

2015年3月26日 全12頁

《実践》コーポレートガバナンス

## シリコンバレー流、日本上陸

## 議決権種類株式（Dual class structure）を用いたIPO

アリババ、マンUは、なぜニューヨークに上場したのか？

コンサルティング・ソリューション第二部  
コンサルタント  
小阿瀬 達彦

[要約]

- Google、Facebook、LinkedIn、日本でもお馴染みのウェブサービスを手掛ける米国企業である。これら企業には、本社をシリコンバレーに構えていることや、技術開発力を強みに急成長を遂げたテック系ベンチャーであることの他に、資本政策の面でも共通点がある。それは、上場株式について経営者らの保有する株式よりも議決権が少なく設計されていることである。日本市場においても2008年に同スキームが解禁され、2014年3月には日本で初めて議決権の少ない株式を発行する企業のIPOが行われた。
- 議決権の少ない株式の上場が頻繁に行われている国（米国、カナダ等）と、同スキームを禁止している国（ドイツ、中国等）があるが、近年、企業側のニーズもあり、シンガポール、イタリア、香港など新たに同スキーム解禁への動きがみられる。
- 米国では、様々な業種で規模の大小を問わず、同スキームでの上場事例があるが、過去5年間でみると、テック系ベンチャーの上場が多い。特にテック系ベンチャーにおいては、創業経営者が継続して企業経営に携わることが長期的な企業価値の向上に繋がる必然性が高いと考えられることから、同スキームでの上場が投資家への説得力を持つ。
- 日本では、同スキームの資本市場に与える正負の影響を考慮し、特別な上場審査基準が設けられており、米国と比べコーポレートガバナンス等の観点に配慮した制度となっている。日本においても、同スキームが、テック系ベンチャーによるイノベーションの一助となることを期待する。

---

## 1. はじめに

Google、Facebook、LinkedIn は、日本でも馴染みの深いウェブサービスを手掛ける米国企業である。これら企業は、本社をシリコンバレーに構えていることや、技術開発力を強みに急成長を遂げたテック系ベンチャーであることの他に資本政策の面でも共通点がある。これらの会社は 2 種類以上の株式を発行しており、一方は、議決権の少ない株式で、もう一方は、議決権の多い株式である。そして、議決権の少ない株式は上場され、議決権の多い株式は経営者などが所有する。このようなスキームは米国では、Dual class structure と呼ばれる。創業経営者層が安定した経営基盤を持ち、長期的な視野に立って企業経営を行うことで企業価値の向上に繋げることを企図した資本政策である。

日本においても、2008 年に同スキーム（日本では主に議決権種類株式<sup>1</sup>と呼ばれる）による IPO（新規株式公開）が解禁されている。そして、2014 年 3 月、日本で初めて CYBERDYNE 株式会社（以下、「サイバーダイナ社」という。）が議決権の少ない株式を上場した。

本稿では、海外、特に同スキームが広く普及している米国市場の状況を概観するとともに、日本における議決権の少ない株式の上場制度について説明する。

## 2. 議決権種類株式の仕組み -サイバーダイナ社の事例で見る-

2014 年 3 月 26 日、サイバーダイナ社の議決権の少ない株式が、東京証券取引所（以下、「東証」という。）へ上場した。2014 年の国内市場における IPO は 77 社。活況の株式相場を反映し前年から大幅増加となった。この数多の新規上場会社の中でもサイバーダイナ社には特に多くの注目が集まった。これは同社が世界最先端のロボットスーツの製造・販売を手掛けるテック系ベンチャーであるだけでなく、本件が日本で初めての議決権種類株式の上場であったことも大きい。

日本では、2008 年 7 月に東証の有価証券上場規程が改正され、①未上場会社が議決権の少ない株式を上場すること、②既上場会社が無議決権株式を上場すること、③未上場会社が無議決権株式を上場すること、④未上場会社が普通株式と無議決権株式を同時上場することが可能となった（図表 1 参照）。本稿では、サイバーダイナ社の新規上場に用いられた①の仕組みについて説明する。

---

<sup>1</sup> 本稿で言う議決権種類株式とは、多くの場合、サイバーダイナ社の IPO において用いられた複数議決権方式によるものを指す。

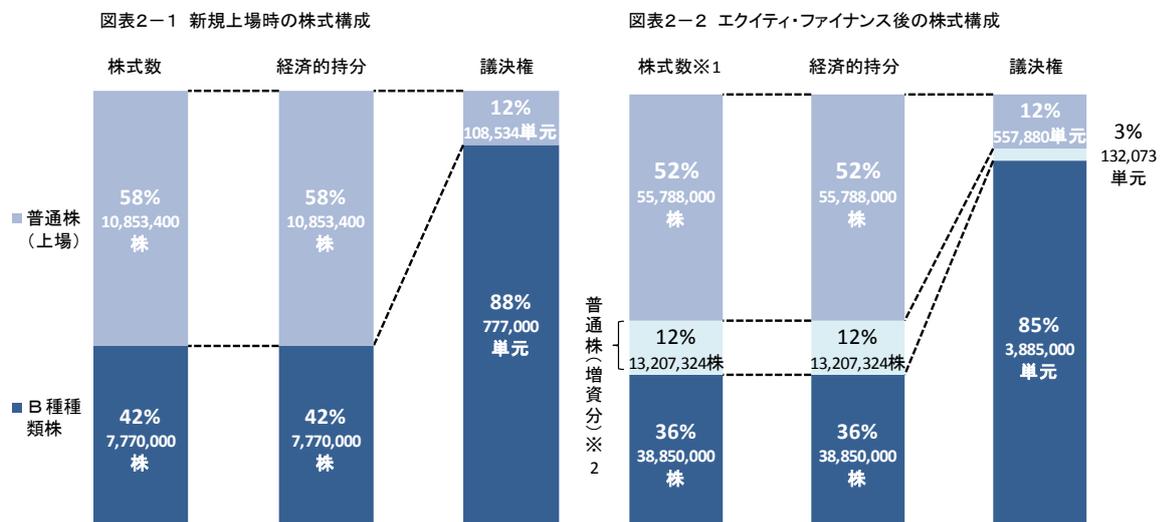
(図表 1) 上場対象となる議決権種類株式 (①~④は上場可能、×は上場不可)

	上場会社	未上場会社	
		単独上場	普通株式と同時上場
議決権の少ない株式	×	① (サイバーデザイン社)	×
議決権の多い株式	×	×	×
無議決権株式	②	③	④

『東証・新規上場ガイドブック 市場第一部・第二部編 83 ページ、マザーズ編 74 ページ』から大和総研作成

議決権の少ない株式とは具体的にどのような株式であるか、サイバーデザイン社の新規上場時の株式構成を確認しながら説明する。同社は、普通株式と B 種種類株式の 2 種類の株式を発行している。2 種類の株式はそれぞれ単元株式数が異なる設計となっており、普通株式の単元株式数は 100 株、B 種種類株式の単元株式数は 10 株となっている。配当や残余財産を受け取る権利など経済的持分については、1 株ごとに普通株式と B 種種類株式ともに同順位かつ同額で行われることになっているため、両株式とも株式数通りの持分を有する。しかし、議決権については 1 単元につき 1 議決権の行使となるため、株式数ベースで見ると、普通株式に対して B 種種類株式は 10 倍の議決権を有する (図表 2-1 参照)。

(図表 2) サイバーデザイン社の株式構成



※1 2014 年 8 月 1 日付で 1 株につき 5 株の株式分割を行っている。

東証・新規上場会社概要及び

※2 C B が下限修正価額にて普通株式へ全額が転換されたと仮定した場合

サイバーデザイン社公表資料から大和総研作成

B 種種類株式の大半はサイバーデザイン社の創業者で代表取締役の山海嘉之氏が保有している。同氏保有の普通株式と合わせて、同氏の上場時における同社株式の所有比率は、株

式数全体では43%（B種42%、普通株1%）であるが、議決権割合にすると88%であった。このように議決権種類株式は、通常より少ない出資割合で会社の支配権を維持することを可能にするスキームであり、議決権種類株式を保有する経営者にとって、経営への安定した関与が確約されるなどメリットが大きい制度となっている。これは、上場後に行われたエクイティ・ファイナンス後でも変わらないことが分かる。サイバーダイン社は、2014年11月26日に海外募集による新株式及び2017年満期ユーロ円建転換社債型新株予約権付社債（以下、「ユーロ円CB」という。）の発行を決定した。新株式は普通株700万株で調達金額は約210億円、ユーロ円CBについては額面200億円で、合計して410億円を調達した。ユーロ円CBには転換価額の修正条項が付されており、下限修正価額にて全額を転換したと仮定した場合、発行される普通株は約620万株となる。一連のファイナンスによる希薄化は株式数ベースで考えれば最大12.3%であるが、議決権ベースに換算するとわずか2.9%となる（図表2-2参照）。

### 3. 各国の議決権の少ない株式の導入状況

2014年に日本で初めての事例となった議決権の少ない株式の上場であるが、諸外国の上場制度はどのようになっているのか。各国の導入状況について見る（図表3参照）。

（図表3）各国・議決権の少ない株式の導入状況

国名	議決権の少ない株式のIPO可否	備考
米国	○	S&P1500構成銘柄の約3%が、複数議決権株式発行会社（IRRCiレポート）
カナダ	○	トロント証券取引所上場の約3%が、複数議決権株式発行会社（TSX eReview）
日本	○	2008年に東証の上場規則変更に伴いIPO可能となった。 現在、サイバーダイン社1社が上場
スウェーデン	○	NASDAQ OMX（ストックホルム証券取引所）上場の約47%が、複数議決権株式発行会社（Nordic website）
イタリア	○	法律により禁止されていたが、2014年の法改正でIPO可能となった。 ※フランス同様、長期保有株主優遇策も導入したが機関投資家の反対により政策転換
イギリス	△	法的には可能だが、複数議決権株式発行会社のIPOは見つからなかった。（ISS Report・サンプル調査、香港証券取引所調査）
シンガポール	×	法律により禁止されていたが、2014年の法改正で公開会社の複数議決権株式の発行が可能となった。上場の可否についてもSGX、MASが検討中。
香港	×	香港証券取引所は複数議決権株式等の上場を認めるよう上場規則を改定するか否か、コンセプトペーパーを発表し意見を募っている。
フランス	×	上場企業の58%が複数議決権株式発行会社（ISS Report・サンプル調査） ※2年以上所有の株式の議決権が2倍になる長期保有株主優遇策の影響
ドイツ	×	法律により禁止
スペイン	×	法律により禁止
オーストラリア	×	法律により禁止
中国（本土）	×	法律により禁止
韓国	×	法律により禁止

CONCEPT PAPER WEIGHTED VOTING RIGHTS（香港証券取引所）等から大和総研作成

---

米国やカナダ、スウェーデンは、かねてより議決権の少ない株式の IPO が可能であり、同スキームを利用している上場会社が多数存在する。その一方で、ドイツ、フランス<sup>2</sup>、オーストラリア、中国、韓国などは、同スキームによる IPO を認めていない。各国で議決権の少ない株式の IPO について対応が二分されている状況と言える。永らく各国ともこの状況に変化はなかったが、近年大きな動きがみられる。香港、シンガポール、イタリアなど、従来、議決権の少ない株式の IPO を禁止していた国及び地域が、同株式の上場解禁へ向けた動きを見せている。香港証券取引所（以下、「HKEx」という。）及びシンガポール取引所（以下、「SGX」という。）は、現在、議決権の少ない株式の IPO 解禁の是非について検討を進めている最中であり、イタリアでは、2014 年度に法改正を行い議決権の少ない株式の IPO が可能になった。

このように議決権種類株式のスキームを可能にする国が増えていることには理由がある。企業がグローバルに資本市場を選択する時代となり、各国間の上場誘致競争が激化したことがその一因として挙げられる。中国 E コマース最大手のアリババが、上場株式の議決権を一部制限するパートナーシップ制度を認めなかった HKEx ではなく、それを許容するニューヨーク証券取引所（以下、「NYSE」という。）へ上場したことは記憶に新しい。その後、HKEx は、議決権種類株式の上場を認めるよう上場規則を改定するか否か、コンセプトペーパーを発表し意見を募っている<sup>3</sup>。同ペーパーによれば、米国市場に上場する中国本土企業の約 30%が議決権種類株式を利用しており、近年では、普通株式よりも議決権種類株式を利用して米国市場に上場する中国本土企業が多いとのことである。SGX でも同様に、議決権種類株式の上場を認めていなかったため、世界的に人気のあるサッカークラブであるマンチェスター・ユナイテッドの上場を NYSE へ逃していた。その後、シンガポールでは、2014 年 10 月、公開会社による議決権種類株式の発行を可能とする会社法改正案が決議された<sup>4</sup>。このように投資家にとって魅力のある企業が、グローバルに上場市場を選択する時代になっており、各国関係者は議決権の少ない株式の上場を希望する企業のニーズを無視できない状況と言えるだろう。

#### 4. 米国における議決権の少ない株式の IPO

議決権の少ない株式の上場が盛んな米国について、近年の同株式の IPO の動向をさらに詳しく見ていきたい。米国では一般的に、議決権の少ない株式を利用した 2 種類以上の株式を発行するスキームは「Dual class structure」と言われ幅広く活用されている。米国には単元株制度がなく、また 1 株に複数の議決権を持たせることが可能であるため、例え

---

<sup>2</sup> フランスでは、株式の保有期間に応じて議決権が増加する長期保有株主の優遇策があるため、結果的に、複数議決権株式発行会社が多数存在している。

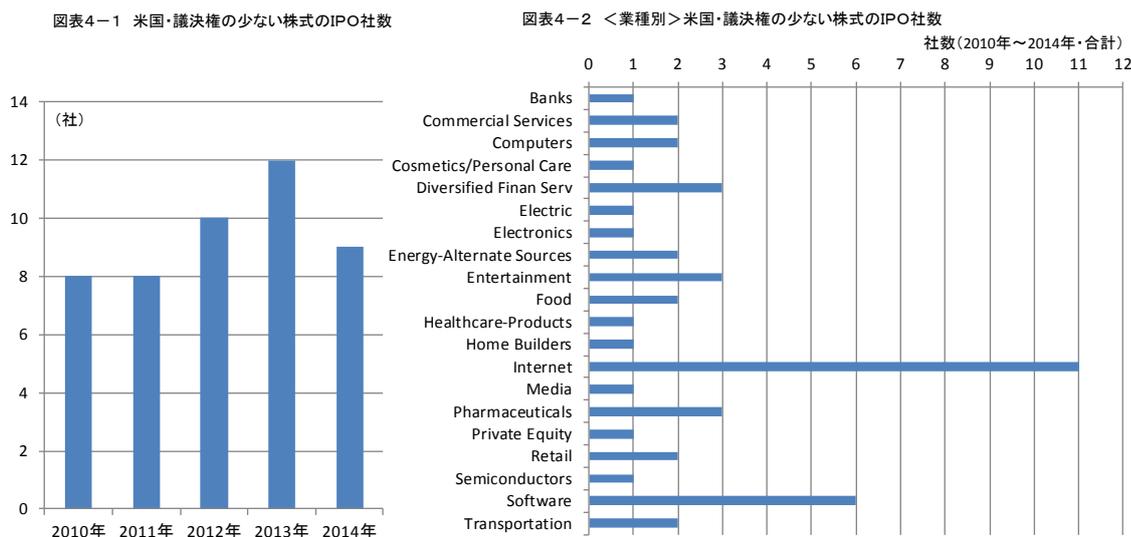
<sup>3</sup> HKEx・2014.8・CONCEPT PAPER WEIGHTED VOTING RIGHTS  
<http://www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/mktconsul/Documents/cp2014082.pdf>

<sup>4</sup> [https://www.acra.gov.sg/Legislation/Companies\\_Act\\_Reform/](https://www.acra.gov.sg/Legislation/Companies_Act_Reform/)

ば、Class A common stock (A 種株) は 1 株 1 議決権、Class B common stock (B 種株) は 1 株 10 議決権を持つというように、種類株ごとに 1 株の議決権数を変更することが可能である。米国では 1980 年代後半から、既存株主の権利を侵害するスキーム（例えば、既上場会社が上場後に Dual class structure を採用し議決権の大きい株式を発行するなど）は禁止するが、未上場会社が議決権の少ない株式を IPO することは認めるという統一的なスタンスを維持している。これは、IPO 時であれば、投資家は Dual class structure に対する投資判断を自分自身で行えるという考え方に基づいているためである。このような、ある意味マーケットメカニズムに任せていることが米国の特徴であり同スキームの上場について特別な審査基準を設けていない。

では実際に、米国の議決権の少ない株式の IPO を見てみる。最近 5 年間では、同株式の IPO は、おおむね 10 社前後と安定的に推移している（図表 4-1 参照）。業種別でみると、インターネットやソフトウェア関連の企業が多いことが分かる（図表 4-2 参照）。

（図表 4）米国・最近の議決権の少ない株式を活用した IPO 件数



Bloomberg の種類株 IPO データ及び Jay R. Ritter (University of Florida) の HP データ (<http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/dual-class-ipo.htm>) に掲載の上場会社について、S-1 (目論見書) の記載から、議決権の少ない株式を上場している会社を集計した<sup>5</sup>。

これは、IPO に占める情報通信関連企業の割合が多いこともあるが、2004 年に Google がテック系ベンチャーとして初めて Dual class structure を採用し、IPO した影響が大きい。同社が上場来高い成長性を維持し、企業価値を向上させ続けたことは、投資家に対して、テック系ベンチャーが Dual class structure を採用することに安心感を与え、その後のテ

<sup>5</sup> 米国では、B 種株式の議決権について総議決権比率を固定で定める手法や、B 種株式に取締役の過半の選任権を与えるなど上場株式の議決権を制限する手法、B 種株式の議決権数が別 LLC の unit に連動する手法など多様な方式の議決権種類株式があるが、サイバーダイン社と同様のスキームで実現可能である典型的な複数議決権方式を利用した IPO のみを集計の対象とした。

---

ック系ベンチャーによる議決権の少ない株式の IPO が続く素地を作ったと言える。最近 5 年間をみると、検索ポータルではロシア大手の Yandex や、SNS 関連では Facebook、LinkedIn、Yelp、E コマース関連<sup>6</sup>では Groupon、Wayfair、zulily、KAYAK Software、Zillow、クラウドやビックデータ関連では Workday、Veeva Systems、Tableau Software、RingCentral、Castlight Health、Workiva などが議決権の少ない株式の IPO を行っている。このように革新的な技術やアイデアを武器にしたテック系ベンチャーによる Dual class structure の採用が近年のトレンドと言える。今年に入ってもその流れは衰えておらず、年初には企業向けのクラウドストレージサービス大手の Box が議決権の少ない株式を IPO した。

もっとも、米国においては、テック系ベンチャーが議決権の少ない株式を活用することが多いものの、当該スキームの活用は同業種に限ったものではなく、幅広い業種の企業が議決権の少ない株式を IPO していることも図表 4-2 から読み取れる。最近 5 年の議決権の少ない株式の IPO のうち、最も多額の資金調達をしたのは Facebook の 160 億ドルであるが、それに次ぐのが 25 億ドルを調達した動物薬市場で世界首位の Zoetis であった。Zoetis は米製薬最大手の Pfizer のアニマルヘルス部門として 60 年の歴史のある企業でありベンチャーではない。Zoetis が IPO に議決権の少ない株式を選択した理由には、スピンオフに係る税制の問題があると言われている<sup>7</sup>。

Zoetis に続く規模で、中南米、カリブ諸国を中心に展開するマクドナルド最大のフランチャイジー会社である Arcos Dorados や 1904 年にパリで創業の老舗で世界有数の香水・化粧品メーカーである Coty など、成熟した一般企業も当該スキームを利用している。

## 5. 議決権種類株式が資本市場へ与える影響

採用する国が増加する議決権種類株式のスキームは、資本市場にどのような影響をもたら

---

<sup>6</sup> 2014 年 9 月に米国史上最大の 210 億ドルを調達し IPO を果たして話題となった Alibaba については典型的な複数議決権方式を採用した企業でないため含めていない。Alibaba は、ボードメンバーを選任する権利を特定のパートナーらに与える制度（パートナーシップ制）を採用することで、上場株式の議決権を一部制限している。

<sup>7</sup> Stephen Glover・Aarthy Thamodaran・2013.3 Debating the Pros and Cons of Dual Class Capital Structures 4 ページ

スピンオフとは、事業を分社化し分割子会社を設立した後に、当該子会社株式を親会社株主に分配するスキームのことである。米国企業は同スキームによって非中核事業を完全に分離し、中核事業へ経営資源を集中させる戦略を取ることが良くある。また、米国ではこのスピンオフの前に、当該子会社株式を上場させ資金調達する手法もたびたび行なわれている。ただし、スピンオフが税制適格として非課税が認められるためには、親会社が子会社株式の議決権を 80%以上所有していなければならない。免税措置を受けるには公募売出しの数量が議決権割合で 20%以下と制限されてしまう。そこで、企業が同手法により、より多くの資金調達をしたい場合に活用されるのが議決権の少ない株式である。議決権の少ない株式の利用により議決権については 20%に抑えるものの、より多くの経済的持分割合の子会社株式の上場が可能になる。Pfizer がスピンオフ 前の Zoetis の IPO について、議決権の少ない株式を選択したのも、このような税制上の理由によるものと言われている。

---

すか。まず、好影響としては、企業の資金調達手段の多様化が挙げられる。同スキームは、支配権の減少や短期志向の投資家の影響を憂慮し上場への足を踏んでいた未公開企業が、公開市場に加わるための魅力的なツールの一つとなる。これまで銀行からの借入などに頼っていた未公開企業が上場することによって、株式市場から資金調達することが可能となる。また同時に、投資家の投資機会も拡大する。投資家にとって、従来ならば上場されていなかった企業の株式を売買することができ、資産運用の幅が広がる。一般的に、投資家は議決権への関心は低く経済的持分の取得を目的に投資する者が多いことから、投資家のニーズに応えるものと言えるだろう。

また、前述のアリババやマンチェスター・ユナイテッドの例のように、各国資本市場の競争力強化の効果もあるだろう。

さらに、近年、テック系ベンチャーを中心に、同スキームの活用が長期的な企業価値向上に資するとの考え方が広がりを見せている。Google 創業者の Larry Page 氏と Sergey Brin 氏が株主に当てた手紙によれば、同スキームの活用は『会社のイノベーション力や特色を守り、長期的にみると、Google とその株主の利益になる。<sup>8</sup>』とのことである。彼らの考えでは Google のように事業環境の変化が激しくかつ長期の投資を必要とする革新的な分野の企業においては、創業経営者層が安定した経営基盤を持ち、短期的な収益拡大のプレッシャーから自由であるほうが、経営者がリーダーシップを発揮し長期的な視野に立った経営ができるため、最終的な企業利益につながるということである。このような考え方は、技術革新による産業構造の変化と関係している。情報通信技術の発達によって、比較的小規模な組織が社会を大きく変えるようなサービスを提供することを可能になった。そのような環境下では、個人のビジョンやアイデアの重要性が高まり、その担い手である創業経営者層により強い権限を与える機運へとつながった。Google を中心としたテック系ベンチャーの躍進は、この考え方を支える論拠となっている。

一方で、議決権種類株式のスキームは、本来普通株式で得られていた株主の権利の一部を特定の株主へ集中させるものであり、また、通常より少ない出資割合で会社の支配権を維持する手段となり得るためコーポレートガバナンスに歪みをもたらすことも事実であるから、資本市場に与える負の影響も大きい。

株式の経済的価値の側面から考えると、議決権の少ない株式は議決権の価値分、投資家が得る利益がディスカウントしていると言える。また、買収防衛策の一種として機能し支配権の移動が制限されることで、企業を買収される際に買付価格に付加されることとなるコントロールプレミアム（買収対象企業や相場環境によるが、時価の 30～40%程度）を投資家が得る機会を少なくしているとも言える。

---

<sup>8</sup> 2004 Founders' IPO Letter From the S-1 Registration Statement "An Owner's Manual" for Google's Shareholders

---

コーポレートガバナンスの観点から考えると、同スキームは企業のガバナンス機能を弱める可能性がある。同スキームの好影響として挙げたように、創業経営者層がリーダーシップを取り安定して経営に専心することが、企業の長期的な企業価値の向上に繋がることは確かである。しかし、それは経営戦略が成功している場合により顕著であると考えられる。例えば、事業の低迷が続いている場合など、一般的な公開企業では、株主の圧力により戦略の転換や経営層の新陳代謝が起こりえるところ、経営者層が支配権を握り続けることが可能な企業では、採算性の低い事業が継続する可能性が高まるだろう。議決権種類株式の活用はこのように公開企業に備わる株主によるコーポレートガバナンス機能を低下させる恐れがある。

また、同スキームは、1株1議決権の原則に反する。1株1議決権とは、おおまかに言えば、出資によるリスク負担に比例して議決権が付与される状態のことを言う。出資によるリスクに対する見返りは経済的持分（配当請求権、残余財産請求権）と議決権がある。議決権種類株式においては図表2を見ても分かるように、経済的持分は出資によるリスク負担と対応しているが、議決権は株式の種類によってリスク負担に関係なく配分されており、1株1議決権に反していると言える。1株1議決権の原則は、リスクを多く負担し、また経済的持分を多く有する者は、企業へのより強い利害関係を有し、企業価値の最大化に向けてより合理的な行動を取る可能性が高い。したがって、その者が企業の意思決定権を持つことが、企業の発展に繋がり、最終的に社会経済の発展に資するとの考えを背景としている。議決権種類株式の株主は議決権数に比べて、リスク負担や経済的持分が少ない。つまり、同株主にとって普通株主と比べ、議決権数に対する、経営の成功による利益の割合はより小さく、経営の失敗による損失の割合はより少ないことになる。同原則の考えからすれば、同株主の議決権行動において、企業価値最大化に対するインセンティブは同株主が普通株式を保有していた場合よりも低いといえ、普通株主の利益が侵害される可能性が高まると言われている。

以上、同スキームには、資本市場へ与える正負両面の影響があるため、同スキームによるIPOの盛んな米国の中でも、特にコーポレートガバナンスの観点を重視する機関投資家を中心に、批判の声は少なくない。米国の年金基金や各種財団基金で構成される有力機関投資家団体のThe Council of Institutional Investors (CII)は、1株1議決権の原則を一貫して支持しており、NYSEやNASDAQに同原則を採用し議決権種類株式の上場を認めないよう上場規則を変更するように求めている<sup>9</sup>。またCIIは、議決権種類株式を上場するGoogleやFacebook、Fordなどに同スキームの解消を要請している<sup>10</sup>。同様に、公的年金の中では

---

<sup>9</sup> CII・2014.3.27・2014 CII letter to NYSE on one share, one vote

CII・2014.3.27・2014 CII letter to NASDAQ on one share, one vote

<sup>10</sup> CII・2014.8.12・CII letters to Cablevision Systems, Donegal Group, Facebook, Ford, Google and Spirit AeroSystems on shareowner proposals calling for one share, one vote

米国最大である The California Public Employees' Retirement System (CalPERS) や議決権行使助言会社の Institutional Shareholder Services (ISS) についても、議決権種類株式の上場に反対している。

## 6. 日本における議決権の少ない株式の上場制度

日本における議決権の少ない株式の上場制度では、前項で説明したような同スキームによる正負の影響を考慮し、デメリットを緩和する観点を中心に株主の権利を尊重したスキームの場合のみ上場を認めるように証券取引所が審査基準を設けている。これは、ドイツなどのように議決権の少ない株式の IPO を全面的に禁止するものではないが、一律に同株式の IPO を許しているアメリカなどと比べ、コーポレートガバナンスや少数株主の権利保護の観点から一段ハードルを設けた制度となっていると言える。

図表 1 で説明した通り、既上場会社が、議決権の多い株式を発行することは許されていないため、一般株主の保有する上場株式が事後的に議決権の少ない株式になることはない。したがって、議決権の少ない株式の株主は、議決権の少ないこと及びコントロールプレミアムを得る機会の少ないことを理解した上で当該株式を取引した者と言える。

上場審査基準は、大まかにいえば議決権種類株式のスキームにより特定の者が継続して経営に関与し続ける状況を確保することが、株主共同の利益の観点から必要と認められるか「必要性」と当該必要性に照らして、当該スキームが相当であると認められるか「相当性」について審査するとされている。前項の正負の影響に合わせて考えると、「必要性」基準（図表 5 参照）は、主に、議決権種類株式のメリットのうち、創業経営者層が安定した経営基盤を持ち経営に関与し続けることが、当該企業の企業価値向上に資することに説得性があるか審査する項目であり、「相当性」基準（図表 6 参照）は、当該必要性と比較して、議決権種類株式のデメリットの抑制が十分に行われているか審査する項目と言えるだろう。

（図表 5）必要性の判断のポイント（抜粋）

- ✓ ビジネスプラン遂行上、必要不可欠な属人的な能力を有する特定の者が、代表取締役社長等（経営者）として経営に関与し続けることが、株主共同の利益につながるか（経営者の属人的な能力が、ビジネスプラン遂行上、必要であるか）
  - 経営者が例えば事業展開、研究開発、人材採用等にどのように関与し、影響を与えているか
  - 必要性の根拠は、経営者の過去の実績や、申請会社の事業面での実績を踏まえて、具体的に説明可能か
  - 現時点における必要性のみならず、将来的にも必要性が認められるか
  - 経営者のみならず、取締役会・監査役会等、会社として必要性の認識が適切に行われているか
- ✓ 特定の株主に議決権を集めることが普通株式では困難であるか
  - ビジネスプラン遂行の過程で資金調達が必要であり、将来的に議決権の希薄化が見込まれるか
- ✓ その他の観点で必要性が認められる場合は、当該必要性を審査する（東証・新規上場ガイドブックから要点を抜粋）

(図表 6) 相当性の判断のガイドライン (抜粋)

- (a) 当該必要性が消滅し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を解消できる見込みのあること。
- (b) 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。
- (c) 当該新規上場申請に係る内国株券等が議決権の少ない株式である場合には、議決権の多い株式について、原則として、その譲渡等が行われるときに議決権の少ない株式に転換される旨が定款等に適切に定められていること。

(東証・新規上場ガイドブックから要点を抜粋)

上記以外にも、当該スキームの主要目的が経営者の地位保全や買収防衛策でないことや当該スキームについての適切な開示、種類株主間の利害対立の保護方策、少数株主の保護方策などが審査の項目となっている。

以上、日本における議決権の少ない株式の上場審査基準を見ると、単なる経営者の地位保全や買収防衛策としての上場は許されず、オーナー株主や先行投資家を利するだけに思われるような同スキームの利用は抑制されている。同スキームの利用は、特定の経営者が継続して企業経営を担うことが企業価値向上につながり株主共同の利益に適うものであると投資家に対して説明がつくような企業を対象とした制度であると言えるだろう。

東証・新規上場ガイドブックに、『複数の議決権種類株式を発行して上場する典型例としては、議決権の多い株式等を技術の発明者等であって創業者である経営者が保有するケースを想定しており、当該ケースを前提として記載しています。』との記載があることから、テック系ベンチャーなどを議決権種類株式の活用のモデルケースとしているのではないだろうか。この点、日本では、米国の例で挙げた Zoetis、Arcos Dorados、Coty のような成熟した一般企業による同スキームの利用は想定されていないと思われる。

## 7. まとめ

『企業統治（コーポレートガバナンス）の強化』によって、日本企業の『「稼ぐ力」を取り戻す。』2014年6月に閣議決定されたアベノミクス第三の矢として位置づけられる「日本再興戦略」では企業のコーポレートガバナンス強化が掲げられている。2014年2月に制定されたスチュワードシップ・コードでは、機関投資家が、投資先企業との対話を通じて当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことが期待されている。また、2015年6月から適用されるコーポレートガバナンス・コードでは、企業は、株主との建設的な対話を促進するための体制整備・取組みに関する方針を策定・公表することや、政策保有株式について保有方針や議決権の行使の基準を策定・開示することが求められる予定である。加えて、同コードでは東証1部、2部上場企業は独立社外取締役を少なくとも2名以上選任する

---

ことが推奨されており、そうしない場合はその理由を説明する義務が課されることとなる予定である。これらの取り組みは欧米諸国を中心にスタンダードになっている「株主によるコーポレートガバナンス」強化策を日本へ導入しようという試みである。

一方、本稿で取り上げた議決権種類株式は、創業経営者層以外の株主の力を弱め、企業のガバナンス機能を弱める可能性のあるスキームと言えるだろう。しかし、議決権種類株式が機関投資家のエンゲージメントや独立社外取締役の導入などの政策と逆方向のベクトルにあるというわけではない。先に述べた Google 創業者の Larry Page 氏と Sergey Brin 氏が株主に当てた手紙<sup>8</sup>では、著名経営者を含めた多数の独立社外取締役を選任することでガバナンスを強化すると説明している。議決権種類株式の仕組みは、一般株主の力が弱まるものであるからこそ、なおのこと機関投資家との対話や独立社外取締役などガバナンスを強化する別の仕組みが必要とされているのである。

すべての企業に対して同様のコーポレートガバナンスの枠を当てはめたところで、それが企業価値の向上に繋がるわけではないだろう。上場企業をとってみても、1社で国家に匹敵するような規模を誇る大企業もあれば、数十人の従業員で創業数年といったベンチャー企業もある。営むビジネスも様々だ。伝統的ビジネスモデルを洗練させていくことが重要な企業もあれば、イノベーションあるサービスの開発が生命線である企業もある。

シリコンバレーを中心にみられる技術開発を主体としたテック系ベンチャーにおいては、いかに革新的なサービスを生み出すかがその企業の命運を握る。そして多くの場合、イノベーションの果実は、創業経営者の持つアイデアや技術に依っている。技術者の多くもカリスマ的な創業経営者の魅力のもとに集まる。また、イノベーションを起こす創業経営者は時に非常識と誇られるものである。短期的な目線では役に立たない投資に見えたとしても、彼らにとっては違う世界が見えているのかもしれない。

このような企業には、議決権種類株式の活用により、創業経営者が安定的な経営基盤を持ち、リーダーシップを発揮した経営を行うことが、長期的な企業価値の向上に繋がる必然性があると言えるだろう。日本における議決権種類株式の上場制度は、ドイツなどのように完全にその活用を禁止するものでも、米国のようにどのような企業であってもその活用を許すものでもない。いわば両国の中庸をとったものと言える。サイバーダイナミクス社に続いて、議決権の少ない株式であっても投資したいと投資家に思わせるようなテック系ベンチャーの登場が待ち望まれる。

－以上－