

長期保有株主を優遇する議決権行使制度

—tenure voting, loyalty share または time phased voting—

福 本 葵

要 旨

2018年11月30日、『リーン・スタートアップ』の著者エリック・リースは、LTSE (Long term stock exchange 以下、LTSE) の開設を SEC に申請し、2019年5月10日、申請は承認された。エリック・リースは当初、LTSE に上場する企業は、保有年数に比例して増加する議決権の制度を採用する必要があるとしていた。この制度は、tenure voting, loyalty share, time-phased voting (TPV) または time phase voting structure (以後、tenure voting) 等と呼ばれている。この制度こそが、新取引所開設の目玉であった。しかし、最終的に2019年5月10日付の SEC 承認の申請書には、制度の採用は明記されていない。

アメリカでは、1980年代から tenure voting を採用する企業が現れた。これらの中には現在も継続中のものもある。また、フランスのフロランジュ法における二倍議決権は、tenure voting の一形態である。

日本においては、tenure voting の例はないが、長期保有株主優遇型優待制度を設けている会社は増加傾向にある。

近年、Alphabet (現 Google)、Facebook、Alibaba など、IT 企業を中心に多くの会社が複数議決権株式を採用している。複数議決権株式に対しては、短期投資家からの圧力を排除できるとする一方で、創業者等の内部者は少ない資本で多くの議決権を入手することができるため、内部者に支配権が偏り過ぎると機関投資家等からの批判が高まっている。

一方、tenure voting は、長期保有の株主であれば、内部者に限らず誰に対しても追加的議決権が付与されるため、一株一議決権株式と複数議決権株式の、いわば折衷案として登場した。

そこで本稿では、LTSE とはどのようなものか、LTSE が採用しようとしている tenure voting とは何か、tenure voting はどのようにして導入されたか、また、その現状について紹介し、考察している。

	目次
I. はじめに	
II. LTSE とは何か	3. multiple class stock の現在
1. LTSE の開設	
2. CII の反対と SEC の承認	
III. multiple classes of stock とは何か	IV. tenure voting とは何か
1. multiple classes of stock とはどのようなものか	1. 二種類の tenure voting
2. multiple class stock はどのようにして生ま	2. tenure voting のメリットとして挙げられるもの
	3. tenure voting の現在
	V. おわりに

I. はじめに

2011年に出版された『リーン・スタートアップ』は、企業のスタートアップの方法論を示しベストセラーとなった。2018年11月30日、著者エリック・リースは、著書の中でも言及しているLTSE（Long term stock exchange, 以下、LTSE）の開設をSECに申請し、2019年5月10日、申請は承認された¹⁾。

『リーン・スタートアップ』の中で著者は、既存企業がイノベーションを継続的に実現することに対して苦勞している理由の一つとして、短期利益を追求し、短期的な目標を達成する公開市場からの強いプレッシャーを挙げている。そして、長期的な思考を維持する発行会社の株式を取引するよう設計された新たな株式取引所の創設を提案している。ここでは役員報酬を長期的な業績に連動させ、売買手数料を高く設定し、日々の取引量や株価の乱高下を抑える。その一方で、長期投資ができるように経営の裁量権を促進するコーポレートガバナンスを採用できるようにすると述べている²⁾。

エリック・リースは当初、LTSEに上場する企業は、保有年数に比例して増加する議決権の

制度を採用する必要があるとしていた。この制度は、tenure voting, loyalty share, time-phased voting (TPV) または time phase voting structure³⁾(以後、tenure voting) 等と呼ばれているが、呼称は定着していないようにも見える。この制度こそが、新取引所開設の目玉であった。しかし、最終的に2019年5月10日SEC承認の申請書には、制度の採用は明記されていない。

アメリカでは、1980年代からtenure votingを採用する企業が現れた。これらの中には現在も継続中のものもある。また、日産とルノーのアライアンスにおいて、度々取沙汰されているフランスのフロランジュ法における二倍議決権は、tenure votingの一形態である。日本においては、tenure votingの例はないが、長期保有株主優遇型優待制度を設けている会社は増加傾向にある⁴⁾。

近年、Alphabet（現Google）、Facebook、Alibaba、Fitbitなど、IT企業を中心に多くの会社がmulti class stock、その中でも複数議決権株式を採用している。これらの会社は、IPOの際に、一株一議決権の普通株式を上場させる一方で、創業者やファンドに1株10議決権の株式を発行し、これを譲渡制限株式としている。

複数議決権株式に対しては、短期投資家からの圧力を排除できるとする一方で、創業者等の内部者は少ない資本で多くの議決権を入手することができるため、内部者に支配権が偏り過ぎると機関投資家等からの批判が高まっている。

2019年9月に上場を延期したシェアオフィス運営会社、WeWorkが8月にSECに提出した目論見書によると、IPOの際に20倍議決権株式をアダム・ニューマン元CEOに割り当てる計画だった。その後、ニューマン氏はCEOを辞職し、20倍議決権株式は、3倍議決権に変更された。同社のコーポレートガバナンスに対して投資家から懸念が示されていたことに対する対応策である。

一方、tenure votingは、長期保有の株主であれば、内部者に限らず誰に対しても追加的議決権が付与されるため、一株一議決権株式と複数議決権株式の、いわば折衷案として登場した。

そこで本稿では、LTSEとはどのようなものか、LTSEが採用しようとしているtenure votingとは何か、tenure votingはどのようにして生まれたか、tenure votingはmultiple class stockの一種であるが、multiple class votingとの共通点および相違点について考察を行いたい。

II. LTSE とは何か

1. LTSE の開設

LTSEとは如何なるものであろうか。LTSEの創設者で最高経営責任者は、2011年に出版された『リーン・スタートアップ』の著者、エリック・リースである。LTSEは、既に計70名

ほどの投資家から1900万ドル(約21億3000万円)を調達したと述べている⁵⁾。これらの出資者には、PayPalの創業者ピーター・ティール、NCSA MosaicやNetscape Navigatorの開発者であるマーク・アンドリーセンなど、著名な起業家が名を連ねている。LTSEはデラウェア州会社法に準拠する会社であり、そのすべての株式は、LTSE Holdings, Inc. が保有する。

2018年11月30日、LTSEはSECに取引所法6条に基づく証券取引所の登録を求め、1934年取引所法に基づくForm1を申請した⁶⁾。取引所開設の申請は、2019年5月10日、SECによって承認された⁷⁾。LTSEのニュースリリースによると、2019年の年中に、監督上および技術上のステップを完了した後、上場企業を受け付ける予定であると述べていた⁸⁾。しかし、開設の準備が予定よりも遅れているようであり、2020年1月19日現在、上場会社の受け付けは開始されていない。

LTSEに上場する企業はtenure votingの採用など、長期的観点に立ったいくつかの条件を満たさなければならないとされていた。これによって、上場企業は、短期主義的な投資家からの圧力を気にせず、長期投資家との関係構築に集中することができるという説明されている。

2018年の申請時にはLTSEが上場する企業に求める要件とは、以下のものと説明していた。

- ① 株主が株式保有の期間の長さに比例した議決権を有する (tenure voting)。
- ② 役員への短期的なインセンティブ付与の制限 (例えば、役員賞与を期間1年未満の業績目標に連動させることはできない。また、役員報酬が自社株報酬の場合、最低5年が経過しなければ株式は付与されない。)

長期保有株主を優遇する議決権行使制度

- ③ 自社株買いの影響を明確に示す等、追加的な情報開示。
- ④ ガバナンスや持続可能性の問題に焦点を当てる取締役会レベルの長期的な製品および戦略委員会の設置。
- ⑤ 四半期開示は、SECが義務づけているものの、法的に定められたものに制限される。ほとんどの会社は年一回の開示によるため、企業は長期的な進捗状況が評価されることになる。

このようにLTSEの特徴は、短期主義的投資家の圧力を排除し、長期投資家との関係を重視した経営を目的としている点にある。特に、要件①にあげられている株式の保有期間の長さ に比例した tenure voting の採用については、アメリカやヨーロッパにおいて近年議論となっている。

2. CIIの反対とSECの承認

このLTSEの申請に対して、1985年に設立された全米機関投資家協議会（Council of Institutional Investors, CII）は2019年1月22日、SECに書簡を提出している⁹⁾。その内容は、LTSEが目標として掲げる「長期的思考に向けて、企業や投資家の方向転換を図る」という目標に対しては支持しているが、取引所開設は2つの理由から支持できないとしている。その一つは一株一議決権に反する multi-class structure を採用しており、CIIがNYSEやNasdaqに要求したようなサンセット条項を設けてはならないこと、2つ目は、LTSEが上場基準のコーポレートガバナンスに関連し、中核的な要素として挙げている time-phased voting rights (tenure voting) が、この時点での設立計画書において十分な記載がなされておらず、不平等

な議決権を持つ multi-class structure と比べて、長期保有株主にとって有利な構造となっているかどうかを判断するには不十分であると述べている¹⁰⁾。

2019年5月のSECによる承認には、SECはNYSEやNasdaqのような現存の取引所に対しても一株一議決権を強制しておらず、これによってLTSEの申請を拒否すべきではないと考えていること、LTSE取引所申請ファイル1には tenure voting の採用が含まれておらず、もしもLTSEが tenure voting を採用するのであれば、証券取引所法19(b) および Rule 19b-4 による規則改正を行わなければならない、その際にはコメントを募集するとしている。

LTSEは目玉であった tenure voting については詳細を決定しないまま、つまり採用を明記しないまま、取引所を開設した。

Ⅲ. multiple classes of stock とは何か

1. multiple classes of stock とはどのようなものか

LTSEが上場企業に採用を求めていた tenure voting とは、長期の株主に対し、短期の株主よりも多くの議決権が与えられる制度である。これを検討する前に tenure voting を含めた multiple class stock について考察を試みたい。

multiple classes of stock, multiple share classes 等、呼称は複数あるが、これらは二種類以上の種類株式を発行することをいう。この中でも、特に Dual Class Stock (DCS) という

場合には、通常、単に二種類の株式を発行することを指すのではなく、一株一議決権を有する普通株式を上場させ、創業者や内部者に対して複数議決権株式が与えられる制度を指すことが多い。複数議決権株式は、原則として譲渡はできず、仮に譲渡する場合、普通株式に転換される。

後に述べるようにDCS自体は新しい制度ではない。しかし、近年、特にアメリカにおいてIT企業を中心にこれを採用する上場企業は増加している。アメリカでは、短期投資家の圧力によって、経営者が短期的な利益を追求せざるを得ない。しかし、商品開発には、長期的な投資が必要である。そこで、創業者やインサイダーの意思がより株主総会に反映されるDCSの採用によって、短期投資家からの圧力を排除することができる、とする考え方が欧米を中心にみられる。

近年では、サンセット条項と呼ばれる期限付きのものも増えている。この場合、更新には株主総会決議が必要である。

2. multiple class stock はどのようにして生まれたか

(1) 一株一議決権が原則となる以前

世界初の株式会社は、1602年のオランダ東インド会社であるとされているが、オランダ東インド会社は、株主による「総会」たるものを持っていなかった。オランダ東インド会社は、東インド貿易における独占的企業であり、公的性質を有していた。そのため「特許状」によって「特許会社」として設立された。法人格は特許制度で付与された。特許の期間は1602年から満期の1622年までであり、その後も1798年の解散まで継続した。つまり、株式会社はそれまで

の当座的なものから永続的なものへと変化した。

しかし、持分の譲渡に用いられる「証券」と言えるものは発行されなかった。各人が『好むところの金額』を投資した。従って、その額の大きさは種々雑多であり、そして、それに対して、それぞれ一括的な「受領書」を発行した¹¹⁾。つまり、株式は均一な単位的持ち分を示すものではなかった。

オランダ東インド会社における取締役は、その氏名が特許状に記名された。取締役の地位は、機関よりはむしろ身分であったとされる。後に設立されたオランダ西インド会社においては、「一般出資者」によって取締役を選任するという東インド会社よりも民主的な方法で行われることになった¹²⁾。

出資額に比例して議決権が与えられる「総会」は、イギリス東インド会社がクロムウェルによって改組される1600年代後半に登場する。イギリスの設立趣意書の規定には、『各出資者は総会に出席し、その出資額に従って、投票し、資本と経営の管理を支配する。すなわち、500ポンドごとに一票の権利が与えられる。』とされる¹³⁾。

しかし、その後も一株一議決権は必ずしも標準ではなく、特にCommon Lawの国では、一人一議決権が一般的であった。一株一議決権が標準となるのは、資本力が企業価値を左右する19世紀中葉になってからである。また、19世紀後半、大衆投資家の登場に伴って、企業支配権の不安定化が増加することになる。この対抗措置として採られたのが一株一議決権であった¹⁴⁾。

アメリカにおいても1800年代半ばに各州で法人設立法が制定されるようになるまでは、議決権に関する法的根拠は各会社の定款であった。

長期保有株主を優遇する議決権行使制度

議決権を付与する方法には3つあり、一株一議決権、所有株数に関係なく一人一議決権、その中間形態の大株主の議決権を制限するもの、であった。

(2) アメリカにおけるDCSの発行

その後、アメリカでは、徐々に一株一議決権へと移行していった。しかし、時を経て multiple class stock が発行されるようになる。19世紀アメリカにおいては、NYSE が一株一議決権以外の株式の発行を禁止した。

しかし、アメリカにおいて一株一議決権の原則は絶対的なものではなく、この原則を逸脱するものとして、数多くの無議決権株式が発行された。最初は無議決権株式を発行したのは、1898年、International Silver Company であるとされる。同社の無議決権株式の発行は1902年まで継続し、その後、所有する2株について1株の議決権が付与された¹⁵⁾。

その後も1918年までに多くの会社が一株一議決権の株式を発行し、これについては経営者や投資銀行などの内部者が保有し、一方で無議決権株式を発行し、これを一般株主に提供した。このような構造を採用することで、創業者は相対的に少ない出資で会社の支配権を維持することが可能であった。この点で、無議決権株式の発行は、複数議決権株式の発行と同様の効果を得ることができる。

その後、無議決権株式への批判が高揚し、これを受けてNYSEは1926年に無議決権株式の上場を拒否した。しかし、1956年11月、ゴールドマン・サックスによって、NYSEに上場したフォード・モーターズは、IPOの際に劣後議決権株式(inferior voting rights)を発行した。つまり、フォード一族が常に議決権の40%

を持つB株式を保有し、他の株主には議決権の60%を持つA株式が割り当てられた。そして、NYSEにはこのA株式のみが上場した。

フォード・モーターズのアニュアルレポートによると2018年6月29日現在、普通株式の発行数は3,914,690,010株であり、B株式は70,852,076株である。普通株式のNYSEでの株価は11.07ドルである。従って、普通株式の時価総額は43,335,618,411ドルであった。B株式は上場していないので、相場がないが、B株式は売却その他の目的のため、各々のメンバーはいつでも普通株式に転換することが可能である¹⁶⁾。

これによって、2019年4月26日現在でもフォード一族は1.78%の出資によって40%の議決権維持し、支配権維持が可能となっている¹⁷⁾。

multiple class stockの一形態であるDCSは、その後もニューヨークタイムズ、ダウジョーンズやワシントンポストなどのメディア企業が発行しており、そのため、メディア企業を保有する一族は現在でもメディアの独立性を確保することができている。

その後、敵対的買収と取引所間競争の激化から、NYSEにおいても multiple class stock が認められるようになった。

3. multiple class stock の現在

(1) multiple class stock を持つ会社

フォード・モーターズやマスメディアから始まったアメリカにおける multiple class stock であるが、CIIがSEC提出企業を分析したところによると、2018年1月現在では243社が multiple class stock (tenure voting を含む) を利用している¹⁸⁾。最近では、Alphabet(現Google)がIPOの際にこの構造を利用した。Facebook, Alibaba, Fitbitなども採用してい

図表1 DCS採用企業の一例

企業名	発行株式の株式数他	複数議決権保持者が持つ議決権割合	複数議決権保持者の出資割合	IPO
Alphabet (旧 Google)	Class A : 1 Class B : 10 Class C : 無議決権	60.85%	6.69%	2004
CBS	Class A : 1 Class B : 無議決権	100%	6.10%	1994
Dropbox	Class A : 1 Class B : 10	91.42%	51.60%	2018
Facebook	Class A : 1 Class B : 10	65.29%	15.83%	2012
Fitbit	Class A : 1 Class B : 10	58.29%	12.26%	2015
Ford Motor	Class A : 1 Class B : 常に40%の議決権保持	40.00%	1.78%	1956
The New York Times Company	Class A : 取締役の30%を選出 Class B : 取締役の70%を選出	70%	0.49%	1967
Snap	Class A : 無議決権 Class B : 1 Class C : 10	97.89%	16.89%	2017

〔出所〕 Council of Institutional Investors, *Dual-Class IPO Snapshot: 2017-2018 Statistics*, January 5, 2019より

る。

Alibaba CEO, Jack Ma は、当初、香港証券取引所での上場を検討したが、DCSの発行が禁じられていた香港証券取引所での上場をせずに、2014年、NYSEに上場した¹⁹⁾。また、日本においても、サイバーダイナ社は、単元株制度を利用することによって複数議決権株式制度を採用している。創業者である山海嘉之筑波大学教授に10倍議決権のB株種類株式が付与され、一株一議決権のB株式が、2014年3月26日マザーズに上場されている。A株式は100株単元株式であるが、B株式は10株単元株式であり、種類株式制度を採用することなく、10倍議決権株式を発行している。その結果、B株は発行済株式数の43%であるにも関わらず88%の議決権を保有した。A株式もB株式も剰余配当

請求権や残余財産請求権には違いがない。B株式は譲渡制限株式であり、75%保有する株主が現れた場合には、B株式は消滅するというプレイクスルー条項がある。

FacebookやGoogleの例に見られるようにDCSを発行する会社はIT企業が多い。19世紀に資本力が企業価値を左右するようになったため、一株一議決権が発展したと前述したが、IT企業の場合は、企業価値を左右するものが純粋に資本力だけではないことの表れであろう。これらのIT企業の企業価値は、創業者の属人的な能力に依拠するところが大きいと解されているからであるといえる。

2018年にNYSEにおいてIPOを行った140社(全体の246社から外国企業等などを除く)のうち、125社(89%)が一株一議決権である

長期保有株主を優遇する議決権行使制度

が、残りの15社（11%）がDCSなどの一株一議決権以外の株式を発行する会社である。multiple class stockを発行する会社のうち、EVO Paymentsは3年、Bloom Energyは5年、Smartsheetは7年、EventbriteおよびZuoraは10年の時限的なサンセット条項を設けている²⁰⁾。

このような株式の発行は、IPO前またはIPOと同時になければならないというのが、NYSEの解釈であり、既に発行されている株式の議決権を減らすことはできないと解釈されている²¹⁾。

(2) 投資家の反対

multiple class stock, 特にDCSは、機関投資家の売買が短期化している一方で、それらの取締役会に対する影響力が増している状況下における、過度な短期主義の批判から生まれた。制度の採用によって、会社に対する短期的投資家からの圧力を排除できる。また、経営者を優遇する議決権行使システムは、長期的な価値の最大化を目標として、経営陣に自社を運営する自由を与えるものと解するものもある。

短期投資家の影響力の排除を目的として採用されたDCSは、短期投資家ではない投資家の影響力を排除することにもなる。DCSおよび無議決権株式の採用に対して、特に機関投資家が懸念を持っている。DCSは、議決権を内部者に集中させることによって、経営者を株主の監視監督から隔離するからである。

ISSやGlass Lewisなど議決権行使助言会社はこれらの採用に反対しており、また、S&P500はその主力指数からDCSを発行している企業を排除することを決定した。

投資家のインセンティブが会社や他の投資家

のインセンティブと完全に一致するためには、議決権がその会社における経済的利益と緊密に連携するべきであり、一株一議決権の制度が用いられるべきだとしている。貸株制度やデリバティブを用いたエンプティーパーティンクに対しても同じ批判が当てはまる。

ブラックロックやカリフォルニア州教職員退職金基金(CalSTRS)等、アメリカを拠点とする大規模機関投資家やグローバルな資産運用会社、およびその国際的な取引の相手方をメンバーとしたISG(Investor Stewardship Group)は投資先企業に対する議決権行使基準を発表している。そのうち、原則2では、「株主は経済的利益に比例して議決権を付与されるべきである。」とし、さらに原則2.1では「会社は一株一議決権の基準を採用し、株主間で不公平な議決権を生み出す株式の構造を回避する必要がある。」、原則2.1では「既に二倍議決権構造または複数議決権構造を保有している会社の取締役会は、定期的または状況の変化に応じて、これらの構造をチェックし、株主コストを最小限に抑えながら、適切なタイミングで終了または段階的に廃止するメカニズムを確立することが期待されている。」と述べている²²⁾。

また、LTSEの申請の際にも意見を表明した、アメリカの大手年金基金によって構成されたCII(Council of Institutional Investors, 米国機関投資家協会)は、同じ残余財産権を持つ株主は保有財産の規模に比例して投票する権利を含め、同じ保護と権利を持つべきであるとして、一株一議決権が望ましいという立場に立っている。複数議決権株式構造の採用は好ましくないもとし、現在採用中の会社においてもサンセット条項を設けるべきであるとしている。

2019年9月13日、CIIはデラウェア州裁判所

に対して、複数議決権株式構造がIPOから7年を超えて延長するのを防ぐために、それぞれのクラスの株式を持つ株主が個別に投票し（この時の採決は一株一議決権）、多数議決権を所有する株主主導の構造が延長しないようにする法案を求める請願書を提出した²³⁾。請願書によると、この採決は、議決権を多く持つ株主が継続的に複数議決権を持つ利点について、説明と再評価の機会を与えるものだとしている。

CIIはこのほかにも2018年10月24日、NYSEやNASDAQに対し、新規上場企業には、一株一議決権の原則を遵守するか、IPOから7年以内に複数議決権株式構造を縮小するかを求めた文書を提出した²⁴⁾。

IV. tenure voting とは何か

1. 二類型の tenure voting

LTSEが上場企業に求める要件としていたtenure votingとはどのようなものであろうか。

tenure votingとは、長期保有の株主に対して、より多くの議決権が付与される制度である。保有期間によって、追加的な議決権が付与される制度は、古くはフランスでは1933年法によってその発行が認められ、アメリカにおいても1970年代より発行されている。従って、新しい制度ではないもののtenure votingの他、time phased voting, time phase voting, (TPV)、またはloyalty votingなど呼称は定まっていない。tenure votingとの呼称は比較的最近のもののように思われる。

DCSは一株一議決権の株式のみが上場し、創業者等が保有する複数議決権株式は非上場株式であるが、tenure votingの場合は、発行す

るすべての株式にこの性質が付与されている。発行会社が上場会社であれば、保有期間の条件を満たした長期保有株主が保有する複数議決権株式も未だ複数議決権が付与される条件を満たしていない一株一議決権株式も共に取引所で取引される。

tenure votingには2類型ある。一つは、例えば、フランスのフロランジュ法に見られるように、一株一議決権からスタートし、保有期間が長くなればなるほど多くの議決権が与えられるタイプ（増加型）のものである。二つ目は例えば、最初は一株につき三議決権が与えられ、株主がその株式を譲渡すると一株一議決権となり、その後、新たな株主が株式を保有し続けると再び元の一株三議決権に回復する、といったタイプのもの（減少型）である。いずれも、長期保有株主には、短期保有株主よりも多くの議決権が与えられる。追加議決権は、保有者が内部者であるか否かを問わず、一株ごとに一律に与えられる。

tenure votingには保有期間の条件や付加的に付与される株数の違いなど、様々なモデルが考えられるが、基本原則は、企業的意思決定に対する議決権をより多く長期株主に与えること、および、長期投資家になるインセンティブを投資家に与えることにある²⁵⁾。

2. tenure voting のメリットとして挙げられるもの

株式を保有することのできる株主が、創業者やインサイダーに限定されているDCSに比して、保有期間によって議決権が増加するtenure votingの仕組みは、創業者のみに有利に働くのではなく、株式を長期に保有する、多くの場合大規模な機関投資家にとっても、会社

長期保有株主を優遇する議決権行使制度

の意思決定に、より影響を及ぼすことができる好機となる。長期に株式を保有していれば、どのような株主にも追加の議決権が付与されるので、長期株主と経営陣の利益が衝突する場合も考えられる。この点でDCSよりも経営者に対する監視、監督は強まる。DCSと異なり、創業者はこの制度下で統制を維持し続けることが難しくなる。また、長期保有株主と短期保有株主の利益が衝突する場合には、長期保有株主にとって有利に働く。

tenure voting はDCSと同様、一株一議決権では回避することのできない短期売買株主の圧力を回避することが可能となる。付加的な議決権は、長期に保持すれば誰にでも与えられるため、状況によっては、株主に対し売却するよりも保持するインセンティブになり、長期的な価値に重きを置いている株主を引き付ける。このような株主は長期的な経営の見通しを詳細に調べ、評価するので、長期的利益を求める企業と利益が一致することが多い。

3. tenure voting の現在

(1) tenure voting を持つ会社

tenure voting は一株一議決権とDCSの中間的性格を持つが、それはtenure votingがDCSの批判から生じたものであるからである。DCSは短期売買をする投資家主導となっている市場に対する揺り戻しの議論の末、生じたようにtenure votingも短期売買偏重の市場に対する批判から生まれたが、同時に創業者に偏り過ぎるDCSに対する批判からも発生した。

アメリカにおけるtenure votingの第一号は、1985年4月、コーヒー、ジャム、ゼリー、ピーナッツバター等を製造販売する食品加工会社大手、J.M. Smucker Co. によって、敵対的買収の防衛策として採用された。J.M. Smucker Co. は現在も継続してtenure votingの制度を採用している。J.M. Smucker Co. のtenure votingは、株式を新規に取得した時点では、一株につき一議決権である。保有期間要件

図表2 アメリカのtenure voting実施企業

会社名	現状
Aflac Inc.	継続中
Carlisle Companies Inc.	継続中
CenturyTel Inc.	1991年廃止
Milacron Inc.	2003年廃止
Church & Dwight Co., Inc.	2003年廃止
J.M. Smucker Company	継続中
Potlatch Corporation	2005年廃止
Pioneer Hi-Bred International, Inc.	DuPont が Quaker を取得した1999年に廃止
Quaker Chemical Corporation	2018年廃止
Roper Industries, Inc. ("Roper")	2006年廃止
Shaw Group Inc. ("Shaw")	2007年廃止
Synovus Financial Corporation	継続中

〔出所〕 David J. Berger, Steven Davidoff Solomon, Aaron Jedidiah Benjamin, *Tenure Voting and the U.S. Public Company*, March 1, 2016に筆者加筆修正

の48ヶ月間保有すると、1株につき10議決権となる。その株式を譲渡すると譲受人が保有する株式は一株一議決権に戻る。その後、48ヶ月間保有すると再び1株10議決権に回復する。つまり、48ヶ月間を継続保有期間条件とし、9株の追加的議決権が付与される、第一類型（増加型）の tenure voting である。

アメリカにおいて tenure voting を採用している会社は多くない。過去30年間で採用した会社は12社である²⁶⁾。そのうち多くの会社は、一旦発行したものの廃止をしている。現在継続中のものは、Aflac, Inc., Carlisle Companies Inc., Synovus Financial Corporation および J. M. Smucker Co. の4社のみである(表2, 表3)²⁷⁾。

例えば、1985年から tenure voting を採用している Aflac は、定款で、同一の実質株主による総会基準日前の継続保有期間が、48ヶ月に達するまでは、1株当たり1議決権が与えられ、48ヶ月を越えて継続して同一の株主が保有している記録があれば、一株につき10議決権が与えられことが規定されている。先に述べた分類では第一類型の増加型である。

贈与、不動産遺贈、または動産遺贈若しくは相続・分配法により譲渡人の財産から譲渡されるかまたは信託財産として保有されていた株式が受益者に分配されたことにより譲渡された場合、譲受人は譲渡人と同じ実質的所有者であると解される。また、既存の株式に対する株式分割、株式配当、またはその他の分配の直接の結果として取得された株式は、原株式が取得された日から継続的に取得および保有されていると解されている。さらに、ストックオプションの行使に従って取得した普通株式は、オプションが付与された日に取得されたとみなされる。

ストリートネームまたはノミニー名義で保有

されている普通株式は48ヶ月以下保有の短期株主と推定され、この推定が、反証を覆さない限り一株一議決権となる²⁸⁾。このような推定は tenure voting を採用している他の会社にも共通である。保有期間が48ヶ月を超す長期株主であると主張する株主は、宣誓書を作成し、取締役会に提出することが求められる。この場合、取締役会はその宣誓書を裏付ける証拠を求めることができる。

Aflac の2019年度の株主総会の基準日は、2019年2月27日である。この日の営業時間終了時における株主名簿上の株主が議決権を有することになる。2019年5月6日付けの「アフラック・インコーポレーテッド年次株主総会招集通知及び議決権代理行使指図書参考書類」によると、基準日現在、議決権のある発行済株式数は、748,849,833株であった。このうち、保有期間が48ヶ月以下の株式が695,133,073株であったため、この株式の議決権は、695,133,073議決権である。また、継続保有期間の48ヶ月を越えて保有されている株式が53,716,760株であった。このため、これらの株式に付与される議決権は10倍の537,167,600議決権となり、合計で748,849,833株、1,232,300,673議決権となる。一株一議決権の株式の発行済株式総数に占める割合が、93%あるにも関わらず議決権割合は56%、10倍議決権株式は、発行済株式総数に占める割合が7%であるにも関わらず、議決権割合は44%となっている。長期保有株主が会社に対して発言権をより多く持つべきとする Aflac 社の考え方が反映されている。

(2) EUにおける tenure voting

日産とルノーのアライアンス問題で度々組上に載るフランスのフロランジュ法も2年以上保

長期保有株主を優遇する議決権行使制度

図表3 アメリカの tenure voting 継続企業

会社名	tenure voting の構造
Aflac	4年まで1議決権 4年超過10議決権
Carlisle Companies	4年まで1議決権 4年超過5議決権
Synovus Financial	4年まで1議決権 4年超過10議決権
The J. M. Smucker Company	4年まで1議決権 4年超過10議決権

〔出所〕 CII 資料より筆者加筆

有する株式に二倍の議決権を与えるものであり、これはまさに tenure voting 典型例である。フランスでは、フロランジュ法の成立により、tenure voting の採用が原則となり、株主総会の特別決議で排除しなければ原則採用することとなっているが、イタリアでは、原則と例外が反対で株主総会決議で採用することができる。

また、欧州議会において、2017年6月10日、改正・株主権利指令（Shareholder Rights Directive II）採択され、2019年6月10日、この改正がEU各国で効力を発した²⁹⁾。つまり、EU各国は2019年6月10日までに、この度の改正を国内法に反映させなければならなかった。この改正を議論する過程で、欧州委員会は長期保有優遇制度を採用するかどうか議論となった。

短期主義への批判を受け、欧州法務委員会においては、株主権利指令改正案に長期保有株主優遇策を追加した。改正案は、2015年5月7日の欧州法務委員会において、10対13の僅差で支持された³⁰⁾。改正案では、長期保有株主に対する優遇策を定めた3ea条が追加された。長期保有株主に対する優遇策には、具体的には、追加議決権、税制上の優遇措置、ロイヤルティ配

当（loyalty dividend）やロイヤルティ株式（loyalty share）のいずれか一つ以上を付与すること、そして、EU構成国に対し、2年以上の任意の期間、株式を保有する株主を長期保有株主として取り扱うこととし、これらの措置は2年以内に行われることが述べられていた³¹⁾。しかしながら、この後、各方面からの質問やコーポレートガバナンスを低下させるという反対意見が盛んとなり、最終的に欧州議会はこの修正案を受け入れなかった。2015年7月8日に本会議において採用された改正ディレクティブでは、3ea条は削除された。

改正ディレクティブでは、前文において、機関投資家や資産管理会社がしばしば、不適切に短期的なリターンを注視しすぎるあまりに、会社のガバナンスやパフォーマンスを不適切な方向に導くとし、中長期のパフォーマンスを重要視するべきとすることや、役員報酬の方針は短期的な視野のみではなく、中長期のパフォーマンスに寄与するものとするなどが述べられている³²⁾。

最終的には採用に至らなかったが、ここで議論されたロイヤルティ株式とは2年以上任意の期間、継続的に株式を保有する長期株主に対し優遇的に議決権を付与するものであり、tenure voting と同義である。

（3） イタリアにおける tenure voting

伝統的に所有構造が集中しているイタリアにおいては、資本金の半分以下という制限内において、少ない議決権を持つ株式は歴史的に認められてきた。一方で、複数議決権株式は禁じられてきた。しかし、イタリアの複数議決権株式は、フィアットとクライスラーが合併し、本社をオランダ、アムステルダムに移転させた2014年

解禁されることとなった(2014年法律116号)³³⁾。オランダの会社となった合併後のフィアットクライスラー社は、Loyalty Register と呼ばれる特別な株主名簿に登録し、3年間以上保有する株主に2議決権を与える tenure voting を採用している³⁴⁾。フィアット株式は筆頭株主である Exor.N.V (エクソール) がその28.98%を保有している。Exor.N.V は、Giovanni Agnelli B.V. がその52.99%を保有することによって支配している投資持株会社である。Giovanni Agnelli B.V. は1899年7月11日にフィアットを創業したアニェッリ一族が保有する投資持株会社である。Giovanni Agnelli B.V. も嘗てはイタリアの会社であったが、現在は、オランダ、アムステルダムに本拠地を置いている。

Exor.N.V はフィアットクライスラーの28.98%の株式を保有しているが、tenure voting によって、議決権ベースでは42.11%保有しており、アニェッリ一族にとって非常に有利なものとなっている³⁵⁾。フィアットクライスラーの本社はイタリアに残らなかったものの、イタリアの複数議決権株式発行は規制競争が原因で解禁された。

2014年の解禁後、イタリアの非上場会社では、最大一株3議決権までの株式を発行することが認められており、このような会社が上場する場合はこの構造を維持することができる。tenure voting の株式は非上場会社には認められておらず、規制市場に上場している会社のみ認められている。上場企業は複数議決権株式と tenure voting 株式を併存させることは認められていない³⁶⁾。tenure voting で追加的に付与される議決権は、原則、株式を売却すると消滅する。

イタリアの法律には、フランスの法律にはな

い厳格な規定が含まれている。2重議決権を有する株主の議決権が一定の割合を超える場合には、追加的議決権が与えられない場合がある。この上限は会社の規模に応じて異なっている。一方で株式の承継は譲渡の条項から除外されているので、相続等で受け取った株式は付加的な議決権が継続される。フランスでは相続による株式の所有権の移転は、追加的な議決権が消滅する事由となっている。アニェッリ家に代表されるように、イタリアの株式所有は一族の中で承継される。相続によって保有期間が分断することは、彼らにとって優位性がなくなることになってしまうからであろう。

(4) フランスにおける tenure voting

日産とルノーのアライアンス問題で度々組上に載るフランスのフロランジュ法も2年以上保有する株式に二倍の議決権を与えるものであり、tenure voting を採用している。フランスは株主総会の特別決議で排除しなければ原則採用することとなっているが、イタリアでは、原則と例外が反対で株主総会決議で採用することができる。

2015年4月1日に成立した通称フロランジュ法(loi Florange)は、正式名称を「実体経済回復のための法律2014-384号」(LOI n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle.) という。本法律は、世界最大の鉄鋼メーカーであるアセロール・ミタル社がフランスのフロランジュ地方の工場を閉鎖し、その結果、多くの労働者が職を失ったことに対する批判を受けて成立した。フロランジュ法には労働者保護の労働法的側面と株式会社を規制する会社法的側面とがある。このうち、会社法的な側面の一つに、第7条にある2倍議決

権の法制化がある。後述するように、本法成立以前から、フランス会社法では、長期保有株主に対して、定款に定めれば1株につき2票の議決権を付与することができた。フロランジュ法成立後は、定款で任意に定めるものであった2倍議決権を、株主名簿に2年以上登録されている株主に当然に付与することとした。商法典第225-123条はフロランジュ法によって改正され、これまでの原則と例外が逆転した。上場会社の場合、2倍議決権を排除し、一株一議決権を維持する場合には、株主総会において3分の2の賛成を要する決議が必要である。BNPパリバやロリアル、コンサルティング会社のキャップジェミニなどは一株一議決権を維持することを株主総会で決議したとされている。

一方、ルノーやエールフランスにおいては、大株主であるフランス政府が総会前に株式を買い増し、議決権を行使したため、株主総会において、フロランジュ法の適用を排除できず、長期保有株主に対する2倍議決権が適用されることとなった。2018年のルノーにおけるフランス政府の持ち株割合は、15%であるが、フロランジュ法の適用を決める2015年の株主総会の前には、4.5%買い増した。その後、買い増した株式は売却している。また、エールフランスの場合、株主総会前は15.9%を保有していたが、17.6%まで買い増した³⁷⁾。2019年2月には、同社のフランス政府所有株式の割合は、14.3%と減じている³⁸⁾。

フランスにおいても、2倍議決権が採用されたのは、1911年 la societe des Banques de Province および la Banque Industrielle de Chine の二つの銀行によって定款に挿入されたのが最初であるといわれている³⁹⁾。当初は会社資本に特別な寄与をなした株主に対して対価的報酬とし

て与えられるもので、複数議決権によって他の株主の有する議決権上の勢力を圧倒しようとする意図でもって発行されたものではなかった⁴⁰⁾。

1925年から1926年のインフレーションとそれに伴う外資危険の虞から複数議決権の採用は一般化した⁴¹⁾。複数議決権株式については、当初より反対論が盛んであった。1930年4月26日法第6条では、将来に向かって複数議決権株式禁止されるに至った⁴²⁾。

しかし、全面的に禁止するよりは法的に合理的な規整をし、弊害を防止することが是認され、1933年11月13日法によって、ある状況下において2倍議決権株式の発行を認めるに至った⁴³⁾。1966年7月24日法もこれを引き継いでいる。1966年7月24日法第175条は、「第175条第1項全額払込済みのすべての各株式に対しては、定款または事後の非常総会により、その表象する会社資本の割合に比例して他の株式に与えられる議決権に対して2倍の議決権が付与されうるも、そのためには、当該株式につき引き続き2年以上の同一株主義義における記名登録が証明されるものとする。

第2項 加うるに、準備金もしくは利益または発行プレミアムの組み入れによる資本増加の場合においては、当該2倍の議決権を享有する旧株に比例し株主に無償交付せられる記名株式に対しても2重議決権がその発行のときから付与せられうる。

第3項 前記第1項および第2項所定の議決権は、フランス国籍の株主およびヨーロッパ経済共同対加盟国に属する株主に対してのみ与えられる。」と規定している⁴⁴⁾。

フロランジュ法によって、追加的な議決権がフランス国籍の株主およびEU加盟各国の株主にのみ与えられる第3項は削除された。

V. おわりに

本稿では、主に、アメリカにおける長期保有株主に追加的議決権が与えられる tenure voting (time-phased voting, time phase voting) について紹介した。これは、Facebook や現在の Google が採用した DCS と一株一議決権株式の中間的な性質を持つものとして登場した。しかし、アメリカにおいては、これを採用している会社はあまり多くはない。一度導入しても廃止している会社が多い。

一方、ヨーロッパでは、特にフランスにおいては tenure voting 株式は、古くから発行されている。原則採用されているフランスのフロランジュ法における二倍議決権は tenure voting の一例である。また、2014年に合併したフィアットクライスラー社もこの制度を導入した。フィアットクライスラー社はそれまで複数議決権が認められていなかったイタリアから認められていたオランダに本拠地を移した。そして、3年以上保有する株主に対し、追加的議決権を付与している。これによってフィアットの創業家一族であるアニェリ家の保有割合は、30%未満でありながら、議決権ベースでは42.11%となっている。

日本では短期主義への批判が欧米ほど盛んではない。しかし、近年、敵対的買収も増加しており、また、年金基金やファンド等の発言権は増加傾向にあるといえるだろう。発行会社は長期株主を増やそうと長期保有株主を優遇する株主優待制度を導入する会社は増えている。

短期投資家も長期投資家もそれぞれの存在がコーポレートガバナンスにとって有益であると考え、そもそも長期保有株主優遇策を導入

することが必要なのか、tenure voting は長期ターミズムのニーズに真に沿うものなのか、長期保有の目的で株式を保有するのではなく、結果的に偶々長期保有した株主に対しても追加的な議決権を付与する必要があるのか、それとも、イタリア法に見られるように株式の長期保有を約束し、その期間、保有した株主に対し、追加的な議決権を付与する方法がより好ましいのかなど、長期保有株主優遇策についてはまだまだ課題が多く残されている。

本稿では、2019年開設が認可された LTSE (ロングターム取引所) とはどのようなものか、LTSE が開設の目玉として挙げていた tenure voting とは何かについて、諸外国における導入の経緯から現在の実態について考察した。複数議決権株式に対する批判は、機関投資家を中心に高まってきている。その代替案として考えられる tenure voting の制度について考察することに意義があると考えられる。

*本研究は令和元年度日本学術振興会科学研究費基盤研究 (C) 17K03496の助成を受けたものである。

注

- 1) Heather Somerville U. S. regulators approve new Silicon Valley stock exchange Reuter business news May 11,2019 (<https://www.reuters.com/article/us-usa-sec-siliconvalley/u-s-regulators-approve-new-silicon-valley-stock-exchange-idUSKCN1SG21K>, 2020年1月5日最終閲覧)。
- 2) E. Ries. *The lean startup: How today's entrepreneurs use continuous innovation to create radically successful business*. Crown Business, USA, 282 (2011)
- 3) Roper Indus., Inc., Proxy Statement (Form DEF 14A), at 26 (May 1, 2006) (file no. 1-12273)
- 4) 「株主優待、最多の1500銘柄—長期保有優待型が三割に個人投資家取り込む」日経新聞朝刊東京本社版2019年3月12日
- 5) Alexander Osipovich and Dennis K. Berman, *Silicon Valley Vs. Wall Street: Can the New Long-Term Stock Exchange Disrupt Capitalism?*, Wall Street Journal,

長期保有株主を優遇する議決権行使制度

- October 16, 2017
- 6) Securities and Exchange Commission (Release No. 34-84709; File No. 10-234) November 30, 2018 (<https://www.sec.gov/rules/other/2018/34-84709.pdf>, 2020年1月19日最終閲覧)
 - 7) Securities and Exchange Commission (Release No. 34-85828; File No. 10-234) May 10, 2019 (<https://www.sec.gov/rules/other/2019/34-85828.pdf>, 2020年1月19日最終閲覧)
 - 8) LTSEによるニュースリリース。(<https://longtermstockexchange.com/news/ltse-receives-approval-from-sec>, 2020年1月19日最終閲覧)
 - 9) Securities and Exchange Commission コメントレーター (<https://www.sec.gov/comments/10-234/10234-4844313-177202.pdf>, 2020年1月19日最終閲覧)
 - 10) Id.
 - 11) 大塚久雄『株式会社発生史論』371頁(岩波書店, 1969年)。
 - 12) 大塚・前掲注5『株式会社発生史論』423-424頁。
 - 13) 大塚・前掲注5『株式会社発生史論』497頁
 - 14) 伊牟田敏充「株式会社の史的発展」107頁『証券経済講座』(東洋経済新報社, 1971年)。
 - 15) Stevens, *Stockholders' Voting Rights and the Centralization of Voting Control*, 40 Q. J. Econ. 353, 354 (1926).
 - 16) 2018年フォードモーターズアニュアルレポート (https://s22.q4cdn.com/857684434/files/doc_financials/2018/annual/2018-Annual-Report.pdf, 2020年1月20日最終閲覧)
 - 17) Howell, J. M, *Essays on the U. S. Dual-Class Share Structure*, 4, The University of Georgia (2009), 川合一郎「株式会社と信用制度」35-36頁『証券経済講座』(東洋経済新報社, 1971年), フォード一族の出資比率は, <https://www.cii.org/files/June%202018%20Dual%20Class%20List%20Upgrade.pdf>, 2020年1月19日最終閲覧
 - 18) https://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/Dual%20Class%20Company%20List%202018%203-19-18.pdf, 2020年1月19日最終閲覧
 - 19) 2018年4月24日, 香港証券取引所は普通株より議決権が多い種類株を発行する企業の上場を認めると発表し, 同年4月30日から新たなルールを適用した(「香港取引所, 「種類株解禁」発表 革新企業上場を」日本経済新聞2018年4月24日)。2018年7月9日, 中国のスマートフォン最大手, 小米(シャオミ)は香港証券取引所上場したが, 同社は, 香港証券取引所に上場する複数議決権発行会社の第一号となった(「もっと企業を」焦る取引所 相次ぐルール緩和 カネ余りの時代 企業と市場の溝(中)日本経済新聞2018年8月29日)。
 - 20) Council of Institutional Investors, *Dual-Class IPO Snapshot: 2017-2018 Statistics*, January 5, 2019 (<https://www.cii.org/files/2018Y%20IPO%20Stats%20for%20Website%20FLIP.pdf>, 二〇一九年五月一九日最終閲覧)
 - 21) Nasdaq Rule 5640; NYSE Rule 313.00; NYSE MKT Company Guide § 122
 - 22) ISGコーポレートガバナンス原則 (<https://isgframework.org/corporate-governance-principles/>, 2020年1月19日最終閲覧)
 - 23) CII press Release, CII letter to Delaware State Bar Association to amend DGCL to limit dual class stock companies, September 13, 2019 (https://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2019/September%202019%20Final%20DGCL%20letter.pdf, 2020年1月19日最終閲覧)
 - 24) CII press Release, Investors Petition NYSE, NASDAQ to Curb Listings of IPO Dual-Class Share Companies (https://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/FINAL%20Dual%20Class%20Petition%20Press%20Release%20Oct%202024.%202018.pdf, 2020年1月19日最終閲覧)
 - 25) David J. Berger, Steven Davidoff Solomon, & Aaron Jedidiah Benjamin, *Tenure Voting and the U. S. Public Company*, 72 BUS. LAW. 305 (2016)
 - 26) Lynne L. Dallas & Jordan M. Barry, Long-Term Shareholders and Time-Phased Voting, 40 DEL. J. CORP. L. 513 (2016)
 - 27) Quaker Chemical Corporationの2017年 Proxy statementによると, 長期保有株主を保護するために, 2017年株主総会基準日の2017年3月3日までに継続して3年以上保有する株主に対して, 一株につき10議決権が付与され, それに満たない場合には一株につき一議決権が付与される, とされていた。しかし, 2018年の Proxy Statementには株主総会基準日の2018年3月12日の発行済株式総数が13,322,239株であり, 議決権は13,322,239であることが述べられている。以降, 10倍議決権の記載はない。
 - 28) Aflac Incorporated, Notice of 2019 Annual Meeting of Shareholders and Proxy Statement Monday, May 6, 2019, 7
 - 29) Directive (EU) 2017/828 of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017 amending Directive 2007/36/EC as Regards the Encouragement of Long-term Shareholder Engagement
 - 30) 'Give shareholders more say on directors' pay, urge Legal Affairs Committee MEPs' (<https://www.europarl.europa.eu/news/en/press-room/20150504IPR49621/give-shareholders-more-say-on-directors-pay-urge-legal-affairs-committee-meps>, 2020年1月24日最終閲覧)
 - 31) Document 52015AP0257, EUR-Lex (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:52015AP0257>, 2020年1月24日最終閲覧)
 - 32) Id.
 - 33) イタリアの法制度については, 太田洋「上場会社による種類株式の活用と課題 [上]」商事法務2084号8頁(2015年)に詳しい。
 - 34) Fiat Chrysler Automobiles N.V. Special Voting Shares -Terms and Conditions, (https://www.fcagroup.com/en-US/investors/stock_info_and_shareholder_corner/Documents/Special_Voting_Shares_Terms_and_Conditions_ENG.pdf, 2020年1月25日最終閲覧)

参 考 文 献

- 35) FCA N. V. 2018 annual report (https://www.fcagroup.com/en-US/investors/financial_regulatory/financial_reports/files/FCA_NV_2018_Annual_Report.pdf, 2020年1月26日最終閲覧)
- 36) Chiara Mosca, *Should Shareholders Be Rewarded for Loyalty? Experiments on the Wedge Between Tenured Voting and Takeover Law*, Mich. Bus. & Entrepreneurial L. Rev. Volume 8, Issue 2. (2019)
- 37) Marco Becht, Yuliya Kamisarenka & Anete Pajuste, *Loyalty Shares with Tenure Voting—A Coasian Bargain? Evidence from the Loi Florange Experiment* (ECGI Law Working Paper No. 398/2018, Apr. 2018), (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3166494; see also Yu-Hsin Lin, *Controlling Controlling-Minority Shareholders: Corporate Governance and Leveraged Corporate Control*, 2017 COLUM. BUS. L. REV. 453, 469 (2017). *supra* note 34, at 11-12.
- 38) Air France “Shareholder structure” (<https://www.airfranceklm.com/en/finance/financial-information/capital-structure>, 2020年1月27日最終閲覧)
- 39) 嘉野敏夫「フランスに於ける議決権株に就いて」法学新報56巻, 2頁 (1949年)
- 40) 嘉野敏夫 2頁 (1949)
- 41) 嘉野敏夫 3頁 (1949)
- 42) 嘉野敏夫 4頁 (1949)
- 43) 嘉野敏夫 4頁 (1949)
- 44) 山口幸五郎=加藤徹「フランス新会社法 (四)」阪大法學 70号, 202-205頁 (1969年)

本文および脚注に示したものの他, 以下の論文を参考にした。

荒谷裕子「フランスにおける複数議決権制度」石山卓磨他編『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年)

上田廣美「フロランジュ法と二倍議決権—例外から原則へ」亜細亜法学50巻2号, 230頁 (2016年)

福本葵「長期保有株主に対する優遇策」証券経済研究94号 (2016年)

松井智子「複数議決権株式を用いた株主構造のコントロール」金融商品取引法研究会 研究記録第70号, 日本証券経済研究所 (2019年)

横沢恭平「複数議決権制度に関する一考察」法学研究論集49号 (2018.9)

(帝塚山大学法学部教授・
当研究所客員研究員)