

種類株式の多様化とコーポレート・ガバナンス

—議決権種類株式を中心にして—

勝 部 伸 夫

要 旨

わが国における種類株式、中でも優先株式の歴史は古いが、その活用はこれまで限定的であった。2001年の商法改正を機に大幅な規制緩和が行われ、種類株式による資金調達柔軟化と支配関係の多様化が図られた。ベンチャー企業等での積極的な活用を期待したものである。また欧米では種類株式の上場が一定程度見られるが、わが国でも初めて複数議決権方式で上場する企業が現れ注目されている。しかし、規制緩和による多様な種類株式の導入で、市場での資金調達や競争力が向上さえすればそれで良しとは言えないであろう。特に議決権種類株式は、これまでの株式会社の原理を揺るがす側面を持っており、改めてその意味が問われなければならない。

キーワード：種類株式 (class share)、議決権種類株式 (dual class structure)、会社法 (companies act)、支配の正当性 (legitimacy of control)、コーポレート・ガバナンス (corporate governance)

I はじめに

コーポレート・ガバナンスが重要な政策課題に上ってきている。2012年12月に安倍政権が誕生し、政府は「日本再興戦略2013 —JAPAN is BACK—」を打ち出した。いわゆるアベノミクスの3本の矢であるが、そのうち第3の矢である成長戦略の大きな柱としてコーポレート・ガバナンス改革が位置づけられている。企業の不祥事を防ぐ「守り」のガバナンスではなく、企業の「稼ぐ力」を強化する「攻め」のガバナンスが標榜された。低迷する日本経

済をガバナンス改革で成長路線へと転換しようというのである。具体的には、2014年のJPX日経インデックス400の選定、また金融庁による日本版スチュワードシップ・コードの策定、そして2015年には東証のコーポレート・ガバナンス・コードが公表された。こうした政策による成果がどれほど上がるかは今後の展開を待たねばならないが、少なくとも企業や機関投資家にとっては従来とは異なり、強いガバナンス改革のプレッシャーがかけられるようになったことは間違いなからう。これらは言わば政府による上からのガバナンス改革ということができる。

こうした流れに連動しているのか否か、わが国のコーポレート・ガバナンスを考える上で、静かにではあるが見過ごすことのできない動きが出てきている。それは種類株式をめぐる動向である。種類株式そのものはわが国では明治期から見られたが、この数年の間に、CYBERDYNE社の複数議決権方式による上場、また、トヨタ自動車がAA型種類株式を発行するなど、これまで見られなかった種類株式の発行が注目を集めるようになってきた。さらに海外の企業に目を転じると、例えばアメリカでは、ネット企業のグーグルやフェイスブック、グルーポン、リンクトイン、ジンガ、イエल्पといった企業が複数議決権株式を活用して株式上場を行ってきており、こうした事例は海外では必ずしも珍しくはない。

しかし、こうした種類株式の利用、特に議決権種類株式を用いた株式上場は、創業経営者が議決権の多い株式を所有することで支配権を握るものである。株式を上場するにもかかわらず、会社の支配権は最初から創業経営者が固定的に持つことになる。なぜこうしたことが認められるようになったのであろうか。またそれはコーポレート・ガバナンスにおいて、どういう意味を持っているのであろうか。

そこで本稿では、種類株式とはそもそも何か、どういう経緯で導入されるようになったのかを明らかにし、それがわが国でどう利用されているのかを整理する。その上で、コーポレート・ガバナンスにおいて種類株式が持っている意味、特に議決権種類株式についてその意味を検討したい。

II 種類株式とは何か

1. 種類株式の定義とその類型

種類株式とは何であろうか。わが国の会社法において種類株式はどのように定義され、如何なる内容のものとして規定されているのであろうか。

株式会社では株主は出資と引き替えに株式を手にする。株式とは出資者である株主の地位を表すものであり、具体的には利益配当請求権や残余財産分配権などの自益権と、株主総会における議決権などの共益権があり、これらは総称して株主権と呼ばれる。株主の権利を表象するものが株券であるが、電子化に伴い上場会社では発行されていない。いずれにしろ株主は株式をもつことで様々な権利が付与される。

その際、株主は定款に特別の定めがない限り、剰余金の配当、残余財産の分配、株主総会の議決権などについて、同一の権利をもつとされる。これは株主平等の原則と呼ばれる。ところが定款に定めさえすれば、会社は権利の内容が異なる複数の種類の株式を発行することが可能である。2以上の種類の株式を発行する株式会社は種類株式発行会社と呼ばれる。では「種類株式」とは一体何を指すのであろうか。実は2以上の種類の株式が発行されていれば、そのいずれの株式も「種類株式」である。つまり標準となる「普通株式」が一方にあって、それに対して特別な内容を持つものを「種類株式」と呼ぶわけではない。そもそも会社法には「普通株式」や「種類株式」の定義はないし、こうした用語が条文に出てくることもない¹⁾。しかし、説明の便宜上、一般的には「普通株式」に対して「種類株式」という用語が慣用的に使われている。本稿でも、定款に特別な規定がなければ、それを「普通株式」と呼ぶことにする²⁾。

1) 相澤、葉玉、郡谷 2006、54-55頁

2) 神田は、定款に株式の内容について何も定めがなければ、会社法がその内容を自動的に決めてくれるものを普通株式と定義する、と述べている(神田 2016、76頁)。そのように考えれば、日本の上場会社の多くは、ここでいう普通株式を発行している会社だということである。

図表 1. 種類株式一覧

種類株式	権利内容
剰余金の配当についての種類株式 (会社法108条1項1号)	剰余金の配当について、他の株式より優先又は劣後する株式。剰余金の配当に関して優先権を有する株式の場合、優先配当を受けた後の残余の配当に普通株式とともにあずかれるかどうかにより、参加型・非参加型に区分され、ある期において所定の配当金額に達しない時、その不足額が累積するかどうかにより、累積型・非累積型に区分される。
残余財産の分配についての種類株式 (会社法108条1項2号)	残余財産の分配について、他の株式より優先又は劣後する株式。残余財産の分配に関して優先権を有する株式の場合、残余財産の一定額を優先して分配を受けた後の残余財産の分配に普通株式とともにあずかれるかどうかにより参加型・非参加型に区分される。
議決権制限株式 (会社法108条1項3号)	株主総会の全部又は一部について、議決権を行使することができない株式。
譲渡制限株式 (会社法108条1項4号)	すべての株式又は一部の種類の株式について、その譲渡につき会社の承認を要する株式。
取得請求権付株式 (会社法108条1項5号)	すべての株式又は一部の種類の株式について、株主がその株式について、会社に取得を請求できる株式。
取得条項付株式 (会社法108条1項6号)	すべての株式又は一部の株式について、会社が一定の事由が生じたことを条件としてその株式を取得することができる株式。
全部取得条項付種類株式 (会社法108条1項7号)	会社が株主総会の特別決議により、その全部を取得することができる株式。
拒否権付株式 (会社法108条1項8号)	株主総会又は取締役会において決議すべき事項のうち、その株主総会の決議のほかに、種類株主を構成員とする種類株主総会の決議を必要とする旨の定めが設けられている株式。
取締役・監査役の選任についての種類株式 (会社法108条1項9号)	公開会社以外の会社で、委員会等設置会社でない会社において発行することができる、その種類株主総会における取締役・監査役の選任に関する事項について内容が異なる株式。

(出所)「未上場企業が発行する種類株式に関する研究会報告書」(平成23年11月)

(http://www.meti.go.jp/report/download_files)

では次に、現在のわが国における種類株式の具体的な内容を見ておこう。

会社法第108条には、異なる定めをした内容の異なる2以上の株式を発行することができる」と規定されている。そして第108条第1項では9つの類型が掲げられている。それをまとめたのが図表1.である。

①剰余金の配当についての種類株式は、剰余金の配当が優先あるいは劣後する内容の株式である。剰余金優先株式、剰余金劣後株式などがある。また

剰余金の配当が子会社や特定の事業部門の業績に連動するトラッキング・ストック（業績連動株式）³⁾の発行も可能である。②同じく、残余財産の分配についての種類株式は、残余財産の分配が優先あるいは劣後する内容の株式である。③議決権制限株式は、株主総会において議決権を行使できる事項について制限を受ける株式である。完全無議決権株式も含まれる。乱用を防止するために、この株式の発行限度は、発行済株式総数の2分の1を超えてはならないとされている。④譲渡制限株式は、株式の譲渡に関して承認を必要とする株式であり、これにより一部の株式だけに譲渡制限を設けた株式を発行することが可能になった。⑤取得請求権付株式は、株主が株式の取得を当該会社に請求できるものであり、対価として現金・株式・社債・新株予約権等が交付される。これとは逆に、⑥取得条項付株式は、一定の事由が生じた時に、会社が強制的に株主から株式を取得することができるものである。これも同じく対価が交付される。さらに⑦全部取得条項付種類株式は、1つの種類株式の全部を株主総会の特別決議によって取得することができるものである。上場会社のMBOで少数株主を締め出すためのスクイズ・アウトなどに用いられる。⑧拒否権付株式は、いわゆる黄金株であり、支配権維持のために活用される。最後に⑨役員選任権付株式は、取締役・監査役の選任を種類株主総会⁴⁾において行うものである。これは指名委員会等設置会社または公開会社では発行できない。

以上が種類株式の9つの類型である。これらを単独で発行したり、あるいは複合的に組み合わせて何通りもの種類株式を発行できるようになった。例えば、種類株式を使うと後継者に会社の経営権をスムーズに委譲することも可能となる。具体的には、①配当優先株式、③議決権制限株式、⑤取得請求権付株式を組み合わせて、後継者以外の相続人に、経営に関与させない（議

3) トラッキングストックとは特定の事業部門や子会社の業績に株価を連動させて配当を行う株式のことをいう。その仕組みについては岡崎 2002、28-29頁を参照。

4) 種類株主総会とは、会社が2以上の株式を発行している時、ある種類株式の株主による総会のことをいう。

決権制限) 代わりに「配当優先権を与える」かつ「取得請求権を与える」ことによって将来の資金化を保証するといった施策を採用することができる⁵⁾。このように種類株式を用いると状況に合わせた柔軟な設計が可能になる。ただし、これら9類型以外の種類株式は認められていない⁶⁾。

2. 種類株式をめぐる商法・会社法改正の歴史とその背景

わが国では現在、上記の通り9つの種類株式が認められているが、こうした多様な種類株式が登場するようになったのは比較的最近のことである。種類株式をめぐる主要な改正点を年代順にまとめたのが図表2.である⁷⁾。

商法改正に伴う種類株式の変遷を見ると、明治以降、わが国でも早くから種類株式が発行されてきたことが分かる。その中心は優先株式であり、これをめぐって規定改正が何度も行なわれてきた。すなわち、これまで種類株式といっても内容は非常に限定的なものであった。

種類株式の内容が大きく変わるのは平成以降である。種類株式をめぐる平成以降の改革は、一貫して規制緩和の方向に進んできており、すでに見たとおり種類株式の多様化が大きな特徴だと言ってよい。こうした動きの背景には何があるのであろうか。まず平成2年の商法改正はバブル崩壊直後であり、実務的に優先株式を使い勝手のよいものにすることが目指された。ただし、内容的にはこれまでの考え方の延長線上にある。それが大きく転換するのは平成13年(2001年)11月の商法改正であり、種類株式制度の大幅な緩和が行われた。その背景としては①金融機関の貸し渋りなどもあり、有利な資金調達のために直接金融の割合が増加した、②ベンチャービジネスの資金需要の拡大、③マザーズなどの株式市場の整備で、多様な株式発行の必要性が高まってきた、といった点が挙げられる⁸⁾。従来の銀行中心の間接金融から直接金融への転換が叫ばれるようになり、また次代を担う新しいビジネスの創造と

5) 野口・中嶋 2008、121頁

6) 荒井・大村 2009

7) 家田 2007、秋坂 2006、上村他 2008などをもとに作成。

8) 神田・武井 2002、149-150頁

図表 2. 商法改正と種類株式

年度	変更点
明治32年 (1899年)	<ul style="list-style-type: none"> ・明治23年の旧商法ではなかった優先株式に関する規定が初めてもうけられた(劣後株式は不可)。 ・株式の譲渡制限が認められた。
昭和13年 (1938年)	<ul style="list-style-type: none"> ・優先株式に加え劣後株式を発行できるようになった。 ・数種類の株式を発行する場合、その一部を無議決権株式として発行できるようになった。 ・無議決権株式の発行限度率は発行済株式総数の4分の1。
昭和25年 (1950年)	<ul style="list-style-type: none"> ・無議決権株式は優先株式についてのみ発行できるようになった。 ・優先配当がなされない場合は議決権は復活される。 ・償還株式(利益による株式の消却)、転換株式を発行できるようになった。 ・株式の譲渡制限は認められなくなった。
昭和41年 (1966年)	<ul style="list-style-type: none"> ・株式の譲渡制限が再び認められた。
平成2年 (1990年)	<ul style="list-style-type: none"> ・優先株式の機動化を目的に、優先株式の内容のうち、優先配当金は定款に上限のみを記載すればよいと規定された。 ・無議決権株式の発行限度率は発行済株式総数の3分の1。
平成13年6月 (2001年)	<ul style="list-style-type: none"> ・株式の買い受けに関して種類株式が発行できるようになった。 ・単元株制度の創設で異なる単元の株式を発行できるようになり、事実上、複数議決権株式を発行できるようになった。
平成13年11月 (2001年)	<ul style="list-style-type: none"> ・議決権制限株式制度によって、優先配当の有無とは関係なく無議決権株式の発行ができるようになった。 ・無議決権株式は、完全無議決権あるいは一定の議案のみの無議決権といった多様化が認められた。 ・無議決権株式の発行限度率は発行済株式総数の2分の1。 ・通常の株主総会とは別に、特定の決議事項に関して種類株主総会が認められた。 ・トラッキング・ストックや強制転換条項付株式を発行できるようになった。
平成14年 (2002年)	<ul style="list-style-type: none"> ・株式譲渡制限会社に限定して、取締役・監査役の選任について、内容が異なる種類の株式が発行できるようになった。
平成17年 (2005年)	<ul style="list-style-type: none"> ・これまでの種類株式が整理され体系的にまとめられた。

いう観点からも、主としてベンチャー企業などの創出とそのための資金調達
の利便性向上が図られる必要があった⁹⁾。

したがって種類株式の多様化の目的は大きく2つ指摘できる。1つは、会

9) ベンチャー企業を育成するにはベンチャー・キャピタル(以下、VC)からの投資が必要であり、そのために規制緩和が図られた。プロ投資家であるVCを前提にすれば定款自治の許容は容易であるが、行われた法改正は、必ずしもベンチャー企業のみを対象としたものではなかった。(若林 2008、203頁)

社の資金調達の柔軟化であり、もう1つは、会社の支配関係の多様化である。前者は、種類株式を組み合わせることで普通株式では実現できなかったタイプの株式を投資家に提供することであり、会社は資金調達の目的に合わせて柔軟な株式発行ができるようになる。後者は、これまでとは違い会社にあった多様な支配関係をつくりだすことが可能である。例えば、議決権制限株式、拒否権付株式、取締役・監査役を選任についての株式などを利用すれば、従来にはない独自の支配構造を構築することが可能である。また、後で詳しく論じるように、単元株制度の導入によって実質的に1株の議決権に差を設けた複数議決権方式を導入できるようになったことは、株式会社の支配構造を考える上で極めて大きな意味があったと言えよう¹⁰⁾。

なお、こうした法改正を受けて会社が直ちに種類株式を自由に発行できるようになったわけではない。上場会社が株式を発行する場合、例えば東京証券取引所（以下、東証）では有価証券上場規程に基づく審査が行われており、種類株式の多様化に対応するため、東証は平成20年に上場規程の制度整備を行った¹¹⁾。

Ⅲ わが国上場会社における種類株式の現況と類型

1. 上場会社の種類株式導入の現況

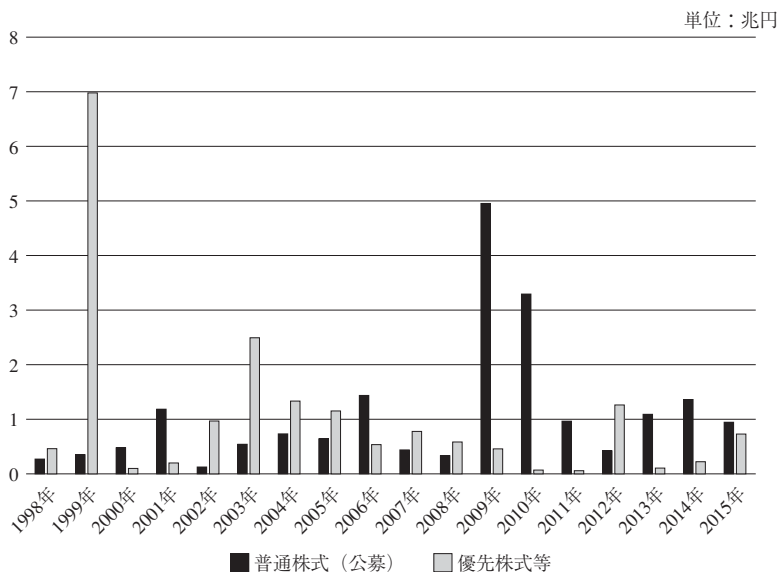
平成以降の改革で、わが国の種類株式制度は大幅な規制緩和・多様化が進んだのであるが、実際の種類株式の活用はどうなっているのであろうか。主に上場会社を対象に、その現況を見ておこう。

まず図表3.は、上場会社の種類株式（主に優先株式）による資金調達の状況を示したものである。結論から言えば、わが国の種類株式による資金調

10) 複数議決権方式の適法性に関しては、かつて議論は存在したが実務的にはすでに解決済みの論点だと指摘されている（澤口、戸嶋 2014、34頁）。例えば、適法であるという説明は相澤・葉玉・郡谷 2006、116頁など。しかし、そもそも種類株式制度の規制緩和により生じうる具体的な弊害については、事後的であれ救済の提案はほとんどなされてこなかったという指摘もある（若林 2008、203頁）。

11) 戸嶋 2007、大崎 2014を参照。

図表3. 上場会社の資金調達額



（出所）東証 HP（上場会社資金調達額）をもとに作成

（<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/misc/06.html>、2016年8月22日アクセス）

達は概して低調である。戦後の種類株式の発行実績のほとんどは、銀行の BIS 対策として公的資金注入に際して発行された優先株式に偏っており、一般企業における利用は盛んではなかった¹²⁾。この図表を見ると1999年（平成11年）の発行額が約7兆円と突出して大きいのが、これは大手銀行が大量の優先株式を発行したことによるものである。この数字はバブル崩壊後の金融機関救済のための公的資金注入の金額が如何に大きかったかを如実に示すものである。また2003年は2.5兆円となっており、この年はりそな HD（りそな銀行）が1.7兆円の議決権付優先株式を発行して公的資本の注入を受けた。その後の優先株式の発行は、2004年1.3兆円、2005年1.1兆円となっている。さらに2012年は1.2兆円であるが、これは東日本大震災による福島第一原子力

12) 神田・武井 2002、149頁

発電所の事故処理等のために東京電力が1兆円の優先株式を発行して公的資金が注入されたためである¹³⁾。また、過剰債務を抱えた事業会社によるデット・エクイティ・スワップ（債務の株式化）等があることも指摘されている¹⁴⁾。いずれにしろ年間実績は1兆円を超えておらず、全体を見ると種類株式の発行実績は増大する傾向にはない。他方、普通株式の公募による資金調達額の推移を見ると、1兆円を超えているのは2001年1.2兆円、2006年1.4兆円、2009年4.9兆円、2010年3.3兆円、2013年1.1兆円、2014年1.3兆円という結果である。

種類株式発行の柔軟化、弾力化の目的の1つは、ベンチャー企業の資金調達における利便性向上を目指すものであったが、では肝心のベンチャー企業（未上場）における種類株式の利用実態はどうなっているのであろうか。

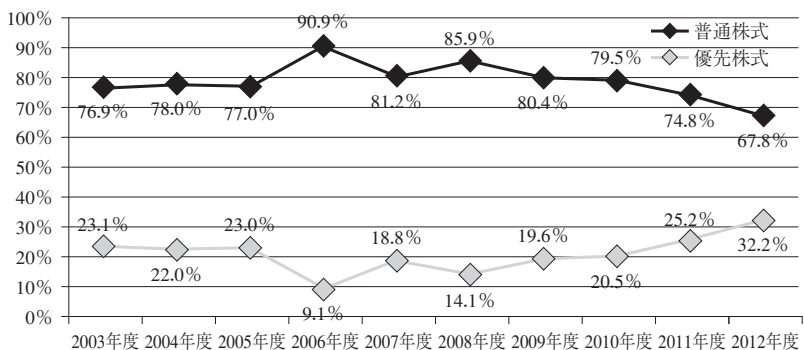
図表4. はベンチャー投資における普通株式と種類株式の活用状況を示したものである。種類株式での資金調達は、金額においても比率においても大きく伸張しているとは必ずしも言えない。ベンチャー大国のアメリカでは種類株式への投資が一般的であるのに対し、日本においてははるかに普通株式への投資が多いのが特徴である。理由はいろいろ考えられるが、普通株式を利用する投資モデルの定着や税務上の問題点等が指摘されている¹⁵⁾。ただし、「2015年上半期は、優先株の利用が76.9%を占め、資金調達の大型化が顕著となった2014年から優先株の利用が大きく普及している実態がある」¹⁶⁾とい

13) 東京電力は、2つの優先株式を計19億4000万株、金額換算で1兆円を発行し、これを政府の原子力損害賠償支援機構が全株引き受けた。その内訳は議決権のあるA種優先株が16億株（1株200円で3200億円）、議決権はないが将来議決権付き優先株に転換できるB種優先株が3億4000万株（1株2000円で6800億円）となっている。これにともない原子力損害賠償支援機構の持ち株比率は50.11%となり、東電は実質政府の管理下に置かれることになった。

14) デット・エクイティ・スワップ（債務の株式化）とは、債務と株式の交換（スワップ）を意味し、銀行などが債権を現物出資する形でその対価として優先株式等を引き受けるものである。太田 2012を参照。

15) わが国のベンチャー企業の資金調達の現状と問題に関しては、以下の資料を参照。「平成23年度ベンチャー企業における発行種類株の価値算定モデルに関する調査」報告書（有限責任監査法人トーマツ）、経済産業省「未上場企業が発行する種類株式に関する研究会報告書」。また高原 2004も参照。

図表4.ベンチャー投資における普通株式と種類株式の活用状況



(原典) ベンチャーエンタープライズセンター「各年度ベンチャービジネスに関する年次報告書」

(出所) 藤倉孝行(2014)「日本の金融システムの変革—ベンチャーファイナンスを中心に」

う分析もあり、今後の動向が注目される点である。

また経営者の高齢化の進行で事業承継が大幅に増大すると考えられている中小企業においては「後継者への株式の集中」が必要であるが、その方策として種類株式等を利用した事業承継が有効とされている¹⁷⁾。今後種類株式の利用は進んで行くものと予想される。

2. 上場会社の種類株式の類型

さてここからは、わが国の上場会社に限定して、実際に活用されている種類株式の代表的な事例を取り上げてみよう。大きく見ると8つの類型に分けられる¹⁸⁾。

(1) 経営不振に陥った上場企業が資本増強のために発行する優先株式

これはすでに見たとおり、金融機関などの自己資本の充実を図り金融の機

16) 「2015年上半期 未公開ベンチャー企業資金調達状況 (2015年1月～6月)」(<http://jvr.jp/news-press-releases/news/>)

17) 例えば、後 2016、太田 2016に具体的なスキームが紹介されている。野口、中嶋 2008も参照。

18) この部分の記述は主に太田 2015を参照した。

能を安定化させるために、金融機関が発行する優先株式を預金保険機構などが引き受けるものである。同じく経営不振に陥った企業に対する産業再生機構（2003年設立、2007年解散）などによる再生支援策として、事業会社が発行する優先株式を産業再生機構などが引き受けるものがある。こうした支援策は公的機関だけに限られているわけではなく、事業会社が優先株式を引き受けて支援する場合もある。

（2）ソニーのトラッキング・ストック

2001年、ソニーが発行し東証一部に上場させたのが、100%子会社であるソニーコミュニケーションネットワーク株式会社の業績と連動させたトラッキング・ストック（子会社業績連動株式）である。トラッキングストックとは、子会社や特定の事業部門に対する支配権を維持しつつ、その価値を顕在化させ、資金調達や企業再編等の手段として利用しようとするものである。ソニーは「戦略子会社の価値を顕在化させることができる一方、発行後もソニーによる支配権を保ちつつ、グループとしての一体性及び戦略の自由度を維持しながらグループシナジーを最大限に追求できる」ことを発行の理由としていたが¹⁹⁾、株価が最初から低迷したこともあって、2005年に普通株式に転換された。

（3）国際石油開発の拒否権付種類株式（黄金株）

2004年、国際石油開発（現在は合併して国際石油開発帝石）は東証一部に上場する際に、石油公団に対して甲種類株式²⁰⁾を発行した。これは拒否権付種類株式（いわゆる黄金株）であり、外資による経営支配や投機目的による敵対的買収等の危険を防止することを目的としたものである。2016年現在、

19) ソニー・プレスリリース2000年11月20日（http://www.sony.co.jp/SonyInfo/News/Press_Archive/200011/00-056a/）

20) 国際石油開発の甲種類株式は、外資による経営支配や投機目的による敵対的買収等の危険を防止すると同時に、拒否権の対象が限定され、拒否権行使についてもガイドラインが公表されているため、経営の効率性・柔軟性を不当に阻害しないよう透明性を高くした必要最小限の措置となっている、と同社のHPでは説明されている。（<http://www.inpex.co.jp/ir/faq.html>）なお、種類株式につけられている甲や乙といった名前は発行会社が区別するために用いているもので、特別な意味はない。

同社の普通株式約19%と甲種類株式1株は経済産業大臣が所有している。

(4) 伊藤園の無議決権優先株式

2007年、東証一部上場企業であった伊藤園は、既存株主に対して第1種優先株式の無償割当（普通株式1株に対して0.3株）を行い、これを同市場に上場させた。この優先株式は配当が普通株式の125%となっており、議決権は原則としてない。また株主から普通株式への転換を請求する権利もない。伊藤園はこの優先株式を「資金調達手段の選択肢を広げ、成長機会を的確に捉えて機動的な資金調達を行うことができるよう、また株主の皆さまに新たな投資対象を提供することを目的として発行」したと説明している²¹⁾。しかし、これに続く事例はいまだなく、2016年現在、わが国で上場されている無議決権優先株式は伊藤園の1銘柄だけである²²⁾。

(5) 買収において議決権割合を調整するための無議決権株式

2013年、三菱重工業がフォークリフト事業を会社分割し、日本輸送機株式会社（ニチュ）が承継した際に、その対価としてニチュが三菱重工に対し発行したのが、無議決権株式のA種類株式である。議決権はないが剰余金の配当や残余財産の分配などでは普通株式と同じである。これによって、ニチュに対する三菱重工の議決権が過半数を超えない49.4%となるように調整されている。

(6) CYBERDYNE の B 種類株式（議決権種類株式）

2014年、大学発のベンチャー企業である CYBERDYNE 株式会社（以下、サイバーダイン社）は東証マザーズに上場したが、上場した普通株式とは別

21) 伊藤園の HP を参照 (http://www.itoen.co.jp/finance_ir/preferred_stocks/)

22) 伊藤園の優先株式については太田 2012、7-8 頁、吉井 2014、13 頁を参照。また、1976年に優先株式上場制度が導入されて以降、4社5銘柄（日立造船、日本冶金工業、さくら銀行、伊藤園）の優先株式が東証に上場されたが、伊藤園を除く他の会社の銘柄は普通株式への転換などで上場廃止となった。斉藤惇・日本取引所グループ CEO（当時）は、優先株式の上場が増えない理由に関して、引受証券会社の意見は「機関投資家が市場に参加していないため、流動性が低く、上場ができない」と言い、一方の機関投資家は「銘柄が少なく市場規模も小さく、その結果として流動性が低いので、投資対象に含めることができない」と言っていると、この問題の現状を整理している。（『種類株式の活用促進』に関する検討について」2014年11月14日）

に、実質的に議決権が10倍ある非上場のB種類株式も発行した。これは普通株式とB種類株式の単元株式数に10倍の差をつけたことによるもので、B種類株式は、創業者社長ならびに関連する2つの財団が保有する。上場に際して、創業者社長などの保有株式数は全体の約43%なのに対し、議決権は約88%であった。

(7) トヨタ自動車のAA型種類株式

2015年、トヨタ自動車は、同社が1936年に発売した初の量産乗用車AA型にちなんで命名したAA型種類株式を発行した。AA型種類株式は、普通株式と同様に議決権はあるものの譲渡制限のある非上場株式であり、優先配当として5年間は毎年0.5%ずつ引き上げられ、最後は配当年率2.5%になることが保証されている。5年経過すると普通株式に転換するか、発行価額で買い取りを請求することができるため、株式であるにもかかわらず事実上の「元本保証」になっている。トヨタ自動車はこの株式を「中長期視点での研究開発投資」と「中長期株主層の形成」を目的に発行することにしたとしている²³⁾。

(8) MBOで用いられる全部取得条項付種類株式

上場会社が経営者によるMBO(Management Buyout)で非公開化する際に、スクイーズ・アウトのために発行される種類株式である。TOBに応じない株主から強制的に株式を取得する手段となっている²⁴⁾。

上場会社で発行されている種類株式を類型化するとおおよそ以上のようになるが、やはり比重が大きいのは経営再建などのために発行される優先株式であった。しかし、わが国でも多様な種類株式の発行が可能になったことで、ここに来て非常に注目すべき事例が見られるようになってきたのも事実である。上記のサイバーダイン社の複数議決権株式やトヨタ自動車の種類株式が

23) トヨタ自動車株式会社「第1回AA型種類株式に関するご説明資料」平成27年6月16日 (http://www.toyota.co.jp/jpn/investors/stock/share_2015/pdf/commonstock)

24) 上場会社のMBOについては、吉本・勝部 2016を参照。

まさにそれであり、これまでわが国では発行されたことがないまったく新しいタイプの種類株式である。前者の議決権種類株式は創業者に会社支配権を固定化するものであり、後者の AA 型種類株式は中長期の株主層を会社側が意図的に作り出そうとするものである。いずれも株式会社のあり方を考える上で興味深い事例である。特にサイバーダイン社の議決権種類株式は複数議決権方式と呼ばれ、出資額以上の議決権を創業経営者が手にすることになり、伝統的な 1 株 1 議決権を逸脱するものである²⁵⁾。この事例は、ある意味では株式会社の本質に関わる問題を孕んでいるように思われる。サイバーダイン社の事例を、次章で改めて検討することにする。

IV 議決権種類株式とコーポレート・ガバナンス

1. サイバーダイン社の議決権種類株式とその問題

<サイバーダイン社の概要>

サイバーダイン社は、筑波大学大学院教授である山海嘉之氏の研究成果である「サイバニクス」を用いて社会貢献するために2004年6月に設立された、いわゆる大学発のベンチャー企業である。社名の CYBERDYNE は“Cybernetics (サイバニクス)”と力を意味する“Dyne (ダイン)”を合わせて命名されたものである。「サイバニクス」とは、脳神経科学・運動生理学・ロボット工学・IT 技術・再生医療などが融合・複合した新しい学術分野で、この技術を用いて開発されたのがロボットスーツ「HAL」(Hybrid Assistive Limb) である。「HAL」は人間の身体機能を改善・補助・拡張するために研究開発された世界初のサイボーグ型ロボットで、人間が装着して使用する。その仕組みは、人間が体を動かそうとするときに脳から出される微弱な信号をセンサーで読み取り、認識した動作を実現するためにパワーユニットを動かして、装着した人の動作をアシストするというものである。医療・福祉の分野は言

25) 平成15年の商法改正によって1株1議決権原則はほとんど破棄されたに等しい状況になり、改正の趣旨とは正反対に、「ガバナンス」の面において実質的な不平等を拡大しかねないおそれが出てきた、という指摘もある(若林 2008、198-199頁)。また1株1議決権については加藤 2007に詳しい。

うまでもなく、建設などの現場でも活用されることが期待されている。

<複数議決権方式とは何か>

今回サイバーダイン社が上場にあたって用いたのが議決権種類株式であるが、これは平成13年の商法改正によって可能になった「複数議決権方式」を利用したものである。

わが国の会社法では1株に複数の議決権は認められていない。しかし、1単元＝1議決権である単元株制度を利用すると実質的には複数議決権を作り出すことは可能である。通常、単元株制度で1単元＝100株であるとすれば、株主は100株保有することで1議決権を手に入れる。ところが単元株式数は株式の種類ごとに定めることができるため、異なる単元株式数の種類株式を発行できる。例えば、単元株式数の異なる株式XとYを発行したと仮定しよう。種類株式Xは1単元＝10株、もう一方の種類株式Yは1単元＝100株だとすれば、株主はX株式を10株保有すると1議決権が手に入るが、Y株式は100株を保有すると1議決権が手に入る。すなわち両者には議決権で10倍の差があることになる。単元株数の上限は1000株なので、理論上は1000倍の差がある議決権を作り出すことができるはずである。ただし、上場規定で単元株式数は1単元＝100株に統一されることになったため、現実には最大100倍の差がある議決権を作ることが可能である²⁶⁾。

<複数議決権株式の導入目的とその仕組み>

さて、サイバーダイン社は会社設立（2004年）後の未上場の段階では3種類の株式を発行していたが、2014年の上場にあたってはこれらを整理した。上場時に同社が発行したのは、普通株式とB種類株式の2つの株式である。図表5.は同社の株式の概要を示したものであるが、上場されたのは普通株式のみであり、B種類株式は未上場である。2種類の株式の経済的権利は同

26) 1単元あたりの大きさをどの程度異にする種類株式の発行が出来るかは、個別の案件ごとに検討すべきだと指摘されている（岡崎 2002、83-84頁）。

図表 5. サイバーダインの株式の概要

	普通株式	B 種類株式
剰余金の配当・ 残余財産の分配	同順位・同額	
単元株式数	100株 (100株につき1個の議決権)	10株 (10株につき1個の議決権)
譲渡制限	制限なし	取締役会の承認が必要 (B 種類株主間の譲渡には不要)
種類株主総会の決議を 要しない旨の定款の定め	あり	なし
取得請求権	なし	あり (B 種類株式1株を 普通株式1株に転換)
取得条項	なし	あり (B 種類株式1株につき 普通株式1株を交付)
株式の分割・ 株式の併合等	同時・同一の割合	
上場	上場	非上場

(出所) CYBERDYNE 株式会社 有価証券報告書 (平成28年3月期)
(<https://www.cyberdyne.jp/company/IR.htm>)

一であるが、議決権に関しては異なる。サイバーダインは上記の複数議決権方式を利用して普通株式の単元株式数を100株、B 種類株式のそれを10株とすることで、B 種類株主には普通株主に比べて10倍の議決権を与えている。このB 種類株式は、山海嘉之氏と山海氏が代表理事を務める2つの財団のみが保有している。

次に図表6. は2016年3月現在の株式所有と議決権の状況を示したものである。山海氏の保有株式数は全体の38.24%なのに対し、議決権の方は86.09%となっている。つまり創業者である山海氏が同社の圧倒的な議決権を保有している。

このような議決権種類株式導入の目的は2点ある。1点目は、同社のサイバニクス技術が、人の殺傷や兵器開発など、平和的な目的以外の目的で利用されることを防止することである。同社の定款には、会社の経営理念に関し

図表 6. サイバーダイン社の株式所有と議決権

平成28年3月31日現在

氏名又は名称	所有株式数 (株)	発行済株式 総数に対する 所有株式数 の割合 (%)	所有議決権数 (個)	総株主の議決権 に対する 所有議決権数 の割合 (%)
山海 嘉之	77,738,000	38.24	7,770,020	86.09
大和ハウス工業株式会社	27,690,000	13.62	276,900	3.07
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社 (信託口)	8,627,300	4.24	86,273	0.96
GCAS BANA LONDON US CLIENT (常任代理人 メリルリンチ日本証券株式会社)	3,726,000	1.83	37,260	0.41
日本マスタートラスト信託銀行株式会社 (信託口)	3,667,200	1.80	36,672	0.41
STATE STREET LONDON CARE OF STATE STREET BANK AND TRUST, BOSTON SSBTC A/C UK LONDON BRANCH CLIENTS UNITED KINGDOM (常任代理人 香港上海銀行東京支店)	3,363,400	1.65	33,634	0.37
ドイツ証券株式会社	2,793,400	1.37	27,934	0.31
BBH FOR MATTHEWS JAPAN FUND (常任代理人 株式会社三菱東京UFJ銀行)	2,303,900	1.13	23,039	0.26
UBS AG LONDON A/C IPB SEGREGATED CLIENT ACCOUNT (常任代理人 シティバンク銀行株式会社)	2,246,910	1.10	22,469	0.25
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社 (信託口9)	2,070,500	1.01	20,705	0.23
計	134,226,610	66.03	8,334,906	92.35

(出所) CYBERDYNE 株式会社 有価証券報告書 (平成28年3月期) より作成
(<https://www.cyberdyne.jp/company/IR.htm>)

て「科学技術を平和目的に利用することを率先垂範する」と謳われている。2点目は、サイバニクス技術の生みの親であり、研究の中心的存在である山海氏が、企業価値向上 (株主共同利益) のために経営に安定して関与し続けることが必要だということである。そのため、B 種類株主である山海氏に議

決権を集中させることにより、上場後も同社の支配権は一貫して山海氏が持つという考え方が前提となっている。

＜株主の権利の尊重—ブレイクスルー条項とサンセット条項＞

複数議決権制度を使えば少ない株式で会社を支配できるため、上場審査を行う東証は、この制度での上場は必ずしも望ましいものではないと慎重な姿勢を取ってきた²⁷⁾。東証は上場の要件として、このスキームを解消できる見込みがあることを求めている²⁸⁾。そのためサイバーダイナ社は定款にブレイクスルー条項とサンセット条項の2つを入れている。ブレイクスルー条項とは、一定割合以上の株式を取得した株主が現れた場合、議決権種類株式の構造を解消するスキームのことをいう。またサンセット条項とは、議決権種類株式導入の目的が終了した場合、同目的を逸脱した場合若しくは同目的を達成することができないことが確定した場合、またはこれらの事由が生じたときのみなすことができる場合に、スキームを解消させる方策をいう。サイバーダイナ社は、前者のブレイクスルー条項に関して公開買い付けで発行済株式総数の75%以上になった場合、B種類株式のすべてを普通株式に転換することになっている。また後者のサンセット条項は山海氏が退任した場合、「株主意思確認手続き」が実施される。すなわち普通株式とB種類株式の単元株式数を100株として計算される議決権の3分の1以上の株主の意思が確認でき、その議決権の3分の2以上の賛成で、B種類株式のすべてが普通株式に転換されることになっている。要するに、複数議決権株式を永久に存在するもの

27) 林 2014、27頁

28) 東証は種類株式をめぐる法改正に対応するため、2008年に東証上場規程やガイドラインなどを改正した。これによって新規上場する会社は複数議決権方式を利用することが可能になった。ただし、議決権種類株式は少ない出資割合で支配権を維持することができるため、コーポレート・ガバナンスに歪みをもたらす可能性が高い。議決権株式の上場審査にあたっては、ガイドラインⅡ6(4)(b)で「極めて小さい出資割合で会社を支配する状況が生じた場合に無議決権株式又は議決権の少ない株式のスキームが解消される旨が定款等に適切に定められていること」と規定している。詳細は宇都宮 2008a、b、c、林 2014、松尾 2014を参照。

とはせず、一定の条件の下ではスキームの解消が図られる可能性を担保するものとしてブレイクスルー条項とサンセット条項が設けられているのである。東証はそれらを前提に同社の上場を承認した。

なお、これら2つの条項は、複数議決権株式の構造を終了させる性質を持つほか、創業経営者が支配権を安定的に確保するためには、これらの条項の発動を阻止するだけの出資割合を確保する必要があるため、一定割合の出資を事実上強制するものであり、これによって出資割合と支配比率の極端な乖離を防止できる、と指摘されている²⁹⁾。

＜サイバーダインの複数議決権方式の問題＞

これまでわが国では未上場の会社で、議決権に関する特殊な種類株式を発行したまま上場したのは、すでに見た国際石油開発の事例だけである³⁰⁾。東証は、こうした種類株式の発行を明示的に禁止してはいたわけではなかったが、実際はこれまで上場を認めてこなかった³¹⁾。会社法成立後、複数議決権方式による上場はサイバーダイン社が初めてである。

では同社はなぜ複数議決権方式による上場を目指したのか。どうしても複数議決権方式に拘らなければならない理由があったのであろうか。目的はすでに述べたとおり、技術の平和利用のためには敵対的買収などで会社の支配権が他に移ることを避けること、そして研究開発の要である創業者社長が経営に安定的に関わることが必須だと会社側が考えたからである。特に同社の場合は山海氏の研究成果こそが中核技術となっており、山海氏なしには同社の発展はあり得ない。こういう目的に鑑みれば、複数議決権方式を利用することは絶対的な支配権を維持する上で極めて有効であるし、説得性もある。しかし、この方式でしか支配権の維持ができないというわけでは必ずしもない。そもそも既存の上場会社もみな程度の差はあれ企業防衛には強い関心を

29) 宇都宮 2008b、45頁

30) 2003年にイー・アクセス社は、A種優先株式、B種優先株式を持ち越したままマザーズ市場に上場したが、直ちに普通株式に強制転換された。

31) 澤口、戸嶋 2014、36頁

持っており、いずれも利用可能な他の防衛策を講じているはずである。ただし、既存の上場会社では種類株式を用いたこのスキームは利用できない。新規上場の場合のみに限定されているからである。そういう意味では、サイバーデザイン社は新規上場ということであまり条件が揃ったことで、複数議決権方式をタイムリーに利用できたという側面は否定できないであろう³²⁾。

上場の条件はクリアしているのであるが、この複数議決権方式を採用したことに問題はないのであろうか。すでに様々なところで指摘されているように、絶対的とも言える支配権を最初から創業経営者に付与することで、複数議決権方式はガバナンスに歪みが生じることが考えられる。会社の経営に問題があったとしても、それを掣肘することが事実上不可能だということである。サイバーデザイン社の場合、山海氏の開発した技術こそが核心であることは論を待たないが、技術さえ優れていれば経営がうまくいくわけでは必ずしもない。会社である限り、何よりもマネジメントをうまく行うことで成果を上げることが求められている。先端的な発想と技術を武器に会社を立ち上げて上場するところまでこぎ着けたことは経営者としての手腕であり実績である。ただし、これから先の成功が保証されているわけでは必ずしもない。そこで考えられる問題点は2点あろう。1点目は、もし経営に問題が出た場合、圧倒的な議決権を持っている創業経営者を取締役会が交代させることは可能か。2点目は、もし経営者を交代させたとして、研究開発も含めて同社を強力に牽引してきた人物に代わりうるだけの人材を速やかに見つけることは可能か。つまり今回のケースでは創業経営者の存在感が極めて大きいため、経営が順調な時はよいとしても、逆に上記のような問題が出てきた時にそれをうまくフォローしていける体制が築けるかどうか大きな問題である。プレー

32) 制度導入当時と比べて現在は敵対的買収の脅威が相対的に低い状況下であり、投資家賛同が得られるかがこのスキームが浸透する上でのポイントだと考えられる（吉井2014、21頁）。またこのスキームはどのような会社でも利用できるものではなく、複数議決権方式を利用する必要性、その利用の目的について、関連当事者や市場関係者に説得的に説明でき、その信認を得ることが何よりも必要だと指摘されている（戸嶋2014、90頁）。

クスルー条項とサンセット条項ではこの問題の直接的な解決にはならないと思われる。

ちなみに上場以降の同社の各期（3月）の業績を見ておくと、売上高は2014年4億5637万円、2015年6億3127万円、2016年12億6490万円と業績は順調に伸びている。しかし、その一方で、経常損失は2014年△6億8288万円、2015年△9億785万円、2016年△7億1007万円と赤字が続いている。ベンチャー企業として飛躍できるか否か、これからが正念場であろう。

2. 複数議決権方式と株主主権

複数議決権方式で上場したサイバーダイン社の事例を検討してきたが、ここではコーポレート・ガバナンス論としてみた時、この事例が如何なる意味を持っているのかを考えてみたい。公開会社が複数議決権方式を採用することは従来からの株式会社の論理と何ら矛盾しないのであろうか。またそれはコーポレート・ガバナンスにおいてどれだけの意味を持つのであろうか。

さて、コーポレート・ガバナンス論の世界では、異なる主張が複数あるとは言え、現在、株主主権論がほとんど主流派の地位を占めるようになってきている。これは簡単に言えば、会社の所有者は株主であり、会社は株主のものだという主張である。言うまでもなく会社には様々なステークホルダーがいて、各ステークホルダーが会社と利害関係を持っている。その中でも株主は会社における資本の出資者であり、残余財産の分配においては最後の受領者である。すなわち株主こそが他のステークホルダーと比べて最もリスクをとっているのであり、そうした株主のために会社を動かしていくことこそが会社の価値を最大化することになる、という主張になる。したがって、株主主権論では株主価値の最大化が企業の目標であり、株主による会社支配が基本的な立場である。

こうしたガバナンス論の前提になっているのは所有論パラダイムである。会社権力の基盤は所有にあると見るもので、所有＝支配の考え方に立脚している。したがって、会社を所有するということはすなわち会社を支配すると

ということと同義であり、会社の所有者が支配者として最終的に意思決定の権力を持つべきだという理解になる。つまり大株主だからこそ会社を支配できるのであり、所有こそが支配の正当性の根拠だということになる。現在の株主主権論的なガバナンス論もまた、正当性の根拠を所有に置いている³³⁾。

では、種類株式の活用が唱えられ、複数議決権方式に見られるような種類株式が登場するようになると、これは従来の所有論パラダイムではどう位置づけられるのであろうか。また種類株式を利用して支配権を握った場合、その支配の正当性はどこにあるのであろうか。

ここでもう一度、サイバーダイン社の事例を取り上げて上記の問題を検討してみたい。すでに説明したとおり、サイバーダイン社では創業者社長の山海氏が4割ほどの株式所有にもかかわらず実際は8割もの議決権を持っている。議決権種類株式は山海氏の支配権を絶対的なものにする役目を果たしており、これによって支配権の固定化が図られている。したがってサイバーダイン社は山海氏の圧倒的な議決権に基づく所有者支配企業ということになる。ただ、もし議決権種類株式を発行していなかったとしても山海氏の持ち株比率は4割近くあり、会社を支配することはほぼ間違いなく可能であろう。同社のケースでは、恐らくどちらの場合であっても所有者支配であることに変わりはないと考えられる。しかし、種類株式を持っているか否かで決定的に違うのは、種類株式を持つ限りは支配権を第三者に奪われる可能性はほぼ皆無という点である³⁴⁾。議決権種類株式はまさに支配権維持の役割を担う強力

33) アメリカでは「法と経済学」が発展してきており、会社についても伝統的な所有モデルではなく、契約モデルが主張されている。いわゆる「契約の束」(a nexus of contracts)としての企業観である。「会社とは、利益を追求する各人がそれぞれの利益の充足を目指して取り引きする集合であり、これら取引は、会社の利害関係者をして株主の利益を最大化する契約の採用へと導く。…(中略)…このように契約モデルにおいては、会社は会社関係者による契約の集合を示す以外の何物でもなく、会社独自の利益は存在しないから、会社に対する所有者を論ずるのも意味がないことになる」(落合 2008, 8頁)。このような契約モデルを前提にすれば、所有者の意味はまったく違った次元のものとなる。

34) サイバーダイン社の場合でも、可能性だけから見れば絶対に支配権を維持できるとは必ずしも言えない。増資を重ねて普通株式の総数が拡大すれば、山海氏の持ち分比率は低下するからである。加藤 2015を参照。

な武器になっている。そうであればサイバーデザイン社は、同じ所有者支配企業であってもその他の上場会社とは支配の性格において一線を画さざるをえない。簡単に言えば株式が公開されているにもかかわらず乗っ取りは不可能であり、強固な所有者支配の会社だということである。

問題は普通株式よりも議決権が多いB種類株式の妥当性である。サイバーデザイン社は議決権に10倍の差をつけた種類株式を発行したが、創業経営者が少ない株式所有で多くの議決権を手に行けるということは、他の一般の株主から見れば自分たちの議決権の重みが希釈化されているということになる。つまり議決権種類株式の本質は「所有の希釈化」ということになろう。これでは同じ株主でありながら株主平等の原則に反することになると思われるが、現在の会社法では、かつてのように種類株式は株主平等原則の例外とは考えられておらず、むしろ株主平等原則とは各株式の内容が同一である限り同一の取り扱いがなされることだと解釈されている³⁵⁾。つまり同一種類の株式の中で平等の取り扱いがされれば問題はないという理解である³⁶⁾。また投資家に関しては、こうしたスキームであることを知った上で株式を買ったのであるから、同意の上だという説明もなされている。確かに投資家は、このスキームに納得して株式を購入したのは事実であろう。嫌なら買わなければよいからである。議決権が平等ではなく、しかも支配権を固定化するスキームであ

35) 本来、株式の内容は同一であるのが原則であり、優先株式は株主平等原則の例外で、制限的に許容されるものとして位置づけられていた。これが従来の支配的な学説であった。これに対して、平成13年改正以後は、むしろこれまで少数派であった株式の内容の同一性の原則を否定する見解（例えば神田 2016）に、立法担当官が与したと評価されている。つまり通説ではなく少数説の方を支持したということである。こうした動きの背後には、株主平等の原則を崇高な理念に基づく原則として位置づけたことが種類株式の設計を硬直化してきたという問題意識がみてとれる、と指摘されている（野村 2006、30-31頁）。

36) 神田2016、71-72頁、相澤・葉玉・郡谷 2006、59頁、鈴木 2002を参照。しかしその一方で、このような理解を前提にすると、株主平等原則という事前予防的原則が果たしてきた少数派株主保護機能の領域ないし水準が保たれるのか危惧する立場もある（若林 2008、206頁）。また種類株式の多様化は明らかに株主不平等の許容であり、いま求められているのは、株主不平等であることを認めた上で、この不平等をより高い価値をもって合理的に納得させる論理であるとする主張もある（高岡 2009、44頁）。

るにもかかわらず同社に投資した理由は、研究開発の中核を担うのは創業者である山海氏を措いてなく、その山海氏が経営権を保持し事業を進めていくことがサイバーダイン社の企業価値を継続的に向上させてくれると考えたからだと思われる。すなわち事業に対する高い成長期待であり、経営者としての山海氏に対する信頼である。そうでなければこのようなスキームの会社に投資することは避けるはずである。その限りでは同意の上であることは間違いない。しかし、株主が反対していないのだからそれでよい、ということになるのであろうか。株式会社の原理という観点から見ると、依然として問題は残ろう。

さて、話を元に戻そう。サイバーダイン社の事例は、創業経営者が複数議決権方式を用いて圧倒的な支配権を保持しており、いわゆる所有者支配である。しかし、創業経営者の山海氏は同社を所有に基づいて支配していると単純に言えるのであろうか。あるいはこの場合、支配の正当性は所有だと見てよいのであろうか。形式的に言えば所有に基づく支配ということになろう。しかし、そもそもこのスキームでの上場を認めた目的や根拠は、単純に創業経営者の利益のために支配権、経営権を維持することではなかったはずである。技術の平和目的での利用のために他社からの敵対的買収を避けたいという動機は、創業者の個人的利益と必ずしも同義ではない。それは会社に投資した株主もまったく同じ認識であろう。すなわち山海氏は大株主であるから支配者として認められているのではなく、創業経営者としての能力を高く評価されているからこそ会社を支配する地位に就くことを認められているということであろう。換言すれば、このスキームでは、議決権の大部分を持つ経営者が独自の能力を発揮して経営成果を上げなければ支持も失うし、正当性が問われることになる。単に支配権を維持しようとする経営者の保身を投資家が認めるわけがない。したがって、支配の正当性は「所有」にあるのではなく、むしろ経営者の「能力」そしてそれがもたらす成果にあると言ってよい。逆に、この議決権種類株式により組み立てられたスキームの元で経営の成果が出なければ、こうしたスキームそのものの正当性が問われることにも

なろう。したがって、山海氏は形式上は圧倒的な議決権を持つ「所有者」であるにもかかわらず、実質的な支配の基礎は「所有」ではなく経営者「能力」でありそれに基づく成果にある。支配の正当性をまさにそこに見いだすことができよう。

複数議決権方式による上場は、現在、わが国ではサイバーダイン社1社に過ぎない。他方、形式は若干違うが海外では多数の事例があり、グーグルやフェイスブックなどは複数議決権株式を活用して株式上場を行っている。日米欧を問わず種類株式を用いた上場は、経営者に強固な会社支配の基盤を与えるものである。こうした議決権種類株式の本質はすでに指摘した通り、一般株主の「所有の希釈化」ということである。不平等な議決権を最初から了解し、株主は支配権を創業経営者に渡すことを認めたのであるから、これは言わば「所有」の放棄に等しい。一般の株主にとっては決して好ましいことだとは言えないものの、ある意味、会社が生み出す「果実」さえ手に入ればそれでよいということでもある。つまり株主の立場から見ると、良くも悪くも経営者次第であり、うまくいけば大きなリターンが期待できるのである。議決権種類株式とは、キャッシュフローに対する権利とコントロールに対する権利を分離するものである。株主が会社のガバナンスを積極的に担うという機能は、このスキームにおいては最初から非常に限定されている。

では、こうした議決権種類株式の登場によって、従来の所有論パラダイムは大きく変わったと見るべきであろうか、あるいはそうでないであろうか。すでに見た通り、創業経営者は少ない出資にも拘わらず圧倒的な議決権を手にすることで強固な会社支配を実現している。株式所有の意味はなくなるどころかむしろ支配の基礎である。その限りでは従来からの所有論パラダイムに則っていると言ってよい。ところがサイバーダインの事例で検討したように、創業経営者に議決権が集中するという意味では「所有」が強く意識される反面、実際の会社支配の基礎は「所有」だと言うだけでは済まされないものになっている。議決権種類株式によって「所有」の意味は揺らいでいるということであろう。所有論パラダイムに代わる新しい会社支配のパラダイム

の誕生とまでは言えないにしても、種類株式の多様化、特に議決権種類株式が問われていることの意味は決して小さくないと思われる。

V むすびにかえて

わが国の企業金融と呼ばれる分野では、戦後一貫して規制緩和が行われてきた。規制緩和とは、これまで商法上できなかったことができるようになったり、あるいは、事前の手続きが煩雑であったものが簡便になったりすることである。そしてその理由は、資本市場・証券市場が徐々に発達して、そこで資本を調達したり資金を返したりしようとする、今までの商法ではやりにくかったからだという。実務界からも商法改正の要求があり、それに応えて規制緩和が推進されてきたということである³⁷⁾。

しかし、単純に実務界からの要請だけで規制緩和が進んできたというわけではなからう。特に平成以降の改正には時代的特色が大きく反映されていたと思われる。まず平成2年の改正は1990年というバブル崩壊の年であり、その後日本経済は「失われた10年」「失われた20年」と言われるようになっていく。その一方で、市場のグローバル化、情報化が急速に進展していき、日本企業もグローバル市場において益々厳しい競争に晒されるようになった。コーポレート・ガバナンス論が台頭し、いまや「攻めのガバナンス」が言われるようになってきている。そういう時代的な背景の中で、商法改正そして会社法の登場を見ることになる。いまや会社法学者をして「パラダイムは変わった」³⁸⁾と言わしめる状況である。

その会社法学者である神田は次のように述べている。『「競争力を高める会社法、IT革命に対応した会社法、資本市場の拡大に対応した会社法」をめざす改正として、おそらく会社の個々の活動を事前に規制するというアプローチからの解放が求められるように思われる」³⁹⁾。日本の会社法がどこを目標

37) 神田 2006、20-22頁

38) 同上書、205頁

39) 同上書、207頁

しているのかがここに端的に語られているし、種類株式に関しても、まさにこうした流れの中に位置づけることができよう。規制を廃してできるだけ柔軟な制度を構築し、企業の競争力を高めていこうということである。しかし、このようなスタンスはいわば「成果主義」を想起させるものであり、極端な言い方をすれば「成果」さえ出ればそれでよいということにもなりかねない。特に上場会社による種類株式の活用、とりわけ議決権種類株式を利用した上場はこれからどうなっていくのであろうか。パラダイムが変わったというが、それは本当にパラダイム転換なのか。もしそうだとすれば如何なる意味でパラダイム転換なのか。またそこに問題はないのか。さらに検討をしていく必要があるだろう。

(筆者は専修大学商学部教授)

<参考文献>

- 相澤哲・葉玉匡美・郡谷大輔 (2006)『論点解説 新・会社法 千問の道標』商事法務
秋坂朝則 (2006)『商法改正の変遷とその要点—新訂版』一橋出版
荒井邦彦、大村健編著 (2009)『改訂版 新株予約権・種類株式の実務』第一法規
家田崇 (2007)「種類株式・新株予約権に関する会社法制の史的展開」浅木慎一 [ほか]
編『検証会社法：浜田道代先生還暦記念』信山社
上村、川村、神田、永井、前田、森田編 (2008)『逐条解説 会社法 第2巻 株式1』中央
経済社
後宏治 (2016)「後継者への株式集約に係る問題点とその解決法」『税経通信』2016.10
宇都宮純子 (2008a)「議決権種類株式の上場制度の整備」『会計・監査ジャーナル』638号
宇都宮純子 (2008b)「議決権種類株式に関する上場制度の報告書について」『経理情報』
No 1178
宇都宮純子 (2008c)「議決権種類株式の上場に関する制度要綱について」『商事法務』No
1834
大崎貞和 (2014)「種類株式の多様化と議決権」『証券アナリストジャーナル』2014.11
太田達也 (2016)「非公開会社における種類株式の活用」『税経通信』2016.10
太田洋 (2015)「上場会社による種類株式の活用と課題 (上・下) —株式の中長期保有促進
に向けた動きとトヨタのAA型種類株式—」『商事法務』No 2084、No 2085
太田珠美 (2012)「優先株式は企業の資本政策に応じた活用を」大和総研 Economic Report
岡崎誠一 (2002)『Q&A 新しい種類 株式の実務』商事法務
落合誠一 (1998)「企業法の目的—株主利益最大化原則の検討—」『岩波講座現代の法7
(企業と法)』岩波書店

- 加藤修（1993）「複数議決権株式」『法学研究』第66巻1号
- 加藤貴仁（2007）『株主間の議決権配分』商事法務
- 加藤貴仁（2015）「議決権種類株式は資本市場を破壊するのか？」資本市場研究会編『企業法制の将来展望－資本市場制度の改革への提言－（2015年度版）』公益財団法人・資本市場研究会
- 加藤貴仁（2016）「上場会社による種類株式の利用」『ジュリスト』No 1495
- 神田秀樹・武井一浩（2002）『新しい株式制度』有斐閣
- 神田秀樹（2006）『会社法入門』岩波新書
- 神田秀樹（2016）『会社法第18版』弘文堂
- 澤口実、戸嶋浩二（2014）「議決権種類株式の上場」『ジュリスト』No 1470
- 鈴木隆元（2002）「種類株式の多様化」『ジュリスト』No 1220
- 高岡義幸（2009）「種類株式から見た株式会社の設計思想」『広島経済大学経済研究論集』第32巻第1号
- 高原達広（2004）「種類株式設計の多様化（上）（下）－ベンチャー企業における種類株式の利用－」『商事法務』No 1702、No 1703
- 戸嶋浩二（2007）「種類株式の上場制度に関する検討状況－中間報告の方向性と今後の課題－」『商事法務』No 1800
- 戸嶋浩二（2012）森・濱田松本法律事務所編『新・会社法実務問題シリーズ2 株式・種類株式』中央経済社
- 戸嶋浩二（2014）「複数議決権方式による種類株上場の実務と展望」『商事法務』No 2032
- 野村修也（2006）「株式の多様化とその制約原理」『商事法務』No 1775
- 林健太郎（2014）「議決権種類株式に関する上場基準の概要」『証券アナリスト・ジャーナル』2014.11
- 原田晃治（2002）「会社法制の課題と現状－株式制度の見直し等を内容とする平成13年改正法の位置付け」『ジュリスト』No 1220
- 森智世（2008）「議決権種類株式とその活用をめぐる議論」『MARR』2008 June
- 吉本政和、勝部伸夫（2016）「わが国における上場企業のMBO－MBOの目的とその実態－」『熊本学園大学商学論集』第20巻第2号
- 若林泰伸（2007）「種類株式と平成商法改正」『ビジネス法務』2007.4
- 若林泰伸（2008）「種類株式と平成商法改正」稲葉・尾崎『改正史から読み解く会社法の論点』中央経済社
- 野口真人、中嶋克久（2008）『戦略資本政策－新時代の新株予約権・種類株式活用法』中央経済社
- 松尾健一（2014）「議決権種類株式上場に関する取引所規制の検討」『阪大法学』第64巻3・4号
- 山下克之（2016）「種類株式の発行実態に関連しての考察－会計処理、自己資本利益率（ROE）、有価証券報告書記載の観点より－」『追手門経済・経営研究』No 23
- 吉井一浩（2014）「議決権種類株式上場制度の活用について」『月刊資本市場』No. 347