

# 株主権の再評価

新 津 和 典

本稿は2022年6月21日法律科学研究所（明治学院大学白金キャンパス）において開催された2022年度第2回定例研究会における筆者の報告レジュメを簡易にまとめるものである。この研究会では、拙著『株主権の再評価』（成文堂、2020年）において示した筆者の研究を、特に拙稿「複数議決権株式の批判的検討」丸山秀平先生古稀記念論文集『商事立法における近時の発展と展望』（中央経済社、2021年）を中心として、複数議決権株式という今日における具体的な問題を取り上げつつ報告した。

現在では、株主権、特に株主総会における株主の議決権を制約すべきだとするのが学説の大きな流れである（拙著・前掲書14頁以下参照）。会社法では、「株主・・・は、株主総会において、その有する株式1株につき1個の議決権を有する」と規定される（会社法308条1項本文）。ところが、2019年日本私法学会シンポジウムにおいて、実質的に複数議決権株式を作出し得るとする、いわゆる「複数議決権方式」と呼ばれる法解釈（会社法308条1項但書・188条3項）を肯定することを前提として複数議決権株式の規制のあり方が議論されるなど（日本私法学会シンポジウム「株式制度の再検討——会社法における基礎的な理論の観点から」私法82号55頁以下（有斐閣、2020年）、高田晴仁「種類株式と属人的定め」商事法務2207号7頁、10頁（2019年）参照。複数議決権方式を積極的にとらえる学説として、田中亘『会社法〔第4版〕』83頁以下、179頁（東京大学出版会、2023年）黒沼悦郎『会社法〔第2版〕』74頁、225頁、364頁以下（商事法務、2020年）参照）、複数議決権株式が今日わが国での会社法学における重要論点の一つとして議論されている（拙稿・前掲論文254頁参照）。このような実質的な複数議決権株式について、例えば、複数議決権株式を発行して新規上場した例としてよく知られるCYBERDYNE株式会社（「議決権種類株市場は冷ややか（Up & Down）」日本経済新聞朝刊2023年2月18日付参照）は、「・・・当社は、上場する普通株式と比較して、剰余金の配当及び残余財産の分配については同一の権利を有しますが、単元株式数について異なるB種類株式を設けています。普通株式の単元株式数を100株とし、B種類株式の単元株式数を10株とすることにより、B種類株式を有する株主・・・が有する議決権の数は、同数の普通株式を有する株主・・・に比べて、10倍となります。」と説明する（Cyberdyne株式会社有価証券報告書26頁（2022年6月30日）参照）。

香港証券取引所に呼応してそのライバルであるシンガポール証券取引所も複数議決権株式を解禁したことは周知のとおりであるが（拙著・前掲書i頁参照）、かかる底辺への競争はヨーロッパでも生じている（拙稿・前掲論文255頁以下参照）。ステランティス社（Stellantis N.V.）の前身の一つであるフィアット・クライスラー・オートモービルズ社は、イタリアが誇るフィアット社がアメリカのクライスラー社を吸収する形で成立したが、クライスラー社を吸収したフィアッ

ト・クライスラー・オートモービルズ社の登記上の本社が置かれたのは、フィアット社の故郷であるイタリアのトリノではなく、オランダであった。その理由として、特に、当時のイタリア法では認められていなかった複数議決権株式がオランダ法では認められていたことが指摘されている (Ventoruzzo, The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat, ZVglRWiss 114 (2015), 192, 196.)。そしてフィアット社を逃してしまったイタリアは、複数議決権株式を解禁するに至る (Ventoruzzo, a.a.O., 209 f; Casper, ZHR 187 (2023) 5, 28 f.)。

また、株主の議決権を巡っては、複数議決権株式だけでなく、無議決権株式についても問題となる (拙著・前掲書10頁以下参照)。

株式の性質論は、わが国では、社員権論と社員権否認論とを対立基軸として展開されてきた (拙著・前掲書7頁以下、20頁以下参照)。そして、今日においても、かかる株式の法的性質論が改めて問題提起されるに至っている (宮島司『会社法』75頁以下 (弘文堂、2020年) 参照)。なお、かかる今日での社員権論は「・・・複数議決権株も許されない・・・」とする (宮島・前掲書140頁参照)。

複数議決権株式を明文で禁止している立法例としてよく知られているのが、ドイツ株式法である (拙稿・前掲論文261頁参照)。ドイツ株式法はその12条2項で、「複数議決権は許されない」と規定する (なお、オーストリア株式法12条3項も同様の規定ぶりである)。歴史を振り返れば、ドイツでは第一次世界大戦後に複数議決権株式が盛んに利用された (拙稿・前掲論文261頁、265頁参照)。その当時の議論を整理・検討すれば、議決権のもつ意義を改めてよく理解することができる (拙稿・前掲論文267頁以下参照)。株式会社という法制度は、株式会社の意思決定は、自己責任原則ないし私的自治が妥当するように、会社の実質的な所有者である株主が自ら意思決定をしたことにその正統性の契機を求める法制度である (拙稿・前掲論文268頁以下参照)。

もともと、議決権の意義はそれにとどまらない。例えば、2018年や2019年のフェイスブック社株主総会における複数議決権株式への外部投資家の反対・抵抗では、特に上場企業においては、株主の議決権を通じて、その時々での社会の声が会社へ届けられることによって、その時々企業に求められる社会性が確保されるべきことが、言い換えれば、これによって企業と社会とのパイプが維持されるべきであることが示されているのではなからうか (拙稿・前掲論文269頁、拙著・前掲書253頁以下、256頁以下参照)。会社の社会性といった場合、この意味における会社の社会性も忘れてはならず、株主の議決権には、かかる社会性を維持し確保するという積極的な意義も見出すべきではないか (拙稿・前掲論文270頁、拙著・前掲書253頁以下、256頁以下参照)。

本報告の直後、なんとそのドイツやオーストリアが複数議決権株式の解禁へと大きく動いた (Nicolussi, AG 2022, 753, 758 f.)。2022年6月29日、ドイツ連邦政府 (財務省および司法省) が、Eckpunkte für ein Zukunftsfinanzierungsgesetz (<https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Finanzmarktpolitik/2022-06-29-eckpunkte-zukunftsfinanzierungsgesetz.html>) において、特に成長企業やスタートアップ企業について複数議決権株式を許容すべきであるとされた (すでに2021年末の連立合意書において同趣旨が „Dual Class Shares“ として謳われていた。Koalitionsvertrag 2021-2025 zwischen der Sozialdemokratischen Partei Deutschlands

(SPD), BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN UND FDP und den Freien Demokraten (FDP), S. 169.)。これによって、学説では賛否両論（再び）盛んに議論された（筆者が知る限り、下記のEU指令案後のものを含めて、11本の論文等がある）。そして、ついに、EUレベルにおいて、2022年12月7日、欧州委員会が、Listing Actの一環として、複数議決権株式指令（Mehrstimmrechtsaktien-RL）の最終提案（Vorschlag für eine RICHTLINIE DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES über Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien in Gesellschaften, die eine Zulassung ihrer Anteile zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt beantragen, COM(2022) 761 final）を公表した。本指令案は、加盟国に対して、中小企業成長市場（KMU-Wachstumsmarkt / SME growth market）への上場のために会社が複数議決権株式を導入することを許容するよう義務付ける（本指令案4条1項前段）。ここで言う「中小企業成長市場」には、ドイツでは、フランクフルト証券取引所のスケール・セグメントが該当する（Schlitt/Ries, NZG 2023, 145）。すなわち、本指令が成立・発効すれば、ドイツは、上記のドイツ株式法12条を改正しなければならない。今日、このようなドイツでの複数議決権株式解禁への大きな動きは、ドイツの有力な否定説からも、「・・・もはや止めることはできない・・・」とみられている（Casper, ZHR 187 (2023) 5, 29 f. 47）。

同時期、わが国において、複数議決権株式について次のような新聞報道がなされた。すなわち、「経済産業省が2月、市場関係者に1株の議決権が普通株式よりも多い種類株の導入促進が必要だと問題提起した。・・・成長につながるのか、市場関係者の反応は冷ややかだ。・・・市場では歓迎ムードは乏しい。・・・上場直後の企業はオーナー経営者の持ち株比率が高いケースが多く、企業統治（ガバナンス）の徹底は容易ではない。『これ以上、市場規律を働かせなくしてどうするのか』。こんな声が聞こえてくる。種類株導入促進論が市場関係者に受け入れられるハードルは高そうだ。」と（「議決権種類株 市場は冷ややか（Up & Down）」日本経済新聞朝刊2023年2月18日付参照）。

[追記] 本校脱稿後、2023年4月12日、ドイツ連邦政府（財務省および司法省）は、ZuFinG法案（Entwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen（Zukunftsförderungsgesetz - ZuFinG）を公表した。本法案は、ドイツにおける上場企業の数の増加を図ることをその目的の1つとして掲げ（本法案A. Problem und Ziel）、金融市場法や税法とともに改正される会社法すなわち株式法（Aktiengesetz）の改正点の一つとして複数議決権株式の解禁を謡う。すなわち、本法案は、まず本稿でも取り上げた、「複数議決権は許されない」と規定する現行株式法12条2項を削除して、同条1項だけを存続させて、12条の見出しを「議決権」（Stimmrecht）へと改正して（本法案12条2.）、もって複数議決権株式の禁止規定を排除した上で、同法134条の見出しを現行の「議決権」（Stimmrecht）から「議決権、複数議決権」（Stimmrecht; Mehrstimmrechte）へと改正して、同条2項を新設して（現行同条2項以下は改正後同条3項以下へと改正）、複数議決権に関して規定する（本法案12条9.）等する。

ただし、本法案が解禁しようとする複数議決権株式はIPOのために予定されるものであると本法案の理由部分（Begründung）では説明され、上場会社の場合には複数議決権は原則として上

場後10年を経過した時などに消滅し（改正案株式会社法134条2項4文）、改正案株式会社法134条2項5文により、その伸長も10年を限度として1回のみ限定されると本法案は説明する（本法案99頁）。また、会社が複数議決権を設けるためには関係する株主全員の同意が求められるのも（改正案株式会社法134条2項3文）、実質的にIPOの際に限定する趣旨である、すなわち、全員の同意を得ることはIPO前まででない事実上ほぼ不可能であると説明される（本法案98頁）。なお、ドイツの証券取引法は、現行法でも、複数議決権株式を発行する企業の上場を禁止していないため、すでに現在でもドイツでは外国企業の場合には複数議決権株式を発行する場合であっても上場が認められている（本法案95頁）。