場合は、既存株主が存在するわけであり、これが株主の承認に係る問題と重なることによって、その株主は的確な意思決定ができなくなるおそれがあることも考えられる。

以上のような問題に対して、一株一議決権原則から離れる場合、差別的な議決権を認めることについて、米国では既存株主の議決権が強制的に希釈化されてしまう弊害を重視していたわけであるが¹¹⁶、それに加えてNYSEなどでは株主の承認の限界をフォローするために、独立取締役などによる承認を要求する提案を行うなど、株主ひいては投資者の保護、さらには経営責任を確保するための対策を視野に入れた検討を行ってきた背景がある¹¹⁷。したがって我が国でも、こうした側面からの対応が検討された上での差別的な議決権の許容であれば、懸念される弊害がさらに抑止できる方向に進むともいえそうである¹¹⁸。

2. ドイツの制度

次に、米国とは反対に、厳格に一株一議決権原則を適用しようとするドイツの制度からも検討を加えていく。ドイツでは、従来、法制度上、複数議決権(Mehrstimmrechtsaktien)や最高議決権(Hochststimmrechte)¹¹⁹を容認してきたわけであるが、1998年に制定された「企業領域における監督と透明性に関する法律」(Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich 1998. 以下、「KonTraG法」という。)によって、複数議決権については例外なく、また最高議決権については上場会社に限り、その採用を禁止することとなった経緯がある¹²⁰。つまり、米国とは逆に、最近において厳格に一株一議決権を適用しようという流れがうかがえるのである。そこで、本節ではその複数議決権等の禁止に至る

¹¹⁶ 米国の例でいえば、NYSE等の自主規制機関によるある程度の柔軟性を持たせた実質規制の提案などが参考になろう。例えば、前掲注(80)で紹介した、あらかじめ議決権の乖離幅を1対10の範囲内に抑えるように議決権の比率の観点から要請するといったような対応は、この範囲での希釈化の可能性があるとという注意喚起を事前に行うという意味合いがあり、その可能性に合意できるかどうかを投資する側は事前に判断できるメリットがあるといえる。こうした対応策も、現実的な経済的要請との均衡を図る対応として、我が国にとっても有益な示唆を与えるものといえるかもしれない。

¹¹⁷ 前掲注(78)参照

¹¹⁸ この独立取締役制度などのガバナンスシステムの利用は、株主の承認の問題に対するフォローだけでなく、会社支配の問題に際しても重要な役割を担う可能性があることについては既述した(前掲注(114)参照)。

¹¹⁹ 最高議決権の制度については、正亀慶介「西独における大株主の議決権の制限」商事897号15頁(1981)参照。最高議決権の設定の方式のうち最も単純なものは、資本金に対する一定の割合を定め、その額までは一株一議決権の原則で議決権を付与し、一人の株主の出資額がその限度を超えると、その部分については議決権を付与しないという、いわば頭打ち方式である。

¹²⁰ ドイツ株式法12、134。複数議決権の新規発行と上場会社における最高議決権が完全に禁止された。また経過措置として、既存の複数議決権についてもKonTraG法成立以降5年以内に株主総会が複数議決権の存続を決議しない限りでその効力を失うこととなった。現在では、株式法12第一文の原則の例外として、無議決権優先株の許容(株式法12第二文)、非上場会社のみ最高議決権制度の許容(株式法134第二文)などが規定されている。

議論の背景を明らかにするとともに、我が国の現状に照らした場合に、そうした流れをどのように評価すべきかについて考察することを目的としたい。以下では、一株一議決権原則への方向へ最初に舵をとったと思われる 1937 年株式法改正をはじめとして、複数議決権及び上場会社における最高議決権が完全に禁止となった KonTraG 法成立に係る議論の変遷を追い、ドイツにおける一株一議決権原則からの乖離の影響、さらには我が国での現在のスタンスの妥当性等について検討する。

(1) KonTraG 法成立以前の議論

従来ドイツでは、定款による最高議決権や複数議決権を認めていたが、これは、株式会社において一株一議決権の原則が必ずしも絶対的なものではなく、政策上、必要とされたことから認められてきたといわれている¹²¹。第一次世界大戦後には、為替下落やインフレーションの影響から企業価値の評価の低下が生じ、結果として外国資本による会社支配権奪取の危険回避から複数議決権等が大いに利用された背景がある¹²²。その後、いわゆる「外資危険」は消滅したが¹²³、一方で好ましくない内国勢力¹²⁴の会社侵略による危険を防止するとの主張から、僅少の資本によって継続的に会社を支配しうる有力な手段としての性格を帯びるとともに、一般株主の発言権が弱まり、厳しい批判を招くこととなった¹²⁵。こうした複数議決権の濫用とそれに対する批判から、1937 年株式法において原則的に複数議決権は禁止された¹²⁶。さらに、1965 年株式法の立法準備段階でも、複数議決権が一般的な株式法上の原則に矛盾すること、また、会社への株主の影響がその資本参加の大きさによって定まることが認められるべきとして、その全面禁止が提案されている¹²⁷。当時の整理としては、会社に現存する支配関係が引き続き維持されることにつき公的な利益に基づく場合がある

¹²¹ 河本一郎『新版注釈会社法(2)』12-13 頁〔上柳克郎ほか編〕(有斐閣・1985)。また、加藤修「複数議決権株式」法研 66 巻 1 号 90 頁(1993)によれば、ドイツの複数議決権株式制度は、自由に追求できる私的利益と国民経済にかかわる全体的利益の調整を目的としたドイツの風土に根ざしたものであるとしている。

¹²² 鳥山・前掲注(49)136 頁、西尾幸夫「西ドイツ株式法と Überfremdung」彦根論叢 194 号 80 頁(1979)

¹²³ 嘉野敏夫「議決権株式に就て(二)-ドイツ法を中心として-」法学新報 55 巻 10 号 617 頁によれば、1935 年ごろにはもはや「外資危険」は消滅していたが、当時、ドイツ上場会社の 37%が依然として複数議決権株式を発行していたようである。

¹²⁴ 多くはインフレーションに乗じて莫大な利益をあげた新興階級や巨大な資金を有する大銀行であった(菱田政宏「複数議決権株式(一)」関西学院法学論集 18 巻 6 号 39 頁(1969))。

¹²⁵ 同上 40 頁

¹²⁶ 1937 年ドイツ株式法 12。司法省調査部「司法資料 1937 年獨逸株式法理由書」239 号 9 頁によれば、この規定は、「各株式はその所有者に単に同様の管理参加権のみを付与し得るに止まり会社の自由意思に依り一株主又は特定の株主群に議決権に於ける優先権を与えることは経済的に不当であり且危険であるとの根本観念から生じたもの」と述べている。

¹²⁷ 当時の政府草案理由書によると、複数議決権株式は、各人がその資本参加に基づいて要求しうるだけの権利しか持つべきでないとの原則に反する、内外資本による乗っ取りの危険は、記名株式の利用や記名株式に譲渡制限を付すること、または、株式取得に際しての通知義務という結合企業に関する規制で対処できる、同族会社とその資本を守るためには譲渡制限された記名株式、議決権なき優先株式、議決権の制限などで対応できる、公共団体が私法上の会社に参加する場合に、この公共団体が複数議決権株式を通じて優先権を要求することはできないといった理由が掲げられている(慶應義塾大学商法研究会訳『西独株式法(慶應義塾大学法学研究会叢書 22)』16-17 頁(慶應義塾大学法学研究会・1969))。

として、全面禁止には至らなかったわけであるが、原則禁止というスタンスは維持されてきたといえる。

以上の歴史的変遷から、ドイツでは米国とは異なる特徴として、議決権の構成については立法によりその内容を規制してきたこと、また、その規制も一部の例外を認めつつも基本的に一株一議決権原則からの乖離を禁止する立場を採ってきたことが明らかとなった。

(2) 一株一議決権原則の厳格適用 (KonTraG 法成立) に係る議論

ドイツにおける一株一議決権原則の厳格な適用は、1998年に制定されたKonTraG法によって確立されたといえる¹²⁸。議決権の構成に関して、複数議決権と上場会社における最高議決権の採用が全面的に禁止されたからである。

それまで、複数議決権については、地方公共団体が金融的な参加をせずに企業政策に対する影響力を保持する必要がある場合などに一部許容されていたが、功労のあった地方公共団体の政治家のために取締役及び監査役の地位が問題となり、さらに、法政策的にも議決権と資本持分が比例するべきとの一株一議決権の株式法の原則に反するものと批判されてきたことを受け、複数議決権を例外なく許可しないことを定めた¹²⁹。また、最高議決権についても、敵対的な株式買付に対する防衛には適切でなく、買い取りの可能性を奪うことで資本市場を害するといった批判に加えて、銀行の代理議決権を強化すると批判されていたこともあって、上場会社については認められないこととなった¹³⁰。

(3) ドイツにおける議論からの検討

一株一議決権原則の厳格適用の根拠について

持分所有に比例しない影響力の保持は資本市場の期待に沿うものではないとしてきたドイツの立法過程からは、一貫して株主平等原則との関係から一株一議決権原則を導き出し、そもそも差別的な議決権が資本市場の期待として想定されておらず、出資金額に

¹²⁸ KonTraG法の草案理由書では、改正の背景について、ドイツの公開会社は国際的な資本市場で資金調達する機会が増加するとともに、外国の投資者の重要性及びその期待も著しく高まり、企業政策及び発展に関する市場参加者と経営者のより徹底したコミュニケーション並びに全ての領域における開示と透明性が必要となったことを挙げている(正井章彦『ドイツのコーポレート・ガバナンス』40-41頁(成文堂・2003))。

¹²⁹ ドイツ株式法 12 二文削除。Ulrich Seibert, Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich(KonTraG)-Der Referenten-Entwurf zur Aktienrechtsnovelle-, WM 1997,1, EC 会社法第 5 指令提案第 2 変更案(早川勝「会社法の規制緩和と会社内部の透明化-1996年ドイツ株式法改正参事官草案を中心として-」同法 48 巻 6 号 234-235 頁(1997) Ulrich Seibert, Cases, comment and Reviews - Control and transparency in business(KonTraG): Corporate Governance Reform in Germany, 10 European Business Law Rev. 1, 72 (1999) 参照)。ただし、反対給付のない複数議決権の排除は5年間の猶予期間が与えられ、また、株主総会決議によって旧権利を無効にすることもできた(株式法施行法 5)。一方、議決権なき優先株のような法律上明確な権利を伴う種類株式の場合は、議決権の有無を定款に基づくものに限定することは投資証券としての株式の更なる標準化に資する(小宮靖毅「1997年ドイツ株式法改正思案素描-in dubio pro libertate-」新報 104 巻 4・5 号 132 頁参照)として、無議決権株を優先株に限定する規制は存在する(ドイツ株式法 139)。

¹³⁰ ドイツ株式法 134 。早川・前掲注(129)234 頁参照。ただし、既存の最高議決権については2年後に無効となるよう猶予期間が与えられた(株式法施行法 5)。

応じた支配が有効であるとの考えに帰着している¹³¹。ただ、この結論に達する過程の中で、歴史的に重点を置いてきたのは、主に、差別的な議決権の許容がその濫用につながる、つまり、複数議決権等の採用は一定の合理性が認められる一方でどうしても少額の出資により会社支配が可能となってしまう、特定の者による権限濫用のおそれが生じてしまうという点であったことが推察され、ドイツにおいては、敵対的企業買収が資本市場にとって有効であるとの認識から、少なくとも支配権の移動を否定的には解釈しない立場をとっていたのではないだろうか¹³²。つまり、支配権の移動の可能性をちらつかせることで、株主の利益から逸脱した経営者の行動に一定の歯止めをかけさせる「脅威」となる機能を重視し、それによって資源配分を効率化し、資本市場を補完する強力な規律として働くことを期待していたと考えられるのである。ただし、これは一方に偏った見方であり、バランスを欠いているといえなくもない¹³³。しかも、こうした考えが成立するためには、それと同時に取引費用が小さいことが前提になるとも考えられる。具体的には、情報へのアクセスを容易にする情報公開の促進や競争的な金融サービス市場の存在が不可欠となってこよう。こうした存在が取引費用の軽減に作用するものと思われる¹³⁴。したがって、こうした周辺の整備がなされてはじめて以上の考えが成立するものとする。

このように考えると、一株一議決権原則の適用から支配権の移動の可能性について導き出すことはできても、その逆に、支配権の移動に係る議論からは、必然的に一株一議決権原則のみに帰結するとはいえなさそうである。確かに、ドイツでは一株一議決権原則が厳格に適用された事実が存在するわけであるが、以上のことから、一株一議決権原則が厳格に適用されるべき決定的な根拠になりえるとは思えないのである。

また、KonTraG 法により一株一議決権原則が厳格に適用された理由の一つに取締役や監査役の問題が表面化したことも影響していたようであるが¹³⁵、この点についても、そうした者

¹³¹ 江頭ほか・前掲注(67)127頁〔神作発言〕

¹³² EU Kommission による、株式会社の組織に関する第五指令第 2 修正提案の中で、比例的な持分所有に基づかない影響力の保持は資本市場の期待に添うものではなく、所有者支配を弱めるので複数議決権株式は例外なく認めないとしているのに対応する (Strukturrichtlinie, Abl Nr. C7 v. 11 1. 1991, S. 4ff. (小宮・前掲注(129)132 頁参照))。ただし、当時のドイツは、銀行・保険会社等の株式保有と分散株主株の金融機関預託制度により安定株主層が形成されていたことから、相対的に敵対的企業買収市場自体が未発達であったこと (池田良一「ドイツ「企業買収法」の導入と EU「企業買収指令」合意に向けての再スタート」国際商事法務 30 巻 9 号 1197 頁 (2002)) も影響していたと考えられる。事実、その後は企業買収の動きが活発化し、最近の EU における企業買収指令制定に係る議論の中でも、ドイツが他の加盟国に比べ敵対的買収の防衛策が確保されてないことから、企業買収市場における平等性の観点から強い主張を展開したことは記憶に新しい。例えば、2002 年に公表されたドイツのコーポレート・ガバナンス倫理指針 2.1.2 でも「一株=一票の原則」が明記されているが、これについても、池田良一「ドイツの「コーポレート・ガバナンス倫理指針」の全文和訳と内容解説」監査役 461 号 73 頁では、その企業買収指令の合意の障害となった複数議決権株式等を意識しつつ、ドイツでの当該問題における先進性を際立たせる意図が働いていた可能性がある旨の指摘がなされている。

¹³³ 支配権の移動をちらつかせることで効率的な仕組みが構築できる一方で、非効率になる事象も存在することは否定できない (本章第 1 節第 2 款参照)。

¹³⁴ 我が国の場合、日本版ビッグバンに始まる規制緩和・自由化及びディスクロージャー等の強化の流れは同じ方向を向いていると評価できる。情報開示の例でいえば、企業の証券設計の自由化や当該情報の詳細な公開などがそれに対応するものといえよう。

¹³⁵ 本章第 2 節第 2 款参照

を内外から規律する手段を別に講じれば、議決権の割り振りを柔軟に設計することを許容できる可能性を示しているともいえそうである¹³⁶。したがって、ここでも一株一議決権原則の徹底のみがそれを解決する方法であるとは言い切れないように思えるのである。

厳格な法規制に対する抵抗感

議決権の構成に係る問題に対しては、ドイツでは法による厳格な規制によって対応がなされているが、この手法による抵抗感も存在する。

一株一議決権原則を重視する立場から、出資金額と議決権の大きさが不均衡になることを想定しないとすれば、我が国において単元株制度を利用することにより実質的に複数議決権株式を導入したのと同等の効果が達成される現状に照らした場合、何らかの規制をすべきという議論にも展開しそうである。しかも、我が国の議決権制限株式の発行限度規制と同視される規制がドイツにも存在し¹³⁷、その中で規制された背景をも勘案すると、もはや我が国の発行限度規制が機能しないといわれる今日では¹³⁸、あらたに法規制を加えるべき正当性があるといえそうである。しかしながら、この議決権の割り振りについて対応した従来の総量規制の延長で考えると、結局のところ画一的な水準の適用にならざるをえないことは想像に難くなく、そうした場合に、別の手法の検討、例えば証券市場を運営している証券取引所による自主ルールとの関与の余地が存在するように思えるのである。

また、会社支配の永続化など、差別的な議決権が増加した場合に少額の出資で会社を支配することが可能になるというリスクなどについては、特に公開会社の場合に、その影響が多大なものとなる可能性があり、また、議決権の偏在について当該会社のパフォーマンスとの関係からも注視しなければならないであろうが、敵対的企業買収等の動きが活発化する要因が揃いつつある我が国の現状を勘案すると、やはり一律に強行法的に差別的な議決権を禁止することに対しては抵抗がある。なぜなら、こうした買収がなされた場合にそれが単なる富の移転に留まることも十分想定されるからである。反対に、これがどこまで許容されるのかということそれはまた困難な問題であるように思えるが¹³⁹、実務の観点からも、少なくとも株主と経営者の利害対立に柔軟に対応できるメニューを用意しておくべきであると考えられる。そうした点を勘案すると、証券市場では、既存株主へ多大な影響が及ばない範囲で比較的柔軟に対応するという米国的な考え方は示唆に富むと考えられる。加えて、投資者保護の観点から、企業のガバナンス体制等についてのチェックが最低限働くよ

¹³⁶ 取締役や監査役を監視する手段として、外部からはディスクロージャーの充実などが、また、内部からはドイツの会社機関を例に挙げれば、その主体である監査役会による監視体制の充実などが有効であるとも考えられる。

¹³⁷ 無議決権株式は基本資本の半分を超えて発行することはできない(ドイツ株式法 134)

¹³⁸ 洲崎・前掲注(24)327頁

¹³⁹ 江頭ほか・前掲注(67)129頁〔藤田発言〕によれば、議決権の割り振りに関する制約については、出資した投資者の議決権が少ない場合に、当該投資者を保護するべきというよりも、無議決権等が増加するとその会社の価値のごく一部に相当する出資で支配権が獲得、維持されることがいいかどうかという話であって、これはいわゆるセキュリティ・デザイン等の次元で議論されるべきテーマであるとする。例えば、畠中・前掲注(70)等

うな経営者を規律する開示体制を強化し、そうした体制を含めて臨機応変に自己評価できる環境が市場に提供されることも不可欠であると考え、そうした対応も、法的な措置によるだけではなくて、証券市場における自主ルールによっても十分に対応可能な余地があるといえそうである。

3. フランスの制度

議決権の構成に関して、米国とドイツにおける対極的な議論とは若干方向性が異なる展開をみせる制度がフランスに存在するので、この制度についても参考までに簡単に触れておくこととしたい。

(1) 制度の概観

現在、フランスでは、一定の要件を満たした株式に対して、一般の株式の二倍の議決権を付与することを認めている¹⁴⁰。実際、フランスでも以前より外国人株主による会社支配権の奪取を未然に防止するとの理由で、複数議決権が現経営者や主要株主の支配権維持の手段として認められ、利用されてきた背景があったようであるが、この制度の濫用を危惧する一方、長期にわたり株式を保有し、真剣に会社のことを考えている忠実な株主に対しては何らかの待遇を与えてしかるべきとの考えをも勘案した結果、1933年に複数議決権を原則禁止とし、代わりに二倍議決権を認めるという法制度に落ち着いたのである¹⁴¹。この二倍議決権制度は、株主の個性を考慮し、一種の褒賞として位置づけられたものであって、フランスにおいても特にこの制度の存在自体に疑問を提起する動きはあまりないようである¹⁴²。

(2) 評価・検討

企業に対するコミットメント

今日の我が国では、所有と経営の分離が進み、株主による所有者意識が薄れ、単に投機・投資対象としてしか見ない投資者が増加しつつあるとも考えられる。このように企業に対するコミットメントの低い者によって株価が形成され、その意向に従って経営者が企業経営を行うようになると、それはそれで弊害がもたらされる可能性も否定できない。この問題は、比較的自由に退出できる流動的な株主にも議決権という形で発言権を与えているこ

¹⁴⁰ フランス商事会社法 175。少なくとも2年前から引き続き同一株主の名義で記名登録されていることが証明される全額払込済株式に対しては、定款または設立後の特別総会により、その表章する資本の割合に比例して、その他の株式に与えられる議決権の2倍の議決権を付与することができる。

¹⁴¹ Georges Ripert et Rene Roblot, *Traite de droit commercial*, t.1. v.2, 333-34 (18^e ed. 2002)。当時、複数議決権は多くの会社で利用されていたこともあり、一度にこれを廃止することが不可能な状態にあったため、段階的に廃止することとし、代わりに、出資に応じて議決権を授ける一株一議決権の原則を採用するとともに例外的に二倍議決権株式を認めたようである(荒谷裕子「フランスにおける複数議決権制度」石山卓磨ほか編『公開会社と閉鎖会社の法理 酒巻俊雄先生還暦記念』42頁(商事法務研究会・1992))。

¹⁴² *Id.* 334, Joseph Hamel, Gaston Lagarde et Alfred Jauffret, *Droit Commercial*, t1. 266(2^e ed. 1980), 鳥山・前掲注(49)161頁

とからくる矛盾とも捉えられるのではないだろうか。つまり、集団行動をはじめとする株主の承認に係る問題¹⁴³とはまた異なり、企業に対するコミットメントの低い株主による牽制が効きすぎてしまうおそれも否定できないのである。このように、フランスにおける議論からは、これまでとは少し異なる視点で差別的な議決権の存在を捉えることもでき、以上のような懸念を有する会社に対する配慮の観点から一株一議決権原則からの乖離の有用性について議論することも一定の意義があるといえそうである。

株主平等原則との関係

次に、二倍議決権制度は、同じ出資であっても議決権の内容に差異が生じるものなので、株主平等の原則との関係が疑問視されるところである。この株主平等の原則違反のおそれについては、フランスでは、二倍議決権は定款所定の要件を具備しさえすれば誰にでも付与されるもので、全ての株主はいわば潜在的にこの権利を付与される可能性を有していることから、その付与は特権の付与ではないとして、株主平等の原則に反しないと整理されている¹⁴⁴。

我が国では、複数議決権そのものについては認められないが、それはこれを正面から認める意義よりも、その濫用による弊害が大きいと整理されてきた背景があるからと考える¹⁴⁵。しかし、現在、法的に類似なものが設計可能となっており、企業買収等に絡んだ大量の株式の買占めとそれに伴う支配権の変動に対する有効な規制措置等が存在しない中であって、その必要性の是非等を含めて検討するうえでは、こうした考えが採用されているフランスの制度も参考になるものと考えられる。

上場会社のコーポレート・ガバナンスへの関与の拡大に向けて

前章では、一株一議決権原則の背後にある要請や変容等について、主に海外での議論を参考に、その原則から離れた差別的な議決権等に着目しつつ分析を試みたが、そこで指摘した問題点やそれらに対する規制手法の選択肢等に対応して、本章では、我が国証券市場に即したアプローチを試みたいと考えている。具体的には、前述した公開会社における議決権配分の柔軟化に伴い¹⁴⁶、市場運営者である証券取引所によるコーポレート・ガバナンスへの関与の意義があらためて求められるのではないかとの問題意識のもと、証券取引所における自主ルールに注目し、「経営者の監視」の視点から、上場会社のコーポレート・ガバナンスへの関与の拡大に向けて、現行自主ルールの評価、課題等を中心に考察を進めていく。

¹⁴³ 第4章第1節第2款、第3款第3項参照

¹⁴⁴ Jean Hémar, Francois Terré et Pierre Mabilat, Sociétés Commerciales t.2.182 (1974) 荒谷・前掲注(141)47頁

¹⁴⁵ 荒谷・前掲注(141)49頁

¹⁴⁶ 第1章第3節、第3章第2節第1款参照

1. 規制の方向性について（自主ルールに注目）

まず、証券取引所による自主ルールに注目して議論を展開していくには、その前提としてその自主ルールに注目する理由を明らかにしておく必要があるが、これは前章までの議論から導き出すことができるように思われる。

まず、一株一議決権原則の適用については、海外の議論から、会社支配の永続化の可能性を防ぐこと、それにより不正経営などに対するチェックが機能することを期待し、それが結果として会社全体の利益にもつなげる作用があるという一定の意義が認められたといえる¹⁴⁷。一方で、議決権配分の柔軟化自体については決定的に否定する理由があるとも言い切れないことから、その要求とのバランスを保つとともに、これまで認められてきた一定の意義を担保するために、様々な手段が講じられてきたことも事実である¹⁴⁸。この状況は、今日の議決権配分の柔軟化が解禁となった我が国も同様であり、特に、それは集団行動に係る議論でも指摘したように、株主による経営監視を期待しにくい大規模な公開会社に該当する¹⁴⁹。そこで、我が国において一株一議決権原則の一定の意義を担保しつつ、当該原則の厳格適用にとって代わる手段を検討する場合にも、そうした会社の株式が流通する証券市場において投資者保護の視点も含めて検討されることが望ましいと考えられるのである。

以上の点を考慮すると、まず法律レベルによる規制が考えられる。この例としては、議決権制限株式の発行限度規制のような総量規制が挙げられるが¹⁵⁰、こうした規制を議決権配分が柔軟化され複数議決権に近い証券設計が可能となった現状に当てはめるとした場合、特に望ましい議決権の配分のあり方などという各社各様に異なる問題への対処として、これのみによる規制には限界を感じてしまうことについては既に述べた¹⁵¹。

また、米国のように、判例により大株主が少数株主に対して忠実義務を負うことが明確になっているわけでもなく¹⁵²、権利を害された株主に対する事後的救済手段が充実しているといえるか疑問があることを前提とすると¹⁵³、例えば我が国で法定された種類株主総会¹⁵⁴に全てを委ねることに限界がありそうであり、投資者保護の観点も含めて考慮すると、証

¹⁴⁷ 第4章第1節第3款、第2節第3款参照

¹⁴⁸ 例えば、米国ではNYSEの一株一議決権原則からの逸脱を認める判断の中では、支配権の行使が会社、一般株主の利益を侵害するか否かが重要なメルクマールになっている（第4章第1節第1款第2項参照）。

¹⁴⁹ 第4章第1節第2款、第3款第3項参照

¹⁵⁰ 商222

¹⁵¹ 第4章第2節第3款第2項参照

¹⁵² Jones v. H.F. Ahmanson & Co., 1 Cal. 3d 93, 460 P. 2d 464, 81 Cal. Rptr. 592 (1969)。会社の支配が重要であるどのような取引でも、支配株主は少数株主に対して忠実義務等を負うという極めて包括的な原則を示している。一方、ドイツにおいても、支配株主の誠実義務という概念があり、これが米国の支配株主の忠実義務と類似の機能を果たしていると考えられる（神田秀樹「資本多数決と株主間の利害調整(三)」法協98巻10号1307頁以下(1981)、南保勝美「ドイツにおける株主の誠実義務の理論」法論66巻6号1頁以下(1994)参照）。

¹⁵³ 我が国では多様な種類株式が許容されるようになったが、前掲注(94)で紹介したように、持株会社が上場している場合などは、種類株主以外にもガバナンスの観点から権利を害される株主が多数出現するおそれがある。これは、我が国の会社訴訟制度の柔軟性欠如と合わさって、スキームによっては株主がタイムリーに権利を主張する仕組みが機能しない可能性があることを示唆するものである。一方、米国では手続的にクラスアクションという救済手段を利用できる点が評価されるといえるかもしれない。

¹⁵⁴ 商345等

券取引所による自主ルールによる積極的な関与も併せて必要になってくるように思われるのである¹⁵⁵。

実際、今日の証券市場では金融技術の急速な進展等の影響を受け刻々と変化し続けており、一層迅速な対応が求められる中であって、証券取引所による自主ルールであれば、より現場主義的で弾力性に富み、しかも微調整も可能であるというメリットを最大限生かすことができると考えられるとともに¹⁵⁶、証券市場からの要請に合致するならば、法令の水準を満たすだけでなく更なる公正性・信頼性の向上を要求することも可能であるともいえ、以上のような自主ルールの性質¹⁵⁷からは、コーポレート・ガバナンスに係る問題に対処するアプローチとしても十分に馴染むものと考えられる¹⁵⁸。

2. 現行自主ルールの評価及び検討

証券取引所によるコーポレート・ガバナンス関与への抵抗感は根強いが¹⁵⁹、一方、比較衡量のうえで新たに求められる視点として、公開会社における議決権コントロールの柔軟化を例に挙げ、我が国における一株一議決権原則の揺らぎや、海外における差別的な議決権に係る議論等から、懸念される弊害を除去する方策とともに、その許容を認めていく方向性が証券市場において考えられることを示してきた¹⁶⁰。そこで本節では、主に議決権に係る証券取引所による現行の自主ルールを評価、分析しつつ、証券取引所による上場会社のコーポレート・ガバナンスへの関与の拡大に向けて、昨今の議決権コントロールへの対応の見地から新たに見出される課題などについて検討する。

コーポレート・ガバナンスと議決権の関係から具体的に議論の余地があるのは、会社が発行する株式の議決権の構成について、証券取引所による自主ルールをどのように対応させていくかという点であろうと考えられるので、この点を中心に検討を加えていくこととしたい。その他、本稿における議決権の構成に関する視点とは若干次元が異なるかもしれ

¹⁵⁵ 証券市場を規制する法律として証券取引法が存在するが、この法律でも議決権コントロールの柔軟化に関連しては、特に規制を設けていない。

¹⁵⁶ もっとも、規則を遵守しない上場会社が現れた場合、証券取引所は上場廃止等の措置を講じるほかは、公的な制裁権をもつわけではない。しかも、上場廃止は直接的には上場会社よりも投資者に大きな打撃を与え投資者保護上問題となるため、容易に発動できないというジレンマがあることはいうまでもない。

¹⁵⁷ 証券取引所の自主規制の長所と短所については、前田重行「証券取引における自主規制-アメリカおよびイギリスにおける自主規制の形態とその発展-」龍田節ほか編『河本一郎先生還暦記念 証券取引法体系』94-97頁（商事法務研究会・1986）等参照。

¹⁵⁸ もっとも、なぜ自主ルールが望ましいのかという根拠を明確に導き出すのは困難な問題であるように思われる。なぜなら、法律であっても細則レベルでは柔軟な対応が可能になるとも考えられるからである。ただ現時点では、例えば、証券取引所が関与する不公正取引等に対処する市場監視に係る分野と上場会社の審査・管理に係る分野で比較した場合、前者に比べて後者のほうが、個別の事情に柔軟に対処できる自主ルールの特性が生かされ、より実効性が高まるように感じられるのである。しかし、なぜそのことにあまり違和感を覚えないのかはよく考える必要がありそうである。こうした問題は、突き詰めていくと法規制と自主ルールにどのような意義が存在し、その線引きはどこでなされるべきなのかなどの難しい問題にもつながる可能性があるからである。いずれにしても、法律の位置付け自体とも密接に関係してくる重要なテーマであると考えられる。

¹⁵⁹ 第2章第3節参照

¹⁶⁰ 第4章第1節第3款第2項、第3項参照

ないが、この問題に関連して、差別的な議決権株式自身の上場についても、無議決権株式を中心として、従来議論のあるところなので、参考までに概観しておくこととする。

(1) 会社が発行する株式の議決権構成 (voting structure) への対応

従来の証券取引所のスタンス

そもそも、種類株式については、株式公開前から発行する会社が公開後にそれが残る状態は上場規則との関係では一応問題ないことになっている¹⁶¹。ただし、発行しているだけでも、引受証券会社では、新規公開企業のガバナンス体制に関する投資者への説明や、公開後の証券市場での株価形成への影響を考え、そうした状態に消極的であることも事実である。これは、証券市場に魅力的な投資対象を提供するという視点からは、ガバナンス・スタイルに対する特別な影響力を有する種類株式自体が上場していなくても、当該会社が公開した後に残り続けることは投資者の投資インセンティブをそぐ可能性があることに配慮したものとされる¹⁶²。

証券取引所では、上場会社が無議決権株式等を発行することの是非について特段言及しているわけではない。実際のところは、新規上場の段階で上場申請会社が種類株式を発行している場合、種類株主總會の内容によっては普通株主の権利内容やその行使を著しく制約することも考えうることから、当該種類株式の内容と普通株主の権利に及ぼすことが想定される影響及びその開示状況について慎重に審査を行うこととなっているが¹⁶³、上場後に種類株式が存続した事例もほとんど存在していないのが現状であることから¹⁶⁴、証券取引所としてのスタンスは消極的であるように解される。上場の段階では普通株式への転換が事実上強制されているように見える。これはいわゆる上場適格性という点を過度に強調して、法制度で認められた自由を非常に狭めて解釈するものとも考えられる。こうした消極的なスタンスからの脱却は検討に値しないのだろうか¹⁶⁵。前章までの議論からも明らかなよ

¹⁶¹ 現行の東京証券取引所株券上場審査基準の取扱い 2.(1)a は、従来、「新規上場申請者の発行する株式が単一銘柄であること」としていた点を、平成 13 年商法改正に併せて改正し、「新規上場申請者の上場申請に係る株式が単一銘柄であること」とした。つまり、改正前は、種類株式を普通株式に転換した状態であることが上場の前提条件であったといえる（高原達広「種類株式設計の多様化〔上〕-ベンチャー企業における種類株式の利用-」商事 1702 号 35 頁（2004）参照）。

¹⁶² 同上 36 頁

¹⁶³ 東京証券取引所株券上場審査基準 2 における「その他公益又は投資者保護の観点から東証が必要と認める事項」についての審査が対象となる（東京証券取引所「新規上場の手引き（市場第一部・第二部編）」上場審査の内容（株券上場審査基準第 2 条関係）103 頁（2004）（http://www.tse.or.jp/listing/b_listing/guide/6.pdf））。

¹⁶⁴ 株式公開前から種類株式が存在し、株式公開後も存続した最近の株式公開事例として、イー・アクセス、新生銀行、エルピーダメモリ、国際石油開発などが挙げられる（は無議決権株を発行）。ただし、は株式公開後すぐに種類株式を普通株式へと強制転換しており、は、旧長銀が国有改善に受けた公的資金注入に際して発行された優先株式が、整理回収機構と預金保険機構とに保有されている特殊な事例であり、普遍的な事例とはいえない（高原・前掲注(161)35-36 頁）。の事例についての詳細は後掲注(167)参照。株式公開の時点でこうした構造をとる企業は我が国よりも米国のほうがはるかに多いといえそうである（後掲注(165)後段参照）。

¹⁶⁵ ここでは、最近米国で話題となった Google の IPO（株式公開）申請に係る議論が参考になるかもしれない。Google は 2004 年 8 月に NASDAQ へ株式を公開したが、SEC への IPO 申請書類（FormS-1

うに、こうした株式については確かに会社支配の固定化の可能性は少なからず存在するかもしれないが、現在、無議決権株式に加えて、複数議決権に類似する仕組みさえもが許容されるような中であって、こうした法制度上の柔軟な取組に対して、海外で見られたように我が国でも社会的要請との均衡を模索するような動きがあってもいいように思われるのである。法制度における柔軟な対応が計られても、その実効性を阻むことにならないかという点で懸念される。

議決権政策に係るスタンスの明確化

特に、議決権配分の柔軟化については、ベンチャー企業などでそうした差別的な議決権を保有し続けるべきメリットが存在するため¹⁶⁶、それが会社全体の利益にも資する場合があることが推察される。一方で、各国の議論から、会社支配の固定が常に継続してしまうような仕組みは望ましくないということが導かれているので¹⁶⁷、こうした点をも十分に勘案し

Registration Statement) によれば、Dual Class 構造をとっている模様である (<http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000119312504073639/ds1.htm>)。Google は、株式公開に当たって創業者の支配権を維持する為に、議決権が普通株 (Class A 株：上場) の 10 倍あり、普通株 1 株に転換できる種類株 (Class B 株：非上場) が残ったままで IPO が申請されている。Google がこの種類株を発行している背景には、上場後も独自の経営スタイルを守る、といった理由が考えられるが、それは Google の経営者側の理由なので、その会社の普通株に投資する投資者にとってガバナンスの観点からリスク要因であることは間違いなく、この点に対する批判もある。一方で、1 株で 10 個の議決権を持つ Class B 株に係るガバナンス上の問題については、経営者の意のままというよりは、一般にポイズンピル的な買収対抗策として、米国で比較的良好に用いられる考え方の延長線上で理解することも可能といえる。投資者の中には、会社経営に参画せずに、ただ株で利益を得たいだけの者も想定され、議決権に差を設けることで全く同じ経済価値の株が安く買えるなら、それはそれで選択肢のひとつとなりえよう。Google 規模の企業であれば、純粋にサービスや製品の良さでの競争が歪められないようにするという意味でも、単純に Class A だけで公開するというより、こうした Dual Class 構造をとって公開するほうが望ましいといえるかもしれない。もっとも、その構造をとっていることについて当該会社は証券市場に対して詳細に開示することは不可欠であると考えられる。

なお、米国では IPO する企業の 7% 以上はこの Dual Class 構造を採用しているようである (Laura C. Field, Control Considerations of Newly Public Firms: The Implementation Antitakeover Provisions and Dual Class Shares Before the IPO, Figure 1, (1999)) (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=150488)。)

¹⁶⁶ 宍戸・前掲注(15)24 頁

¹⁶⁷ 第 4 章第 1 節第 3 款第 2 項参照。もっとも、最近の我が国でも、様々な工夫を凝らして上場に際して種類株 (無議決権株) の発行が認められた事例 (エルピーダメモリ、国際石油開発) が存在する。エルピーダメモリは 2004 年 11 月に上場したが、上場前に 3 種類 (B・C・D) の種類株を発行し、うち 2 種類は上場と同時に普通株に転換したものの、B 種類株はそのまま存続している。ただし、上場から 2 年で普通株への強制転換が予定されており (これが一株利益の希薄化要因となるともいえる。) 期間制限を設けて会社支配の永続化に配慮した事例ともいえそうである (2004 年 10 月 12 日付上場申請のための有価証券報告書 (I の部) 参照)。

一方、国際石油開発は同月に上場したが、上場に際して普通株とは別に石油公団 (国際石油開発の発行済株式の 54% 強を保有) を割当先とする甲種類株式を 1 株発行している。この種類株は、取締役の選任など重要案件に拒否権 (普通株主総会の議決権は持たず、甲種類株主総会の議決権を有しており、甲種類株式は 1 株のみの発行であるので、普通株主総会決議事項のなかで甲種類株主総会決議を要する事項については、当該株主の議決権行使 = 甲種類株主総会の結果となる) が発動できるように設計されているが、当該会社は石油・天然ガスの安定供給の効率的な確保という政策目標の一翼を担うナショナルフラッグカンパニー (国家の資源外国と密接な連携を図り、海外エネルギー権益獲得を目指す中核的企業体) であるという特殊性から、当該目標と矛盾する経営が行われる可能性のある外資系企業の経営支配を排除する措置の必要性を肯定するものである。もっとも、拒否権の対象が限定され、拒否権行使についても石油公団に

た議決権の割り振りを許容するスタンスを明らかにすることも検討に値するように思われる。

例えば、東京証券取引所の新興企業市場「マザーズ」では、従来の市場第一部・第二部と比べて、よりベンチャー企業をターゲットとした市場であり、創業者の支配権確保に対するニーズも高いと考えられるので、当該市場への上場の際は、より柔軟な議決権の構成を明確に認める余地などは多分にあるといえるかもしれない。なぜなら、実際に1980年代になるまでNYSEは一株一議決権原則を厳格適用していたが、国内の他の証券取引所（AMEXなど）では市場間競争の関係もあってそのレベルまで厳格に適用しておらず、当時の新規上場会社は、まず他の証券取引所に上場し、その後NYSEに上場するという段階を踏むことが多く¹⁶⁸、この取引所間の議決権の構成に対するスタンスの格差の存在が、事実上、創業者の支配権確保の要請とのバランスをうまく保っていたとも考えられ、コンセプトの異なる市場を同時に有する現在の我が国証券取引所においては、こうしたバランスを同一取引所の市場間で採用することも可能であるように思えるからである¹⁶⁹。その意味ではその他にも、市場ごとに、上場後に保有する当該株式の許容期間について段階的な制限を設けることや、数年単位で種類株主総会の決議などで当該構造を継続するかどうかを判断する機会を設けることなども検討に値するかもしれない。

もっとも、以上のような検討は、議決権の構成に関するスタンスを重視したものであり、議決権とそれに付随する権利やキャッシュフローの関係等の細かな判断については、やはり証券取引所による事例ごとの個別の判断が併せてなされることが実効的であるとも考えられる。特に、議決権の構成次第では、上場における少数特定者持株数基準¹⁷⁰が尻抜けとなってしまう危険性や、非公開株式であっても少数株主権の行使の可能性が存在するなど¹⁷¹公開株式と同等の権利を有することに対する不平等感に対する懸念もあり、こうした点にはやはり注意を要するものと考えられる¹⁷²。

また、上場会社が新たに差別的な議決権株式を発行する段階でも、既存株主等に与える

よるガイドライン等の設定がなされていることにより、経営の効率性・柔軟性を不当に阻害しないよう透明性を高くした必要最小限の措置となっている(2004年10月12日付上場申請のための有価証券報告書(の部)、国際石油開発株式会社甲種類株式の議決権行使の基準(http://www.jnoc.go.jp/company/pdf/H16/inpex_kijyun.pdf)参照)。

¹⁶⁸ 鈴木・前掲注(57)66頁

¹⁶⁹ 例えば東京証券取引所では、市場第一部・第二部に加えてマザーズが存在する。事実、新規上場会社の中には、まずマザーズに上場し、将来的に市場第一部を目指すという動きがあることから、マザーズにおいてはより創業者の支配権確保の要請に応えるような仕組みとするなどの工夫の余地があることを示唆している。会社の規模、種類ごとに柔軟な規制を行うことが可能であることからすると現実的であるように思える。

¹⁷⁰ 東京証券取引所株券上場審査基準4。少数特定者持株数基準とは、大株主及び役員等の所有する株式並びに上場申請会社が所有する自己株式など、その所有が固定的でほとんど流通可能性が認められない株式を、上場株式数の一定比率以下に抑制するためのものである。その趣旨は、上場後の株券の円滑な流通と公正な株価形成の確保にある。

¹⁷¹ 商222

¹⁷² 前掲注(167)の事例は、経営の効率性、柔軟性や会社支配の固定の懸念について一定の配慮が見られ、証券取引所のスタンスを具体的な方向へ導くうえでも、こうした事例の蓄積が期待される場所である。

影響が多大であると考えられる。この点についても、現行自主ルールでは明確にはなっていないが、上場時点においてさえ種類株式が継続して発行されている事例が少ないことから、証券取引所のスタンスとしても消極的に解すべきであろうが、結局、そうした株式の発行は株主自身が承認している結果ともいえなくもない¹⁷³、また、差別的な議決権株式の中でも、無議決権株式のような場合には、既存株主の議決権が希釈化されるおそれが少ないので、そうした発行が可能である旨のスタンスを明示してもいいように思えるのである¹⁷⁴。一方で、上場会社が会社経営に関する重要な事項につき拒否権を有する種類株式を1株でも発行するような場合は、一般の既存株主等の利益が害されるおそれが想定されることから、上場会社がそうした行動をとるような場合には証券取引所による裁量で上場廃止の措置をとるなどのスタンスを示す方法も一考の余地があるといえそうである¹⁷⁵。

ディスクロージャーの徹底

以上の経済的な要請に応える方策と併せて証券市場で重視されるのは、それが証券市場にとって健全かつ効率的なものとなるよう、透明かつ公正なプロセスを経ているかどうかである¹⁷⁶。諸外国の例からも、投資者等に対するディスクロージャーは徹底されるべきであり、こうした観点から、議決権のコントロールに関連しては、その証券設計に係る詳細な情報を併せて求めることも取引費用を削減する効果を有すると考えられる¹⁷⁷。

視点を転じて、もし、証券市場がいわゆる経営者支配の弊害を懸念しているとするれば、我が国に従来からみられる安定株主の存在などについてはどのように説明できるだろうか。昨今、株式の持ち合い解消が進んでいるといわれるが、これまで当たり前のように存在していた安定株主なども広い意味では経営者支配の範疇に入ると考えられる。これは、安定株主が結束して現経営陣を支持するので、現経営陣の地位が安定することとなるわけで、これは、若干性格の異なる事象かもしれないが、会社支配の固定化という視点のみに着目すれば少なからず同視できる部分があるのではないだろうか。しかしながら、現に、投資者は安定株主によって会社支配が固定化されている場合でも、そうした実情を承知で株式を取得し、保持する。仮に不満があればそれだけ株価が低くなり、この企業は次回の資金

¹⁷³ 厳密に言えば、上場会社の一般株主は流動的であり、承認時点と発行時点の株主は同一でないため問題となりうる可能性も否定できない。こうした問題の有力な解決法のひとつはやはりディスクロージャーの充実であろう。また、株主の承認自体の問題が別途存在することについては第4章第1節第2款、第3款第3項参照。

¹⁷⁴ もっとも、この点についても、やはり証券取引所による事例ごとの個別対応は必要となるものと思われる。

¹⁷⁵ 実際には、個々の上場会社の個別事情を考慮して、証券取引所が上場会社と事前調整という形で交渉がもたれ、そうした株式の発行提案の修正を求めるといった関与がなされる可能性がある。こうした点も含めて、自主ルールとしての柔軟性を指摘することが可能であるともいえる。一方で、こうした事前調整において、どこまで証券取引所が介入できるのかグレーな部分も多々あることは否定できず、スタンスを明示するとなれば、当然にそうした線引きを明らかにする必要性が生じてこよう。

¹⁷⁶ 第2章第1節参照

¹⁷⁷ 前掲注(167)の国際石油開発の事例では、種類株の拒否権の内容につき明確な指針を設けるなど、その透明性を高めることで、企業価値のディスカウントを極小化するように務めているといえよう。

調達時に不便を感じるようになるだけである。これが証券市場における競争の役割といえるが、この仕組みを正常に機能させるためにも、ディスクロージャーが負うところは少なくない。これまでのところ、証券市場においてそうした機能が失われているとは感じられない。これが機能しないおそれがあるというならその不満は市場、すなわちその市場を開設、運営している証券取引所に向けられる可能性があるが、そうしたことがないように順次様々な基準を設け対応していく必要があるのである。

小括

本款では、コーポレート・ガバナンスと議決権の関係から、会社が発行する株式の議決権の構成について、証券取引所の自主ルールによる対応のあり方について検討してきたわけであるが、その柔軟な議決権の割り振りについて一律に許容しないというのではなく、市場原理に基づいた取引の自由を許容しつつ、経営の健全性が保たれない可能性が新たに存在することに対して、証券取引所が上場会社のコーポレート・ガバナンスに一定の範囲で関与すると同時にディスクロージャーを徹底していくというアプローチが妥当であるように考えられることを示してきた。

上場会社は、自主ルールに従うという点で遵守コストが生じるわけであるが、その代わりに経済的要請に即して会社としての利益を享受することが可能となるであろう。また、証券市場においても、議決権によるコントロールの柔軟性をできる限り許容する代わりに、経営監視の視点から証券取引所が上場会社のコーポレート・ガバナンスに関与するインセンティブを見出せることを示唆しているといえそうである。

(2) 差別的な議決権株式の上場について(参考)

ニーズの存在

証券取引所における現行の上場制度は、原則として普通株を前提としている。制度上、議決権制限株式に係る上場についても手当てはなされているが¹⁷⁸、いわゆる優先株などに限定されており¹⁷⁹、その発行者は上場会社であることを求めている¹⁸⁰。これは、普通株が基本とされる株式会社制度に則ったものとして、議決権が公開されないような株式の上場が一般化し、当該発行者のガバナンスに関与する余地が著しく制限される可能性から、我が国資本市場の健全な発展を損なう懸念があるためと考えられる¹⁸¹。一方で、上場対象となりえる特殊な株式の上場適格性の不明確さや周辺環境の変化などから生じる以下のような

¹⁷⁸ 東京証券取引所「優先株及び優先証券等に関する有価証券上場規程の特例」参照

¹⁷⁹ 優先株については、配当という投資魅力と分かりやすさに着目して、広く投資対象としてきた経緯がある。事実、商法改正により、種類株式の多様化が図られた際にも、どのような内容、商品性を持った種類株式が組成されるか不透明であることに鑑み、上場対象となる特殊の株式の拡大に関する制度的対応はなされていない(廣瀬康「新株予約権制度の創設等に伴う上場制度等の見直し」商事 1626 号 12 頁(2002))。

¹⁸⁰ 東京証券取引所・前掲注(178)特例

¹⁸¹ 河本一郎ほか「改正商法に基づく優先株式発行の検討(上)」商事 1224 号 10-11 頁〔竹中発言〕(1990)は、上場を無議決権中心に考えるのではなく、上場は議決権株式を中核としながら無議決権株式をミックスすることで株主の構成を考え、かつ資金調達の弾力化を図る方向で取り組むべきものとする。

ニーズの存在と合わせて、その上場について議論のあるところとなっている。

昨今の商法改正により種類株式について多様なスキームでの発行が可能となり、発行者側からは、公開会社だけでなく、大規模な未公開会社や公開会社のコア事業を営む完全子会社等において上場ニーズがあることが想定され、一方、投資者側からは、株式を通じた支配等に興味のない個人投資者等のニーズが存在するともいえる。つまり、発行者は資金調達手段として、投資者は利潤性を追求する投資対象として商品性を限定し、特に既存株主の議決権の希釈化の懸念が少ない無議決権株式などについては、普通株市場との区分を明確にするなどして上場対象とすることも検討の余地があるものとする。投資者の利益に適う可能性がある商品を外形的に一律に排除するのではなく、弊害になるべく留意しつつ多様な機会を提供するほうが現実的ではないだろうか¹⁸²。上場対象が拡大し、発行者・投資者双方がメリットを享受することで利便性が拡大し、むしろ証券市場の発展に寄与するとも考えられる。その一方で、一株一議決権原則からの乖離に端を発した弊害によって当該市場の濫用がされることのないように、市場開設者としての証券取引所が発行者のコーポレート・ガバナンスに関与することには、これまでのような強い抵抗感はないと考える¹⁸³。

議決権の公開性について

議決権に関連しては、証券市場における国民経済的機能の観点から、平等な議決権を公開し、その情報開示を充実させることによってはじめて正常に社会評価がなされとも考えられる。これは、特に、無議決権株式の上場を許容する場合に、証券市場のそうした機能を自ら放棄することにならないか、つまり、投資者が発行者のガバナンスに関与できないことから、一部少数特定者の利益追求に偏重した経営がなされ投資者が損害を被ることを許容することにつながるか、という懸念から導かれるものである。しかし、議決権を公開することの影響面からは、一般投資者が会社の議決に影響を十分に与えるだけの株式の分布状況を現行の上場要件として課しているわけでもなく¹⁸⁴、議決権の公開・流通によってのみ企業経営の公開性が担保されていたとは言い難いように思える。経営の公開性は、議決権の行使という直接的な影響力の行使のみならず、株価を通じた市場評価といった間接的な影響力の行使によっても一定程度担保されていると考えることもできよう。無

¹⁸² 一方で、証券取引所による上場物件について議決権付普通株を大原則としてきた関係で議論の余地は生じよう。無議決権株式の許容を広げていくと、極論としては議決権のない株式を主とした流通市場が望ましいかどうかといった議論に発展する可能性もある。あくまでも例外的な位置付けは変えないとする一定の範囲での対応が望ましいともいえる（前掲注(181)参照）。

¹⁸³ 第2章第3節参照

¹⁸⁴ 議決権そのものを規定する基準は存在しない。いわゆる少数特定者持株数基準が存在する（前掲注(170)参照）が、東京証券取引所の新規上場基準でもこの比率は75%とされており（東京証券取引所株券上場審査基準4 a）支配株主が議決権の過半数はもとより、特別決議を支配するに足る議決権の3分の2を所有することも可能であることを意味している。したがって、当該基準は株式の流通性を確保する側面が強いように思われる。普通株の場合、当該比率については、一般には上場後に増資等を行っていく過程で逡減していくことを想定しているともいえるが、種類株を発行している場合には同様の想定はしにくく、その比率は変動しにくいとも考えられることから、証券取引所では種類株への対応については消極的なスタンスとなるのかもしれない。

議決権株式についても、その株主の利益を害するおそれのある場合に、例えば種類株主総会を開催することが法定されているが¹⁸⁵、種類株主総会における議決権行使に比べ、普通株と同様、株価を通じた企業経営への市場評価による間接的な影響力の行使のほうが機動的であるともいえ、証券市場を通じた社会評価機能を十分に果たし得るものと考えられる¹⁸⁶。

以上のことから、差別的な議決権株式の中でも、無議決権株式の上場について、議決権が公開されないことをもって一律に許容しないとする姿勢は適当でないように思われる。

子会社上場の視点

現存する自主ルールからは、子会社上場に関する基準についても、親会社によって議決権によるコントロールが可能であるともいえる点で会社支配の固定等について類似する問題を抱えていると評価できることから検討の対象に入ってくるものとする。特に、無議決権株式の単独上場に関連して、子会社単独上場を認めていること¹⁸⁷との整合性については、証券取引所が関与するコーポレート・ガバナンスの観点からも一考の余地がありそうである。この子会社上場制度をどのように評価すべきであろうか。

a．独立性に係る審査

子会社を上場することは、投資者にとって成長分野の投資対象が提供されることが多くの場合に想定され、それは市場の活性化に資する、また、独自の資金調達の手続きを開くことで親会社から独立した企業としての地位が確立でき、それはグループ全体の成長が促進され、ひいては国民経済の発展に寄与するともいわれる¹⁸⁸。ただ、その一方で、子会社であるがゆえにどうしても親会社の資本・人的支配下に属し、経営の独立性やその利益が歪められるという問題を有しており、そうした弊害を防止するために、投資者保護と健全な証券市場の運営の観点から、証券取引所においても、一般的な上場適格要件に加えて、子会社の一般株主の利益保護に重点を置いた要件を求めている。なかでも、親会等との関係につい

¹⁸⁵ 商 345

¹⁸⁶ 証券市場を通じた牽制としては、次のような場合も想定できる。つまり、上場有価証券の発行者は、証券市場を通して広く一般投資者から資金を調達している公共性を踏まえて企業経営が行われる必要があり、その観点から一部少数特定者の利益追求に偏重した経営が行われてはならないともいえる。いわゆる公開会社論というものであるが、これは、株式を公開した会社というのは、優良な質の商品やサービスを提供する社会的責任のみならず、株主、さらには潜在的な株主である多数の投資者に与える影響を考慮した社会的責任を引き受けるということであり、そうした責任をも果たしていくことが求められるというものである（小林・前掲注(40)96頁参照）。そして、そのような会社は、不祥事が起きてしまった後の責任や処理など事後的な点に目を向けるのではなく、日常に不祥事を起こさず、生産効率を上げて、商品と資本の両者に対する責任を果たすことが要求され、そのためにも継続的な説明責任が伴うと考えられている。企業は将来の事業活動、資金調達にあたって、無議決権株式を上場するなら、その価格を通じた評価を配慮せざるを得ず、その株主の利益を無視して一部少数特定者の利益追求に偏重した行動はとりづらいつとも考えられるのである。

¹⁸⁷ 東京証券取引所株券上場審査基準の取扱い 1.(2)d(d)

¹⁸⁸ 江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』212頁（有斐閣・1995）、丸山顕義「子会社上場の考え方とその取扱い」商事 1229号 87頁（1990）

て、その独立性を重点的な審査項目の一つとしていることは¹⁸⁹、商法の枠組みを超えて、証券取引所がその政策によって親子会社関係の弊害を防止するものとして、株式公開実務において定着し、高く評価されているといえよう¹⁹⁰。この制度は、見方を変えれば、まさに自主ルールがコーポレート・ガバナンスの範疇に關与しているものと言い換えることができ、前述した差別的な議決権株式の上場の過程で生じる弊害への防止策としても有益な示唆を提供するものといえよう¹⁹¹。

b．企業内容の開示

親会社が非公開である場合の子会社の単独上場について、現行規則上は、子会社の上場後も親会社等との取引関係等を通じて様々な影響を受けることが考えられ、投資者にとっても子会社に係る企業内容等の情報はもとより、その親会社等の情報についても投資判断上有用な判断材料となる点に鑑み、親会社等の企業内容等が開示されている状況にあることを求めている¹⁹²。この情報開示を担保して投資者保護を図るアプローチをとることで子会社の単独上場を許容する手法も、証券市場から経営者を監視しようとする具体的なアプローチの参考になるものと考えられる¹⁹³。

¹⁸⁹ 子会社の独立性については、自己又は他の会社に対する不利益行為がないか、公正な取引条件が確保されているか、事業の独立性が確保されているか、といった視点で審査される（東京証券取引所株券上場基準の取扱い1.(2)d。詳しくは、東京証券取引所・前掲注(163)92-97頁）。しかし、子会社株主の視点でいうと、上場審査の過程で独立性については厳しくチェックされるが100%の独立性が求められるかというそれは難しい問題といえる。親会社の都合で、子会社の一般株主には不利な決定が強いられる可能性はやはり残るであろう。親会社コクドが個人名義で株主を偽装していた西武鉄道の単独上場廃止に係る事件が発生したことをみても、親子間の支配、被支配の関係や株主の権利について、あらためて経営の独立性の観点から再考の余地が存在するようにも思える。

¹⁹⁰ 江頭・前掲注(188)220頁においても、そうした一連の付加的要件の内容の基本的視点については、正当であると評価している。

¹⁹¹ 現行上場制度でも、議決権制限株式の上場に際してその発行者が上場会社であることを求めているが（東京証券取引所・前掲注(178)特例）、これがどれだけ実効的かという疑問がないわけではない。それは既に普通株が上場されていても、その過半数を握る株主がいれば、やはり他の株主の利益を損なうような経営が行われる危険性はあるといえるからである。この点につき、子会社上場の局面では、親子会社の独立性を審査し、その弊害を防止しようと努めており、したがって、差別的な議決権株式による上場で生じる弊害が、従来から子会社上場など他の場面において存在した弊害の範囲に重なる限りにおいても、コーポレート・ガバナンスの観点から、証券取引所がその弊害防止策を講じることは可能であるといえよう。

¹⁹² 東京証券取引所株券上場審査基準の取扱い1.(2)d(d)。もっとも、従前は、投資情報の不完全性と証券市場からの資金の代理調達の問題から、親会社が上場会社であることを求めていた（丸山・前掲注(188)88-89頁）が、これについてはその後の改正により、親会社等が有価証券報告書に準じた内容の書面を継続して提出・公表することにつき同意する場合には当該子会社の上場を認めることとしている。ただし、代理調達などについては、親会社が上場していたとしても発生し得る問題であり、以上の情報開示の徹底に加え、取引の公正性等を担保する子会社の独立性の審査と併せて包括的に対応していると捉えるほうが現実的であろう。

¹⁹³ もっとも、こうした開示手法に全てを委ねることに限界はあろう。なぜなら、この手法を突き詰めると究極的には投資判断材料を提供しさえすればよいということとなり、投資者に対しては開示さえ徹底しておけばよいということになれば、証券取引所の存在意義が問われることにもなりかねない。その他の自主ルールでは、企業の収益性等一定の質的要件まで踏み込んでいっている現状を踏まえると、全てを開示に委ねるのみという安易な結論にはならないはずである。

小括

以上の評価、検討から、差別的な議決権株式の上場（単独上場を含む）について¹⁹⁴、一律に排除するには説得力が乏しいといえる反面、会社支配に関する危険性が完全に否定されるわけでもないことがうかがえ、会社経営に対する監視手法として現行の自主ルールからも、独立性の観点からの関与や企業内容の開示を併せて講じることが有効であることが確認された。証券取引所が上場会社の経営監視に一定の関与をすべきであるとするインセンティブがこの点からも認められるといえそうである。証券取引所の関与の具体的政策については十分な議論とともに慎重に検討していく必要がある¹⁹⁵。

3. 証券取引所の株式会社化における議論との関係

最後に、自主ルールの策定に対するスタンスに少なからず影響を与える事象として、証券取引所による株式会社化の動きも密接に関係すると思われるので簡単に整理しておきたい¹⁹⁶。この議論の中で焦点の一つとなったのが、非営利の会員組織であった証券取引所が株式会社化することにより、従来の公共性に加えて営利を追求することが相反するのではないか、という点であった¹⁹⁷。この点については、従来、株式会社形態の証券取引所において問題視されてきたところであるが¹⁹⁸、これに関連して、証券取引所がコーポレート・ガバナンスに関与することは、公共性の側面が強調され¹⁹⁹、株式会社としての営利主義と整合がと

¹⁹⁴ 差別的な議決権株式の中でも、ここでは主に無議決権株式を念頭に置いた議論であった。

¹⁹⁵ 無議決権株式の上場に対する証券取引所の対応についてはNYSEの例も参考になる（第4章第1節第1款第2項参照）。特に、単独で無議決権株式を上場対象とするためには、その無議決権株主の保護の側面もよりフォローする必要があると考えられる。一般的な投資者保護の観点に加えて、経営者の監視というコーポレート・ガバナンスの観点を考慮した上場要件としては、まず、新規上場審査や適時開示については、通常の上場会社と同等の水準を求めることを前提として、特に独立性に係る審査は厳格に行う、

普通株の増加（新株発行、株式分割等）に伴う希釈化リスク、合併・株式交換等の事業再編に係る上場種類株の権利内容等について特に詳細な開示を要求、当該希釈化リスクの観点から、証券設計の段階で希釈化の可能性についての制限を設ける（議決権間の比率の拡大範囲をあらかじめ制限、明示するなど）

単独上場の場合などは、換金の場合を考慮して、あらかじめ転換条項付の場合は上場を認めない、集団行動等の問題を考慮し、株主のみによる承認だけでなく独立取締役による承認といった別ルートの意思決定要件も加える、といったような関与例が検討に値するかもしれない。

¹⁹⁶ 2000年12月に証券取引所について、従来の会員制に加え株式会社によることを可能とする法改正がなされ、まず大阪証券取引所が2001年4月に、続いて東京証券取引所が同年12月、名古屋証券取引所が翌2002年4月に株式会社に移行している。

¹⁹⁷ 証券取引法研究会「証券取引所等の株式会社化」インベストメント54巻1号23-26頁（2001）、河本一郎=大武泰南『証券取引法読本』433頁（有斐閣・第6版・2004）等。もっとも、証券取引所が営利の目的で業務を行いつつも公共性を発揮できるように法的手当てや行政当局による監督がなされる仕組みになっている（例えば、証取85、110、112等（近藤光男ほか・前掲注(2)367-68頁参照）。したがって、証券取引所が株式会社となっても自主ルールは劣質になることなく、公共性は担保されるといえそうである。

¹⁹⁸ 例えば、鈴木竹雄=河本一郎『証券取引法〔新版〕』381-82頁（有斐閣・1984）、二上季代司「市場間競争と証券取引所の株式会社化」証券経済学会年報38号188頁等。一方で、藤田友敬「組織法からみた金融システム改革諸法」商事1637号41-42頁（2002）は、営利を追求せずとも公共性を害することも想定されるなど、結局のところ営利性を認めるか否かは証券取引所の公共性と直結するものではなく、いずれの組織形態を採用しようが公共性との対立は問題になるとする。

¹⁹⁹ 近年、証券取引所の業務について、競争政策を導入する部分とそうでなく依然として公共性の強い部分との切り分けが意識されるようになったが、このうち後者については、やはり自主規制機関が関与すべきとの主張は存在する（Ruben Lee, What is an Exchange?: The Automation, Management, and Regulation of Financial Markets, 308-15（1998））

れないのではないかと、という疑問も生じてくると思われる。

まず、営利の追求と公共性の維持について。証券取引所の収益が市場の流動性の増減に左右される側面があることを考えると、安定した収益を獲得するためには、当該市場の流動性向上に注力する必要がある。そのためには、自主ルールの徹底による上場会社の公正性、信頼性の向上は有効かつ不可欠の要素であり、中長期的には、証券取引所による公共性の発揮が収益の向上に資すると考えられ²⁰⁰、両者は相反するものではないといえそうである²⁰¹。上場会社にとっても、流動性の向上は資金調達をはじめとしてプラスに寄与する機会が多いと考えられる。このように、証券取引所が営利法人となった場合でも、市場の健全性、効率性に対する信頼が揺らぐとはいきれず、コーポレート・ガバナンスへの関与もその延長線上にあるものとして、取引所の所有者及び利用者双方の利益最大化につながることを期待するとともに、それらを目指す姿勢に何ら変わりはないといえよう。

以上のことから、確かに、証券取引所が上場会社のコーポレート・ガバナンスに関与することで、上場会社の質の維持・向上を狙った公共的な側面が強調されるかもしれないが、このことが株式会社としての営利追求に全くつながらないということにはならないと考える。少なくとも、証券取引所が株式会社化したことをもって、上場会社のコーポレート・ガバナンスへ関与するインセンティブがなくなることはないといえそうである。

4. まとめ

これまで検討してきたように、我が国における昨今の一株一議決権の揺らぎや海外をも含めた議決権の構成に係る議論などからは、証券市場においても、柔軟な議決権の割り振りについて一律に排除すべきとまではいえなさそうである。複数議決権などと同等の効果を有する証券設計についても、企業が上場後に追加発行することを除いては、その発行を許容する余地も多分にあると考えられる。ただし、閉鎖的な支配構造を永久に継続させる可能性を残したまま、資金調達の便宜のために柔軟な議決権の構成を許容することは、結局のところ、既存株主等の利益を害するような経営が行われる可能性が存在し、投資者が害されるリスクは完全にはなくなることから、法制度で多様かつ自由な証券設計が可能になったことと、実際にいかなる証券でも許容できるかということはやはりイコールな関係にあるとはいえず、前述のとおり、様々な側面から証券取引所による経営監視の観点からの関与が求められることが明らかとなり²⁰²、さらには株式会社組織としての立場をも踏まえつつ、積極的に上場会社のコーポレート・ガバナンスへの関与を行うインセンティブ、

²⁰⁰ 河本ほか・前掲注(197)433-34 頁によれば、昨今、新興企業市場において上場基準の引き下げが競争的に行われ、市場全体に対する信用が失墜したことを受け、市場の信頼性を回復するため開示の徹底や新たな上場廃止基準の創設など規制強化に取り組んだ経緯があるが、これは、市場の質の低下が、むしろ投資者を市場から遠ざけることとなり、結果として収益に結びつかないことを明らかにしたものであるとする。

²⁰¹ 営利性と公共性については、むしろ正の相関関係にあると考えることが適当であるとする(「証券取引所の自主規制に関する研究会中間報告書」22頁(2004))。

²⁰² 会社支配や株主の承認の問題などに配慮したガバナンスシステムの充実や、投資者等との情報の格差を埋める企業内容・証券設計に係る開示の強化などの観点から指摘してきた(第4章第1節第3款、第2節第3款、本章第2節参照)。

関与の拡大の可能性が認められるという結論に至った。

証券取引所は、市場の品質を保証する観点から自主規制機能を有するわけであるが、この自主規制機能には、広い意味では本稿で議論してきたコーポレート・ガバナンスもその射程に入ってくると思われる²⁰³。適切な監督下において、市場間の規制レベルの競争促進も証券市場における経営監視の視点から市場の信頼性の維持・向上に資すると考えられ、証券取引所による規制の役割を市場の品質保証に求めるなら、上場会社の質を保とうとするコーポレート・ガバナンスへの関与も同じことがいえると考えからである²⁰⁴。ただし、上場会社のコーポレート・ガバナンスへの関与は、投資者保護には関係するものではあるが、流動性確保のルールなどと比較するとそれほど直接的なものではない²⁰⁵。経営者の監視の観点から、その経営者の意思決定等のプロセスの質を問うものであると考えられるので、その透明性をいかに担保するか、という視点からも併せて対応していく必要がある²⁰⁶。

また、法制面における議決権コントロールの柔軟化を受けて、それまで一律に消極的であったと推測される証券取引所のスタンスが見直されるということであれば、例えば海外に見られるように、証券取引所におけるコーポレート・ガバナンス政策の一環として、いわゆる議決権方針といった明確な形での提示なども一考の余地が生まれてこよう²⁰⁷。証券市場にとっても多様な選択肢が提供されることにもつながるわけであり、これは昨今の法制度の一連の改正の流れに即したものとしても評価されるものと考えられる。

おわりに

本稿では、昨今の種類株式制度等の大幅な拡充の動きなどをきっかけとした議決権コントロールの柔軟化をアプローチの視点として、様々な側面から証券取引所におけるコーポレート・ガバナンス関与の今日的意義を中心に検討を加えてきたわけであるが、それと同時にいくつかの課題も明らかとなった。

まず、会社の発行する株式の議決権の構成に関して、各国の対応に特徴があることが確

²⁰³ 河本ほか・前掲注(197)410頁では、証取106の32を根拠として、市場の適切な運営のために証券取引所が行う活動すべてが、広義の意味で自主規制にあたるとする。その他、前田・前掲注(157)108頁では、上場会社に対する規制一般を証券取引所による自主規制の範疇に含めて解釈している。

²⁰⁴ 前掲注(201)報告書110頁(2004)。もっとも、証取152において、証券取引所に対する処分事由として、「上場会社が法令や証券取引所の定款等諸規則に違反したにもかかわらず、証券取引所が違反者に対して、法令等を遵守させるために、この法律に基づく命令若しくは定款その他の規則により認められた権能を行使せずその他必要な措置をとることを怠ったとき」を掲げており、現行法の規定からも、こうした考え方は十分に説得力を持つとしている。

²⁰⁵ 直接的ではないために、証券取引所による関与に対する抵抗感が強くなる傾向があるともいえる(第2章第2節参照)。

²⁰⁶ 例えば、下村昌作「四半期業績の概況、コーポレート・ガバナンスに関する開示制度」商事1655号38頁(2003)参照。東京証券取引所では、決算短信におけるガバナンス情報の開示を求めるなどの対策を講じている。もっとも、開示内容は各社の任意であることから、比較可能性を確保することも難しく、実効性に欠ける面もあるかもしれない。

²⁰⁷ 積極的に議決権政策を展開する証券取引所の例として、NYSEやトロント証券取引所などが挙げられる(前掲注(21)、Toronto Stock Exchange, Company Manual Sec 328.00)。Toronto Stock Exchange, Company Manual Sec 328.00では、議決権制限株式についての規定が置かれているが、別添(Appendix E: Policy Statement on Restricted Shares)に定める証券取引所の意見書を参照することとなっている。

認されたが²⁰⁸、米国や日本が法制度に加えて、自主ルールによる関与を組み合わせしていく方向を模索する一方で、ドイツやフランスでは主に法制度の枠内で完結させていることがうかがえ、この両者の方向性がなぜ併存するのかという点に漠とした疑問を感じた。これは、法制度と自主ルールの存在意義などとも関連するものであろうが、例えば、我が国証券取引所が従来関与してきた上場会社全般の審査や管理の分野について、個別判断の余地を残す自主ルールによる介入が果たして道理に適っているのかといったようなそもそもの問題に立ち返る必要があるようにも思えるし²⁰⁹、さらには、自主ルールと会社法等の法律の仕組み自体に関するマクロな視点の検討も併せて必要となる問題であるようにも受け止められるのである。

また、自主ルールによるコーポレート・ガバナンス関与に注目した場合に、市場間でその関与の度合いに差異が生じることとなれば、それがあらたに市場間競争の誘因となるものなのかどうかという疑問も生じた。経済のグローバル化が急速に進展する今日においては、国内だけでなく、海外の証券取引所も含めた国際的な競争をも視野に入れた問題に発展していく可能性を大いに含んでいるともいえそうである。

いずれにしても、こうしたコーポレート・ガバナンスに係る関与手法や関与度合いなどの問題については、裁量権を含めて各国の法制度の位置付けなどとの関係も影響するなど、微妙なバランスの上に成り立つものであり、すぐに明確な回答を提示できるものではないかもしれない。しかしながら、我が国における自主ルールによるアプローチも実効性確保のツールのひとつとして、今後、その存在意義が益々増していくことが期待されるものであるとも考えられることから、以上のコーポレート・ガバナンスへの関与に係る問題と併せて、更なる整理、検討を進めていきたい。

以上

²⁰⁸ 第4章参照

²⁰⁹ 前掲注(158)参照

【主要参考文献（本文に引用したものを除く）】

- 伊豆久「取引所の自主規制機能について」証研レポート 1599 巻 1 頁(2001)
- 稲葉威雄「優先株に関する諸問題」神崎克郎ほか編『優先株制度 企業金融と商法改正 3』
227 頁(有斐閣・1992)
- 稲葉威雄ほか「座談会・企業金融と商法改正 5 優先株制度の立法論的検討(一)(二・完)」
民商 100 巻 4 号 521 頁、100 巻 5 号 721 頁(1989)
- 遠藤久史「ドイツ株式法・商法等の改正とコーポレート・ガバナンスへの対応(一)-企業領
域におけるコントロールと透明性に関する法律 (KonTraG) を中心として-」会計
155 巻 1 号 135 頁(1999)
- 大杉謙一「優先株式の法的問題」落合誠一ほか編『鴻常夫先生古希記念 現代企業立法の軌
跡と展望』25 頁(商事法務研究会・1995)
- 大杉謙一「ベンチャー企業と商法改正・証券市場改革-資金調達とストック・オプションを
中心に」ジュリ 1218 号 23 頁(2002)
- 小佐野広「コーポレート・ガバナンスと証券市場」証券レビュー43 巻 7 号 1 頁(2003)
- 落合誠一「企業法の目的-株主利益最大化原則の検討-」岩村正彦ほか編『岩波講座現代の
法 7 企業と法』3 頁(岩波書店・1998)
- 落合誠一ほか「座談会・金庫株解禁等に伴う改正商法の問題点と実務対応」商事 1602 号 6
頁(2001)
- 川島いづみ「種類株式の多様化と企業買収防衛策 - アメリカにおける実務と判例法の状況
-」石山卓磨ほか編『21 世紀の企業法制：酒巻俊雄先生古稀記念』245 頁(商事法
務・2003)
- 川島いづみ「種類株主の取締役等選任・解任権と資本多数決原則の修正」ジュリ 1229 号 14
頁(2002)
- 神田秀樹「資本多数決と株主間の利害調整(一)(二)(四)(五・完)」法協 98 巻 6 号 761 頁、
98 巻 8 号 1056 頁、98 巻 12 号 1609 頁(1981)、99 巻 2 号 223 頁(1982)
- 久保幸年「コーポレート・ガバナンス」企会 53 巻 6 号 119 頁(2001)
- 小出一郎「種類株式の実務」商事 1649 号 26 頁(2002)
- 小柿徳武「ドイツ法における株主総会に関する規整-NaStraG 政府草案を中心として-」商
事 1584 号 26 頁(2001)
- 穴戸善一「コーポレート・ガバナンスに関する一考察」曹時 54 巻 8 号 2101 頁(2002)
- 柴田和史「ポイズンピル(一)」志林 87 巻 4 号 77 頁(1990)
- 末永敏和『コーポレート・ガバナンスと会社法-日本型経営システムの法的変革-』(中央経
済社・2000)
- 洲崎博史「優先株・無議決権株に関する一考察(一)(二・完)」民商 91 巻 3 号 328 頁(1984)、
91 巻 4 号 526 頁(1985)

- 武井一浩「敵対的買収とその防衛策をめぐる法的諸問題」資本市場 226 号 53 頁(2004)
- 竹下ちえ子「アメリカにおける社外取締役の役割とコーポレート・ガバナンス〔上〕」商事 1327 号 2 頁(1993)
- 徳本穰『敵対的企業買収の法理論』(九州大学出版会・2000)
- 中村竜哉「一株一議決権と単純な多数決ルール最適性について」商学討究 45 巻 2 号 235 頁(1994)
- 野村修也「種類株式制度の見直し」金判 1160 号 97 頁(2003)
- 野田博「商法改正と規制理論」法時 74 巻 3 号 1 頁(2002)
- 前田雅弘ほか「種類株式に関する商法および証券取引法の改正について」証券取引法研究会編『別冊商事法務 No.266 転換社債型新株予約権付社債の理論と実務』50 頁(商事法務研究会・2003)
- 森田章「マーケットメカニズムとガバナンス規制のあり方」証券経済学会年報 32 号 389 頁(1997)
- 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 1633 号 39 頁(2002)
- John C. Coffee, Jr., The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control, 111 Yale. L. J. 1(2001)
- Milton Harris and Artur Raviv, The Design of Securities, 24 J. Fin. Econ. 255 (1989)
- Oliver Hart, Firms Contracts and Financial Structure; Clarendon Press Oxford (1995)
- Sanford J. Grossman and Oliver D. Hart, One share-One Vote and The Market for Corporate Control, 20 J. Fin. Econ. 175 (1988)
- Special Study Group of the Committee on Federal Regulation of Securities ABA, Special Study on Market Structure, Listing Standards and Corporate Governance, 57 Bus. Law. 1487 (2002)