

アメリカにおける議決権制限株式の上場について

足立 伸

(ジャスダック証券取引所)

1. 報告の目的

平成13年の商法改正によって、それまで優先株式に限定されていた議決権制限株式の発行が、広く認められることになったが、その際には、上場会社について議決権制限株式の発行を認めることに関して、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、すべての会社に議決権制限株式の発行を認めることとなったという経緯がある。このように、上場会社の議決権制限株式の発行は、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いるものであるが、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が行われ注目されている。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過言ではないものと考えられる。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、検討を加えることとして、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、法と経済学の観点からの評価を加えることとしたい。そして、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。

2. 米国における上場制度の評価と示唆

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。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から、米国のように、大まかなガイドラインを上場基準として規定しておきつつ、裁量の余地を取引所に残すことによって、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。したがって、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、その制度の整備を行っていくことが望ましいものと考えられる。