

上場にふさわしい株式

—— 上場株式合資会社の定款から ——

小 宮 靖 毅

はじめに

日本の商法には、1899（明治 32）年から 1950（昭和 30）年まで、「株式合資会社」という企業形態が定められていた。導入時は、合資会社の有限責任社員に持分処分の利便を与えるという実質的理由と、日本の当時の現状に照らして禍となる恐れがないという理由が掲げられ¹、廃止時は、組織が複雑で極端に利用が少ないため²、不要とされた。当時すでに論ずる実益がないものと扱われたというのが現在の一般的な理解であろう。

しかしながら国外に目を転ずると、株式合資会社という企業形態には需要がある。たとえばドイツを代表する上場企業がならぶ DAX30 には、2019 年 6 月の段階で 4 社の株式合資会社選ばれている³。上場しない有

-
- 1 浅木慎一「日本会社法成立史」（信山社、2003 年）、59 頁。なお、「廃止すべき積極的理由がない」として昭和 13 年改正では存続が認められた株式合資会社であるが、同法の双生児と評される 1929（昭和 12）年に成立の満州国会社法には、その実例がないとして株式合資会社の規定は置かれなかったとされる（同 333 頁および 386 頁）。既に 1929（昭和 4）年の段階で株式合資会社廃止の可否が検討事項として明示され（同 407 頁）、翌年東京弁護士会は廃止を答申しているが（同 414 頁）、1913（大正 2）年と 1920（大正 9）年の税制変更が大きく影響されたのではないかと（註 14 参照）。
 - 2 龍田節「会社法〔第二版〕」（有斐閣、2017 年）[013.4b] 12 頁。
 - 3 メルク（Merck）、フレゼニウス（Fresenius）、ヘンケル（Henkel）の 3 グルー

力な株式合資会社も多い⁴。

本論文では、国を代表するような上場株式合資会社が存在することの含意をさぐる⁵。まず、株式合資会社の株式が資本多数決の考え方に貫かれていないことを確認する(1)。次いで、ドイツの上場株式合資会社の定款を検討し、支配株主を有する子会社に類する状況にあることを確認する(2)。最後に、支配株主を有する子会社の株式や種類株式の上場に関する日本の議論を観察し(3)、上場にふさわしい株式かどうかは「資本市場の特性」から考えざるを得ないと指摘する。

1. 株式合資会社 – Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA)

1.1. 古典的な株式合資会社 – 資本市場の利用と経営権の確保

株式合資会社は、無限責任社員と株主とから成る⁶。合名会社の規定が準用され、各無限責任社員が業務執行の権利を有し義務を負い、各無限責任社員に代表権を認めるのが原則である(株式法 278 条 2 項、商法 114 条以下、125 条 1 項)。株主総会は監査役会を選解任するが(株式法 285 条 1 項 2 文 1 号)、その監査役会に無限責任社員の選任権限はなく⁷、業務執行に関する同意権もない⁸。合資会社において無限責任社員の同意が必要とされる事項であれば、株式合資会社においても、株主総会の決議に無限責任社員の同意を要する(株式法 285 条 2 項 1 文)。株式会社に比べて、

4 から 4 社である。本論文で扱う二社の基本金額は、Henkel AG & Co. KGaA €4 億 3795 万 8750 (2019 年 2 月 21 日現在)、Fresenius SE & Co. KGaA €5 億 5622 万 5154 (2019 年 3 月 14 日現在)である。

4 ベルテルスマン社 (Bertelsmann) やシュプリングー社 (Axel Springer) を挙げられる。参照、Lieder/Hoffmann, AG2016, 704ff.

5 ドイツについては研究者の手になる資料を中心にせざるを得なかった。

6 株式合資会社の基本情報について、高橋英治「ドイツ会社法概説」(有斐閣、2012 年)、302-312 頁を参照。

7 株式合資会社に取締役はおらず、株式法 84 条が準用されない(株式法 278 条 3 項)。

8 株式合資会社の監査役会は、株主の決議を実行する(株式法 287 条 1 項)。定款による権限拡張は可能に読めるが、株式法 111 条 4 項の同意権を明確に準用する条文はない。

株式合資会社には「支配の移動」の可能性はなく、「支配と出資の正比例」は実現しておらず、「株主の権利保障」も乏しい⁹。

ただ、右は条文通りの古典的な株式合資会社であり、そのガバナンスは定款自治に委ねられている¹⁰。(1) 人的会社として定款自治の利点を享受しやすいうえに、支配の移動が生じにくい（合資会社の側面）。これに、(2) 発行する株式が広く流通し、資本市場の資金調達機能を利用できるという資本会社の特性が加わる（株式会社の側面）。合資会社の性質を持つと同時に、株式会社の性質も併せもつ株式合資会社は、定款の定め方によっては、資本市場の利用と経営権の確保を両立する企業形態となる。

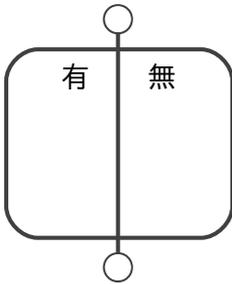


図 1：古典的な合資会社

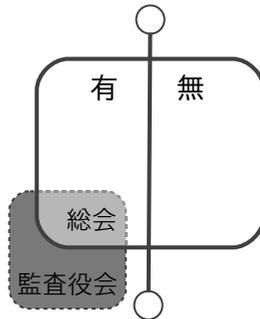


図 2：古典的な株式合資会社

-
- 9 この三点にいわゆる資本多数決の考え方を代表させるものとして参照、株式会社東京証券取引所「上場整備懇談会中間報告」（2007年3月）（後述3.2.2）。
- 10 たとえば、無限責任社員の業務執行権と代表権を定款で排除することは、通説が許容する（MüKoAktG/*Parlitt*, 4. Aufl., 2015, §287 Rn. 80ff., Spindler/*Stilz/Bachmann*, 4. Aufl., 2019, AktG §278 Rn. 57ff., 80ff.）。本論文では、株式合資会社に関するドイツ法の蓄積を網羅的には紹介できない。

1.2. 株式会社が無限責任社員であるような株式合資会社 — 基本定型混合

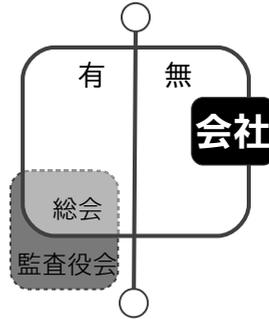


図3：会社を無限責任社員とする合資会社 図4：会社を無限責任社員とする株式合資会社

合資会社の社員は自然人に限られない。日本の平成 17 年商法改正は 55 条を削除し、現行会社法は会社が無限責任社員になることを禁ずる法文をもたない。無限責任社員が株式会社であるような合資会社はありうる。しかも、その株式会社以外に無限責任社員がいなくなれば、この合資会社は実質的に全社員が有限責任を負う。

こうした企業形態はドイツに一般的であり、商号において、たとえば、GmbH & Co. KG と表記される。これは「有限会社 (GmbH) を無限責任社員とした合資会社」の意である。株式合資会社の無限責任社員が有限会社 (GmbH) であれば、GmbH & Co. KGaA となる。株式会社 (AG) でもよいし、欧州会社 (SE) でもよい。これらの資本会社は唯一の無限責任社員であり、すべての社員が有限責任を負う状態を作り出す。日本では、ドイツの学説に登場する表現に基づき「基本定型混合 (Grundtypenvermischung)」などと呼ばれ、紹介されることがあった^{11,12}。

11 たとえば、吉永榮助「GmbH & Co. の効用とわが商法上の問題点」海外商事法務 122 号 7 頁以下は、株式会社を唯一の無限責任社員とする合資会社 (AG & Co. KG) をためらうかのようなようである (12 頁)。
 12 日本に基本定型混合の実例はないと報告されている (会社法コンメンタール (14) (商事法務、2014 年)、18 頁 (宍戸善一))。なお、その唯一の無限責任社員を株式会社とする合資会社 (KK & Co. GSK)、その唯一の無限責任社員

基本定型混合の株式合資会社は、1997年に連邦最高裁判所が認めて以降¹³、一般化した。上場株式合資会社は、資本会社を唯一の無限責任社員とする株式合資会社（Kapitalgesellschaft & Co. KGaA）形態を選ぶのが通常である。基本定型混合により、1.1で述べた二点に、(3) その唯一の無限責任社員に資本会社を据えることで全体として資本会社化する¹⁴、(4) 無限責任社員である資本会社をいわゆる家族企業・同族企業として支配することで経営者の世代交代が円滑となる、(5) 資本会社の取締役に経営能力のある者を就ければ実質的な第三者機関制の企業形態となる、を加えることができる。

1.3. 株式と定款自治 — 上場にふさわしい基本定型混合の株式合資会社

無限責任社員が「法の特みに認める、監査役会による選任を予定しない（生来の（geboren））、任期のない業務執行及び代表機関である¹⁵」とする古典的な株式合資会社の発行する株式が上場にふさわしいとは思えない。それは合資会社の有限責任社員持分の上場を論ずるが如くである¹⁶。しかし、定款自治の範囲はひろく許容される¹⁷。無限責任社員と有限責任社員とのリスク負担の量的差異（ないしは質的差異）に基づく原則の限りでは、株式合資会社の株式は上場にふさわしくないところ、許される定款自治を無

を合同会社とする合資会社（GK & Co. GSK）については、その持分をいわゆる第二項有価証券とする条文がある（金融商品取引法第2条第2項第3号、施行令第1条の2第2号イロ）。

13 BGH, Beschl. v. 24. 2. 1997 - II ZB 11/96, BGHZ 134, 392ff. = AG 1997, 370 = BB1997, 1220

14 無限責任社員の税法上の取扱いは、共同事業者性の判断に応じ、人的会社の原則によるとされる（Spindler/Stil/Bachmann（註10）、§278 Rn. 9）。参照、大杉謙一「組織法の観点からの新型LLCの論点」『合同会社（LLC）とパススルー課税』（森信茂樹編著、金融財政事情研究会、2013年）、147頁

15 BGH（註13）AG1997, 370, 370 = BB1997, 1220, 1221

16 合資会社のガバナンスについてドイツ法は、有限責任社員に業務執行権も代表権も認めない条文（§§164, 170 HGB）、業務執行から排除された無限責任社員の権利と有限責任社員の権利を区別する条文（§§161 Abs. 2, 118, 166 HGB）を維持している。

17 註10

限責任社員の「生来の地位」を弱める方向で活用すれば、「上場株式としてふさわしい株式」に近づけることができる。

2. ドイツの上場株式合資会社¹⁸ – Henkel と Fresenius

2.1. 基本定型混合の応用 – Einheits-KGaaS、Einmann-KGaaS

ヘンケル社は図 5、フレゼニウス社は図 6 に描いた資本関係にあるが、これを整理すると、ヘンケル社は Einheits-KGaaS (図 7)、フレゼニウス社は Einmann-KGaaS (図 8) の状態にある¹⁹。Einheits-KGaaS は KGaaS 本体が自らの唯一の無限責任社員 (k) の一人親会社になっている。一方、Einmann-KGaaS は KGaaS の唯一の無限責任社員 (k) の一人社員が、同時に KGaaS の有限責任社員でもある。図 5、6 中の k が資本会社であり、「基本定型混合 (上記 1.2)」を応用した企業形態である。

Henkel AG & Co. KGaaS の発行済株式数の 40.3%は無議決権の優先配当株式であり、残る 59.3%が普通株式、それもその過半数がヘンケルファミリーにより保有され、普通株式を保有する者で 3%を超える保有者はいないという情報開示がなされている²⁰。図 7 の K はヘンケルファミリーである。

Fresenius SE & Co. KGaaS (以下、Ⓕとする) は、その子会社である Fresenius Medical Care AG & Co. KGaaS (以下、FMC とする) と、いわゆる親子上場の状態にあり、両社が DAX30 に採用されている²¹。Ⓕの発行済み株式の 26.3%は、フレゼニウス財団 (Stiftung) が最大の株主

18 ヘンケル社の定款はウェブサイトに掲げられている 2015 年 4 月 13 日付、フレゼニウス社の定款は同様に 2019 年 3 月 14 日付のものである。このほか公表されている各種の報告書を利用した。定款は、取締役にあたる業務執行者選任を中心に考察する。

19 図中の略号は、HV: Hauptversammlung、AR: Aufsichtsrat であり、それぞれ「株主総会」、「監査役会」とした。

20 ヘンケル社のコーポレート・ガバナンス報告書による。

21 Fresenius Medical Care AG & Co. KGaaS が商法 289a 条 1 項、315a 条 1 項に基づき開示する報告 (2019 年 3 月) によれば、同社の基本金額は 2018 年 12 月時点で €3 億 0787 万 8701 である。

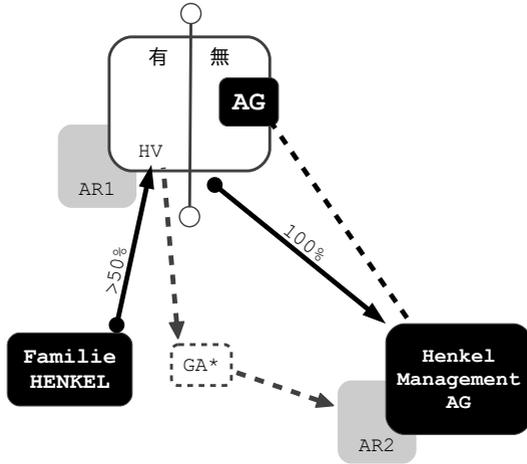


図 5 : Henkel AG & Co. KGaA

* GA: Gesellschafterausschuss

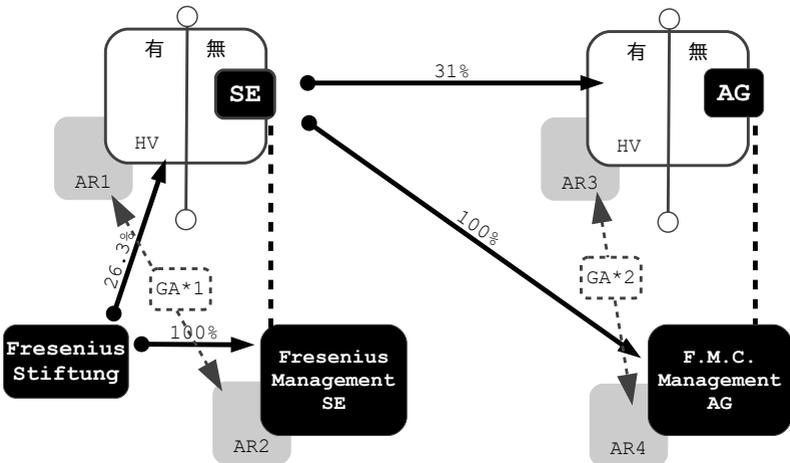


図 6 : Fresenius SE & Co. KGaA

* GA: Gemeinsamer Ausschuss

として保有し、同時に、⑤の唯一の無限責任社員である Fresenius Management SE（以下、FM-SE とする）の全株式を保有する。筆頭子会社

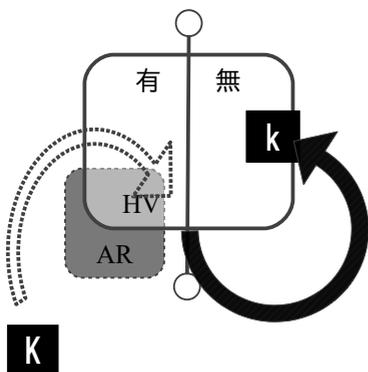


図 7 : Einheits-KGaA

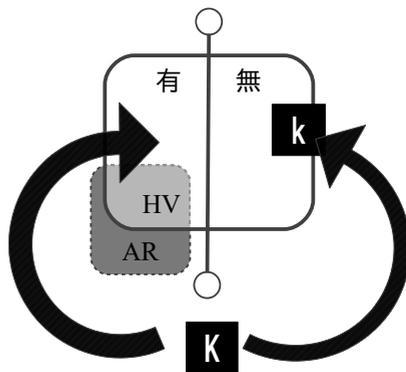


図 8 : Einmann-KGaA

である FMC は、その発行済み株式の 31%を⑤が最大の株主として保有し²²、残る 69%の株主は分散している。FMC の唯一の無限責任社員である FMC Management AG (以下、FMCM-AG とする) の全株式は⑤が保有する。図 8 の K はフレゼニウス財団である。

2.2. Henkel AG & Co. KGaA

2.2.1. 定款上の機関による株主の意思の反映

Henkel AG & Co. KGaA (以下、⑥とする) は、唯一の無限責任社員を Henkel Management AG (以下、HM-AG とする) とする(定款 8 条(1))。これが⑥を代表し(定款 10 条(1))、業務を執行する(定款 11 条(1))。⑥の監査役会(図 5 の AR1)は無無限責任社員である HM-AG を監督するが、HM-AG の一人社員は⑥自身である。このままでは、HM-AG の取締役を監督する監査役会(図 5 の AR2)は、HM-AG の一人株主である⑥自身、つまり HM-AG の取締役が、監査役会を選任することとなる。

そこで、定款に「社員会 (Gesellschafterausschuss: GA)」という名の

22 報告(註 21)による 2018 年 12 月末時点の数値は、30.66% (94,380,382 株)である。

機関を設け、HM-AGの株主総会で行使される⑩の議決権を行使させる(定款26条)(図5のGA)。その構成員は⑩の株主総会が選任する(定款27条(2))。AR1には、法令と定款に基づく権利と任務があるものの、株式会社287条1項にかかわらず、GAは株主総会の決議を行い、HM-AGに対して株主を代表する(定款16条)。株主総会は業務執行に協働する資格を有し、特に⑩にとり重要と思われる事柄について株主総会は決定できるが、株主総会はこの権限をGAに委譲する(定款25条)。GAは最小5名、最大10名から成り(定款27条(1))、AR1やAR2とGAは兼任できるが、HM-AGの取締役は兼任できない(定款27条(3))。

GAは、⑩とHM-AGの訴訟では⑩を代表し、HM-AGの業務規程を定め、GAの同意を要する行為や取引を具体的に定めることができる(同意権の範囲決定)(定款26条)。HM-AGの取締役の報酬、HM-AGが無限責任を負うことに対する報酬を例としつつ、⑩を代表して合意を締結する権限が定められている(定款9条(1))。また、HM-AGの退社という事態に((a)⑩がHM-AGの全株式を保有しなくなったことによる退社、(b)GAと交わす合意による退社、(c)GAが証書を以て重大事由に基づく解約告知をしたことによる退社が規定されている(定款8条(5)))、GAはあらたな無限責任社員を獲得する権限と義務を負う(定款8条(6))。HM-AG以外に無限責任社員を増員することもGAの権限である(定款8条(4)、26条2文)。

2.2.2. 小括 — 「支配株主のいる上場子会社」と「優先株式」

完全無議決権の優先株式が半数未満である⑩は、ヘンケルファミリーの支配が圧倒的である²³。⑩の株主総会に選任された者がHM-AGの取締役を選任するが、ヘンケルファミリーの支配はGAを介してHM-AGに到る。支配株主の交代は理論上起こり得るという程度で、資本多数決の考え方が

23 50+59.3(%)としても、ヘンケルファミリーの議決権割合は84%を越える。

貫かれる定款規定である。

2.3. Fresenius SE & Co. KGaA

2.3.1. 定款上の機関による株主の意思の反映

(1) ⑥は、唯一の無限責任社員を FM-SE とする（定款 6 条（1））。これが⑥を代表し（定款 7 条（1）1 文）、業務を執行する（同条（2）1 文）。FM-SE の業務執行権限には「重要な業務の執行」が含まれ（同 2 文）、それに対する株主総会の同意権は奪われている（同 3 文）。商法 116 条 2 項の定めよりも、無限責任社員の権限を強化している。

⑥の監査役会（図 6 の AR1）は無限責任社員である FM-SE を監督するが、その一人社員は⑥の最大の株主でもあるフレゼニウス財団である。FM-SE の取締役を選任する監査役会（図 6 の AR2）は、FM-SE の一人株主である財団が構成員を選任することとなる²⁴。

(2) 定款に根拠をもつ「合同委員会（Gemeinsamer Ausschuss: GA）」という名の機関は、⑥にひとつ（図 6 の GA1）、FMC にひとつ（GA2）ある（GA1 に根拠を与えるのは⑥の定款、GA2 の根拠は FMC の定款が提供する）。

GA1 は、各種の利益相反取引について同意権を与えられている（定款 13c 条）。たとえば、a) ⑥と⑥のグループ企業との間の取引、あるいは、⑥と財団との間の取引であって、①重要性の認められるべきもの、且つ、② 1. 取引価額、もしくは、2. 年額負担が、グループ全体の売上高（Konzernumsatz）の 0.25% にあたる金額を超えるもの、である（同条（1）1 文）。「グループ全体の売上高」には定義規定があり、軽微基準として機能するように作られている²⁵。

24 子会社の FMC においても同様である。その唯一の無限責任社員である FMCM-AG の取締役を選任する AR4 の構成員は、その一人株主である⑥が自由に決定できるはずである。

25 「売上高（Konzernumsatz）」とは、「株式法 278 条 3 項、176 条 1 項 1 文により直近の株主総会に提出した⑥の Konzernabschluss に掲げた数値」である（定款 13c 条（1）2 文）。

このほか、b) 重要な持分、事業の一部の取得と譲渡、c) 重要な事業の一部の(Ⓔからの、または、Ⓔのみが持分を有する企業からの)切り離し、d) 重要な事業の一部に係る部分合併、e) Ⓔの重要な従属企業と第三者との企業契約の締結、f) 重要な事業の一部を目的とする事業賃貸借と委託契約の締結、g) 重要なⒺの従属企業の上場、h) 重要なⒺの従属企業と第三者が利益を共通にする契約が挙げられる。これらの条文にある「重要性」についても定義規定²⁶があり、やはり軽微基準としての機能に留意している。

なお、GA1 は、GA2 が FMC の定款 13c 条に基づいて決定した事項について権限を持たないとする規定(定款 13c 条(1)2文)は重要である。

GA1 の構成員は、FM-SE の AR2 から 2 名、AR1 から 2 名の計 4 名であり、その委員長は FM-SE 選出の者から FM-SE が決定する(定款 13a 条)。AR1 からの 2 名はⒺの株主総会が定める(定款 13b 条(2))。GA2 も同様である。GA の構成員には株式法 116 条が適用されると定め(定款 13f 条)、監査役会構成員の会社に対する義務と同じ義務を負わせる。

2.3.2. 小括 — 「支配株主のいる上場子会社」、「親子上場」

FM-SE の取締役選任は AR2 が、FMCM-AG の取締役選任は AR4 が、それぞれ担う。したがってフレゼニウス財団の支配は、AR2 から FM-SE の取締役へ、そしてその業務執行に基づき AR4 を通じて FMCM-AG の取締役に及ぶ。これを妨げる、あるいは、これに介入する権限をもつ機関は定款に定められていない。ヘンケル社と異なり、Ⓔは普通株式を発行でき、財団のⒺへの議決権比率は下げられる。

フレゼニウス社の GA は、利益相反取引の結果の妥当を確保するための措置であり、親子上場に対応する規定(定款 13c 条(1)2文)が設けら

26 「重要な(wesentlich)」とは、「Konzerngewinn/Konzernbilanzsumme/Konzernumsatz の算術平均の 40% を占める」の意味である。ただし、平均をとる対象値は「過去三箇年のⒺの Konzernabschluss のうち、会計監査人の無限定意見のついたものに掲載の数値」とする(定款 13c 条(2)1文2文)。

れていることに着目すべきだろう。

3. 上場にふさわしい株式

3.1. ヘンケル社やフレゼニウス社の株式は「上場にふさわしい」か

3.1.1. 規制主義から開示主義へ — 市場規律と事前審査

(1) ドイツにおける上場登録は、2002年以降、公法上の関係として発行者と取引所との間に利用契約を成立させることと整理されている。発行者が、たとえば、株式を規制市場 (regulierter Markt) に上場登録申請するとき、取引所の審査基準は「取引所上場に関する命令²⁷⁾」が定めるが、そこに株式合資会社の特則はない²⁸⁾。

上場審査は目論見書の情報開示規制が基本であり、ガバナンスは事前審査の対象から外されていると評価できる。たとえば、目論見書法(WpPG²⁹⁾)が26条8項で、「目論見書の記載が不実もしくは不完全であることにより欺罔となる危険(die Gefahr einer Übervorteilung)を生じさせるとき」、連邦金融監督庁(BaFin)が募集・売出しを却下すると定めていた2015年当時の通説は、事前の審査の対象は目論見書に限られ、定款に及ばないとしていた³⁰⁾。この条文は、2019年7月21日の改正で、監督庁が投資者保護と円滑な市場機能のため上場有価証券の評価に重要な情報の開示を発行者に命令できるという条文(18条10項)に移行したようだが、事前審査の要素は見受けられない。

27 「有価証券市場に開設された規制市場への有価証券の上場登録に関する命令 (Verordnung über die Zulassung von Wertpapieren zum regulierten Markt einer Wertpapierbörse)」の略称である (Börsenzulassungsverordnung)。

28 2004年改正前命令18条3号は、株式合資会社である発行者に「無限責任社員の構成 (Struktur) と、法律上の条文と異なる定款規定に関して追加情報」を求めていた。当時は、株式合資会社本体とその唯一の無限責任社員である資本会社の各定款を全面開示する義務はないが、条文上の基本定型と異なる重要な点を明確に説明することが望ましいとの解釈があった (MüKoAktG/Parlitt (註10), §278 Rn. 385.)。

29 Wertpapierprospektgesetz (有価証券目論見書法)

30 Spindler/Stilz/Bachmann (註10), §278 Rn. 99

(2) 事前審査により取引所が商品の安全性や価値を保証する「規制主義」と呼ばれる考え方は、(1)の「開示主義」に対置される。「有価証券の上場に際して、一般公衆が欺罔される (zu einer Übervorteilung des Publikums ... führen)、あるいは、公益を著しく害する」事情がないときに取引が許可される、と定めていた取引所法はその実例であった。かつてこの条文を根拠として、投資家保護のために定款の内容審査が上場審査として行われるべきであるとする見解があった³¹。なお、市場規律の限界を意識し、株主の誠実義務と併せ、裁判所による事後的な審査で定款自治の濫用を抑制するべきと唱える見解が存在する³²。

3.1.2. 開示主義に基づく「上場にふさわしい株式」

株式合資会社には上場会社としての情報開示を義務づけることで、定款自治を前提としたガバナンスのかたちを明示させ、市場規律の働く前提を整える。定款に基づく株主利益の保障が強行法による少数株主保護と異なるのはたしかであるが、優先株式や支配株主のいる子会社株式としての評価が不可能だとは言えない。また、市場に理解されづらい複雑なガバナンスは上場株式合資会社の弱点だが、市場が評価するのは結局のところ企業の法的形態ではなく事業モデルだとの指摘もある³³。「市場規律に曝され、淘汰される」のが上場株式であるという開示主義に基づくなら、株式合資

31 Spindler/Stilz/Bachmann (註 10), §278 Rn. 28 及びその註 80 を参照。なお、1998 年の取引所法 36 条 3 項 3 号にこの文言があり、その後継である取引所法 30 条 3 項 (2002 年) には含まれない。現行取引所法 33 条 1 項 2 号は、規制市場への「銘柄登録 (Einbeziehung)」の拒絶事由としてこの文言を用いる。

32 Spindler/Stilz/Bachmann (註 10), §278 Rn. 30.

33 Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Bd. 4, Herfs, §76 (4. Aufl., 2015) Rn. 9, およびその註 55 を参照。これによれば、フレゼニウス社の筆頭子会社 FMC が、2012 年 7 月に自社ウェブサイト上で報告したところでは、分散所有されている株式のおよそ 38% がアメリカ合衆国、同じく 30.5% がイギリスに拡散しているという。どちらの国にも株式合資会社という企業形態はなく、企業価値算定においては、株式合資会社のガバナンスではなく、それが買収されにくいという点を考慮に入れる、としている。

会社の発行する株式は上場にふさわしい³⁴。

3.2. 日本の「上場にふさわしい株式」

発行者の上場申請を受け、金融商品取引所は自らの定める上場要件を満たすかどうか審査する³⁵。日本には株式合資会社がなく、しかも、本論文で取り上げた二社の株式は東証に上場していないので、株式合資会社株式(1.3)に対する日本の評価を直接に観察することはできない。しかし、類似の株式についての評価を観察することはできる。

3.2.1. 子会社株式 — 支配株主のいる上場会社の株式

株式会社東京証券取引所は、上場する会社のうち支配株主を有する会社は 17.5% (629 社)、その支配株主が親会社である会社の割合は 10.4% (372 社)、その親会社が上場会社である会社の割合は 8.7% (313 社) と報告する³⁶。これらの子会社株式は、株式としては普通株式であり、ただ、支配株主が保有を継続する可能性が大きいに過ぎない。子会社を上場させる支配株主の利益が指摘され³⁷、制度的対応は支配株主との取引を中心とし

34 本論文では、株式合資会社についてドイツの取引所がどのように審査しているか、実務的な資料を精査してはいない。したがって、ドイツが開示主義を徹底しているかどうか、結論を出すには至らない。

35 参照すべきは、東京証券取引所の場合、「本則市場」「マザーズ」「JASDAQ」への各新規上場(上場規程第2章)、および、その上場廃止基準である(同第6章)。上場株式合資会社の実例が DAX30 に採用される二社であることから、本論文では、本則市場の規制を取り上げる。

36 株式会社東京証券取引所「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2019」(2019年5月)、8-9頁。この割合は漸減傾向にある(図表12)。これは東証に提出されるコーポレート・ガバナンス報告書に基づく算定であり、前提となるのは、上場規程における支配株主の定義である(規程2条42項の2、規則3条の2および2条2項15号の3)。これによれば、親会社(財務諸表規則8条3項)、又は議決権の過半数を直接若しくは間接に保有する主要株主(金融商品取引法163条1項)である。この基準を三分の一以上とすれば、数値は大きくなる。

37 (1) 支配株主が資本市場を利用し、資金を調達する手段となる、(2) 子会社の労働者・従業員に、子会社に人的資本を拠出するインセンティブが生ずる、(3) 親会社の役員や労働者にとっての高級な天下り先が確保され、親会社に人的資

た情報開示であることから³⁸、開示主義に基づいていると言えよう³⁹。

株式会社合資会社同士の「親子上場」を果たしているフレゼニウス社も、利益相反に対応する制度を設けた定款（2.3.2）を前提とした上場と言えるだろう。普通株式との違いはあれど、対応すべき課題の切り取り方に共通性がある⁴⁰。子会社の少数株主を保護する方策が実効的であるかどうかこそが実質的な基準であることを示している。

支配株主の支配が「継続するのが必然」であるような「株式会社合資会社の株式」は、支配が「継続する可能性」にとどまる「支配株主のいる上場株式」とは別、と、両者のちがいを強調することはできる。この考え方によれば、ヘンケル社の株式とフレゼニウス社の株式を区別し、前者の上場だけを認めるという結論をだすこともできるだろう。

3.2.2. 議決権に関する種類株式と議決権制限株式（優先株式）

会社法は「単元株制度を利用した複数議決権株式類似の構造」をもつ種

本を抛出するインセンティブとなる、という三点を挙げる文献がある（六戸善一＝大崎貞和「ゼミナール金融商品取引法」（日本経済新聞社、2013年）、219頁）。

- 38 (1) 親会社等状況報告書（金融商品取引法 24 条の 7 第 1 項本文）、(2) 利益相反に関する情報開示（会社法施行規則 118 条 5 号、128 条 3 項、129 条 1 項 6 号、及び、上場規程 204 条 2 項、規則 2 条 1 項 30 号、さらに、規程 411 条、規則 412 条）を挙げることができる。コーポレート・ガバナンス報告書による開示に結びつけられた、(3) 独立取締役制度（規程 436 条の 2（「企業行動規範」、註 40 参照））を加えてもよいだろう。
- 39 「上場株式にふさわしい」かどうかの審査は継続的である。たとえば、上場後に支配株主が生じたら、当該支配株主との取引等を行う際に少数株主を保護する方策をとる旨、上場申請時の添付書類で予め「確約」することで、無議決権株式は「上場株式にふさわしい」ものとなる（規程 204 条 2 項、規則 204 条 31 項）（新規上場の申請者が外国会社である場合には要求されていないように思われる（参照、規則 1 項））。なお、上場廃止に関する規則 601 条 9 の 2 項は対象を狭く限定している。
- 40 「企業行動規範（規程 432 条～ 452 条）」の中に、支配株主を有する上場会社は、「当該支配株主との間に利害関係を有しない者による意見の入手を行うものとする」という「支配株主との重要な取引等に関する遵守事項」がある（規程 441 条の 2 柱書、及び同条 1 項、規則 436 条の 3）。これは、情報開示に加えて一定の行為規範を含む点で、制度対象の事項を含め、フレゼニウス社の定款と対比できる（参照、2.3.1（2））。註 51 参照。

類株式の利用（以下、「議決権に関する種類株式」という）を認めると解されている（会社法 188 条 3 項、189 条 1 項）⁴¹。議決権制限株式（会社法 108 条 1 項 3 号）⁴² とともに、審査は拒まれない（規程 205 条 9 の 2 項 b、c（「原則として」））。その審査基準は、東証の設置した「種類株式の上場制度整備に向けた実務者懇談会」が公表した「議決権種類株式の上場制度に関する報告書（2008 年 1 月）」⁴³ に依拠した。この報告書は、議決権に関する種類株式⁴⁴について次の 5 つの方策すべてを申請者に要求する（21 頁）。これらは「公益又は投資者保護の観点から当取引所が必要と認める事項」の審査に含まれ、その基準は「上場審査等ガイドライン」に書き込まれている（規程 207 条 1 項 5 号、同 4 項、および、上場審査等ガイドライン II-1（以下、GL とする））。

- i) 既公開会社にあつては、上場株式よりも議決権の多い株式を上場させる場合にあたらないこと
- ii) 極めて小さい出資割合で会社を支配するような状況が生じた場合に議決権種類株式の構造が解消できるような方策がとられていること
- iii) 種類株主間の利害が対立する場面における株主保護の方策がとられていること
- iv) 支配株主と会社の利益相反取引の場面における少数株主の保護の方策がとられていること

41 これを認める定款規定が株主平等原則に反して無効と判断される基準を、抽象的に、「①そのような格差を設けることが必要な事情の有無（必要性）、および②格差の程度が他の株主に対する不相当な制約となっていないか（相当性）の 2 点」とするものとして、「会社法コメンタール（4）」（商事法務、2009 年）、182 頁（久保大作）。この 2 点を具体化した例が、本文ですぐ後に述べる東証の上場規程だと言えよう。

42 上場規程で「無議決権株式」とは「取締役の選解任その他の重要な事項について株主総会における議決権が制限されている株式に係るもの」である（規程 2 条 87 項）。

43 株式会社東京証券取引所「議決権種類株式の上場制度に関する報告書」（2009 年 1 月 16 日）

44 無議決権株式でない A 種株式は単元株式数を 100、同じく B 種株式は 1000 とする構造をつくれば、A 種株主は B 種株主の 10 倍の議決権を行使し得る（「複数議決権方式」）。このような A 種株式を「議決権の多い株式」と呼んでいる。

- v) 新規公開時に議決権の少ない株式を単独で上場申請する場合は、議決権の多い株式の譲渡等の時に、議決権の少ない株式に転換する条項が付されていること。

既に投資している一般株主の利益を守るという趣旨で要求されるのが(i)であり、これに対応するのが上場審査対象株式の限定である。まず、議決権の多い株式の上場申請は目下許されていない⁴⁵。議決権の少ない株式⁴⁶は単独での新規上場が審査対象とならないが、無議決権株式は単独での新規上場も、他の種類の株式との同時新規上場申請も審査の対象となる(規程 205 条 9 項の 2、GL II-6 (4) (5))。「非参加型優先株⁴⁷」は、「議決権付株式⁴⁸」を既に上場している株式会社の発行するものだけが上場審査の対象とされる(規程 804 条 1 項)。

右の(ii)に該当するのが、サンセット条項⁴⁹(GL II-6 (4) a の(a) (b))、

- 45 しかし、「上場会社の安定株主の創出その他の目的のため、この解禁を望む意見も根強く、今後、継続して検討していくことが望ましい」とされている(報告書 11 頁)。現行規定では、上場会社が議決権の多い株式の発行を決定すると、「株主及び投資者の利益を侵害するおそれが大きい」と東証が認める場合に限り、既存の株式が上場廃止となる(規程 601 条 17 号、規則 601 条 12 項 5 号)。拒否権付種類株式と、原則例外が逆である(註 53 参照)。
- 46 「議決権の少ない株式」は、GLII-6 (4) で、「複数の種類の議決権付株式を発行している会社において、取締役の選解任その他の重要な事項について株主総会において一個の議決権を行使することができる数の株式に係る剰余金の配当請求権その他の経済的利益を受ける権利の価額等が他のいずれの種類の議決権付株式よりも高い種類の議決権付株式(「規程 205 条 9 項の 2b に掲げるもの」)と定義されている。これ以外の議決権付株式が「議決権の多い株式」である(GL II-6 (4) a)。
- 47 「剰余金配当に関して優先的内容を有する種類の株式のうち、優先配当金の支払いを受けた後、残余の分配可能額からの配当については受け取ることでできないものに係る株券をいう。」(規程 2 条 81 項の 3)
- 48 「内国株券のうち、取締役の選解任その他の重要な事項について株主総会における議決権が制限されていない種類の株式にかかるものをいう。」(規程 2 条 27 項の 2)。なお、内国株券は、金融商品取引法 2 条 1 項 9 号の株券から、非参加型優先株(註 47)と子会社連動配当株とを除いたものである(規程 2 条 79 項、78 項、83 項、90 項、37 項)。
- 49 「議決権種類株式導入の目的が終了した場合、同目的を逸脱した場合若しくは同目的を達することができないことが確定した場合、又はこれらの事由が生じたとみなすことのできる場合に、スキームを解消させる方策」をいう(株式会社東京証券取引所「議決権種類株式の上場制度に関する報告書」(2009 年 1 月

ブレイクスルー条項⁵⁰ (GL II-6 (4) a の (c)) である。これは、上場会社の支配を移動する可能性を作り出す。その趣旨は、ガイドラインに次の通り表現されている (GL II-6 (4) a 柱書)。

「特定の者が経営に関与し続けることができる状況を確保すること等が、株主共同の利益の観点から必要であると認められ、かつ、そのスキームが当該必要性に照らして議決権の多い株式等の株主を不当に利するものではなく相当なものであると認められること」。

ヘンケル社もフレゼニウス社も、定款を示し、この必要性と相当性を肯定するだろう⁵¹。

むすび

株式が上場にふさわしいかどうかの判断は総合的になされている^{52,53}。日本の金融商品取引所の公表資料には、資本多数決の考え方に貫かれない

16日)、15頁)。

- 50 「発行済株式総数のうち一定割合の株式を取得した者が現れた場合、議決権種類株式の構造を解消するスキーム」をいう (株式会社東京証券取引所「議決権種類株式の上場制度に関する報告書」(2009年1月16日)、14頁)。
- 51 2.3.2で指摘したフレゼニウス社の定款13c条(1)2文は、(iv)に対応するものとの説明がなされるであろう。
- 52 ガイドラインは例示列举で項目を挙げ (GL II-6 柱書「その他の観点」)、および同6項)、「株主の権利内容及びその行使が不当に制限されていないこと」その他の事項から、「公益又は投資者保護の観点で適当と認められること」(1項a)という一般条項を設け、形式審査でないことを示す文言を多用する。これは、元とした報告書が、とりあげた以外にも上場を検討すべき株式があるとし、少なくとも当面の間必要な上場要件を検討しているという謙抑的な姿勢であったことを反映するものであろう。
- 53 たとえば、上場会社の取締役会が会社法108条1項8号の「拒否権付種類株式(規則2条3項6号)」を発行する決定をすると、既存の上場株式が上場廃止とされる原則である (規程601条17号、規則601条12項1号c)。ただし、株主及び投資者の利益を侵害するおそれが少ないと東証が認める場合はこの限りでない(規則同条項ただし書き)。国際石油開発帝石ホールディングス株式会社は、拒否権付種類株式を発行しているが、この例外規定により上場廃止基準には抵触しないとされる。所管する役所が拒否権行使のめやすを公表しており、内容的に「株主及び投資者の利益を侵害するおそれが少ない」と東証が認めているとのことである (株式会社東京証券取引所「議決権種類株式の上場制度に関する報告書」(2009年1月16日)、3頁(註4))。

株式を上場する利点を強調する意見が、通奏低音として聞こえている。家族企業・同族企業に資本市場の利用を認めるべきかという問題ととらえても、肯定意見は消えまい。

会社法が認める株式の自由度は、資本市場法や税法の認めるその影響をうける。資本市場法が、株式の金融商品としての内容を整え、その種類を限定することは、対象とする市場の情報処理能力・市場参加者の傾向、つまりは広い意味の「市場特性」に基づく制約として正当化される。その判断は、おそらくこれからもつねに時限的である。「少なくとも株式については、上場というフィルターを通して、一般の投資者が投資の対象とできる銘柄は限定され⁵⁴」⁵⁴という表現が滋味深い。

日本にも基本定型混合の上場株式合資会社はあり得ただろう。会社法と、資本市場法と、税法の三者の協働には共通目標が必要である。一国の経済にどのような未来を望むか、その意思決定が、ひとつの企業形態の命脈を絶つことはある。

(本論文は、日本比較法研究所研究基金の助成(2010年)に基づき実施された共同研究「法／制度に対する数理科学的接近」の研究成果の一部である。)