

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 28 年 6 月 24 日現在

機関番号：32689

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2014～2015

課題番号：26780067

研究課題名(和文)「黄金株」を通じた会社支配のあり方

研究課題名(英文)controlling the firm through Golden Shares

研究代表者

李 艶紅 (LI, Yanhong)

早稲田大学・商学大学院・その他

研究者番号：00646226

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 1,700,000円

研究成果の概要(和文)：本研究の主な研究成果は下記学位論文としてまとめている。その概要は、EU諸国における「黄金株」の利用状況を調査し、EU裁判所において争われたいくつかの「黄金株」事例を紹介し、EU運営条約の定めた「資本移動の自由の原則」のもとで許容されうる「黄金株」の可能性について模索した、というものである。こうした研究を通じて、1株1議決権の原則から逸脱した特殊な株式を通じて行われる会社支配のあり方について検討した。

また、本研究では、議決権の数に差を設けたり、株式保有期間に応じた議決権の優遇策など、「黄金株」と類似した性質をもつ議決権政策についても研究領域を広げた。

研究成果の概要(英文)：The main research results made up a significant part of academic dissertation. It was investigated the usage of "golden shares" in the EU countries, and introduced some "golden shares" cases that were contested at the EU court in the dissertation. It also was explored the passibility of Golden Shares under the provisions of treaty of functioning of EU, "free movement of capital". Through such research, it was studied the way of company domination through a special stock departing from the principle of one share one vote.

In addition, it has developed the themes for the other voting rights policy like "golden shares". They are for the voting rights policy in the Dual-Class Structure company and the Double Voting Rights Policy. Both of which are policy oriented to stable management of the company.

研究分野：商法・会社法

キーワード：種類株式 会社支配 1株1議決権の原則 デュアルクラスストラクチャー支配 議決権政策 2倍議決権

1. 研究開始当初の背景

株式会社法制においては、1株1議決権に基づく資本多数決を一般原則とする。しかし、株式会社の資金調達の便宜などさまざまな要因から、そのような原則への修正が必要とされ、種類株式制度が認められる。本研究はこのような種類株式を通じて、とりわけ会社支配権の維持・変動をもたらす場面に焦点を当てるものである。

(1) 会社支配権にかかわる種類株式として、無議決権種類株式、特定の事項に対して限定的に議決権を行使できる種類株式または複数議決権株式など、株主総会において行使しうる議決権に変化をもたらした種類株式が多く議論的となる。他方で、もっとも強力な会社支配権への影響力が行使しうる種類株式として拒否権付き種類株式が挙げられる。このような種類株式は1株1議決権への甚だしい乖離とも言うべく**1株でも保有すれば会社の支配構造、重要な経営判断事項などに対して拒否権を有することから「黄金株」と称されるようになった。**

「黄金株」は、イギリスにおける1980年代のサッチャー政権の下で施された国有企業の民営化政策のなかで考案・創設されたといわれる。その後、1990年代にEU諸国でその利用拡大が見られた。EUでは、主として構成国国内の公共の利益に関係する分野の会社における利用が目立つが、EU委員会が「黄金株」の利用がEU運営条約の定めた「資本移動の自由の原則」と「開業の権利」に違反するとEU裁判所に提訴した経緯がある。EU委員会は、8つの国家・地域などに対して、これまで計15件の条約違反事例をEU裁判所に提訴したが、そのうち、ベルギー政府の保有する「黄金株」以外全て条約違反と判示した。EU委員会は、1997年に「黄金株」についてその条約違反の性質について言及しその利用に当たって限定的かつ厳格な制限を課すべき意見を公表した後に、2000年の対イタリア事件から今日まで絶えず構成国政府との対話、調整および提訴を繰り返してきた。一貫としてEU裁判所はEU委員会のほとんどの主張に賛成しているにもかかわらず、構成国政府もその国内利益を守ろうと「黄金株」の正当化を主張してきた。学界においては、EU裁判所の判決に対して、とりわけその論拠が空洞化していること主張し、「黄金株」が「資本移動の自由の原則」に抵触する主な理由としてEU域内外の投資者の投資意欲を減退してしまうことに批判的な議論が目立つようになってきている。

(2) 日本においては、2006年の新会社法施行の際に「拒否権付種類株式」が法定され、いわゆる「日本版黄金株」が明文化された。しかし、東京証券取引所において、このような特殊な種類株式を上場会社が発行した際

には、当該会社の上場廃止を取引所の内部規程で定め、大きな波紋を呼んだ。このような現状の影響もあつてのことか、実務界においても、利用実例が少なく、法定化されたにもかかわらず、発達が見られない。学界においてもかかる種類株式の利用範囲が適切に限定されるのか疑問視するだけで、新会社法施行後7年が経過しても新たな議論の展開が見られない。

(3) 中国においては、1990年代末から、国有企業の健全性と効率性、そして社会保障制度の充実に必要な資金捻出を主な目的として、国有企業の国有株式(国家・地方政府所有)の市場への放出を実施した。国有企業と言っても、政府による絶対支配を保障すべき分野の企業とそうでない分野の企業に分けられ、後者の国有企業の株式放出がなされた。このような施策は、2005年に、一度挫折するが、その後2007年から新たな政策に基づき再開され、2010年末ごろに一定程度の成果を見た。しかし、国家の主要産業にかかわる分野の企業は依然として国家政府が過半数の株式を保有している。前述した2つの目的を達成するには、引き続き国有株式の放出の必要性が唱えられている。ここで1つ大きな問題として、主要産業部門の企業が濫用的な企業買収などの危険に晒される恐れが懸念されている。このような状況のなか、2006年中国新会社法が施行されるが、そのなかで、株主の誠実義務が新設され、支配株主による会社利益または他の株主利益への侵害に対する損害賠償責任が明文化された。国有企業の株式放出により支配株主が政府関係者でなくなったときに備えての制度設計であるとも考えられる。しかし、そのような制度設計で濫用的な支配権の行使についてどの程度の効果が期待されるか、また濫用的な支配権行使の立証などさまざまな課題が現在学界でも議論されている。このような議論のなかで、濫用的な支配権行使を未然に防ぐために「黄金株」をその支配権維持の1つのツールとして利用可能なかどうか、どのような利用方法の制度設計が可能なのか、EUおよび日本の議

論が参考となる。

本研究は、EUにおける「黄金株」の調査研究を進めることによって、日本における「拒否権付種類株式」の今後の利用可能性を探求し、EU法と日本法の経験を踏まえ中国における国有株式の市場放出という大きな問題に1つの選択肢を提供しようとするものである。

2. 研究の目的

本研究は、株式会社において種類株式を通じた会社支配権のあり方に着目したものであり、素材としては、公益的な株式会社において政府またはその代表者に対して拒否権が付された種類株式、いわゆる「黄金株」を発行して、当該会社の重要な経営判断事項について「黄金株」の保有者が強力な支配権が行使できるとした欧州連合（EU）諸構成国の実態を取り上げ、EUにおける「黄金株」に関する法制度、利用実態および裁判例などの実態解明を通じて、日本会社法上で新たに立法化された「拒否権付種類株式」の今後の可能性を探り、また、中国における国有企業の国有株式の市場放出問題の解決に際して「黄金株」の導入可能性について考察するものである。

3. 研究の方法

(1) EU裁判所による「黄金株」判決が出された後の学界と実務界の動向を探り、「黄金株」廃止によってどのような変化がもたされたかについて調査した。

(2) 2以上の種類の株式を発行し、そのうちの1つの種類について複数倍の議決権を付与し創業者などがこれを保有するといった議決権政策を利用した米国での利用例について調査を行った。

(3) 株式の保有期間に応じて異なった議決権が付与されることによって株式の長期保有を促すという2倍議決権の制度化に関連してEUにおける近時の動向を調査し検討した。

4. 研究成果

(1) 本研究の主な成果としては、学位論文として結実した（「株式会社法制における種類株式制度と会社支配権の帰属のあり方—EUにおける『黄金株』問題を契機として—」（2015年2月））。本学位論文の概要は以下のとおりである。株式会社法制においては、「1株1議決権の原則」への修正として「種類株式制度」が規定されている。種類株式制度は、本来会社の資金調達の特長を高めようとするのが目的であったが、その制度の発展途上において、さまざまなバリエーションが認められるようになり、一部の種類株式は資金

調達の特長というよりも会社支配権の分配過程において活用され始めた。このような状況は日本のみならず、EU、アメリカなどにおいても同様にみられる。しかしながら、このような会社支配権を左右する種類株式に関しては、支配権集中を伴い、メリットもあればデメリットもある。本論文は、EUにおける「黄金株」問題を1つの題材として取り上げ、そのような支配権を過度に集中するような株式について紹介して、それをめぐる裁判例や学術意見を踏まえ、会社支配権の帰属のあり方について検討した。

(2) 本研究は、上記のテーマ以外にも、「黄金株」のように会社の支配権に強く影響を及ぼす他の特殊な株式についても広げた（下記学会発表参照）。以下その概要について説明する。

① 下記学会発表（1）においては、2014年2月、東京証券取引所は、ロボットスーツ HALの研究開発、製造および販売を行うサイバードイン株式会社について、単元株式制度と議決権種類株式制度とを組み合わせた、事実上の複数議決権を会社の創業者に認め、支配権を保有させたまま、上場することを承認した。本報告は、こうした支配権を留保したまま上場を行った日米の事例について取り上げ、関連制度についても比較・検討を行った。

② 下記学会発表（3）においては、近時、EUにおいて2007年に採択された株主権利指令の改正のための議論が行われ、その中では、株主が企業により良い影響力を及ぼす実効的な手段について取り上げられた。そのうちの1つが株式の長期保有を促す政策に関するものであるが、その促進策の1つとして「2倍議決権」を取り入れるか否かに関する問題であった。本報告においては、近時のEU諸国における「2倍議決権」を制度化する動きとこれに反対する意見を紹介した。

③ 下記学会発表（4）においては、フランス、イタリア、オランダなどのEU諸国が次から次へと「2倍議決権」を制度化する中、アメリカにおいて「2倍議決権」に類似した仕組み（すなわち、3倍もしくは4倍議決権）を過去30年間のデータを分析してその利用実態について調査した論文が公表された。ここで、2倍議決権とは、所定の期間にわたって継続してある会社の株式を保有した株主に対して、その保有株式数に相当する議決権を2倍に増やす仕組みのことを指す。

本報告で紹介した（調査）論文は、近時において株式を長期保有することを推奨するために注目されている2倍議決権制度のあり方を考えることに重要な素材を提供したものと考える。本報告は当該調査論文を取り上げ、アメリカにおけるそのような議決権の特殊な仕組みが成り立つ法制度上の基盤ないし上場規制上の問題などについて考察した。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文] (計 1 件)

李艶紅：イタリアの上場会社における支配権集中問題の現状と課題 (査読付) 早稲田大学比較法学49巻2号55-98頁 (2015年12月)

[学会発表] (計 4 件)

- (1) 議決権種類株式上場会社をめぐる法的諸問題～日米の比較研究を中心に～ (2014年4月・東京商事法研究会第305回)
- (2) イタリア上場会社における支配権強化メカニズムの利用状況とそれを踏まえた投資者保護 (2015年4月・東京商事法研究会第315回)
- (3) EU株主権利指令の改正をめぐる近時の動向 (2015年10月・日本証券業協会客員研究員会合)
- (4) 株式長期保有促進策としてのタイム・フェイズド・ヴォーティング (Time-Phased Voting) ～アメリカにおける事例を中心に～ (2015年12月・東京商事法研究会第322回)

[図書] (計 0 件)

[産業財産権]

○出願状況 (計 0 件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
出願年月日：
国内外の別：

○取得状況 (計 0 件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
取得年月日：
国内外の別：

[その他]

ホームページ等：該当なし

6. 研究組織

(1) 研究代表者：

李 艶紅 (LI Yanhong)
早稲田大学商学大学院
産業経営研究所・招聘研究員
研究者番号：00646226

(2) 研究分担者：該当なし
()

研究者番号：

(3) 連携研究者：該当なし
()

研究者番号：

以 上