

日本法及びベトナム法における非上場会社の 複数議決権株式に関する比較

東北大学大学院法学研究科 博士前期課程

ヴ・ティ・リン・チ

VU THI LINH CHI

第一章 はじめに

1. 問題意識
2. 検討対象
 - (1) 上場会社を対象としない理由
 - (2) 非上場会社を検討対象とする理由
3. 研究方法
4. 本稿の順序

第二章 ベトナム法

第一節 序論

1. ベトナム会社法及び複数議決権株式制度の歴史の概要
2. ベトナム会社の区分
3. 非上場会社における複数議決権株式を利用するニーズ
4. 本章の順序

第二節 ベトナムの1999年会社法

1. ベトナムの1999年会社法上の規定
2. ベトナムの複数議決権株式の特徴
3. 複数議決権株式制度の学説による説明
 - (1) Le Minh Toan の見解
 - (2) Nguyen Ngoc Bich の見解
 - (3) Ngo Vien Phu の見解
 - (4) Pham Thi Tam の見解
 - (5) Pham Hoai Huan の見解

第三節 ベトナムの2020年会社法

1. 2020年会社法の公式立法資料の紹介
 - (1) ベトナム国会常務委員会の『会社法草案』及び計画投資省の『会社法プロジェクトについて詳細的説明書(修正)』(2019年10月25日)
 - (2) 政府の『国会への会社法改正についての報告書533/TTr-CP号』(2019年10月28日)
2. ベトナムの2020年会社法上の規定

3. 複数議決権株式に対する立法者の期待

第四節 小括

第三章 日本法

第一節 序論

第二節 種類株式制度

1. 種類株式制度の歴史
 - (1) 明治 23 年旧商法・明治 32 年商法改正
 - (2) 昭和 13 年商法改正
 - (3) 昭和 25 年商法改正
 - (4) 平成 2 年商法改正
 - (5) 平成 13 年第一次・第二次商法改正
 - (6) 平成 17 年会社法
2. 複数議決権株式についての平成 13 年第一次までの学説
 - (1) 田中誠二の見解
 - (2) 大隅健一郎の見解
3. 分析

第三節 単元株式制度

1. 単元株制度の導入の背景
2. 平成 13 年第一次商法改正
 - (1) 立案担当者の見解
 - (2) 落合誠一・前田の見解
 - (3) 洲崎博史の見解
3. 平成 17 年の会社法
 - (1) 武井一浩・森本滋・郡谷大輔の見解
 - (2) 稲葉威雄の見解
 - (3) 中西敏和の見解
 - (4) 山下友信の見解
 - (5) 久保大作の見解
4. 分析

第四節 昭和 25 年商法改正における無議決権株式

1. 無議決権株式の導入の背景
2. 昭和 25 年商法改正
3. 平成 13 年第二次商法改正
4. 分析

第五節 株主平等原則

1. 平成 17 年会社法以前における株主平等原則の解釈
 - (1) 田中耕太郎の見解
 - (2) 上村達男の見解
 - (3) 分析

2. 現行会社法の下での株主平等原則

(1) 会社法の立案担当者の見解

(2) 山下徹哉の見解

(3) 分析

第六節 小括

第四章 ベトナムと日本の相違点及びその理由の分析

第一節 序論

第二節 ベトナムと日本の相違点

1. 複数議決権株式に対する柔軟性

2. 複数議決権に対する代償

第三節 相違点の理由の分析

1. 会社類型の問題

2. 株主平等原則の適用範囲

3. 株主平等原則の差異の理由

第四節 小括

第五章 おわりに

第一章 はじめに

1. 問題意識

本稿は、非上場会社における複数議決権に対する法規制の在り方について日本法とベトナム法とを比較するものである。日本もベトナムも複数議決権株式の制度を認めている。日本では、会社法 108 条（異なる種類の株式）に 1 株当たり複数の議決権を認める複数議決権株式は形式的には含まれていない。だが、日本の会社法では、「単元株制度」という仕組み（日本の会社法 188 条（単元株式数））があり、種類株式制度と併せて、1 個の議決権が与えられる株式数を種類株式ごとに定めることで、実質的に複数議決権株式を設計することができる⁽¹⁾。この結果、日本では、会社法上直接に規定されていないけれども、複数議決権株式が認められている。この結論について、日本の学説には反論がなさそうである。これに対して、ベトナムでは、会社法上、複数議決権株式（ベトナム会社法で「優先議決権株式」と呼ぶ）が直接に認められている。

このように日本もベトナムも複数議決権を認めているけれども、両国の間には、上場会社・非上場会社の区分に従って複数議決権の利用の自由度に関して異なる点がある。まず、上場会社について、日本では、会社法上、複数議決権株式・単

元株制度に関して、1 単元における株数の制限（日本の会社法 188 条 2 項）を除く、保有する主体や保有する期間などについて何も制限されていない。しかし、証券取引所の上場規則（サンセット条項やブレイクスルー条項⁽²⁾など）により、複数議決権株式の発行・利用が制限されている⁽³⁾（上場会社での複数議決権は、本章の 2. 「検討対象」の部分では詳しく説明する）。ベトナムも証券取引所の上場基準のルール、それに会社法の規定により、上場会社での複数議決権株式に制限を与える。もちろん、どのような制限であるのかを分析すれば、共通点もあるし、異なる点もある。だが、少なくとも、両国では、上場会社での複数議決権株式が制限されている点で共通する。

しかし、大きな異なるのは、非上場会社での当該制度の利用である。日本では、非上場会社は、証券取引所の上場基準に束縛されていない。そのため、会社の定款や株主間契約などに従って、複数議決権株式を自由に発行することができる。つまり、日本の非上場会社における複数議決権に対して、法律上制限がなく、広く認められている。これに対して、ベトナムでは、会社法上、複数議決権の利用が制限されていたため、非上場会社もその制限を受ける。例えば、政府の組織及び発起株主だけが議決権優先株式を掌握

⁽¹⁾ 得津晶「上場会社における種類株式の新たな利用形態」日本台湾法律家協会雑誌第 13 号（2016 年）57 頁。

⁽²⁾ サンセット条項とは、一定の基準を満たす場合に、スキームを解消させる方策という。ブレイクスルー条項は、一定割合以上の株式を保有するものが現れたときに議決権種類株式の構造が解消されるようなスキームをいう。後者は極めて小さい出資割合での会社支配を防止するための方策である。東京証券取引所『2020～2021 年新規上場ガイドブック（市場第一部）』88 頁。

⁽³⁾ 得津・前掲注（1）66 頁。

する権利を有する（ベトナム 2020 年会社法 116 条 1 項）、という利用主体の制限である。あるいは、発起株主に対して、複数議決権株式は、企業登記証明書の発給を受けた日から 3 年以内においてのみ効力を有する（ベトナム 2020 年会社法 116 条 1 項）、という期間制限である。また、議決権優先株式を保有する株主は、他人にその株式を譲渡できない（ベトナム 2020 年会社法 116 条 3 項）、という譲渡制限である。つまり、ベトナムの非上場会社における複数議決権株式に対して、広く認められるわけではなく、厳格に制限される。このことは、日本と大きな異なる点である。

要するに、日本では、非上場会社において、会社法上広く認められていることに対して、ベトナムでは、非上場会社でも複数議決権の利用が制限される。この違いはかなり抜本的な相違点である。そのため、本稿の目的は、日本法とベトナム法における複数議決権株式を比較した上、その異なる点はなぜあるのか、明らかにしたいと思う。なお、本研究は、日本法あるいはベトナム法の当該規制をどのように改正したほうがよいか検討する研究ではない。

2. 検討対象

本稿では、証券取引所の上場基準に束縛されていない非上場株式会社を検討の対象とする。その理由は、以下の通りである。

（1）上場会社を対象としない理由

まず、なぜ、上場会社が対象にならないのかというと、両国の上場会社における複数議決権はともに制限され、その制限の内容に大きな差異がないからである。両国では、上場会社には複数議決権株式の自由な発行を認めないと考えている点で共通する。この考え方は、オリバー・ハートの定理と妥当である。オリバー・ハート及び後述するロナルド・コースは、「法と経済学」の領域において、多大な貢献をしたノーベル経済学賞受賞者である。この 2 人は、株式会社法においても非常に重要な枠組を提供した。とりわけ、複数議決権株式の制度をどのように認めるのかを評価することを貢献した⁽⁴⁾。

ハートの定理は、株式会社の株主の議決権の正当化根拠が残余権であることから、株主の配当請求権など会社からのキャッシュフローを受け取る権利の割合と、会社への支配権（議決権）の割合とは一致していることが望ましいことを示した⁽⁵⁾。たとえば、議決権とキャッシュフローとが乖離するような複数議決権株式を利用すると、株主の支配権の濫用という問題が生じる可能性がある。当該問題は、複数議決権株式を保有する株主は自分の私的利益のため、会社に対する利益が少ないにもかかわらず、自分に対する利益の大きなプロジェクトを採択し、社会の利益を犠牲する可能性があるというもので

⁽⁴⁾ 得津晶『種類株式』法学教室 444 号（2017 年）特に 17 頁。

⁽⁵⁾ 得津・前掲注（4）17 頁。

ある⁶⁾。ハートの定理に基づく、議決権と残余請求権の割合が乖離する種類株式を抑制するべきであるということになる。これによって、複数議決権株式の自由な発行を認めるべきではないという立場となる。

日本の上場会社は、上場規則の求めるサンセット条項やブレイクスルー条項などにより、複数議決権株式の発行が抑制されている。これは、上場会社であっても IT スタートアップから上場した会社のカリスマ創業者のようにアイデアの実現ややりがいといった非金銭的な利益を私的利益として有しているケースがあり、投資家も当該創業者が経営しているからこそ投資している。このようなカリスマ創業者には複数議決権株式を認める余地があるからである。

そして、そのような経営者の非金銭的な私的利益は一定期間が経過すれば消滅ないし縮小していくし投資家も当該創業者ではなく会社に投資したという感覚が変わっていく。ましてカリスマ創業者が経営陣から退いた場合には複数議決権を

認める根拠がなくなる。そこで、一定の期間や経営者の交代を条件に複数議決権が消滅するというサンセット条項が求められる。

さらに、経営者の非金銭的利益があるからといって、無制限に議決権と残余請求権の割合の乖離を認めるわけにはいかない。そこで、限界として、たとえば公開買付で 75%以上の株式を取得した者が現れたような場合には、もう買収者に支配権を認めるべきであるとして複数議決権が消滅するというブレイクスルー条項が求められる⁷⁾。

これに対して、ベトナムでは複数議決権株式に対して、後述するように会社法上、利用主体制限、期間制限、譲渡制限が定められている。利用主体制限というのは、政府関係組織のほかは発起株主のみが複数議決権株式を利用できるというものである。これは、経営権のある株主が会社と特別な関係・非金銭的な私的利益があるような場合であって、カリスマ創業者のような場面で利用される日本の上場規則下の状況と類似する。

⁶⁾ この問題について、得津晶は以下の通りに詳しく説明した。

「例えば、支配権者が、会社のキャッシュフローの 30%しか受け取る権限を有さない場合と、80%を保有する場合を比較してみよう。ここに、A) 会社全体のキャッシュフローのみを 100 増やすプロジェクトか、B) 会社全体のキャッシュフローは 10 しか増やさないが、支配権者の関係者との取引や支配権者関係者への報酬といった形で、支配権者だけに私的利益として 50 増やすプロジェクトのいずれかを選ぶ状況を考えてみる。会社全体の利益を考えれば、キャッシュフローの合計が 60 の B) よりも 100 の A) を選択すべきである。だが、支配権者が、30%しかキャッシュフローを保有していなければ、30 しか自己の利益とならない A) よりも、53 となる B) を選択する。これに対して、支配権者が、80%のキャッシュフローを保有していれば、58 となる B) よりも 80 の A) を選択するはずである (表 1)。」

【表 1】 支配権者のキャッシュフロー保有割合とプロジェクトの選択

プロジェクト	会社	私的利益	30%保有の支配権者			80%保有の支配権者		
			株式価値	私的利益	合計	株式価値	私的利益	合計
A)	100	0	30	0	30	80	0	80
B)	10	50	3	50	53	8	50	58

得津・前掲注 (4) 17~18 頁。

⁷⁾ 得津・前掲注 (1) 65~66 頁、得津・前掲注 (4) 21 頁。

譲渡制限は、そのような会社と特別の関係・非金銭的な私的利益のある株主に複数議決権株式の保有を固定させるものであるし、期間制限は非金銭的な私利益の消滅や縮小の可能性に備えたサンセット条項に類似する。

このように、日本もベトナムも、上場会社においては、ハートの定理の下でも、議決権と残余請求権の乖離が望ましいといえる場合に限って複数議決権株式を認めている。会社法なのか上場規則なのかのほか、規制内容に細かな差異はあるものの、本質的な違いはない。

(2) 非上場会社を検討対象とする理由

しかし、非公開会社のような人的結合の強い会社の場合、ハートの定理の観点のように種類株式を抑制することは不要という考え方もある。これが日本法の立場である。この考え方は、ロナルド・コースの定理から説明できる。コースの定理は、取引費用がゼロであれば、どのように権利を割り振ろうと、交渉と合意によって、効率的な結果が実現するという。この定理に従えば、効果的な結果のためには私的な交渉や結果を妨げるルールは望ましくないという帰結が導かれる。交

渉を制限するような強行法規は望ましくないということである⁽⁸⁾。コースの定理の前提は「取引費用がゼロ」である。閉鎖会社の場合、現実に取り費用がゼロということはないけれども、取引費用が低く、コースの定理がある程度妥当である。よって、閉鎖会社の場合には、株式は当事者の合意によって自由に設定するべきということになる。これによって、種類株式である複数議決権株式の設計は自由に認めてもよい^{(9)・(10)}。

そこで、日本では、非上場会社の場合、複数議決権株式・単元株制度の自由的な発行が認められている。しかし、これに対して、ベトナムでは、非上場会社においても、複数議決権株式を制限される。

要するに、日本もベトナムも、上場会社に対して、複数議決権株式の発行・利用が制限されているため、特に大きな差異はない。これに対して、非上場会社の場合、日本は、当該制度の自由を認めるに対して、ベトナムは認めない。このような根本的な差異があるため、その差異がなぜあるのかという疑問があり、その理由を分析したい。以上の理由により、非上場会社のみ対象とする。

⁽⁸⁾ 得津・前掲注(4) 17頁。

⁽⁹⁾ 得津・前掲注(1) 60頁。

⁽¹⁰⁾ ただ、上場会社ではない公開会社は、会社の承認を要せずに新たに株主となる者が登場しうることから、株主間の取引費用は増大である。そこで、上場会社ではない公開会社では、株主のキャッシュフローと支配権との乖離を制約されるべきであり、ハートの定理と妥当な方向である。たとえば、「一定の事項について株主ごとに異なる取扱いを定款で定めることができる(109条2項)は公開会社では認められない。ほかにも、公開会社のみ、議決権制限株式を発行済株式総数の2分の1以下とするための措置義務(115条)や取締役・監査役を選任できる種類株式の禁止(108条1項但書)である。これらの規定は、株主の支配権とキャッシュフローとの乖離を制約する必要性のあらわれといえる。得津・前掲注(4) 19~20頁。

しかし、上記に述べたように、会社法上、複数議決権株式・単元株制度に対して、1単元における株数の制限を除く、制限が定めていない。しかも、上場会社ではない公開会社は、上場規則によって制約されていない。そこで、上場会社ではない公開会社では、単元株制度が広く認められる。この点は、ハートの定理とコースの定理の観点から説明できない。

3. 研究方法

本稿では、比較法研究としてベトナムを対象とする。問題意識を解明するために、両国の学説を素材として扱う。両国の学説を総合的に分析した後、両国の相違点の理由について検討する。

ベトナムとの比較を行う理由は2つあると考える。一番目は、日本では、これまで、複数議決権株式に関して、米国やイギリス、フランス、ドイツ、中国などと比較した論文は多数あった。これに対して、ベトナムとの比較の論文は非常に少ない。非上場会社における複数議決権の規律が対照的な日本とベトナムを対比することでその違いの原因がどこにあるのかを説明する原因ないしモデルを構成したい⁽¹⁾。これによって、複数議決権株式に新たな理解を加えたい。

二番目は、現在、越日関係がますます発展し、両国の貿易が強化されている。これによって、ベトナムに投資する日本の会社が非常に増資している。会社は、配当利益のみならず、支配権の問題が注目されている。このような社会的現状において、これまで日本で紹介されていないベトナムの複数議決権の規律に関する情報を提供したい。さらに、本稿が一つの素材として、将来において、本稿を基に日本とベトナムとの比較研究を促進することができるのではないかと思う。

4. 本稿の順序

本稿は、次のように構成される。まず、ベトナム法における複数議決権の規制に関して特徴や問題点を検討する（第二章 ベトナム法）。次に、日本法における複数議決権株式・単元株制度の現状を検討する（第三章 日本法）。最後に、ベトナムと日本の制度において、相違点を指摘したうえで、その相違点はなぜあるのか説明する（第四章 ベトナムと日本の相違点及びその理由の分析）。

第二章 ベトナム法

第一節 序論

1. ベトナム会社法及び複数議決権株式制度の歴史の概要

ベトナムは、1975年に戦争が完全に終わった。戦争時代における国家指導という思想がまだ残ったため、1976年から1986年まで、ベトナム社会は「バオカップ」（支配）制度と呼ばれており、私的経営を認めず、全ての経営活動を国家が支配していた。国家が国民に分配した配給券などに基づき商品を独占的に配布した時代であった。この当時、市場での自由な売買が制限され、国営会社以外の私的会社を認めていなかった。しかし、1986年に、第6回全国代表会議において、ベトナムで製品の生産の効率性が低く、品物の配布及び流通性が混乱し、社会・経済の状況が激しく困難であると指摘された。そのため、「ドイモイ」（刷新）

⁽¹⁾ よって、いわゆる「モデル構成型」の研究を目指す。大村敦志ほか『民法研究ハンドブック』（有斐閣・2000年）163頁。

政策が公布され、その中で経済管理メカニズムを刷新する必要が指摘された。これによって、1986年以降、政府は、貿易自由化を提唱し、私的経営を市場経済の部分として公式に認め、私的経済の発展を促進した⁽¹²⁾。

その経済の改革が進められるとともに、市場経済の発展に必要な法律の整備も続けられてきた。そのため、1990年に、有限責任会社及び株式会社について規定する会社法及び、私人企業（無限責任の会社形態）について規定する私人企業法は、ベトナムの最初の会社法として定められた。また、1990年会社法 30条2項では、「会社の定款資本が株式と呼ばれる均等な多数の部分に分けられている」と規定されていた。1990年会社法では、種類株式についての規定が全く定められなかったため、複数議決権株式をはじめとした種類株式がまだ認められていなかったと考えられる。

1990年会社法及び私人企業法は、国家の管理下にある市場経済の構築に大きく貢献してきた。しかし、それらの法典により、実際に会社を設立することが難しかった。その理由は、会社設立にかかる経費が高くて、会社設立の手続きも複雑だった点にある⁽¹³⁾。

例えば、株式会社は活動の過程において、株主数の最低は7人であること（ベ

トナム 1990年会社法 30条1項。現在の会社法 111条1項b号により、株主数の最低は3人とされている）。或いは、経営証明書を交付された時から30日間以内、会社は地方の新聞又は中央の日刊新聞に会社の情報を5回連続に記載しなければならないこと（ベトナム 1990年会社法 19条。現在の会社法 33条では、国家企業登記ポータル上で、企業登記の内容の公示の手続きを実施することが求められる）などの要件が課されていた。さらに、株式に一つの種類しかないと規定すると、会社の資本の構成が乏しくなり、様々な需要を持っている投資家から資金を調達することが困難であった。そのため、会社の資本調達と投資家の需要のために、権利・義務が異なる多数の株式の種類が発行され、株式の多様化の制度を利用したいという要望が生じた⁽¹⁴⁾。

そこで、1990年会社法及び私人企業法を合わせて、1999年会社法が定められた。1999年会社法は、複数議決権株式をはじめとした種類株式を導入し、進歩的に改革されたと言われた。1999年会社法の52条により、株式会社は、普通株式以外に、株主総会の決議に従って優先株式の発行と優先権の内容を選択できるようになった。これらの規定により、株式会社の経営者と投資家は、会社の支配権や配当金

⁽¹²⁾ ベトナム共産党「Đại hội đại biểu toàn quốc lần thứ VI（第6回全国代表会議）」ベトナム共産党の電子新聞（2020年）<https://daihoi13.dangcongsan.vn/cac-ky-dai-hoi/tu-dai-hoi-den-dai-hoi/dai-hoi-dai-bieu-toan-quoc-lan-thu-vi-250>（最終訪問 2022/01/11）。

⁽¹³⁾ Tai Gioi「Hành trình lịch sử của Luật Doanh nghiệp phần 1（ベトナム会社法の歴史行程—第1巻）」、（法律図書館、2018年）<https://khoinghiep.thuvienphapluat.vn/bai-viet/hanh-trinh-lich-su-cua-luat-doanh-nghiep-phan-1-336.htm>（最終訪問 2022/01/11）。

⁽¹⁴⁾ Le Minh Toan『Công ty cổ phần – Quyền và nghĩa vụ của cổ đông（株式会社における株主の権限・義務）』（国家政治出版社、2001年）83頁。

の配分に関して柔軟に交渉できるようになった。

その後、ベトナムでは、民間の経済活動の地位が徐々に高くなった。具体的には、1986年の第6回全国代表会議において、民間の経済活動は「市場経済の一部」のみ公認された。これに対して、2017年の第12回中央会議5の決議において、民間の経済活動は「市場経済の原動力・真髄」として広く認められることになった⁽¹⁵⁾。その中で、2005年会社法と2014年会社法による改正もなされ、株式会社に関する規定は徐々に緩和された。しかし、複数議決権株式に関する規定は1999年会社法から全く変わらなかった。

近年、東南アジア地域と国際の基準を満たすために、経営環境の質やコーポレートガバナンス組織の質を向上させるよう、会社法の一部の内容をさらに改善する必要があると政府は要請した。そのため、2020年会社法が定められた。2020年会社法改正は、多様な目的を有する。例えば、会社の設立と登録に最も有利な条件を作成し、起業にかかるコストと時間を削減することである。ほかにも、投資家、株主、企業のメンバーの正当な権利と利益を効果的に保護するためのメカニ

ズムを改善することも目的である⁽¹⁶⁾。その中で、複数議決権株式に関する規定に関して小さな改正が加えられた。

以上をまとめると、ベトナムの会社法は、4回で改正された。ベトナム最初の会社法である1990年企業法及び私人企業法、1999年会社法、2005年会社法、2014年会社法、そして、現在効力している2020年会社法である。複数議決権株式が導入されたのは、1999年会社法である。2005年と2014年に会社法が改正されたけれども、複数議決権株式に関する規定が変わらなかった。2020年会社法では、当該制度に小さな改正があった。

2. ベトナム会社の区分

ここでは、ベトナム会社の区分とそれぞれの形式の会社の数がどのくらいあるのかを紹介する。会社区分立法は、複数議決権株式の制度との関係性は乏しい。しかし、本稿では、ベトナムと日本の複数議決権株式の相違点に対して、影響があるため、検討を行うこととする。

ベトナムでは、2020年会社法1条⁽¹⁷⁾により、4つの会社の形式が認められている。それは、有限責任会社⁽¹⁸⁾、株式会社

⁽¹⁵⁾ ベトナム共産党「Nghị quyết Hội nghị Trung ương 5 khóa XII về hoàn thiện thể chế kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa (社会主義志向である市場経済の制度を完成させることについて第12回中央会議5の決議)」ベトナム共産党の電子新聞(2017年) <https://dangcongsan.vn/xay-dung-dang/ngphi-quyet-hoi-nghi-trung-uong-5-khoa-xii-ve-hoan-thien-the-che-kinh-te-thi-truong-dinh-huong-xa-hoi-chu-nghia-440462.html> (最終訪問2022/01/11)。

⁽¹⁶⁾ ベトナム政府『国会への会社法改正についての報告書533/TTr-CP号』(2019年10月28日)3頁。

⁽¹⁷⁾ ベトナム2020年会社法1条(調整範囲)により、「この法律は、有限責任会社、株式会社、合名会社及び私人企業からなる企業の設立、管理、再編、解散及び関係活動について規定し、会社グループについて規定する」と規定されている。

⁽¹⁸⁾ 有限責任会社は、二人以上社員有限責任会社と一人社員有限責任会社を含む。

2020年会社法46条(二人以上社員有限責任会社)1項により、「二人以上社員有限責任会社とは、企業であり、2人から50人の組織、個人の社員からなる。社員は企業に出資した額の範囲内で、企業の債務及びその他の財産的義務について責任を負う。…」と規定されている。

(19)、合名会社⁽²⁰⁾及び私人企業⁽²¹⁾である。さらに、「国営企業」とは、国が定款資本のうち、50パーセントを超えて掌握する企業、国が議決権付株式総数のうち50パーセントを超えて掌握する企業からなり(2020年会社法4条11項)、有限責任会社あるいは株式会社の形式で管理されている(2020年会社88条1項)。

ベトナムの統計総局のデータにより、2019年にベトナム会社の分布状況は次の通りである。ベトナムでは、2019年時点で合計668,503会社(=100%)が経営されている。会社の資金の起源に基づいて、3つのグループに分ける。①国営企業は2,109社(=0.31%)、②国営企業ではない、外国資金がない会社は647,632社(=96.88%)、③外国資金がある会社は18,762社(=2.81%)が存在する。また、②のうち、有限責任会社は475,942社(=71.2%)、株式会社は130,512社(=19.52%)、合名会社は892社(=0.13%)、私人企業は、40,286社(6.03%)である⁽²²⁾。

統計総局のデータから見ると、ベトナムで、一番多いのは有限責任会社であり、約4分の3を占める。次は、株式会社で約5分の1を占めている。

また、株式会社のうち、上場会社と非上場会社の数は次のように計算される。まず、上場会社について、ベトナムでは、3つの証券取引所がある。①ハノイ証券取引所(HNX(Hanoi Stock Exchange))と、②ホーチミン市証券取引所(HOSE(Ho Chi Minh Stock Exchange))と、③HNXが所有するUPCOME(Unlisted Public Company Market)取引所である。そのうち、③UPCOME取引所は非上場である公開会社の証券取引所市場である(ハノイ証券取引所に上場していない公開会社の株式取引市場を仕組みと管理に関する規則の公布について2017年6月20日付けのハノイ証券取引所の決定455/QĐ-SGDHN号の2条4項)。2019年時点で、HNXとHOSEそれぞれの証券取引所において、上場会社の数は365社⁽²³⁾と378社⁽²⁴⁾がある。

2020年会社法74条(一人社員有限責任会社)1項により、「一人社員有限責任会社とは、一つの組織又は一人の個人(…)により所有される企業である。会社所有者は、会社の定款資本の範囲内で会社の債務及びその他の財産的義務について責任を負う。」と規定されている。

⁽¹⁹⁾2020年会社法111条(株式会社)1項により、「株式会社は、企業であり、a)定款資本が株式と呼ばれる均等な多数の部分に分けられている。b)株主には組織、個人がなり得る。株主は最低3人とし、最大数は限定しない。c)株主は、債務及びその他の企業の財産義務につき、企業に出資した額の範囲内で責任を負う。d)株主は自己の株式を他人に自由に譲渡できる権利を有する。…」と規定されている。

⁽²⁰⁾2020年会社法177条(合名会社)1項により、「合名会社は、企業であり、a)会社の共同所有者であり、同一の名前で共同経営する社員(…)を少なくとも2人有する。合名社員のほか、会社は出資社員を追加することができる。b)合名社員は個人でなければならず、自己の全財産をもって会社の義務につき責任を負う。c)出資社員は、会社に出資を誓約した額の範囲内でのみ会社の債務について責任を負う個人、組織である。」と規定されている。

⁽²¹⁾2020年会社法188条(私人企業)1項により、「私人企業とは、一人の個人が主体的に営み、企業の全活動に関し、自己の全財産をもって自ら責任を負う企業である。」と規定されている。

⁽²²⁾ベトナム統計総局「Số doanh nghiệp đang hoạt động có kết quả sản xuất kinh doanh tại thời điểm 31/12 hàng năm phân theo loại hình doanh nghiệp(会社の形式により区分される基準として、2019年12月31日に生産・経営を活動している会社数)」(PX Web – General Statistics Office of Vietnam(gso.gov.vn) <https://www.gso.gov.vn/px-web-2/?pxid=V0506&theme=Doanh%20nghe%E1%BB%87p> (最終訪問2022/01/11))。

⁽²³⁾ハノイ証券取引所「ハノイ証券取引所の年次報告2019年」(2019年)38頁。

⁽²⁴⁾ホーチミン市証券取引所「ホーチミン市証券取引所の年次報告2019年」(2019年)23頁。

UPCOME取引所に登録する会社は、875社である⁽²⁵⁾。そうすると、ベトナムでは、株式会社のうち、主に非上場会社である。

3. 非上場会社における複数議決権株式を利用するニーズ

ベトナムでは、複数議決権株式を利用している会社の割合を統計するデータがない。そのため、現状において、複数議決権株式の発行・利用の具体的な状況は不明である。

しかし、実際に複数議決権を利用している会社の一部によって公開された同社の定款によると、主に2つの特徴がある。

一つは、国家の資金がある会社である。例えば、ベトナム空港公社（Airports Corporation of Vietnam）では、2015年の定款の15条15.4項において「国家機関が承認した上、法律の関連する規定に従って、株主総会の決定における条件により、各種の優先株式を発行することができる」と規定されている。他には、ベトナム運送会社（Vietnam Maritimes Corporation、2020年の定款14条4項）、ベトナム鉱産会社（Vinacomin - Minerals Holding Corporation、2018年の定款6条2項b）、ベトナム石油電力会社（PetroVietnam Power Corporation、2018年の定款5条4項）などである。それらの会社は、国有企業において政府の関係機関が保有している株式を民間に譲渡するという「株式化」の過程を進めている。その中で、政府の関係機関に複数議決権株式を発行する。

もう一つは、家族経営の閉鎖会社やスタートアップ企業である。それらの会社

は、事業を拡大し、外部に資金を調達したいけれど、会社の支配権を外部の人と共有することを望んでいない。この場合、当該会社は、資金調達のために普通株式を発行する際に、発起株主に対して議決権優先株式を同時に発行する。

ただし、ベトナムでは定款を公開していない会社が多いため、実際に、複数議決権株式を発行する会社の割合がどのくらいなのか分からない。しかし、定款を公開している会社のみで判断する限りでは、複数議決権を利用している会社は少ないと推測される。

4. 本章の順序

本章の検討順序について、複数議決権株式の歴史の時列により進む。本節の1.で述べた通り、複数議決権株式が導入されたのは、1999年会社法である。2005年と2014年に会社法改正では、複数議決権株式に関する規定が変わらなかった。2020年会社法では、当該制度が小さな改正があった。

そこで、本章では、まず、第二節において、1999年会社法と2005年会社法と2014年会社法における複数議決権株式制度の規定は同じため、当該制度が導入された1999年会社法を、2020年改正前の代表として、ベトナムにおける初期の複数議決権株式の規制を検討する。具体的には、1.で、ベトナムの1999年会社法における複数議決権株式の規定を紹介する。そして、2.では、ベトナムの複数議決権株式の特徴をまとめる。その後、3.で、2020年会社法

⁽²⁵⁾ ハノイ証券取引所・前掲注(23)45頁。

前の当該規制をめぐる学説の状況を検討する。紹介する学説は、Le Minh Toan、Nguyen Ngoc Bich、Ngo Phu Dien、Pham Thi Tam、Pham Hoai Huan である。

ここでは、複数議決権株式に関する 2020 年会社法前の立法資料も検討する必要がある。この立法資料について、筆者のアクセスできた資料は、(i)政府の『国会への会社法改正についての報告書 116/TTr-CP 号』（2014 年 5 月 22 日）、(ii)計画投資省の『会社法プロジェクトについて詳細の説明書（修正）』（2014 年）である。しかし、それらの資料は、複数議決権株式の規制について、説明あるいは言及がなかった。会社を直接に管理している画投資省や政府などの資料でも、複数議決権株式の制度についての言及はない。まして、会社と密接に関連がない省庁の資料において、複数議決権株式を説明するのは難しい。また、それらの資料において、複数議決権株式に言及されなかった理由は、1999 年会社法から 2020 年会社法前に、複数議決権株式の規定は何ら変わらなかったことにあると思われる。

なお、複数議決権株式を最初に導入した 1999 年会社法に関する立法資料であれば言及されているのではないかと推測する。しかし、この 1999 年会社法当時、ベトナムでは立法資料が公開されていなかったため、アクセスができなかった。当時は、インターネットがまだ普及されておらず、各省庁のホームページで公開されていなかった。また、ベトナム国家図書館及び、司法省に所属されるハノイ法科大学・ホーチミン法科大学の図書館な

どでも、当該資料を保存していない。そのため、1999 年会社法の立法資料にはアクセスできず、入手できなかった。

一方、学界においては、1999 年会社法で導入された複数議決権株式に関する多数の議論が生じた。そこで、本節では、学説を検討する。

次は、第三節において、現在、効力を有している 2020 年会社法を検討する。まず、1. では、2020 年会社法の公式立法資料を紹介する。複数議決権株式に言及したのは、(i)ベトナム国会常務委員会の『会社法草案』（2020 年）、(ii)計画投資省の『会社法プロジェクトについて詳細の説明書（修正）』（2019 年 10 月 25 日）と (iii)政府の『国会への会社法改正についての報告書 533/TTr-CP 号』（2019 年 10 月 28 日）である。次に、2. では、2020 年会社法の規定を紹介し、改正点を分析する。その後、3. では、2020 年会社法及びその公式立法資料を通じて、複数議決権株式について立法者の立場を検討する。

また、本来ならば、2020 年会社法についての学説を検討する必要もある。しかし、改正直後のため、当該制度について言及する学術論文が見つからなかった。そのため、2020 年会社法改正後の立法資料のみ検討する。

最後に、第四節は小括である。

第二節 ベトナムの 1999 年会社法

1. ベトナムの 1999 年会社法上の規定

1999 年会社法において、複数議決権株式に関する規定は、52 条「各種の株式」と 55 条「議決権優先株式及び議決権優先

株式を保有する株主の権利」で定められた。

まず、52 条の条文は、次の通りである。

「52 条： 各種の種類

1. 株式会社は、普通株式を有さなければならない。普通株式を保有する者は普通株主という。

2. 株式会社は、優先株式を有することができる。優先株式を保有する者は優先株主という。優先株式は、以下の各種からなる。

- a) 議決権優先株式。
- b) 配当優先株式。
- c) 償還優先株式。
- d) 会社の定款の規定に従ったその他の優先株式

3. 政府から委任された組織及び発起株主だけが議決権優先株式を掌握する権利を有する。発起株主の議決権優先株式の効力は会社が企業登記証明書の発給を受けてから 3 年である。その期間後、発起株主の議決権優先株式は普通株式となる。

…

5. 同種の株式を保有する株主は、それぞれ同等の権利、義務及び利益を有する。

6. 普通株式を優先株式に変更することはできない。優先株式は株主総会の決議に従って、普通株式に変更される場合がある。」。

上記の規定によると、株式会社は、普通株式を発行しなければならない。普通株式は、会社に投資する株主に対して基本的であり、かつ、最低の権利・利益を与えたためである⁽²⁶⁾。しかし、実際には、全ての株主が、会社の管理に参加したいと考えているわけではないし、参加できるわけではない。他方で、会社の支配権を持ちたいと考える株主もいる。さらに、安心して投資するために、会社の破産する際に、株式として出資した資本金の償還を優先に受けたい株主もいる。様々なケースがある。種類株式は、株主たちが議決権・配当などの配分について柔軟に交渉することができる株式であり、必要だと考えられた。

ベトナムでは、種類株式として主に 3 つの種類が認められている。それが、議決権優先株式（以下、「複数議決権株式」と呼ぶ）及び、配当優先株式、償還優先株式である。会社はこれらの優先株式を必ず有さなければならないわけではない。会社が発行しなければ、優先株式は存在しない。また、上記の 3 つの種類以外の株式として「会社の定款の規定に従ったその他の優先株式」も定められた。しかし、種類株式が認められた 2000 年から 2001 年までの間、議決権優先株式・配当優先株式・償還優先株式を発行する会社は非常に少なく、「他の優先株式」を発行する会社はなかった⁽²⁷⁾。

複数議決権株式を保有する主体は、政府の委任を受けた組織及び発起株主のみ

⁽²⁶⁾ Le Minh Toan・前掲注 (14) 85 頁。

⁽²⁷⁾ Le Minh Toan・前掲注 (14) 85 頁。

である。複数議決権株式は、他の株式より、議決権が多く、これに基づいて会社の支配権を取得しやすい株式である。このような性質があることを理由として、これを保有できる主体を厳しく限定したものである。当時は、政府の委任を受けた組織とは、どういう組織か詳しく説明されなかった。発起株主とは、1999年会社法3条10項により、「株式会社を設立するメンバー」と定義されていた。

発起株主の議決権優先株式の効力は、会社が企業登記証明書の発給を受けてから3年に制限されていた。その期間後、発起株主の議決権優先株式は普通株式となる。これに対して、政府の委任を受けた組織の議決権優先株式の効力は、何も定められなかった。そこで、政府の委任を受けた組織の議決権優先株式は、3年間以上の長期間、あるいは、いつでも発行できるため、無期限であると解されていた。

また、同種の株式を保有する株主は、それぞれ同等の権利、義務及び利益を有する。この規定により、1つの普通株式は、各普通株主に対して、同等の権利、義務及び利益を発生させる。あるいは、1つのA種株式は、各A種株主に対して、同等の権利、義務及び利益を発生させる。さらに、異なる種類株式に対して、異なる権利、義務及び利益を与えることは否定されない。

さらに、優先株式は、株主総会の決議に従って、普通株式に変更することがで

きる。しかし、普通株式は、優先株式に変更することができない。普通株式は、株式会社の基本的な単位で、会社の安定性の基礎を作るものである。普通株式を自由に優先株式に変更できれば、会社や債権者などの利益に害する可能性がある。例えば、会社が解散するとき、その前にすべての株式を償還優先株式に変更する。この場合、当該の株主は、出資した資本金の償還を優先的に受けられるから、債権者に借入金を返済できなくなる可能性がある。そのため、当該規定は、会社の安定性と債権者を保護するためである⁽²⁸⁾。

次に、55条の条文は、以下の通りに定められた。

「55条： 議決権優先株式及び議決権優先株式を保有する株主の権利

1. 議決権優先株式は、普通株式より多数の議決票数を有する株式である。一つの議決権優先株式の議決票数は会社の定款が規定する。

2. 議決権優先株主は、以下の各権利を有する。

a) 株主総会の権限に属する事項に関し、この条第1項に規定する議決票数で議決する。

b) この条第3項に規定する場合を除き、普通株主と同じ各権利を有する。

3. 議決権優先株式を保有する株主は、他人にその株式を譲渡できない。」

⁽²⁸⁾ Le Minh Toan・前掲注(14) 86頁。

議決権優先株式は、普通株式に比べて、議決権が多い。そして、一つの議決権優先株式の議決票数は会社の定款に規定される。すなわち、複数議決権株式を発行する際に、一つの議決権優先株式につき議決票数を株主総会が承認しないと発行できない。この規定は、政府の委任を受けた組織や発起人が議決票数を濫用し、一つの複数議決権株式に過大な議決票数を与えることを防止する目的があると解された。

ベトナムの複数議決権株式には、譲渡制限を付けることが強制された。つまり、他人にその株式を譲渡できない。その趣旨は、複数議決権株式を保有する主体の限定があるところ、複数議決権株式をだれでも譲渡できると、保有する主体の限定は意味がなくなってしまうからだと考えられる。また、「他人」には、普通株主だけでなく、他の発起株主や他の政府から委任された組織も含むと解される。すなわち、複数議決権株式を保有している発起株主（政府から委任された組織）は、他の発起株主や他の政府から委任された組織にも譲渡できない。

ベトナムでは、「優先株式」と呼ばれても、株式全体としてみた場合に、普通株式より優先される株式という意味ではない。何かの権利の一部をある程度優待

される。しかし、この優待の部分の代わりに、何かほかの権利を失ってしまうものとされた⁽²⁹⁾。例えば、複数議決権株主は、普通株主より、株主総会の権限に属する事項に関して、数倍の議決権が行使できるという優先的な権限がある。だが、複数議決権株主は、他の人に当該複数議決権株式を譲渡できないとされ、譲渡権限が失われている。あるいは、ほかの例として、配当優先株主は、普通株主の配当より高額な配当が支払われるという優先的な権限がある。償還優先株主は、償還優先株式の所有者の請求又は償還優先株式の株券に記載された条件に従って、株式として出資した資本金の償還が受けられる優先的な権限がある。だが、それぞれの優先株主は、議決権及び株主総会への出席権が認められず、取締役会と監査役会への人事の推薦はできないとされる⁽³⁰⁾。

上記のように、ベトナムの種類株式は、普通株式を基本として、ある権利を追加すると同時に、別の権利を減少することによって形成されている。優先株式は、普通株式より何かの権利を優先されれば、同時に何かの権利を制限される。つまり、優先株式の権利の総体は、普通株式の権利の総体に相当するものになる。このような理解は、Pham Hoai Huan によって、株

⁽²⁹⁾ Le Minh Toan・前掲注(14) 85頁。

⁽³⁰⁾ 1999年会社法 56条（配当優先株式及び配当優先株を保有する株主の権利）により、「1. 配当優先株式とは、普通株式の配当又は毎年の安定額 124 より高額な配当が支払われる株式である。… 3. 配当優先株主は議決権及び株主総会への出席権を有さず、取締役会と監査役会への人事の推薦はできない。」と規定された。

1999年会社法 57条（償還優先株式及び償還優先株式を保有する株主の権利）により、「1. 償還優先株式とは、償還優先株式の所有者の請求又は償還優先株式の株券に記載された条件に従って、株式として出資した資本金の償還が受けられる株式である。… 3. 配当優先株主は議決権及び株主総会への出席権を有さず、取締役会と監査役会への人事の推薦はできない。」と規定された。

主間の平等を保護するためだと説明されている⁽³¹⁾。

2. ベトナムの複数議決権株の特徴

ここまで、1999 年会社法におけるベトナムの複数議決権株式の規制を完全に紹介した。ベトナムの複数議決権株式は、多数の特徴がある。そのうち、4つの大きな特徴を要約することができると思う。

一、特徴①：特定株主の制限

複数議決権株式を保有することのできる株主が特定されていることである。それは、政府の委任を受けた組織及び発起株主である。主体の種類という視点を考えると、複数議決権株式は2種類に分けられている。一つは、政府の委任を受けた組織の複数議決権株式である。もう一つは発起株主の複数議決権株式である。

二、特徴②：期間の制限

発起株主の複数議決権株に対して期限が定められていることである。それは、企業登記証明書の発給を受けた日から3年以内においてのみ効力を有する。その期間後は、複数議決権株式は普通株式に変更される。これに対して、政府の委任を受けた組織の議決権優先期間は、何も定めていない。すると、政府は、複数議決権株式を利用したいとき、いつでも発行することができる。そこで、政府の委任を受けた組織の議決権優先期間は無期限と解された。発起株主は、最初の3年

間の経過によって、複数議決権株式を利用できなくなるのとは異なる。

三、特徴③：譲渡の制限

複数議決権株式は、他の人に譲渡できないとされている。

四、特徴④：複数議決権株式の権利・義務の総体の価値は、普通株式の権利・義務の総体の価値と等しくなるようにする。

この特徴は、会社法の条文からは明らかではない。しかし、学界から指摘されていた。複数議決権株式は普通株式より議決権が多い。この議決権を増やした分、価値が上昇するため、利用主体の制限・譲渡の制限・期間の制限という価値を下げる規制が存在するという不利益が存在する。つまり、複数議決権株式の権利・義務を合計した価値は、普通株式の権利・義務を合計した価値に等しくなるという不文の原則があると学説によって考えられている。

3. 複数議決権株式制度の学説による説明

(1) Le Minh Toan の見解

Le Minh Toan は、はじめて、複数議決権株式の権利義務を合計した価値と普通株式の権利義務を合計した価値とは等しくあるべきという発想を提出した。以下は、政府の委任を受けた組織及び発起株主それぞれの複数議決権株式を保有する理由を紹介した後、その発想を説明する。

⁽³¹⁾ Pham Hoai Huan ほか『Luật Doanh nghiệp Việt Nam – Tình huống – Dẫn giải – Bình luận (ベトナム会社法—範例・解説・論評)』(真理国家政治出版社、2015年)236~237頁。

まず、政府の委任を受けた組織の複数議決権株式について、次の2つの理由がある。一つは、ベトナムでは、国家に対する重要な分野は、国家の管理が必要という政策があった。当該分野は、例えば、電力、エネルギー、原油、などである⁽³²⁾。

法律の規定を参照すると、ベトナムの政府は、いくつかの分野で支配権を保有することは間違いない。ベトナムの政府は、種類株式がまだ認められなかった時代でも、普通株式のほか、政府に向かう議決権が強い株式が既に存在していた。これは、「国家の支配株式」及び「国家の特別株式」である。それらの株式は、国営企業が株式会社に移転する際に財政についての問題を指導する1998年7月18日付けの財政省の通達104/1998/TT-BTC号で規定されていた。前者は、「次の2つの条件のうち、どちらかを満たす株式である。(i)国家の株式は、会社の株式総数の50%以上を占めている、(ii)国家の株式は、会社の他の大株主の株式の少なくとも2倍である。」(当該通達の2.12条)。後者は、「国営企業において、国家の支配株式を持たなくても、株式会社の定款に記載されている、会社のいくつかの重要な問題を決定する権利を有する株式である」(当該通達の2.13条)。政府は、それらの株式を利用し、会社の支配権を簡単に把握することができる。

また、最初に国営企業から株式化された株式会社は、そのうち一部のみ複数議決権株式を発行できるとのことである。

会社法のいくつかの条項の実行に関する指導2000年2月3日付けの政府の法令第03/2000/ND-CP号の19条3項により、

「国営企業から株式化された株式会社の場合、複数議決権株式は、次の分野で経営している会社に対してのみ利用できる。a) 通貨、クレジット、その他の金融サービス; b) 郵便および電気通信; c) 航空輸送; d) 首相が決定したその他の部門。複数議決権株式の総数、各議決権優先株式の議決権数、国営企業から株式化された株式会社における議決権優先株式を保有する政府から委任を受けた組織は、関連の各省庁の主務大臣の請求に基づいて首相が首相の提案により決定するものとする」と規定された。当時に、国営企業は、株式化に沿って、普通の株式会社(国の資本がない会社)や国の資本が一部ある会社になる。当該法規定は、このような株式化された会社において、政府の委任を受けた組織に対して、複数議決権株式を発行することを抑えると考えられる。そのため、上記に述べた分野に経営する会社しか複数議決権株式を発行できない。しかし、2004年に、上記の規定が削除された。つまり、会社がどの分野に経営するにもかかわらず、国家の資本がある会社において、国家に複数議決権株式を発行する可能性がある。

なお、国が国に対する重要な分野を支配する方針はベトナムの経済発展の歴史と同行している。ベトナムの2013年憲法51条1項は次の通りに規定している。

⁽³²⁾ Le Minh Toan・前掲注(14)94~95頁。

「ベトナムの経済は、社会主義志向の市場経済であり、複数の所有形式、複数の経済構成要素を認める。国家経済は、主導的な役割を果たす」。そして、2013年憲法52条は、「国は、市場の各規律の尊重を基礎として、経済体制を建設、整備し、経済を調整する…」と規定している。憲法から見ると、国営企業は、社会・経済に貢献する経営主体の一つの他に、同時に、他の経営主体を指導し、主導する役割がある。そのため、ベトナムでは、国家は、経済市場において非常に重要な役割を果たすものとされている。

さらに、国営企業の革新と効率の改善に関する2017年6月3日付けの第5回中央会議（第XII期）の決議12-NQ/TW号により、国営企業の株式化の原則として、国営企業は、主に国家に対する重要な分野、あるいは民間企業に任せない分野で活動している。例えば、電力、エネルギー、原油、公安・国防、防衛などである。

要するに、ベトナムでは、市場経済を進めているけれども、国の指導的な役割があり、とりわけ、国家における重要な分野を支配する要求が存在している。そのため、政府の委任を受けた組織の複数議決権株式が認められる。

もう一つの理由は、ベトナムでは、国営企業株式化を進んでいるため、会社における国家の資本が減っているという状況である。このような状況のなかでも、国家は、株式化された会社の支配権を維

持したいからである⁽³³⁾。本章の第一節の1. に述べたように、1986年の第6回全国代表会議における「ドイモイ」（刷新）政策が承認されたことと共に、私的経営が認められた。そのときから、ベトナムでの国営企業の株式化が開始された。国営企業の株式化に関する法令・決議・通達等を検討すると、ベトナムでの株式化は主に2段階を分けられ、ますます拡大されている。

段階1は、1990年から1998年まで、株式化を試みる段階と言われる。例えば、国営企業管理の改革の実行を試みる1990年5月10日付けの省長評議会の決定143-HĐBT号の3.（総括とトライアルの指導）により、各省庁や各県などは、いくつかの直属国有企業を選択し、株式会社への変更を指揮することである。あるいは、いくつかの国営企業を株式会社に変更する1996年5月7日付けの政府の法令28-CP号の2条・12条により、各省庁や各県などは、国家が資金の100パーセントを把握する必要はない国営企業のリストを作成することである。この段階では、株式化の試みとして、株式化される国営企業の量が少なく、いくつかの国営企業のみが選択された。そして、会社における国家の資金額が総資本の100パーセントではないことのみが目指した。この結果は、この段階では、株式化の速度が遅いと言われ、1998年にベトナム全国では、すべて30社しか株式会社に変更されなかった⁽³⁴⁾。

⁽³³⁾ Le Minh Toan・前掲注(14)86頁。

⁽³⁴⁾ Doan Hien 「Cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước: Thăng trầm và đột phá（国営企業の株式化：変遷と突破）」（共産雑誌—ベトナム共産党の中央実行委員会の政治理論機関、2011年）

段階2は、1998年からであり、株式化を大規模に進行する段階と言われる。国営企業を株式会社に変更する1998年6月29日付けの政府の法令44/1998/NĐ-CP号が定められ、株式化された会社や当該会社の労働者に対して、待遇の政策を規定した。その結果、1999年12月までに、全国で340社が株式化された。その後、国営企業を株式会社に変更する2002年6月19日付けの政府の法令64/2002/NĐ-CP号が定められ、2001年末に727社が株式会社に変更された。さらに、いくつかの他の法令も生まれ、2005年まで2,242社を、2010年10月まで6,140社を株式化した。段階2では、株式化は、大規模に進行され、突破に速度が速い⁽³⁵⁾。

近年でも、国営企業の革新と効率の改善に関する2017年6月3日付けの第5回中央会議（第XII期）の決議12-NQ/TW号において、次の指導方向が指摘された。すなわち、「現在事業を行っていて、黒字のある企業でも含め、国が支配権または資本を保有する必要がない企業において、資本を売却して、株式化しようと強行する。従って、国有企業の再編を引き続き加速する。同時に、経営効率の低い国営企業の破産に徹底的に対処する」。ベトナムの法律文献を検討すると、国家

には常に株式化を積極に実行しようとする意図がうかがえる。

株式化を実現する1つの理由は、国家の財政は、常に余裕があるわけではないという点にある。国営企業の株式化は、国家のコストを節約することができる。また、民間企業が参加すれば、私的競争力が高め、経営活動が効率的に実現される。そのため、ベトナムでは、国営企業の資本が徐々に民間企業に移転している。しかし、株式化を進めると、国家の支配が弱くなっている。この状況のなかでも、国家は、重要な分野において支配権を保有したい。政府から委任を受けた組織を通じて、経済の活動に参加し、いくつかの分野で経営されている企業を支配する需要を持っている。そのため、政府から委任を受けた組織に優先議決権を与えると説明された⁽³⁶⁾。

これに対して、発起株主が複数議決権株式を保有する理由について、Le Minh Toan は次のように説明した。発起株主は、会社を設立した際に、普通株主より負う責任・義務・制限が多い⁽³⁷⁾。例えば、会社登記の申請書類の正確性・忠実性について責任を負わなければならない（1999年会社法12条1項⁽³⁸⁾）。そこで、会社の資金をいくりにするか、株式総数や株式の価値、出資のプロセスなどを定める確約をする責任

<https://www.tapchiconsan.org.vn/web/guest/nghien-cu/-/2018/2719/co-phan-hoa-doanh-nghiep-nha-nuoc--thang-tram-va-dot-pha.aspx>（最終訪問2022/01/11）。

⁽³⁵⁾ Doan Hien・前掲注（34）。

⁽³⁶⁾ Le Minh Toan・前掲注（14）95頁。

⁽³⁷⁾ Le Minh Toan・前掲注（14）91～92頁。

⁽³⁸⁾ 1999年会社法12条1項において、「会社を設立する者は、会社法の規定により、会社登録の申請書類を作成し、地方・中央の人民委員会の経営登録機関に提出しなければならない。また、当該書類の正確性・忠実性に関する責任を負わなければならない。」と規定された。

を負う。あるいは、企業登記証明書の発給を受けた日から 3 年以内の間、各発起株主は、引受募集対象普通株式の少なくとも 20 パーセントを共に保有しなくてはならない(1999 年会社法 58 条 1 項)。さらに、企業登記証明書の発給を受けた日から 3 年以内の間、発起株主の普通株式には譲渡制限が付される。これによって、発起株主が発起株主でない者に譲渡できるのは株主総会の承認を得た場合のみである(1999 年会社法 58 条 1 項⁽³⁹⁾)。

発起株主は、普通株主より、これらの責任・義務・制限が多いからこそ、権利も多く認められてよい。このことから、発起株主は、優先議決権を与えられることが認められる⁽⁴⁰⁾。また、会社設立から 3 年間で終わると、発起株主の先に述べた発起株主の義務・制限が解除される(1999 年会社法 58 条 2 項⁽⁴¹⁾)。そのため、議決優先権の根拠がなくなり、議決優先権が解除される。3 年間というのは、会社が設立したから順調に経営できるまでに必要な期間だと思われる。

設立直後の 3 年間に於いて、発起株主に特別な義務が必要とされる理由は、次の通りに説明される。一番目は、発起株主が会社の設立の際に熟慮させるためである。これまで、発起株主が深く考えずに会社を設立して、その後、会社の経営

を十分に行わない事例があった。その結果、会社が早く破産して、社会や経済に悪影響を与えた。あるいは、発起株主が不当な目的のために会社を設立する場合もある。ここでいう不当な目的とは、たとえば、投資家の資金を奪うために、とりあえず会社を設立するような場合である。投資家が出資した後、発起株主はその資金を奪って、自分の株式を売り抜けるといったことが行われかねない。そのため、発起株主は、会社を設立することを決めたのであれば、その会社に対して高い責任を負わなければならないというのがこの制度の目的である。二番目は、会社が経営する最初の時期の安定性を維持するためである。会社が設立されたばかりの段階では、資金力・経営能力がまだ未熟で、会社の経営は安定的でないと思われる。そのため、この時期には発起株主の注意義務などの必要性がより高くなる。三番目は、会社が設立した後、投資家の信頼・確保を強化し、投資を誘致するために、発起株主に対して株式の制限を付けるというものである⁽⁴²⁾。

ここでは、責任・義務・制限及び権利が多いというのは、普通株式との比較である。普通株式の権利・義務を基準とすると、複数議決権株式は、複数の議決権を持ち、しかも普通株式と同じ配当も得

⁽³⁹⁾ 1999 年会社法 58 条 1 項において、「会社が企業登記証明書の発給を受けてから 3 年間まで、各発起株主は、引受募集対象普通株式の少なくとも 20 パーセントを共に保有しなくてはならない、発起株主の普通株式は、株主総会の承認を得た場合、株主ではない者に譲渡できる。普通株式の譲渡を予定する発起株主は、当該株式の譲渡につき株主総会で議決権を持たない。」と規定された。

⁽⁴⁰⁾ Le Minh Toan・前掲注 (14) 94 頁。

⁽⁴¹⁾ 1999 年会社法 58 条 2 項により、「この条第 1 項における規定される 3 年が終われば、発起株主の普通株式に対する制限が解除される」と規定された。

⁽⁴²⁾ Le Minh Toan・前掲注 (14) 91~94 頁。

られるのであるから、極めて有利である。この有利に対して、議決権優先の期間制限や譲渡制限などを付けていた。このような考え方の背後には、後に Pham Hoai Huan によって提示される複数議決権株式の権利義務の総体の価値と普通株式の権利義務の総体の価値とが等しくなるべきという発想⁽⁴³⁾があると解される。

(2) Nguyen Ngoc Bich の見解

Nguyen Ngoc Bich は、複数議決権株式に3年間の期間を付ける規定を、おそらくベトナムの唯一の規定であるとして着目する。複数議決権株式を認める各国の中には、発起株主に対する複数議決権株式を永遠に保有することができるという制度を採用する国がある。複数議決権株式は、発起株主にとって、優先的な株式であると考えられる。しかしながら、本当に発起株主の利益を守ることができるのか疑問があるとする。そして、次の様な事例を指摘した。政府の委任を受けた組織がない株式会社において、会社設立の際に、発起株主は資金の20%を出資したことに對して、複数議決権株式を通じて議決総数の50%を保有した。会社設立の3年後、複数議決権株式が普通株式に変更されたため、発起株主は、支配権を維持するためには、増資あるいは他の株主の株式を購入しなければならないことになる。このときに、発起株主に資金がなかったら、支配権維持が困難になる⁽⁴⁴⁾。

そのため、ベトナムの複数議決権株式は、発起株主ではなく、実は政府の組織に優先議決権を与えることに目的があると整理した。しかし、政府の委任を受けた組織にしか複数議決権株式を保有することができないと規定すれば、会社を設立した発起株主は納得できず不満が発生するおそれがある。そこで、発起株主にも設立直後に優先議決権を与えないと説明する。また、発起株主が優先議決権を保有すれば、普通株主に比べ有利となる。新しい投資家はそのような会社に投資したがるおそれがある。そのため、将来の投資家の資金を誘致するために、3年後、発起株主の優先議決権を削除しなければならないと説明した⁽⁴⁵⁾。

(3) Ngo Vien Phu の見解

Ngo Vien Phu は、発起株主に対する複数議決権株式を認める理由は、Le Minh Toan の見解と似て、次のように説明する。すなわち、会社設立際に、発起株主は、会社に様々な点で貢献した。会社設立の意思・アイデアを持ち、会社が設立できるまで様々な行為を協力したことなどである。そこで、当該貢献の報酬として、優先議決権を有する。

これに対して「政府の委任を受けた組織」は、具体的にはどのような組織なの

⁽⁴³⁾ Pham Hoai Huan・前掲注(31)237頁。

⁽⁴⁴⁾ Nguyen Ngoc Bich = Nguyen Dinh Cung 『Công ty vốn, quản lý & tranh chấp theo luật doanh nghiệp 2005 (企業：2005年の会社法による資本、その管理及び争い)』(出版社：NXB Trẻ、2009年)174～175頁。

⁽⁴⁵⁾ Nguyen Ngoc Bich・前掲注(44)175頁。

か明示されていないと指摘した⁽⁴⁶⁾。そして、政府の委任を受けた組織と発起株主の間に複数議決権株式の期間について不平等が生じることを指摘した。すなわち、発起株主の複数議決権株式は、会社設立から3年間という期間以内に有効となる。その3年間を超えると、発起株主が複数議決権株式を発行しようとしてもできない。これに対して、政府の委任を受けた組織の複数議決権株式の期間は、何も定めていなかった。そのため、3年以上の期間を規定したり、いつでも複数議決権株式を発行したり規定することができるという理解されていた。発起株主も政府の委任を受けた組織も複数議決権株式の利用主体であるけれども、利用期間が異なるからこそ、2005年会社法78条5項⁽⁴⁷⁾の株主平等原則に違反すると主張した。

また、複数議決権株式によって、政府が株式会社の経営の自主性を妨害する機会が生み出されたと問題視する。これは、国有企業の株式化の政策の目的を阻むものである。その結果、会社の管理・監督の効率性・公平性に影響を与えると主張した⁽⁴⁸⁾。ここでは、「国有企業の株式化」とは、民間株主が企業の支配権を持つていくという意味であり、Le Minh Toanの定義とは異なる。

(4) Pham Thi Tamの見解

Pham Thi Tam は、政府の委任を受けた組織の複数議決権株式の制度に対して、期間を制限する必要があると主張した。その理由は、次の2つがある。一番目の理由は、Ngo Vien Phuの見解と同様、株主平等原則に違反するからである。すなわち、政府の委任を受けた組織は、複数議決権株式を永久に保有すれば、発起株主や普通株主に比べて有利がある。株主平等原則から見ると、政府の委任を受けた組織と発起株主との間に平等にバランスを取る必要があると考えられた⁽⁴⁹⁾。二番目の理由は、政府の委任を受けた組織は、優先議決権を濫用するおそれがあるからである。確かに、国家に対するの重要な経営分野において、国家の管理・監督の必要性を否定できない。しかし、政府の委任を受けた組織は、無期限に複数議決権株式を保有できれば、自分の権限を利用し、他の株主の権利を害するおそれがある。優先議決権を濫用しても、政府の委任を受けた組織の優先議決権を廃止する法律上の根拠がないからである。そのため、政府の委任を受けた組織に期間制限を付ければ、国家の支配が減り、国家が株式会社の経営活動に深く干渉することを減少させることができる。

⁽⁴⁶⁾ Ngo Vien Phu 「Nghiên cứu so sánh quản lý công ty cổ phần theo pháp luật CHXHCN Việt Nam và pháp luật CHND Trung Hoa (ベトナムと中国の法律に従う株式会社の管理の比較研究)」ハノイ国家大学・法学研究科・博士後期課程論文(2005年)52~53頁。

⁽⁴⁷⁾ 2005年会社法78条5項(1999年会社法52条5項、2014年会社法113条5項、2020年会社法114条4項)により、「同種の株式を保有する株主は、それぞれの同等の権利、義務及び利益を有する」と規定された。

⁽⁴⁸⁾ Ngo Vien Phu・前掲注(46)53頁。

⁽⁴⁹⁾ Pham Thi Tam 「Pháp luật về bảo vệ quyền lợi của cổ đông trong công ty cổ phần - Thực trạng và giải pháp hoàn thiện (株式会社における株主の権利を保護する法律—現状及び改善提案)」ハノイ法科大学博士前期の修士論文(2015年)67~68頁。

また、Pham Thi Tam は、複数議決権株式に譲渡制限を付ける理由も説明した。まず、特別な主体の役割という観点からと考えられる。すなわち、政府の委任を受けた組織は、国家の代表として、国家の貿易方針に従って会社の活動を管理し、調節する役割がある。一方、発起株主は会社を設立し、会社の発展の方向を計画する人物である。それぞれの役割は、特定の主体のみに存在するため、複数議決権株式は譲渡できないとされていると説明する。また、株式会社の活動の安定を保護するためでもあると説明する。複数議決権株式は、会社の支配権を把握しやすい株式である。複数議決権株式を譲渡すると、支配権も移転する可能性が高い。支配権を保有する各株主によって、会社の経営方針などが変わるかもしれない。会社は、経営方針が頻繁に変わると、会社の活動の安定が失われ、効率性を損なうとする。そのため、複数議決権株式は譲渡できないと説明する⁽⁵⁰⁾。

(5) Pham Hoai Huan の見解

Pham Hoai Huan は、ベトナム法には優先株式の権利・義務の総体と普通株式の権利・義務の総体とが等しくなるようにすべきという原則があることを導き、その根拠として株主平等原則があることを主張した。

Pham Hoai Huan によれば、ベトナム法の優先株式といっても、本質的に普通株式

に比べて優先される株式ではないとする。優先株式は普通株式よりも多くの権利が認められる。例えば、議決権優先株式では議決権が多く、配当優先株式であれば配当受領権限が多い。しかし、他方で、これらの優先株式は他の権利を制限される。配当優先株式であれば議決権が認められず（2014年会社法 117 条 3 項〔2020 年 117 条 3 項〕）、議決権優先株式には利用主体制限・期間制限・譲渡制限がかかる（2014年会社法 116 条〔2020 年 116 条〕）。このことを Pham Hoai Huan は、株主間の平等を守るためと説明する。優先株式の権利・責任・義務の総体を普通株式の権利・責任・義務と相当するためである⁽⁵¹⁾。

Pham Hoai Huan の株主平等原則は、これまでの Ngo Vien Phu や Pham Thi Tam の株主平等原則とは異なる。Ngo Vien Phu や Pham Thi Tam は、2014 年会社法 113 条 5 項（2020 年会社法 114 条 4 項）を根拠に政府委任組織と発起人株主とで複数議決権株式の期間制限に差異があることを問題視した。ここでは、同一種類株主の平等の要請が問題となっている。これに対して、Pham Hoai Huan は、種類を超えて株主の平等取扱の要請があると理解する。

第三節 ベトナムの 2020 年会社法

近年では、ベトナムにおいて、企業の数と規模の両方が急速に増加している⁽⁵²⁾。そこで、会社の設立及びコーポレート・

⁽⁵⁰⁾ Pham Thi Tam ・前掲注 (49) 27～28 頁。

⁽⁵¹⁾ Pham Hoai Huan ・前掲注 (31) 236～237 頁。

⁽⁵²⁾ 2019 年の新設企業の数 は 138,100 企業であり、記録を達成した。2018 年に比べて数量、登録資本、従業員数など増加した。また、企業あたり登録資本の平均は 125 億 VND であり、近年で最高レベルである。Nguyen Hoang 「Số doanh nghiệp thành lập mới năm 2019 đạt mức kỷ lục」（2019 年に新たに設立された事業の数

ガバナンスに最適な条件を作り、株主と投資家の安全を向上させ、国際及びアジア地域の国々の標準を達成することを目的に、会社法を改正した⁽⁵³⁾。次の通りに、2020年会社法の公式立法資料と2022年会社法の規定を紹介する。

1. 2020年会社法の公式立法資料の紹介

- (1) ベトナム国会常務委員会の『会社法草案』及び計画投資省の『会社法プロジェクトについて詳細的説明書(修正)』(2019年10月25日)

まずは、「各種の株式」という規定について、ベトナム国会常務委員会の『会社法草案』及び計画投資省の『会社法プロジェクトについて詳細的説明書(修正)』(2019年10月25日)は、どちらも次の通りに提案した。

「…条 各種の株式

…

2. 普通株式の他に、株式会社は、優先株式と議決権優先株式を有することができる。優先株式を保有する者は優先株主といい、議決権を有しない。優先株式は以下の種類がある。

- a) 配当優先株式
- b) 償還優先株式
- c) 会社の定款及び証券に関する法定の規定に従ったその他の優先株式

…」

上記の提案は、複数議決権株式が優先株式に含まれないことを明示した。後述するように2020年改正はこの提案を採用しなかったものの、優先株式でありながら普通株式であるという中間的な立場を採用した。そして草案の段階では、複数議決権株式が優先株式ではないこと、すなわち優先株式の規律から逃れさせようとした態度があったことは注目すべき事実である。

また、政府の委任を受けた組織の複数議決権株式の期限について、当該2つの立法資料は、次の通りに提案した。「政府から委任を受けた組織の掌握する議決権優先株式の議決権及び議決権優先期間は、会社の定款が規定する」である。この提案に関して、計画投資省の『会社法プロジェクトについて詳細的説明書(修正)』(2019年10月25日)において、「政府から委任を受けた組織の掌握する議決権優先株式が期間の制限及び一株につき議決権数の制限がないという詳しい規定を補充する必要がある。この規定に基づいて、必要な場合はいつでも、株主間で交渉した上で、黄金株を発行できるとするためである」と説明された。

- (2) 政府の『国会への会社法改正についての報告書533/TTr-CP号』(2019年10月28日)

政府の『国会への会社法改正についての報告書533/TTr-CP号』(2019年10月

は記録的なレベルに達しました)」(ベトナム社会主義共和国の政府・電子雑誌、2019年12月27日)
<http://baochinhphu.vn/Doanh-nghiep/So-doanh-nghiep-thanh-lap-moi-nam-2019-dat-muc-ky-luc/383672.vgp> (最終訪問2022/01/11)。

⁽⁵³⁾ ベトナム政府・前掲注(16)3頁。

28日) 6頁においても、次の通りに書かれていた。すなわち、「国家が支配権を保有する有限責任会社および株主会社に対して、コーポレート・ガバナンスの効果を向上されるために、以下の方向を進める必要がある。会社の活動において、集中管理の程度を上げ、利益相反を防止し、透明性を確保する必要がある。それらの方向を実現するために、…国家を保有する複数議決権株式(黄金株)に対して、期間の制限及び一株につき議決権数の制限がないと改正すべきである」である。また、国家が支配権を保有する企業に対して、ガバナンス、公開性かつ明白性、申告・説明の責任を有効的に向上させることであるも指導した。

2. ベトナムの2020年会社法上の規定

2020年会社法では、複数議決権株式に関する規定は、114条「各種の株式」と116条「議決権優先株式及び議決権優先株式を保有する株主の権利」で定められている。この改正は、1999年会社法の内容を大きく改正するものではない。だが、若干の改正点があるので検討する。

まず、114条は、1999年会社法の52条を代わり、次の通りに規定されている。

「114条： 各種の株式

1. 株式会社は、普通株式を有さなければならない。普通株式を保有する者は普通株主という。

2. 普通株式のほかに、株式会社は優先株式を有することができる。優先株式

を保有する者は優先株主という。優先株式は、以下の各種からなる。

a) 配当優先株式。

b) 償還優先株式。

c) 議決権優先株式。

d) 会社の定款及び証券に関する法定の規定に従ったその他の優先株式

…

4. 同種の株式を保有する株主は、それぞれ同等の権利、義務及び利益を有する。

5. 普通株式を優先株式に変更することはできない。優先株式は株主総会の決議に従って、普通株式に変更される場合がある。

…」

1999年会社法の52条と比べ、2020年会社法の114条では、「証券に関する法定の規定に従ったその他の優先株式」が補充された。また、複数議決権株式の主体と効力期間は、同条で規定するものではなくなった。

次、116条は、1999年会社法55条を以下の通りに改正する。

「116条： 議決権優先株式及び議決権優先株式を保有する株主の権利

1. 議決権優先株式は、他の普通株式より多数の議決票数を有する普通株式である。一つの議決権優先株式の議決票数は会社の定款が規定する。政府から委任された組織及び発起株主だけが議決権優先株式を掌握する権利を有する。発起株主の議決権優先株式の効力は会社が企業

登記証明書の発給を受けてから 3 年である。政府から委任を受けた組織の掌握する議決権優先株式の議決権及び議決権優先期間は、会社の定款が規定する。議決権優先期間終了後は、議決権優先株式は普通株式となる。

2. 議決権優先株主は、以下の各権利を有する。

a) 株主総会の権限に属する事項に関し、この条第 1 項に規定する議決票数で議決する。

b) この条第 3 項に規定する場合を除き、普通株主と同じ各権利を有する。

3. 法令上の効力を有する裁判所の判決、決定又は相続に従った譲渡の場合を除いて、議決権優先株式を保有する株主は、他人にその株式を譲渡できない。

4. 政府はこの条の詳細を規定する。」

まず、複数議決権株式の定義が変わった。2020 年会社法改正前は、複数議決権株式とは、「普通株式より多数の議決票数を有する株式である」と定義されていた。これに対して、2020 年会社法では、「他の普通株式より多数の議決票数を有する普通株式である」（傍点本稿筆者）と定義された。2020 年会社法の下でも、複数議決権株式は、配当優先株式と償還優先株式と並んで優先株式の一種であることは間違いない。だが、配当優先株式と償還優先株式をはじめとした他の優先株式の定義⁽⁵⁴⁾と異なり、議決権優先株式

のみが法律上「普通株式」として定義されている。2020 年会社法の条文の文言からは、複数議決権株式には、種類株式でありながら、普通株式としての性格も有するものと理解されていることが現れている。

この規定は、ベトナム国会常務委員会草案及び計画投資省草案の考え方が一部影響したものと解される。立法提案では、複数議決権株式は、優先株式に含まないという立場をとった。これに対して、2020 年会社法において、複数議決権株式は、優先株式の一種でありながら、「普通株式」と定義した。つまり、2020 年会社法は複数議決権株式を単なる優先株式とは異なる存在と整理している。ベトナムで、複数議決権株式を普通株式と定義する理由は、おそらく次の通りである。ベトナムでは、「優先株式」と性質決定すると、特徴④の複数議決権株式の権利義務の総体は、普通株式と価値をそろえる必要が生じる。純粋な優先株式であるとしてしまうと、複数議決権株式であれば、議決権を増やした分に依じて、配当等を減らさなくてはならないという不都合がある。この不都合を避けるために「普通株式」の一種と説明したと考える（この点は第五章で再説する）。

また、複数議決権株式の主体は、1999 年会社法の規定が維持された。しかし、それぞれの主体の定義が改正された。政

⁽⁵⁴⁾ 2020 年会社法 117 条 1 項において、「配当優先株式とは、普通株式の配当又は毎年の安定額より高額の配当が支払われる株式である」と規定されている。2020 年会社法 118 条 1 項において、「償還優先株式とは、償還優先株式の保有者の請求又は償還優先株式の株券に記載された条件及び会社の定款に従って、株式として出資した資本金の償還が受けられる株式である」と規定されている。

府から委任された組織について、2020 年会社法改正前は説明されていなかった。これに対して、2020 年会社法のいくつかの条項を詳述する 2021 年 4 月 1 日付けの政府の法令 47/2021/ND-CP 号の 11 条 2 項は、「所有者である国家を代表する機関であり、複数議決権株式に対する所有者の権利と義務を行使するものである」と定義する。また、発起株主について、1999 年会社法 3 条 10 項では「株式会社を設立するメンバー」と定義されていた。これに対して、2020 年会社法の 4 条 4 項では、「株式会社の普通株式を少なくとも一株保有し、発起株主名簿に署名した者をいう」と定義されている。

他の改正点として、政府から委任を受けた組織の掌握する議決権優先株式の議決権優先期間は、2020 年会社法改正前には、何ら定めがなかったのに対して、2020 年会社法では、「会社の定款が規定する」と定めた点が挙げられる。この規定は、ベトナム国会常務委員会の及び計画投資省の草案がそのまま採用された。この規定に基づいて、政府から委任を受けた組織に複数議決権株式を発行する場合、その複数議決権株式がどのぐらい利用できるのか、定款で規定しなければならない。そうすると、その内容は、株主総会で決められなくてはならなくなった。株主総会が、政府から委任を受けた組織の議決権優先の期間を決議しなければ、複数議決権株式は発行できない。

さらに、複数議決権株式の譲渡について、2020 年会社法改正前には、いかなる場合も譲渡できないとされていた。これに対

して、2020 年会社法では、法令上の効力を有する裁判所の判決、決定又は相続に従った譲渡の場合には、複数議決権株式を譲渡できるようになった。

なお、複数議決権株式に関する規定の構成は、2020 年会社法が 1999 年会社法よりも適切であると考えられている。1999 年会社法では、「52 条：各種の株式」が、複数議決権株式の主体と期間などの特徴とを混在して規定していた。これに対して、2020 年会社法では、「114 条：各種の株式」では、種類株式の一般的なルールのみを規定する。複数議決権株式の詳しい内容は、全て 116 条で統一的に規定されている。

3. 複数議決権株式に対する立法者の期待

上記に紹介された立法資料と 2020 年会社法から見ると、政府から委任を受けた組織の議決権優先株式の期限を定款で定める理由は次の通りである。すなわち、政府は、国営企業の株式化の強化の背景の中に、株式総数の 50 パーセント以下しか保有していない場合であっても、支配権を保有したいと考えることがある。国家に対する重要な分野の企業を支配し、指導できるようにするためである。そのため、必要な場合はいつでも、新たに政府に議決権優先株式を発行できるようにするため、議決権優先株式の権利内容を定款で定めることとした。この結果、期間についても定款記載事項となった。会社を支配する期待は、2020 年会社法改正前と変わらない。

しかし、以下の点で考えが変わった。すなわち、政府から委任を受けた組織の複数議決権株式の期間を定款で定めることによって、複数議決権株式を発行する際に、その複数議決権株式がどのぐらいの期間有効となるのかについて株主総会の決議が必要となる。2020 年会社法改正前においては、法律上、株主総会では、複数議決権株式の発行総数、配当額（1999 年会社法 70 条 2 項 a 点⁵⁵⁾）と一つの議決権優先株式の議決票数（1999 年会社法 55 条 1 項）のみを決定するものとされていた。2020 年会社法改正によって、政府から委任を受けた組織の複数議決権株式の期間も株主総会の決定権限に服することとなった。

当該決議の成立には以下の条件がある。まず、株主総会は、議決票総数の 50 パーセントを超えて代表する株主が出席するという条件として行うことができる（ただし、会社の定款は議決票総数の具体的な割合を規定する（2020 年会社法 145 条 1 項））。さらに、株主総会に出席した株主全員の議決票総数の 65 パーセントを超えて保有する株主が賛成したときに採択される（ただし、株主総会に出席した株主全員の議決票総数の具体的な割合は会社の定款の規定による（2020 年会社法 148 条 1 項））。

そうすると、国家は、政府から委任を受けた組織に対して議決権優先株式を発

行したい場合、望ましい期間を付けようとしても、株主総会で承認されなければ、認められない可能性がある。政府から委任を受けた組織が勝手に複数議決権株式を無期限あるいは長期間発行することはできないのである。重要な課題として、他の株主の意見を尊重し、株主総会で他の株主と議論すべきであると立法者は考えるようになった。そのため、計画投資省の『会社法プロジェクトについて詳細的説明書（修正）』（2019 年 10 月 25 日）において、「株主間で交渉する」という手続が言及された。これに対して、2020 年会社法改正前には、政府から委任を受けた組織の議決権優先の期間について何ら規定されていなかったため、どのぐらいの期間優先するのがあるいは優先議決権は無期限なのかが不明だった。

第四節 小括

ここまで、ベトナムの複数議決権株式の規制を詳細に紹介した。ベトナムの規定の最大の特徴は利用主体が制限されている点であり、特に政府から委任を受けた組織が利用することの議論が豊富な点にある。だが、政府の関係機関が複数議決権株式によって支配権を維持するということは社会主義経済国であるベトナムに特殊な点であって日本法との比較法研究により知見を見出すことが難しいため本稿では捨象する。

⁵⁵⁾ 1999 年会社法において、「70 条 株主総会

2. 株主総会は、以下の権利及び義務を有する。

a) 引受募集対象株式の種類及び種類ごとの株式総数を決定する。株式の種類ごとの毎年の配当額を決定する。」と規定された。

2020 年会社法 138 条 2 項と相当。

日本法との比較という観点からのベトナムの複数議決権株式の重要な特徴は、優先議決権を有するとともに、利用特定株主の制限・期間制限・譲渡制限を強制的に課す点である。このことは、学説の特徴④という発想から説明される。すなわち、複数議決権株式の権利義務を合計した価値と普通株式の権利義務を合計した価値とは等しくあるべきという発想である。複数議決権株式は、普通株式と比べて、議決権が多い上に普通株式と同じ配当も得られるのであるから、極めて有利である。そのため、普通株式とのバランスを取り戻すために、この増やした有利の分に対応して、上記の制限を与えていたということである。

上記の分析からは、特徴④の根拠として、一部の学説において「株主平等原則」が指摘された。すなわち、ベトナムでは、普通株主と複数議決権株式を保有する株主をはじめとした種類株主との間にバランス・均衡が存在するという意味で「株主平等原則」が用いられている。ベトナムでは、「株主平等原則」が、種類株式の内容の定め方を制約すると考えられる。なお、学説の指摘する「株主平等原則」とベトナム会社法114条4項で規定される「株主平等原則」とは異なるものである。

ベトナムでは、非上場会社においても、複数議決権株式は、学説上の「株主平等原則」によって制約され、普通株式の権限義務の総体の価値と等しくなるように、

優先議決権で有利になる分、利用主体・利用期間・譲渡制限で制限されている。

これに対して、日本では、複数議決権株式についてどのように議論するのか、次の章で検討する。

第三章 日本法

第一節 序論

日本では、上記の述べた通り、種類株式制度と単元株制度が認められるので、事実上、複数議決権株式を発行したのと同様の結果を達成することが可能となる。そこで、複数議決権株式の歴史を検討する際に、種類株式制度と単元株制度の歴史をそれぞれ検討することになる。すると、まず、第二節では、種類株式制度を、第三節では、単元株制度を検討する。

さらに、第四節では、複数議決権株式と直接に関係がないけれども、昭和25年商法改正における無議決権株式の改正とこれについての学説を検討したい。その理由は、2つある。一つは、当時、無議決権株式は、株式に議決権が付与されていない代償として、必ず配当の優先性が付与しなくてはならなかったからである。議決権の喪失と配当の優先性は一つのセットと考えられている。これは、ベトナムの複数議決権株式の特徴④と同じ特徴である。もう一つは、無議決権株式を発行すると、少ない資金で会社の支配権を維持することが可能となり、複数議決権株式と同じ効果を発生させることになるからである⁽⁵⁶⁾。なお、本稿では、「議決

⁽⁵⁶⁾ 菱田政宏「無議決権株（一）」関西大学法学論集10巻2号（1960年）127頁。

権の喪失と配当の優先性」というセットがなぜ認められたのか、なぜ削除されたのかを検討するため、無議決権株制度の全体を検討するわけではない。

その後、第五節では、株主平等原則を検討する。その理由は、本稿では、ベトナムと日本の非上場会社における複数議決権株式の相違点として株主平等原則が重要な意味があるから。

最後に、第六節は小括である。

第二節 種類株式制度

本節では、種類株式制度の歴史を検討する。しかし、種類株式には様々な種類がある。本稿では、複数議決権株式以外の種類株式の具体的な内容について分析はしない。ただ、種類株式が一般的にどのように認められたのか、どのように発展していったのかを検討する。さらに、種類株式制度を認める背景において、学説では複数議決権株式についてどのように議論があったのか検討を行う。なお、平成13年第一次商法改正から、単元株式制度を導入した。この当時、複数議決権株式に関する学説は、単元株式制度とめぐって議論されたため、この部分は、本章の第三節「単元株制度」の部分で検討を行う。

1. 種類株式制度の歴史

(1) 明治23年旧商法・明治32年商法改正

日本の最初の一般的な会社法である明治23年旧商法及び明治32年商法改正においては、両商法とも差異はなく、原則として1株1議決権原則を規定しつつ、定款で11株以上を保有する大株主の議決権を制限することができることと定めた(明治23年商法204条・明治32年商法162条)⁽⁵⁷⁾。なお、明治23年商法では、利息又は利益の分配および残余財産の分配について、株主を平等に取扱うと規定することとどまり(明治23年商法の221条、249条1項)、優先株式に関する規定は設けられなかった。これに対して、明治32年商法は、増資の際に優先株式の発行を認めたものの(昭和32年商法改正211条)、設立時に優先株式を発行することや劣後株式を発行することは認められなかった⁽⁵⁸⁾。

(2) 昭和13年商法改正

昭和13年商法改正、多様な種類株式制度の創設であり、種類株式の在り方が大幅に修正された。主な改正点として、次の3つの点を挙げている。ア) 利益や利息の配当、又は残余財産分配について内容の異なる種類の株式を発行できると規定した(昭和13年商法改正222条)。この改正によって、株式会社は、設立時・増資時を問わずに、優先株式及び劣後株式を発行できるようになった。イ) 無議決権株式制度を導入した(昭和13年商法

⁽⁵⁷⁾ 加藤貴仁『株主間の議決権配分』(商事法務、2007年)11頁。

⁽⁵⁸⁾ 家田崇「種類株式・新株予約権に関する会社法制の史的展開」『検証会社法』浅木慎一[ほか]編(信山社、2007年)322~323頁。

242 条)。ウ) 転換株式の制度を導入した(昭和 13 年改正直後の商法 359 条)⁽⁵⁹⁾。

(3) 昭和 25 年商法改正

昭和 25 年商法改正では、種類株式に関して主に次の 2 つの点が改正された。ア) 無議決権株式に関して、利益配当に関する優先株式についてのみ議決権なき株式とすることとされた。そして、優先的な利益配当が支払われない場合に、議決権が復活することを要求されることになった(昭和 25 年商法改正 242 条。本章の第四節で詳しく説明する)。イ) 償還株式制度の創設である⁽⁶⁰⁾

(4) 平成 2 年商法改正

平成 2 年商法改正は、優先株式発行の活用に向けての規定改正である。優先株式及び無議決権株式について修正がなされた。まず、定款に記載すべき優先株式の内容のうち、優先配当金については上限のみを記載すればよいと規定された。平成 2 年の改正前は、優先株式一株当たりの配当金額を具体的に記さねばならず、もし配当金額を変更する場合には定款変更のため臨時株主総会を開かねばならず、臨時株主総会開催を避ける為に優先株式を発行する時期は定時株主総会後の比較的早い時期に限られていた。また、無議決権株式の発行限度額が発行済株数の 4 分の 1 から 3 分の 1 に引き上げられ、緩和された⁽⁶¹⁾。

(5) 平成 13 年第一次・第二次商法改正

平成 13 年第一次商法改正では、単位株制度を導入した。平成 13 年二次改正では、種類株式の内容の定め方に関して大幅に規制緩和されたと評価されている。いくつかの改正を以下に述べる。ア) 種類株式の内容として議決権を発行できる事項を加えることで、種類株式としての議決権制限株式を認めている。これによって、利益配当に関する優先株式についてのみ無議決権株式を認めるという立場が改められるとともに、完全無議決権株式以外の議決権制限株式の発行が認められることになった。これによって、議決権なき株式における議決権の喪失と配当の優先性というセットがなくなった。イ) 拒否権付株式を導入した。ウ) 取締役又は監査役の選任に関する種類を導入した⁽⁶²⁾。

(6) 平成 17 年会社法

平成 17 年会社法により、種類株式が非常に柔軟に認められている。種類株式は、9 つの類型が列挙され、大幅な修正が加えられた。会社法 108 条 1 項には、株式会社が発行可能な株式の種類は、①剰余金配当についての種類株式、②残余財産分配についての種類株式、③議決権制限株式、④譲渡制限株式、⑤取得請求権付株式、⑥取得条項付株式、⑦全部取得条項付株式、⑧拒否権付株式、⑨取締役等選解任権付株式(ただし、⑨に限っては指名委員会等設置会社および公開会社は発

⁽⁵⁹⁾ 家田・前掲注 (58) 323~325 頁。

⁽⁶⁰⁾ 家田・前掲注 (58) 325~330 頁。

⁽⁶¹⁾ 家田・前掲注 (58) 330~337 頁。

⁽⁶²⁾ 加藤・前掲注 (57) 26~31 頁。

行できない。)を発行することができる
と規定されている。

上記の条文を見ると、議決権に関する
種類株式について、会社法が認めているの
は、「議決権を行使することができる事項」
について内容の異なる種類株式のみである。
これは、全ての事項について議決権のない
無議決権株式や、一定の事項について議決
権のない議決権制限株式という株式であ
る⁽⁶³⁾。例えば、「A 種株式は1株につき1
議決権、B 種株式は1株につき10議決権を
有する」といった定め(複数議決権株式と
呼ばれる)は認められない⁽⁶⁴⁾。

2. 複数議決権株式についての平成13年第 一次までの学説

学説において、かつては複数議決権株
式を否定するのが通説であった。昭和13
年商法改正以前の田中誠二の見解を当時
の通説の代表として紹介する。さらに、
昭和13年商法改正の後、複数議決権株式
を認めてもよいという大隅健一郎の見解
等も現れた。

(1) 田中誠二の見解

昭和13年商法改正の以前、田中誠二は、
一方の株式に他方よりも多くの議決権を
与えることを認められないと主張した。
その理由は、当時認められていた優先株
式とは、財産的利益の面のみに限られる

というものであった。そのため複数議決
権株式は一切に認められないとする⁽⁶⁵⁾。

(2) 大隅健一郎の見解

昭和13年商法改正以前において、上記
通説に反対の見解として大隅健一郎のも
のがある。大隅健一郎は、複数議決権株
式の発行を認めるとし、次の3つの理由
で説明した。すなわち、(i) 確かに、商
法182条は、各株主は1株につき一個の議
決権を有すると規定している。しかし、
これは、各株式の有すべき議決権の最
小限度を定めるにとどまり、その最高限
度を画するものとは解することはできな
い。(ii) 確かに、議論上は、優先株式は、
利益配当又は残余財産、もしくはこの両
者に関する優先権を付ける株式のみと理
解されていた。しかし、これは、優先株
式の内容を不当に狭く理解するものであ
って、議決権優先株式を優先株式の概念
より除外すべき理由が存在しない。(iii)
確かに、大株主による専制を抑止するた
めに、大株主の議決権制限制度が設定さ
れていた。複数議決権株式は大株主の専
制を助長するものとして弊害があること
も認識している。しかし、この当時、重
要なる企業の多数が外国企業による敵対
的買収がおそれと認識されていた。敵対
的買収に対抗するために、複数議決権株
式の発行を認められるべきである⁽⁶⁶⁾。三
点目は、戦前に特殊な考え方といえよう。

⁽⁶³⁾ 宍戸善一『スタートアップ投資契約—モデル契約と解説』(商事法務、2020年)26頁。

⁽⁶⁴⁾ 伊藤靖史・大杉謙一・田中亘・松井秀征『会社法』(第4版、有斐閣、2020年)79頁。

⁽⁶⁵⁾ 田中誠二「株主の議決権に就て」法学協会雑誌43巻8号(1925年)27頁。間運吉『株主総会論』(三省堂、1929年)118~119頁、河村鉄也『株主総会の研究』(有斐閣、1937年)113頁、松本丞治『私法論文集續編』(巖松堂、1938年)474頁。

⁽⁶⁶⁾ 大隅健一郎「議決権株に就いて」京都帝國大学法学會法学論業23巻2号(1930年)287~289頁。敵対的買収に対抗する役割について、増地は、大隅の見解と同じである。すなわち、「株式が過度の投機取引の目

3. 分析

上記の検討からは、平成13年商法改正前まで、日本では、株式の種類として、利益の配当または残余財産の分配の優先あるいは劣後、利益による償還の有無という要素しか認められていなかった。これは、優先株式の内容が財産的利益に限定されると考えられたためである。通説は、複数議決権株式を認めなかった。だが、この当時にも、複数議決権株式の発行を認める見解が徐々に出てきた。

平成13年商法改正から、種類株式制度は、大幅な改正が行われ、多様な種類株式が広く認められるようになる。そして、単元株制度も導入された。この種類株式の多様性強化の波とともに、複数議決権株式についての議論がどのように変容していったのか、複数議決権株式がどのように認められていったのかについて次の節で検討する。

第三節 単元株式制度

1. 単元株制度の導入の背景

単元株式制度は、平成13年第一次商法改正から導入された。しかし、それ以前の昭和56年商法改正の附則によって、単元株式制度と類似した「単元株制度」がすでに認められていた。単元株制度は、株式管理費用を削減するため導入された。

すなわち、わずかな金額を拠出した者を株主として待遇し、総会の招集通知を出したり、利益配当を贈ったりするのは、社会的な無駄である。そこで、立法論として、出資単位の引上げが唱えられてきた。そのため、新たに単元株制度を導入し、上場会社についてはその適用を強制した。また、単元株式制度と異なり、単元株制度は、最小単位の制限を規定し、額面株式の券面額で5万円に相当する株式数を1単位とした（昭和56年商法改正の附則16条2項）⁽⁶⁷⁾。

しかし、会社の規模がそれぞれ異なるため、株式の大きさをどの程度に設定するかは会社に委ねるべきであり、法律が一律に規制すべきことではないと考えられた⁽⁶⁸⁾。そこで、平成13年第一次改正は、会社が自由に株式の大きさを設定できるように、額面株式の券面額に関する規制を廃止した。これによって、単元株制度は廃止されることとなった⁽⁶⁹⁾。

一方、単元株制度を廃止すると、それまでの単元未満株式の法的取扱いが問題になってくる。従来、単元未満株式には議決権がなかったところ、単元株制度を廃止すると、それらの単元未満株式に議決権を付与すべきことになる。また、会社が各株主から発行済株式全てを回収し、新株式を交付する手続を踏むことになっ

的物となり、経営経済の健全なる発展を阻害するような状態にある場合に、経営経済を投機者の手から解放して、これを保護せんとする為めに、議決特権株の必要がある」を指摘した。増地庸治郎『経営財務論』（東洋出版社、1934年）205～206頁。

⁽⁶⁷⁾ 鈴木竹雄『新版会社法全訂第5版』（弘文堂、1994年）86～87頁、146～147頁。

⁽⁶⁸⁾ 原田晃治ほか「自己株式の取得規制等の見直しに係る改正商法の解説」別冊商事法務255号（2002年）20頁。

⁽⁶⁹⁾ 青竹正一「会社法大改正の全体像Ⅰ——平成13年商法改正——株式の大きさ等」法学教室264号（2002年）18頁。

てしまうと、そのコストは莫大なものとなる。さらに、昭和 56 年商法改正の単位株制度の趣旨であるところの会社は高額な株主管理費用を節約する必要があるというのはなお維持されている。そのため、平成 13 年第一次改正によって、単位株制度を廃止すると共に、これに代わって新たに創設されたのが単元株制度である。単元株制度は、実質的には、昭和 56 年商法改正によって採用された単位株制度を承継するものといつてよい⁽⁷⁰⁾。

以下、単元株式制度は、当該制度を導入した平成 13 年第一次商法改正と現在有効となる平成 17 年会社法における規制を検討する。

2. 平成 13 年第一次商法改正

平成 13 年商法改正 221 条 1 項および 3 項において、「一項 会社は定款を以て一定の数の株式を以て一単元の株式とする旨を定むることを得。但し一単元の株式の数は千及発行済株式の総数の二百分の一に当る数を超ゆることを得ず。……三項 会社が数種の株式を発行する場合に於ては一単元の株式の数は株式の種類毎にこれを定むることを要す」と規定されていた。この規定により、定款で一定数の株式を「一単元」の株式と定め、一単元の株式につき一個の議決権を認めた。ただし、一単元の株式数は 1000 株を超えてはならないことと、総単元数は発行済株式総数 200 分の 1 を下回ってはならないという制限がある。さらに、会社が数種

の株式を発行する場合には、株式の種類ごとに 1 単元の株式数を設定しなければならないと規定されている。

なお、平成 13 年改正以前に、既に存在していた株式会社で、しかも単位株制度を採用していた株式会社については、その 1 単元の株式を 1 単元の株式の数として定める旨の定款変更の決議をしたものとみなされ（平成 13 年改正附 9 条 2 項前段）、特に定款変更の手続きを踏むまでもなく当然に単元株制度を採用する会社とされた⁽⁷¹⁾。

平成 13 年商法改正における単元株制度について、立案担当者と学説における見解を以下、紹介する。

(1) 立案担当者の見解

立案担当者は 1 項を以下のように説明する。単元株制度とは、定款により一定数の株式を「1 単元」とする制度である。ただし、1 単元の株式の数は、1,000 および発行済株式総数の 200 分の 1 に相当する数を超えてはならないと定められた。1 単元の株式の数を大きく設定すると、大きな比率で株式併合をする場合と同様の結果となり、株主の議決権を不当に奪うという結果に至るため、1 単元の株式の数を制限することとした。なお、1,000 という数字は、単位株制度を採用する会社の大部分が 1 単元の数を 1,000 以下としており、単位株制度を採用していた会社が円滑に単元株制度に移行できるようにするために設定された。また、発行済株式総数の 200 分の 1 とは、この当時の最低資本金で

⁽⁷⁰⁾ 原田・前掲注 (68) 31 頁。

⁽⁷¹⁾ 前田庸〔著〕『会社法入門 第 13 版』（有斐閣、2011 年）143 頁。

あった 1,000 万円を最小の株式の大きさであった 5 万円で除した数である。これらの制限は、小さな会社で不当に少ない株式数によって会社を支配することを防止するためという目的があると説明された⁽⁷²⁾。

また、3 項について、種類株式ごとに 1 単元の株式数を定めなければならない理由を「株式の種類が異なるときは、その株式の価値に差異があるので、その差異が著しいにもかかわらず、それを考慮することなく、すべての種類の株式につき一律に一単元の株式の数を定めて一議決権を付与するとするときは、むしろ種類株主間に実質的な不平等が生じるおそれがある。この場合に、株式の大きさをそろえるため株式の併合をすることが考えられるが、そもそも単元株制度が、株式の大きさを変更する際の株式の併合の手続に伴う旧株券の回収および新株券の発行の費用負担を軽減するための制度であることから、種類株式についても、同様に異なる単元数を定めて対応することができるものとした」と説明している⁽⁷³⁾。

(2) 落合誠一・前田の見解

落合と前田の見解は、平成 13 年の第一次商法改正に従い、単元株制度が種類株式ごとに 1 単元の株式数を定めなければならないことで、1 株 1 議決権原則に反することはないという見解である。まず、

落合は、単元株を定める目標というのは、議決権を制限することにあるわけなので、それをわりと自由な形で認める以上は、そういったことが生じても基本的に法律は禁止していないと主張した⁽⁷⁴⁾。前田は、定款自治の観点から、議決権に関しても定款で広範なバリエーションを認めようという制度に向かっている。そのため、種類ごとに一単元の数を決めてよい、議決権について柔軟な定款自治を認めようという流れの一環ではないかと主張した⁽⁷⁵⁾。

(3) 洲崎博史の見解

洲崎は、単元の株式制度を通じて実質的に複数議決権株式を利用できると主張した。すなわち、種類さえ異なれば、1 単元の株式の数を別異に定めることができるから、例えば、普通株式については 1 単元の株式数を 1 と定め、A 種類株式については 1 単元の株式数を 1000 と定める。実質的に、普通株式の議決権を A 種類株式の議決権の 1000 倍とすることができる。A 種類株式の株主が普通株式の株主と同じだけの議決権を行使するためには、株式数にして 1000 倍の A 種類株式を保有しなければならないからである。普通株式と A 種類株式の 1 株ずつを比較すれば、前者には後者の 1000 倍の議決権が与えられたのと同じことである。これは、実質的な複数議決権株式といってよい⁽⁷⁶⁾。

⁽⁷²⁾ 原田晃治ほか「自己株式の取得規制等の見直しに係る商法改正の解説〔中〕」商事法務 1608 号 (2001 年) 101 頁。

⁽⁷³⁾ 原田・前掲注 (72) 102 頁。

⁽⁷⁴⁾ 落合誠一ほか「金庫株解禁等に伴う改正商法の問題点と実務対応」商事法務 1602 号 (2001 年) 24 頁〔落合発言〕。

⁽⁷⁵⁾ 落合・前掲注 (74) 24 頁〔前田発言〕。

⁽⁷⁶⁾ 洲崎博史「平成 13 年・14 年商法改正と一株一議決権原則」森本滋〔編〕『比較会社法研究——21 世紀の会社法制を模索して——』(商事法務、2003 年) 326 頁。

また、洲崎は、単元株制度の設計自体に問題があると指摘した。すなわち、上述の種類株式ごとに1単元の株式数を定めなければならない理由について立案担当者の解釈により、種類株式間で1株あたりの議決権の量に大きな差異が生じないように調整することを可能にするためのツール⁽⁷⁷⁾として理解する。これとは、逆に1株当たりの議決権の量の差異を積極的に拡大するためのツールとしては想定していなかったということがうかがわれよう⁽⁷⁸⁾。

さらに、上記のルールにより、従来の1株1議決権の原則を実質的に放棄することが意図されていたのか。果たして立法者が十分に議論を尽くしたうえでの結果であったのか、むしろ単元株制度の創設に伴う「偶然の産物」だったのではなかろうかとの疑念を抱かせるであろう。1株1議決権原則からの決別について、十分な議論をすることなく、同原則を実質的に放棄してしまったという点で、221条3項の規定は立法論的には問題があったと指摘している⁽⁷⁹⁾。

3. 平成17年の会社法

平成17年会社法188条は、単元株制度を以下の通りに規定する。すなわち、「株式会社は、その発行する株式について、一定の数の株式をもって株主が株主総会又は種類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一単元の株式とする旨を定款で定めることができる。2項前項の一定の数は、法務省令で定める数を超えることはできない。3項種類株式発行会社においては、単元株式数は、株式の種類ごとに定めなければならない」と定められている。なお、法務省令で、1単元の一定の数が定められ、1000及び発行済株式総数の200分の1にあたる数と規定されている（会社法施行規則34条）。

上記の規定を見ると、平成17年会社法での当該規制は、この内容的には従前の商法を踏襲している。次は、平成17年からの学説を以下のように紹介する。

(1) 武井一浩・森本滋・郡谷大輔の見解

単元株制度を利用し、複数議決権株式に近い効果を有する株式を設計することが理論的に可能であると指摘されていることに対して、何らかの制約がかかるのか、という問題に関して、以下のような議論が存在する。武井一浩は、何らかの経済合理性のつく限度で種類株式ごとの単元の数の変え方をしている状況である。ただ、経済合理性と言っても種類が違うだけで、単元をどう設定するのかそれ自体があいまいであると指摘した。そこで、何か境界線があるのかないのか、あるとしたらどういう境界線なのか、はっきり

⁽⁷⁷⁾ 例えば、優先株の株価が10,000円、普通株の株価が500円であるとき、いずれも1株1議決権であると、優先株主が議決権に関して割を食うけれども、普通株について1単元の株式の数を20と定めることにより優先株主の不利益を回避することができる。洲崎・前掲注(76)327頁。

⁽⁷⁸⁾ 洲崎・前掲注(76)327頁。

⁽⁷⁹⁾ 洲崎・前掲注(76)327～328頁。

としたものがみえていて欲しいという要望が実務には強いと主張した⁽⁸⁰⁾。

武井一浩の指摘に対して、森本滋は、経済合理性は、設定した時点と後とで状況が変わってき得るから、厳格に限定するのは無理であると考えた。実務の合理性というか、常識のある運用に期待するほかないと主張した⁽⁸¹⁾。

郡谷大輔は、定款の定めが詐欺的かどうかというところが一番大きな問題を指摘した。1000株1単元と1株1単元で、それぞれ、1議決権になるこれは、中身が異なることになる。具体的な事案に応じて事後的に定款規定を無効にしていく。種類株が自由な代わりに、知識の偏在を使って不公正な定めをすれば、後から矯正するということを主張した⁽⁸²⁾。

(2) 稲葉威雄の見解

稲葉は、単元株制度は株主平等原則に反しないとしても、設定如何により、株主の出資が議決権数にそのまま反映しない事態が起こり得る点について警鐘を鳴らしている。稲葉は、株主平等原則の適用が除外される場合においても、その目的に沿った合理的な制度設計が求められるとし、またその合理性の説明が問題になる。しかし、他方で株主平等原則の適用を考えるに当たっては公正性・必要性・合理性等の要素を勘案しつつ、バランス感覚を保って考慮する必要があると主張している⁽⁸³⁾。

(3) 中西敏和の見解

中西によれば、各種類の株式の市場価格に違いがある場合など、株式の種類ごとに異なる議決権数を設定する方が合理的なケースがあり得る場合もある。しかし、その違いをどこまで認めるかについての規制はない。単元株式数の定め方によって、少数者支配が可能となるから、何らかの規制は必要であると主張する⁽⁸⁴⁾。

(4) 山下友信の見解

山下は、単元株制度の利用は、1株1議決権原則の「脱法」である可能性があるとして指摘した。そして、山下は複数議決権株式の発行は認めないとしつつも、単元株制度を通じればその抜け道が開かれるという立法のあり方に問題はあるとする。

しかし、他方で種類株式を積極的に活用しようという立法政策の下においては、1株1議決権原則を種類株式にも機械的に適用することは有意義な種類株式の存在をも失わせる可能性があるとする。また、株主平等原則は政策的な要請にすぎないと解釈すれば、1株1議決権原則を異なる種類株式間で機械的に適用し、単元株制度に関する定款上の規定を違法無効なものとして断定することには慎重であるべきであると指摘した。そして、種類株式の実質がほとんど存在しないにも関わらず、単元株制度により、議決権を極端

⁽⁸⁰⁾ 江頭憲治郎ほか『改正会社法セミナー 株式編』（有斐閣、2005年）（武井一浩発言）451～452頁。

⁽⁸¹⁾ 江頭・前掲注（80）（森本滋発言）452頁。

⁽⁸²⁾ 江頭・前掲注（80）（郡谷大輔発言）453頁。

⁽⁸³⁾ 稲葉威雄『会社法の解明』（中央経済社、2010年）303～304頁。

⁽⁸⁴⁾ 江頭憲治郎＝中村直人〔編著〕『論点体系 会社法 2』（第一法規、2012年）81頁〔中西敏和執筆〕。

に差別化するような限られた場合にのみ、違法無効となるとしている⁽⁸⁵⁾。

(5) 久保大作の見解

久保大作は、まず、単元株制度と株主平等原則との関係について、以下のように説明した。単元株制度を導入する際には株主平等原則の要請は当然働く。例えば、ある株式について、株主ごとに単元株式数を変えるような定款の定めをすることは株主平等原則に反するため、許容されない。ただし、公開会社でない会社が単元株制度を利用する場合、109条2項による株主平等原則の例外が単元株制度にも適用されるかどうか、すなわち属人的に単元株式数を決定することができるかどうかは、議論の余地がある。109条2項によって属人的な定めを行う場合には、それらの違いは種類株式と同様の扱いをされる(109条3項)ところである。種類株式会社においては、種類ごとに1単元当たり、株式の数を定めることが可能であることからみても、属人的な定めを認めることが規制のバランスを著しく崩すとも考えにくい。このように考えると、公開会社ではない会社において、単元株制度に関して属人的な定めを置くこともできると解すべきである⁽⁸⁶⁾。

また、久保も、権利内容のほとんど変わらない2種の種類株式において、単元株式数を著しく異なる数で設定することは、そのことに特段の合理性がない限り、

会社法109条1項の株主平等原則に反して無効であると解すべきと主張している。もっとも、どのような場合に「恣意的な差別的取り扱い」となるか、明確な基準を立てるのは困難である。立案担当者の解釈では、「種類株式の価値の差」があり得ることをもって種類株式ごとに異なる単元株式数を定めることを正当化する理由とされた。この点からすると、1単元当たり株式の価値が1つの目安になり得ると指摘した。しかし、単純に発行価額や株価のみを基準として、恣意性の有無を判断することはできない。例え異なる種類株式の株価が同一であったとしても、その権利内容によって負っているリスクが異なる場合があり得るからである。そこで、久保の指摘では、異なる種類株式間での単元株式数の差の合理性が争われた場合には、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点を基準とすべきであるとする⁽⁸⁷⁾。

4. 分析

以上の見解から見ると、日本法では、明文では複数議決権株式を認めていないけれども、単元株制度を利用することを通じて、複数議決権株式の発行と同様の結果を得ることを可能としていること自体には、学説上、争いがなさそうである。

⁽⁸⁵⁾ 山下友信〔編〕『会社法コンメンタール3——株式〔1〕』(商事法務、2013年)(山下友信執筆)81～82頁。

⁽⁸⁶⁾ 山下友信〔編〕『会社法コンメンタール4——株式〔2〕』(商事法務、2013年)(久保大作執筆)179～180頁。

⁽⁸⁷⁾ 山下・前掲注(86)182頁。

すなわち、平成 13 年商法改正から、通説は実質的に複数議決権の存在を認めているといえる。

だが、単元株における株数の定め方について合理性を要求し、複数議決権株式に何らかの制約が必要であるとする見解があった。それでは、合理性はどのように規定されるのか。様々な会社が様々な種類株式を利用できるところ、ある会社の一つの種類株式が他の種類株式と比べて合理的な範囲内に収まっているかどうかをどうやって判断するのか何らの基準がない。実際に、久保も、単純に発行価額や株価のみを基準として、単元株の設計が恣意性の有無を判断することはできないと主張している。また、複数議決権株式が導入当初、合理的であったとしても、時間の経過によって合理的でなくなることもありうるため、合理性の基準で厳格に制限するのは不可能という主張もあった（森本滋）。結局、異なる種類株式間では、単元株式数の差の合理性について具体的な基準が全くもって不明である。

そして、当時の見解も、非公開会社では、単元株式数を自由に定められるべきと解されている。久保は、属人的な定めを認めていることとバランスをとれば、非公開会社においては、種類ごとに 1 単元当たりの株式数を定めることが可能であると主張した。このように考えれば、非公開会社に

において、単元株制度・複数議決権株式を柔軟に設計できると考えられる。

この結論は、コースの定理からも正当化できる。閉鎖会社である非公開会社では、株主の関係が緊密で信頼性が高い。コースの定理によれば取引費用が低いいため、単元株をどのように設計するのかについても交渉と合意によって効率的な結果が実現される見込みが高い。よって、単元株制度を活用した複数議決権株式について交渉を阻害するような規制を課すべきではない。

第四節 昭和 25 年商法改正における無議決権株式

1. 無議決権株式の導入の背景

昭和 13 年改正商法 242 条 1 項により、「会社が数種の株式を発行する場合には、定款を以てその或種類の株式に付株主に議決権なきものとするを」と規定された。この規定により、初めて無議決権株式が明文化された。無議決権株式の立法趣旨としては、会社経営に参加する意思の乏しい中小株主に対して、議決権を与えても無意味である。そして、費用をかけて議決権を行使する株主が少なかった。それらの株主の要望にこたえるため当該制度が導入された⁽⁸⁸⁾。この当時に、無議決権株式には、必ずしも配当優先権を与えなかった。

⁽⁸⁸⁾ 松本丞治「改正法案に於ける株式に関する規定について」法律時報 8 卷 3 号 5～6 頁（1936 年）、鳥賀陽然良＝大橋光雄＝大森忠夫＝八木弘「商法改正法案を評す（13）」法学論業 36 卷 2 号（1937 年）335 頁、豊崎光衛「議決権なき株式（二・完）」法協 56 卷 1 号（1938 年）113 頁、田中耕太郎『改正商法及有限会社法解説』（有斐閣、1939 年）180 頁。

2. 昭和 25 年商法改正

その後、昭和 25 年商法改正の 242 条 1 項により、無議決権株式について、「会社が数種の株式を発行する場合に於ては定款を以て利益の配当に関し優先的内容を有する種類の株式に付株主に議決権なきものとするを得」と改正された。この規定により、無議決権株式は、定款の規定をもってその株式が議決権を有しないものとされた株式であって、利益配当に関する優先株式のみ議決権がないものとする事が明らかになっている。例えば、利益配当優先を加えて、同時に残余財産の分配を優先されてもよい⁽⁸⁹⁾。これに対し、単に残余財産の分配についてのみ優先性が付与されている株式について無議決権株式とすることはできないことは条文を見ても明らかである。

この改正について、大隅（健一郎）は、以下のように説明した。すなわち、議決権のない株式は、会社の経営には何らの興味も関心も持たないで、もっぱら投資に対する利益の確保を望む投資株主の要求に応え、資金調達簡易化をはかろうとする制度である。一方で、議決権を奪いながら、財産的権利につき何らの代償をも与えないことは、制度の趣旨に合わないのみならず、株主保護の見地からも望ましくないからである。そのため、配当優先株に限り議決権を付与しないことが容認されるとした⁽⁹⁰⁾。

3. 平成 13 年第二次商法改正

平成 13 年第二次商法改正 222 条 1 項では、株式会社は、「議決権を行使することができる事項につき内容の異なる種類の株式を発行することができる」とした。このような株式は、「議決権制限株式」と呼ばれ、中でも無議決権株式を含む。当該規定によって、普通株式についても議決のない株式とすることを認める⁽⁹¹⁾。すると、従来の無議決権株式における議決権の喪失と配当の優先性というセットが崩れることになった。この改正がなされた理由について、次の見解を紹介する。

まず、立案担当者の原田（晃治）は、利益配当等の自益権につき内容の異なる株式の発行を認めながら、議決権等の共益権について内容の異なる株式の発行を認めず、しかも優先配当が行われている限りで、議決権がないものとする事を認める旧商法の規定は、過剰な規制であると指摘した⁽⁹²⁾。

他に、前田（庸）によれば、利益配当優先株式についてのみ、議決権のない株式としても必ずしも意味があるわけではない。従来の無議決権株式の存在理由として、利益配当優先が受けられれば、会社の経営に感心を有さないため、議決権を行使しなくてもいい株主が存在するからである。しかし、利益配当に関してごくわずかの優先的扱い（たとえば、一株

⁽⁸⁹⁾ 大隅健一郎＝大森忠夫『逐条改正会社法解説』（有斐閣、1951年）215頁。

⁽⁹⁰⁾ 大隅・前掲注（89）215頁、大隅健一郎＝今井宏著『新版 会社法論 上巻』（有斐閣、1979年）309頁。

⁽⁹¹⁾ 前田庸「商法等の一部を改正する法律案要綱の解説 [上] —株式制度の見直し・会社関係書類の電子化等—」商事法務 1606号（2001年）7頁。

⁽⁹²⁾ 原田晃治「平成一三年商法改正（一月改正）の解説 [VI] ——株式制度の改善・会社関係書類の電子化等——」商事法務 1642号（2002年）27～28頁。

当たり1円の優先的取扱い)をすることにしても無議決権株式とすることができ、以上、無議決権株式を利益配当優先株式に限定する意味は存在しないと批判した。また、利益の配当についての普通株式は、無議決権とすることに、実益があると考えられた。例えば、普通株式についても議決権がないものとすることができれば、株式の発行価額が相対的に低くなるため、議決権行使に関心のない株主にとっては投資上有利になる。さらに、会社にとって株主管理費用が減少するという利点もある⁽⁹³⁾。

なお、加藤(貴仁)は、昭和25年商法改正の無議決権株式における議決権の喪失と配当の優先性は1つのセットであることについて、議決権の代償として利益配当に関する優先権を要求しても、適切な代償の程度を一義的に定めることは困難であるとする⁽⁹⁴⁾。

4. 分析

日本においても、無議決権株式には、議決権がないことの代償として、利益配当の優先を付与する必要があるという考えがあった。権利の喪失の代償として、優先権を与えるという発想である。この発想は、ベトナムの複数議決権株式の特徴と類似するのではないかと思う。

第五節 株主平等原則

日本の制度の最後に株主平等原則を検討する。具体的には、日本では、株主平

等の原則は、種類株式・複数議決権株式の設計を制約することがあるのか、それとも種類株式を完全に自由に設計できるのかについて検討を行う。なお、日本の平成17年会社法109条は、株主平等原則を規定する。これに対して、平成17年会社法以前の商法は株主平等原則を明文では規定していない。だが、学説によって同原則の存在は認められていた。そのため、本節において、まず、平成17年会社法以前の株主平等原則を、その後、平成17年会社法における株主平等原則を検討する。

1. 平成17年会社法以前における株主平等原則の解釈

平成17年会社法の以前、伝統的な株主平等原則は、教科書・体系書レベルでいえば、株主は、株主としての資格にもとづく法律関係については、原則としてその有する株式の数に応じて平等の取扱いを受けることと定義された。その内容として、第一に、「各株式の内容が原則として同一であること」であり、第二に、「各株式の内容が…同一であるかぎり同一の取扱いがなされるべき」であるというもの⁽⁹⁵⁾。そして、このような株主平等原則は、直接に一般的に定める明文規定が存在しなかったけれども、法の理念たる正義・衡平に基づいて、当然に、

⁽⁹³⁾ 前田・前掲注(91)7~8頁。

⁽⁹⁴⁾ 加藤・前掲注(57)27頁。

⁽⁹⁵⁾ 鈴木・前掲注(67)88~89頁。

疑問の余地なく認められていた⁽⁹⁶⁾（だが、次第に批判的な見解が提唱されるようになった）。これは、株主平等原則の伝統的な見解であったといえることができる⁽⁹⁷⁾。

一方、種類株式は、一般に株主平等の例外⁽⁹⁸⁾または株式の均等性の例外⁽⁹⁹⁾、あるいは普通株式の原則の例外⁽¹⁰⁰⁾であるという見解が多い。しかし、種類株式の内容の定め方に対して、株主平等原則が制約として機能するかについては、明示的な議論はほとんどなされていなかった⁽¹⁰¹⁾。ただし、いくつかの学説がこの問題について論じている。まず、田中耕太郎説は、種類株式が株主平等の原則に包摂されると主張したため、株主平等原則が制約として機能することに親和的だと言えそうである。次に、より明確に種類株式の内容の定め方に株主平等の原則が制約として機能することを認める上村説を紹介する。

(1) 田中耕太郎の見解

田中説は、種類株式は、株主平等の原則の例外ではなく、それに、株主平等原則に包摂されるとする⁽¹⁰²⁾。そのため、種類株式の内容の定め方について株主平等の原則の下に包摂され、その制約の下に置かれるのだと言いやすいように思える。

もっとも、これについて明示的な言及はないため、推測にとどまる⁽¹⁰³⁾。

すなわち、株主平等の原則が配分的正義に基づく比例的平等をも含むものとするときには、種類株式は平等の原則の例外ではなく、この原則中に当然包摂されることになる。これは正義の理念に反する規定を法が作ることはできないからである。種類株式では、法が異なる事情の下に異なる待遇をなす正当な理由が存在するのである。つまり、種類株式は異なる経済的事情や条件の下に発行されるものであり、従って異なる定めをすることは、持株数に応ずる株主の権利義務の設定と同様に、正義の理念の当然の帰結といえる。学説上、種類株式が株主平等の原則の例外と認められるのは、株式会社制度の創成期において株式は一種類を原則と認めたことに由来するにすぎないのではないかと指摘した。

要するに、種類株式の発行は、平等の原則の例外ではなく、認められるべきであるとする⁽¹⁰⁴⁾。そのため、種類株式の内容の定め方について株主平等の原則の下に包摂され、その制約の下に置かれるとする。

⁽⁹⁶⁾ 上村達男「株主平等原則」竹内昭夫〔編〕『特別講義商法Ⅰ』（有斐閣、1995年）14頁。

⁽⁹⁷⁾ 山下徹哉「株主平等の原則の機能と判断構造の検討」『法学論叢 178 巻5号』（京都大学法学会、2016年）2頁。

⁽⁹⁸⁾ 鈴木・前掲注（67）89頁、森本滋『会社法〔第二版〕』（有信堂高文社、1995年）124～125頁。

⁽⁹⁹⁾ 八木弘「株主平等の原則」『株式会社財団論』（有斐閣、1963年）358頁。

⁽¹⁰⁰⁾ 出口正義「株主平等の原則」『株主権法理の展開』（1991年）155～156頁。

⁽¹⁰¹⁾ 山下・前掲注（9795）20頁。

⁽¹⁰²⁾ 田中耕太郎『改正会社法概論 下巻』（岩波書店、1955年）304～305頁。

⁽¹⁰³⁾ 山下・前掲注（97）12頁。

⁽¹⁰⁴⁾ 田中・前掲注（102）304～305頁。

(2) 上村達男の見解

上村説は、種類株式を株主平等の原則の例外と位置付ける。また、種類株式の内容の定め方に対して、株主平等の原則が制約として機能し得ることを明示的に述べた。すなわち、一部株主の専横排除という対策目的を達成するために、種類株式の内容の定め方は、株主平等の原則が妥当され、その制約の下に置かれるとする。

上村によれば、種類株式は、資金調達を提供するという政策目的を合理的なものと認めて、株主平等の原則の例外として認められた制度とする。ただし、この対策目的が過度に強調される場合には、株主平等の原則の本来の目的との間に矛盾が生じ、むしろ株主平等の原則を骨抜きにする可能性がある。そのため、種類株式の運用は格別に慎重である必要がある。したがって、株主平等の原則の例外としてすべて無条件に合理的なものになったと解してはならず、具体的な発行態様等に照らし合わせて、当該発行や定款規定の妥当性を検討し、無効との推定を覆えすに足る積極的な事情があるか否かを判断する必要がある⁽¹⁰⁵⁾。

(3) 分析

田中説は種類株式を株主平等原則の例外ではないと主張し、これに対して、上村説は株主平等原則の例外と主張した。2つの説は対立しているように見える。しかしながら、実際の帰結は同一である。田中説は、株主平等原則の例外ではない

ことを理由に、株主平等原則が種類株式の内容を規制すべきであると主張する。他方で、上村説は、種類株式は株主平等原則の例外であることを理由に、例外はあくまで原則たる株主平等原則の趣旨を害さない範囲で認められるにすぎないとする。両者とも結論として、株主平等原則によって、種類株式の内容を制約する点で共通している。

また、前述のように、種類株式の内容への株主平等原則の適用を明示的に論じていない論者の多くも、種類株式は株主平等原則の例外であると論じていた。この「株主平等原則の例外」の意味するところについて2通りの解釈が可能である。上村のように、例外はあくまで例外であって原則からの逸脱は極めて限定的にしか認められず、株主平等原則の本来の目的に反するような例外は認められないとして、株主平等原則の趣旨によって種類株式の内容が制約されると理解することもできる。しかし、田中のように、株主平等の原則の例外という用語を当該原則によって制約されない領域と理解することもできる。すなわち、明示的に論じていない多数の論者は、複数議決権株式を含む種類株式の内容に対して株主平等原則の適用による制約が課されないと理解していた可能性がある。

2. 現行会社法の下での株主平等原則
会社法から株主平等原則が明文化されるようになった。会社法109条において、

⁽¹⁰⁵⁾ 上村・前掲注(96)15~16頁。

「1項株式会社は、株主を、その有する株式の内容及び数に応じて、平等に取り扱わなければならない。2項…公開会社でない株式会社は、…株主ごとに異なる取扱いを行う旨を定款で定めることができる」と規定されている。

明文化された株主平等原則により、「株式の内容…に応じて、平等に取り扱わなければならない」と定めたため、立案担当者は、種類株式の内容の定め方に対して、株主平等原則が制約として機能することを否定するようである（立案担当者の見解は、後述に詳しく紹介する）。一方、学説においては、種類株式の内容の定め方について、株主平等原則が制約として機能するか否かについて見解は2つに分かれる。

大半の見解は、種類株式の内容の定め方に合理性が必要であるという立場をとる⁽¹⁰⁶⁾。さらに、株主平等原則が制約として機能することを認める見解もあった⁽¹⁰⁷⁾。この状況は、この問題について明示的な議論があまりなかった会社法制定前と比べて大きく変わった。会社法制定後は、種類株式の内容の定め方に対する合理性の要請や株主平等原則が制約として機能することを明示的に肯定するようになった。これらの説が種類株式の内容の定め方に対する合理性を要求する理由は、以

下のように説明された。種類株式を定款等により自由に設計し、何の制約もなければ、信義則・多数決の濫用により不当な内容になる恐れがあり危険である⁽¹⁰⁸⁾。とりわけ、平成17年会社法により、種類株式の規制が大場に緩和され、柔軟化される一方で、制度の濫用の懸念が高くなった。そのため、株式の内容として差別的内容を定めるとき、合理性、公正さ又は正当性を要求する⁽¹⁰⁹⁾。要するに、学説では、株主平等原則が種類株式の制度の濫用に対する歯止めのものとして、株主平等原則に対して期待が高まったといえる。

これに対して、最近である山下徹哉の見解は、立案担当者の見解と同じく、種類株式の内容の定め方に対して、株主平等原則が制約として機能することを否定する。以下、立案担当者と山下説を紹介する。

(1) 会社法の立案担当者の見解

109条の株主平等原則について、会社法の立案担当者は、次の通りに説明した。すなわち、旧商法と異なり、①同一の種類株式を有する株主について株主ごとに異なる取扱いをすることを許容し（会社法109条2項）、②種類株式の内容をより一層多様化する等、形式的な株主平等原則と抵触するおそれのある制度が設け

⁽¹⁰⁶⁾ 木俣由美「株主平等の原則と株式病の原則」森木滋先生還暦記念『企業法の課題と展望』（商事法務、2009年）82頁、稲葉威雄『会社法の解明』（中央経済社、2010年）303～312頁、出口正義「株主の平等」江頭憲治郎＝門口正人編集代表『会社法体系（2） 株式・新株予約権・社債』（青林書院、2008年）40頁、松尾健一『株主間の公平と定款自治』（有斐閣、2010年）109～110頁。

⁽¹⁰⁷⁾ 森本滋「株主平等原則の理念的意義と現実的機能—株主の平等取扱いと公正取扱い—」民商法雑誌 141巻3号（2009年）112～113頁、田邊真敏『株主間契約と定款自治の法理』322～338頁。

⁽¹⁰⁸⁾ 木俣・前掲注（106）81～82頁、稲葉・前掲注（106）302～303頁、松尾・前掲注（106）109～110頁。

⁽¹⁰⁹⁾ 出口・前掲注（106）40頁。

られている。また、会社法においては、株式制度全般について、より利用しやすく、かつ、多様な内容の株式を発行することができるようにするための見直しを行っていることから、その権利内容によっては、実質的に株主の平等が害され、その利益が害されることも考えられる。こうした状況を踏まえ、会社法においては、株主平等の原則について、明文の規定を設けた（会社法 109 条 1 項）。具体的には、株式会社は株主をその有する株式の内容および数に応じて平等に取り扱うべきことを定め、これにより、異なる内容の種類株式については異なる取扱いができることを明確化するとともに、同じ内容の株式については株式数に応じて平等に取り扱うべきことを明らかにしていると説明した⁽¹¹⁰⁾。

このように、立案担当者は、株式の内容の定め方に対して、株主平等の原則が制約として機能することに否定的である。すなわち、株式の内容の決定について、会社法 109 条 1 項に定める株主平等の原則の適用はないとしており、株式内容の同一性は、会社法に明文化された株主平等の原則の一般的規定とは無関係であるとする。そうである以上、種類株式は、株主平等の原則の適用がないと考えることになるだろう。また、立案担当者は、会社法 109 条 1 項の規定は、異なる内容の種類株式については異なる取扱いができる

ことを明確化するものと説明している。そのため、株主平等の原則以外の法理（株式の均等性）を概念し、種類株式をその例外と位置付けることによって、株式の内容の定め方に制約を課するという解釈に対して、否定的な立場をとるのではないかと推測される⁽¹¹¹⁾。

（2）山下徹哉の見解

山下は、種類株式の多様化・柔軟化の反面として、制度の濫用の懸念が高まったことを否定できないとする。しかし、濫用されないような歯止めとして、株主平等原則を持ち出すことが適切か否か疑問を提起する。すなわち、株主平等原則は、種類株式制度の濫用に対する歯止めとして効果があるけれども、逆に種類株式制度を有効活用する試みをも制約してしまい過剰規制となる可能性もあると主張した⁽¹¹²⁾。

さらに、山下は、上場会社と非上場会社に対して、それぞれ以下のように分析した。まず、上場会社の場合、不特定の株主が多数、かつ日々入れ替わる公衆投資家がいる。そこで、株式の内容の定め方について、裁判所による事後的な判断に紛争の解決を委ねるのは、困難である。しかも、上場会社は、金融商品取引所の上場規則等による規制にも服する。その規制主体は、会社法制・資本市場法制について専門的知見を有するし、取引所に上場されている株式の投資対象としての適格性の確保・維持に関して強いインセ

⁽¹¹⁰⁾ 相澤哲〔編著〕『一問一答新・会社法〔改訂版〕』（商事法務、2010年）54-55頁。

⁽¹¹¹⁾ 山下徹哉「株主平等の原則の機能と判断構造の検討」『法学論叢 188 巻 1 号』（京都大学法学会、2020年）4～5頁。

⁽¹¹²⁾ 山下・前掲注（111）12～14頁。

ンティブを有する。そのため、上場会社の株式の内容の定め方の規制を第一次的に裁判所に期待する必要性はない。つまり、株主平等の原則に私的自治の制限という機能を含めて、裁判所の積極的な介入を求める必要性は低いとする⁽¹¹³⁾。要するに、上場会社では、金融商品取引所の上場規則等に服するから、株主平等原則が種類株式の内容の定め方を制約する必要性が低いという意味である。

これに対して、非上場会社の場合、金融商品取引所のような存在がないため、裁判所による紛争の解決に期待せざるを得ないとする。そして、非上場会社のうち、閉鎖会社であれば、株主が少数かつ固定であるから、関係者間の利害状況を把握しやすく、裁判所にとって相対的には判断しやすい可能性があるし、裁判所の判断が影響を及ぼす範囲も相対的には狭いといえる。そこで、株主平等の原則に私的自治の制限という機能を含めて、裁判所の積極的な介入を求めることは必ずしも排除されないと考えることもできる⁽¹¹⁴⁾。

しかし、この種の会社の場合には、株主相互の人的関係が外からはわからないことから、当事者の個別具体的なニーズに即して柔軟な種類株式の設定を許す必要性もある。そのため、株主平等の原則を用いて裁判所の積極的な介入を求めるのではなく、誰かどう見てもおかしいという場合に限って、株式の内容について

公序良俗違反として定款の当該部分を無効と解釈する。そこまでは言えない場合には、具体的な権限行使等について、権利濫用、信義則違反または会社法の個別規定違反などを理由に、個別具体的事情に応じてその是非を判断することによって、一定程度の保護は図れるとする⁽¹¹⁵⁾。

要するに、非上場会社である閉鎖会社は、株主平等原則による制限はなされず、種類株式の設計も柔軟に認められるという意味である。ただし、行き過ぎた場合には権利濫用や信義則といった一般条項ないし会社法の個別規定による制約がかかる余地は認める。

また、非上場会社のうち、相当程度の数の株主が存在する会社の場合は、株主数も多いし、株式についてある程度の流通性がある。一方、上場会社に比べると、流動性の度合いはかなり小さいだろうし、不特定多数の者が新たに株式を取得し得る公募増資の実施も通常は困難であろう。まさに、上場会社と閉鎖会社の中間的な状況であるといえる。柔軟な種類株式の設計を許す必要性は閉鎖会社より小さい一方で、裁判所による判断の困難さは閉鎖会社より大きい。そうすると、微妙な状況ではあるといわざるを得ない。しかし、株式の内容の定め方の規制法理として株主平等の原則を持ち出すことが過剰規制を導く可能性が高いということを勘案すれば、閉鎖会社の同様の対応にとど

⁽¹¹³⁾ 山下・前掲注 (111) 17～18頁。

⁽¹¹⁴⁾ 山下・前掲注 (111) 18頁。

⁽¹¹⁵⁾ 山下・前掲注 (111) 18頁。

めるべきことになるとする⁽¹¹⁶⁾。要するに、上場会社と閉鎖会社の中間的な状況がある会社でも、株主平等原則は種類株式の内容の定め方に対して制約する必要性が低いという意味である。

山下の結論は、現状の日本法において、株主平等原則に私的自治の制限の機能を含めて、株式の内容の定め方に対して制約することは、適切ではないというものである⁽¹¹⁷⁾。

(3) 分析

このように立案担当者や一部の見解は、株主平等原則は種類株式の設計にまで適用されないとしているものの、学説では、従来通り、種類株式の設計にも適用されるという見解が有力であった。

だが、種類株式が株主平等原則の「例外」であることは認められており、種類株式の設計には「合理性」が必要だということとどまる見解が多い。

また、これらの見解は公開会社・上場会社をも対象にしたものであって、非上場会社・非公開会社に限って分析したものではない⁽¹¹⁸⁾。これらの学説は、公開会社・上場会社を念頭に、残余権と支配権を一致させることを「合理性」として要求していると整理でき、種類株式と普通株式の価値が等しくなることを要求しているものではなさそうである。まして、

本稿の対象とする非公開会社・非上場会社については、株主平等原則の適用を強く求めているようには解されない。

このようにみると、非上場会社においては、平成 17 年会社法の下では、株主平等原則は種類株式の内容を制約しないという傾向がみてとれる。

第六節 小括

株主平等原則の歴史を振り返ると、平成 17 年会社法以前から学説においてその存在が広く認められていた。しかし、平成 17 年会社法によって株主平等原則が明文化されてから当該原則の適用範囲について今なお多くの議論がある。株主平等原則が種類株式の内容を制約するかどうかについて論者によって意見が分かれる。株主平等原則が種類株式の内容を制約するという見解は、種類株式の設計には「合理性」が必要だと主張する。だが、これらの学説も、かつての無議決権株式やベトナムの特徴④のように種類株式の権利義務の総体の価値と普通株式の権利義務の総体の価値とが等しくなるようにすることを求めているわけではない。その「合理性」とは、論者の見解を検討すると、公開会社・上場会社を念頭に、残余権と支配権を一致させることを意味していると解される。

⁽¹¹⁶⁾ 山下・前掲注 (111) 18~19 頁。

⁽¹¹⁷⁾ 山下・前掲注 (111) 19 頁。

⁽¹¹⁸⁾ 例えば、松尾は次のように説明した。109 条 2 項に関して、公開会社でない株式会社に限って認められる株主平等原則の例外として、一定の権利について「株主ごとに異なる取扱い」をする旨を定めることができるとされているのに対し、公開会社においては株主平等原則により「株主ごとに異なる取扱い」をすることを株式の内容として定めることはできないとされている。このことは、公開会社においては、株主平等原則を根拠として、株式の内容に関する定款自治に制約が課されることを意味する、とする。松尾・前掲注 (106) 110~111 頁。松尾によれば、閉鎖的な会社なのか上場会社なのかによって、株式の内容の定め方を厳格に要求する程度は異なる。

これに対して、学説には、近年は、上場会社であっても株主平等原則が種類株式の内容の定め方を制約する必要性が低いという見解もある（山下徹哉）。まして、本稿の検討対象である非上場会社（少なくとも非公開会社）においては、制約を肯定する説においても、その対象として想定されていなかったのであるから、株主平等原則による制約はなされずに種類株式の内容の設計を認めると解されている。

第四章 ベトナムと日本の相違点及び その理由の分析

第一節 序論

本章では、前第二章・第三章での検討の結果から、ベトナムと日本の非上場会社における複数議決権株式の制度は、両国の相違点を指摘したうえ、その相違点はなぜあるのか説明する。そこで、第二節では、ベトナムと日本の相違点を指摘する。第三節では、相違点の理由を説明する。最後に、第四節は小括である。

なお、本節では、比較論文のため、両国の当該制度の共通点にも言及する。第一章の1. と2. で説明した通り、その共通点は、両者では、上場会社に対して利用期間などを制限することである。もちろん、細かい点では制限に差異があるけれども、上場会社は、本稿の対象ではないため、これ以上検討しない。

これに対して、非上場会社では、共通点がほとんどない政府の関連機関の株式保有の点を除いても、大きな相違点があ

る。それは、複数議決権株式に対する柔軟性である。そして、ベトナムが複数議決権に対してそのような規制を課す背景には「複数議決権に対する代償」という考え方がある。

第二節 ベトナムと日本の相違点

1. 複数議決権株式に対する柔軟性

ベトナムと日本の相違点は、非上場会社における複数議決権株式に対する柔軟性が異なることである。ベトナムは日本に比べて厳格な規定を有している。

ベトナムでは、非上場会社にも、会社法の規定より、複数議決権株式の利用が厳格に制限されている。その制限は、利用株主の制限（利用特定株主資格制限）と期間制限と譲渡制限である。

そのうち、主体の制限の理由として、複数議決権株式は、他の株式より、議決権が多く、これに基づいて会社の支配権を取得しやすい株式であるため、これを保有できる主体を厳しく限定した。特に、発起株主が利用主体になる理由は、発起株主は普通株主に比べて義務が多いからこそ、権利も多くなる必要だと考えられたため、発起株主の優先議決権が認められる。なお、主体の制限が存在しているから、譲渡制限も生じた。

また、発起株主の複数議決権を利用する期間制限は、企業登記証明書の発給を受けた日から3年以内においてのみ効力を有する。その期間後は、複数議決権株式は普通株式に変更される。その理由は、上記に述べた発起人の増やした責任・義務・制限は、会社設立から3年間で解除されるた

め、優先議決権を認める根拠もなくなる。その根拠がなくなると、議決権優先も認められなくなる。

これに対して、日本では、非上場会社における複数議決権・単元株は、会社法上、1つの単元株につき最大の株数を制限する。この制限の理由は、株主の議決権を不当に奪わないためである。一方、利用主体の制限や利用期間の制限、譲渡制限など、制限を付けられていない。確かに、会社の定款により、他の制限を規定できるけれども、これは強制ではない。複数議決権には、議決権が優先されるだけでなく、他人に譲渡する権利があるし、利用期間が無期限のものもありうる。非上場会社では、複数議決権をどのように設計するか株主間の交渉に任せる。

上記の両国の制限を比較すると、日本法より、ベトナム法は、複数議決権の制限の量も多い、性質も厳格である。ベトナムでは、複数議決権株式の内容の定め方について、法律で強行法的規定されている部分が多い、自由に定める範囲が著しく制限されたため、定款自治の自由度が低い。これに対して、日本では、複数議決権株式・単元株制度について、株主間が自由に交渉されることにより株主の意思を強く反映され、定款自治の自由度が大幅に拡大した。要するに、ベトナムは、日本より、会社法上、複数議決権株式規制が厳格である。

2. 複数議決権に対する代償

このようにベトナムが複数議決権株式に規制を課す理由は複数議決権に対する

「代償」である。ベトナムでは、複数議決権株式は、議決権が多いという利益とともに、上述したように、特定株主の制限と期間制限と譲渡制限という不利益も強制的に付けなければならない。このような制限をベトナムでは複数議決権に対する代償と捉えられている。

当該ルールは、ベトナムの複数議決権株式の特徴④から説明されている。複数議決権株式の権利・義務の総体の価値と普通株式の権利・義務の総体の価値とが等しくなるようにすべきという考えである。複数議決権株式は、普通株式に比べて、議決権が多いからこそ、多くの制限を要求される。この特徴は、優先議決権株式だけではなく、配当優先株式や償還優先株式も、優先権に対する代償として、議決権及び株主総会への出席権が認められず、取締役会と監査役会への人事の推薦はできないという制限が課されている。すなわち、ベトナムでは、普通株式を基準として、優先権に対して代償として不利益が要求される。

これに対して、日本では、非上場会社における複数議決権株式に、何らかの義務・制限を付ける必要はない。複数議決権を与えるとともに、他の権利は普通株式と同一とする株式も認められる。つまり、普通株式に比べて、有利な株式が認められる。この場合、複数議決権株式と普通株式は、権利や条件が異なるため、両者の評価価格に差が出てくる。日本では、普通株式と優先株式との間には（新株発行時の払込価格や譲渡価格における）価格差があるのだから、それで足りるとされ、代償は要求されない。

株式間の価格差についていえば、実は、ベトナムでも、複数議決権株式と普通株式の価格は、必ずしも同じではない。しかし、ベトナムではそれでもなるべく価格差が小さくなるようにと規制を課している。そのため複数議決権株式と普通株式の価格差は日本よりも低いと推察される。

しかし、日本の商法・会社法の沿革を振り返ると、優先権を引き受けることに対する代償を価額の差で解決するという発想が常に取られてきたわけではなかった。優先権の代わりに何か権利を強制的に喪失しなければならないという考えが日本にもあった。昭和 25 年商法改正から平成 13 年第二次商法改正前の無議決権株式は、議決権の喪失に対して、利益配当に関する優先を与えなければならないとされていた。この規定の形式は、ベトナムでの優先権に対する代償として制限を与える特徴と似ていると考えられる。だが、平成 17 年会社法以降、少なくとも非公開会社においてはそのような考え方は日本ではとられなくなった。

第三節 相違点の理由の分析

越日両国において、複数議決権株式に対する規制の有無、すなわち複数議決権という優先権に対する「代償」の必要性の有無が異なる原因には以下の 2 つの要素が候補となりうる。1 つは両国の会社類型の区分であり、もう 1 つは株主平等原則に対する理解の差異である。以下に詳しく説明する。

1. 会社類型の問題

両国の間には会社の区分が異なる。そしてこの会社区分は複数議決権株式をはじめとする種類株式の内容設計の自由度にも影響を与える。具体的には、人的会社や有限会社のように、人的信頼関係がある特定少数の人々が社員となることが基本である会社においては、定款自治が寛大的に採用される。これは、第一章 2. (2) で紹介したコースの定理が妥当するからである。このような会社では、株式の内容の定め方は基本的に当事者の自由に委ねられるべきである。これに対して、人的信頼関係が薄いと思われる会社では、定款自治が厳格であり、株式の内容の定め方の自由度が減少されるようになる。これは、第一章 2. (1) で紹介したハートの定理から説明される。このことについて一般論としては異論がなからう。

まず、ベトナムの会社法制では、第二章第一節の 2. で紹介した通り、会社の類型を細かく区分しており、株式会社の以外に有限責任会社等もある。ベトナムの有限責任会社の特徴は主に 3 つある。第一に、会社の社員の数は、50 人（組織・個人）以下である（2020 年会社法 46 条 1 項）。第二に、株式会社と異なり、有限責任会社の資本は、均等な多数の部分に分けられる必要はない。そのため、有限責任会社の議決権の分配が柔軟である。第三に、有限責任会社では持分の譲渡が制限される。具体的には、社員が他人に譲渡したい場合、まず、残りの各社員に対して、会社における持分に応じた

割合で、持分の売却を申し出らなければならない。そして、売却を申し出た日から30日以内に、会社の残りの各社員が購入しない又は全部購入しないときに限り、社員でない者に対して譲渡することができる(2020年会社法52条1項)。

上記の3つの特徴から、ベトナムでは、有限責任会社の設立を選択するケースは、①会社の規模が大きくない、②社員たちが知り合いであり信頼している人々である、③知らない人や望ましくない人が自由に社員になることを欲していない場合である⁽¹¹⁹⁾。なお、ベトナムでは、会社設立数において会社類型の中で有限責任会社が最も多い(第二章第一節の2.における統計総局のデータを参照)。この点で、ベトナムの有限責任会社は、社員数が少ないことと持分の譲渡制限の特徴があるため、日本の非公開会社の特徴と共通するのではないだろうか。均等ではない持分は、日本の単元株制度の性質とも類似するとして説明できる。

上記の分析からすると、ベトナムでは、有限責任会社が存在しているからこそ、議決権の分配が柔軟に設計したい閉鎖的会社は、有限責任会社を選択する傾向がある。そのため、株式会社では、種類株式の内容設計の自由度を請求する必要が低いと考えられる。

これに対して、日本では、かつて存在した有限会社は平成17年会社法制定時に、株式会社の非公開会社の一部に統合した。そして、株式会社の規制が緩和され、種類株式の内容設計の自由度は飛躍的に高まった。現在の株式会社のうち、一部は、従前の属人的な有限会社から移転される会社であるから、非公開会社の規制が緩和されるようになるだろう。これによって、非公開会社では、定款で当事者が自由に定める範囲が広く、種類株式の内容の定めが柔軟に設計できるようになった。

このことから、ベトナムと日本の会社法制度では、会社区分立法が異なり、各会社類型に対して法規制の範囲が異なるため、議決権優先株式の設計の自由度の違いの理由である可能性がある。複数議決権が自由に設計できる日本の非公開会社はベトナムでは有限責任会社で足りるので、ベトナムの株式会社には複数議決権を自由に設計できるとする必要がないといえるからである。

しかし、必ずしもそのような整理は成り立たない。ベトナムの株式会社には株時期譲渡自由原則があるものの、日本の株式会社と同様、会社の定款で譲渡を制限する定めをすることができる(ベトナム会社法127条1項⁽¹²⁰⁾)。このベトナムの譲渡制限を定める株式会社もまた日本

⁽¹¹⁹⁾ Nguyen Thi Mai 「Nên thành lập công ty cổ phần hay công ty TNHH ? Thủ tục thành lập công ty thực hiện như thế nào ? (株式会社と有限責任会社の設立理由と手続)」(Minh Khue 有限責任法律事務所、2020年)
<https://luatminhkhue.vn/nen-thanh-lap-cong-ty-co-phan-hay-cong-ty-tnhh-.aspx> (最終訪問 2022/01/11)。

⁽¹²⁰⁾ ベトナムの2020年会社法127条1項(株式の譲渡)により、「1. 株式は、…会社の定款が株式の譲渡を制限する定めを有する場合を除き、自由に譲渡できる。会社の定款が株式の譲渡を制限する規定を有する場合、当該株式の株券にその旨が明記されているときのみ、その規定は効力を有する」と規定されている。

の非公開会社と近いものと考えられることができる。

そして、日本の非公開会社には取締役会を有する会社と設置しない会社とがあるところ、ベトナムの有限責任会社に取締役会に相当する法定の機関は存在しない。つまり、日本の非公開会社のうち取締役会を有する会社は、ベトナムでは有限責任会社よりも、譲渡制限の定めのある株式会社に相当するといえる。また、ベトナムの有限責任会社には先述の通り50名の社員数制限があるところ、日本法の非公開会社にはそのような株主数制限がない点でも差異がある。

よって、日本の非公開会社の少なくとも一部（取締役会設置会社）はベトナムの譲渡制限の定めのある株式会社に相当する。にもかかわらず、前者では複数議決権株式の利用が自由に認められ、後者では規制が課されている。このような違いはなぜなのかは、会社類型の差異のみでは説明がつかない。

そして、会社類型の問題を超えてもなお残る越日の差異は、株主平等原則に対する両国の理解の差異で説明ができると思われる。具体的には以下の通りである。

2. 株主平等原則の適用範囲

ベトナムでは、会社法上、2020年会社法114条4項に「同種の株式を保有する株主は、それぞれの同等の権利、義務及び利益を有する」と明示的に規定され、株主平

等原則と理解されている。これは、株式の種類が同じであれば、同様に取扱われるということである⁽¹²¹⁾。

だが、ベトナムでは、一部の学説によって、会社法上の条文にはないものの「株主平等原則」があると解されている。これは株式の種類を超えて、全ての株主は平等であるべきというものである。そして、優先株式も普通株式もそれぞれ権利・義務の総体は等しくあるべきということになる⁽¹²²⁾。複数議決権株式であればその権利・義務の総体の価値は、普通株式の権利・義務の総体と等しい価値であるべきとなる。

この見解に従えば、複数議決権株式をはじめとした種類株式は、株主平等原則の例外ではなく、株主平等原則によって規律される。そして、複数議決権の代償として、会社法の規定により制限が課される。

日本でも会社法において株主平等原則が明文化された。会社法109条1項において、「株式会社は、株主を、その有する株式の内容及び数に応じて、平等に取り扱わなければならない」と規定された。これは、同じ内容の種類株式の中では株主数に応じて平等に取り扱うことを定めたものと理解されている。この理解は、ベトナムの2020年会社法114条4項と同様である。

だが、日本の会社法及び学説には、ベトナムの第2の意味のような種類株式と

⁽¹²¹⁾ Pham Duy Nghia 『Giáo trình luật kinh tế (経済法教科書)』 (人民公安、2015年) 229頁 (同一条文である2014年会社法113条5項に関する記述)。

⁽¹²²⁾ Pham Hoai Huan・前掲注(31) 237頁。

普通株式の価値が等しくなることを要求するという理解はない。そして、少なくとも非公開会社においては、株主平等原則が種類株式の内容を制約するものとは理解されていない。非公開会社においては、会社、株主、投資家といった株式会社を取り巻く利害関係者にとって利益となる合理的な株式設計が実現できればよいというのが日本法の立場だと考えられる。そのため、日本の非公開会社においては、複数議決権に対して代償を要求するという発想はなく、複数議決権・単元株制度を用いて柔軟な設計が認められる。

3. 株主平等原則の差異の理由

それでは、なぜ株主平等原則の理解がベトナムと日本とで異なるのか。

まず、日本とベトナムの違いとして最初に思いつくのは、社会主義と資本主義の違いである。ベトナムは社会における平等を重視する社会主義であるので、普通株主と議決権優先株主とで権利・義務の総体の価値も平等であることを求めているのではないか。

だが、社会主義の求める平等とは人々の中の平等である。株主の保有する株式数が異なる中で、議決権優先株式の1株と普通株式の1株の財産的価値を等しくしたところで、人々が平等になるわけではない。つまり、社会主義の理念は株主平等原則の適用範囲の違いを正当化しない。

そこで本稿では、02.での分析に用いたハートの定理やコースの定理を用いて、ベトナムと日本の差異を説明したい。02

で述べた通り、日本では、上場会社ではハートの定理に従って残余請求権と議決権との一致が原則として求められ、非公開会社ではコースの定理が妥当し、なるべく当事者の自由な交渉に委ねるべきであって法規制をすべきでないという立場が取られているとした。そして、この両者の違いを説明するのは取引費用であった。取引費用が高い上場会社ではコースの定理が成り立たないため、企業価値が最大化するインセンティブを持つ者に支配権を持たせるためにハートの定理に従った上場規則が設けられている。これに対して取引費用の低い非公開会社ではコースの定理が妥当すると整理した。

この枠組みに従ってベトナム法を鑑みるに、ベトナムにおいては取引費用が日本よりも高いのではないかとすることができる。閉鎖的な会社において株主同士が話し合うというだけであれば日本もベトナムも同程度であろう。だが、取引費用には様々なものがある。株主間で最適な権利義務の取り決めをするために専門家のアドバイスを仰いだり、また一度取り決めた契約に違反した場合のエンフォースメントを裁判所に求めるための費用はベトナムの方が高いとすることができる。弁護士報酬が高いことは日本もベトナムも共通するかもしれないが、弁護士の依頼へのアクセスの容易さ、そして裁判制度への信頼や司法制度を利用することの心理的抵抗といった面でベトナムはまだまだ日本よりも取引費用が高いとすることができる。

これらのことから、ベトナムでは譲渡制限の定めのある株式会社であっても取引費用が高いため、上場会社と同様に複数議決権株式が規制されているとすることができる。そして、複数議決権の代償として求められている利用主体制限・期間制限・譲渡制限は、02. (1) で述べた通り、日本の上場規則と類似し、ハートの定理によって説明が可能な規制である。これらのことから、ベトナムにおいて、種類株式の内容にも株主平等原則が適用されるというのは、ベトナムでは取引費用が高いため、ハートの定理に近づけるための制度であると理解することができる。

なお、ベトナムにおいても有限責任会社については前述の通り複数議決権を自由に設計することができる。これは有限責任会社であれば、社員数の制限等もあり、譲渡制限の定めのある株式会社よりもさらに社員間の関係が親密であることから、交渉にリーガルサービスを利用することもほとんどなく、また違反した場合もコミュニティ間のレピュテーション等が機能するため司法制度を利用することもないため、ベトナムにおいても取引費用が非常に低いからと説明できるであろう。

このようにベトナムと日本の複数議決権株式の規制の差異は、両国の閉鎖的な会社をめぐる取引費用の多寡で説明がつく。

第四節 小括

本章では日本とベトナムとでは閉鎖的な株式会社における複数議決権株式への規制が異なる理由について分析した。日本では非上場会社は複数議決権株式を自由に設計できるのに対して、ベトナムでは複数議決権に対する代償として3種類の規制（利用主体制限・期間制限・譲渡制限）が課されており、その理由は、複数議決権株式の権利義務の総体と普通株式の権利義務の総体とは等しい価値であるべきだという株式の種類を超えた株主平等原則にある。これに対して、日本では株主平等原則は、少なくとも非公開会社においては、株式の種類を超えて適用されるものではないとされていた。

ベトナムにおいては有限責任会社では議決権の設計が自由に認められている。だが、有限責任会社には取締役会が存在せず、日本法の非公開会社のうち取締役会を設置しない会社のみがベトナムの有限責任会社に妥当する。日本法の取締役会を設置した非公開会社に相当するベトナムの譲渡制限の定めのある株式会社は株式会社である以上、複数議決権株式には上記の規定の適用がある。

その理由は、法理論としては、株主平等原則の適用範囲の差異であるとされていた。そして株主平等原則の理解がベトナムと日本とで異なるのは、ベトナムが平等を重視する社会主義国家だからではなく、取引費用の多寡の問題であると考えられる。すなわち、ベトナムでは司法へのアクセスが日本よりも困難であることなどにより取引費用が高くなっている

ため譲渡制限の定めのある株式会社であってもコースの定理が妥当せず、ハートの定理によって種類株式制度が設計されている。

第五章 おわりに

本稿では、ベトナムが閉鎖的な株式会社においても複数議決権株式に複数議決権という利点の代償を要求するという考え方、すなわち、複数議決権の権利義務の総体と普通株式の権利義務の総体とが等しくなるべきという日本法にはない発想が背後にあることを導き、その理由を分析した。そして、その理由は、ベトナムにおいては、閉鎖的な株式会社においても取引費用が高くコースの定理が成り立たず、ハートの定理に従った法的な介入が望ましいというものであった。

そのような中で注目されるのが、ベトナムの 2020 年会社法が、議決権優先株式を定義の中で「普通株式」とした点である（第二章第三節 3）。議決権優先株式に普通株式的な性格を認めるということは、議決権優先は優先権ではありながらも真正の「優先権」とは認めないという方向を示唆する。ベトナムでは優先権には必然的に「代償」が求められるところ、議決権優先は真正の優先ではないので「代償」が不要になるのではないか。すなわち優先議決権株式について利用株主の制限・期間制限・譲渡制限といったものが将来の立法によって撤廃される可能性を示唆する。

このことは本稿の理解によれば、ベトナムにおいても、弁護士が増加し、そのサービスの質も向上し、裁判所の信頼も向上していることから、取引費用が安価になっており、コースの定理が妥当する領域が拡大していくのではないかということの意味する。本稿の仮説が正しいのかどうか、これからのベトナムおよび日本の非上場会社・非公開会社における取引環境の変化に今後も着目していきたい。