

議決権数の異なる種類株式を発行する会社の 上場に関する一考察

吉川信將

序

一 各国のDCS発行上場会社をめぐる経緯と現況

二 DCSに向けられた批判と対応

結びに代えて

序

情報・流通手段等の目覚ましい発展により競争が世界的規模で行われる事業分野が増え、各国は自国経済の優位性の確保・維持を図ろうと腐心している。株式発行・流通市場の分野も例外ではなく、成長が期待できる会社を自国で育て、あるいは、自国に呼び込むため、証券取引所の上場規則等を改正する動きも相次いでいる。その中で注目を集めたものの一つが、二〇二一年に行われたロンドン証券取引所 (London Stock Exchange: 以下、「LSE」という。) メイン・マーケットの最上位市場であるプレミアム・ティア (Premium Tier) において議決

権数の異なる複数の種類株式 (Dual Class Stock : 以下、「DCS」という。) を発行する会社の上場を可能にする規則の改正である。創業者・経営者らは、一株に付される議決権数が多い多数議決権株式を保有することにより、持株数自体はそう多くなくとも、議決権の多数を握ることにより会社の経営支配権を保持しつつ、一般の株主に對しては、一株あたりの議決権数が通常一の株式 (以下、「普通株式」という。) を多数発行することにより多額の資金を確保することが可能となる。通常、普通株式は上場されるが、多数議決権株式は上場されず、利益配当は議決権の多寡にかかわらず株式数に応じて平等になされる。そのため、DCSの活用は有能な技術者・起業家が起業し、ひいては会社を上場することを促進させる効果があるとされ、創業者らが短期主義的な市場の動向に煩わされずに、独自のビジョンを長期的に遂行可能となるため、会社の業績向上ひいては株主全体の利益につながるかと主張されることもある。しかし、少額な出資しかなさないうち少数 (時には一名) の創業者らが、多額な出資をした他の株主 (頭数の上では通常創業者らより多数) を上回る議決権を有する状況下では、創業者らが自らの利益を優先させたり、自己保身に走ったりするなど、一般株主の利益を侵害する、いわゆるエージェンシー問題発生の危険性が高まるとの批判も根強い。以下では、DCSの利用が盛んな米国の概況、それに刺激を受けた英国での動き等を踏まえたうえで、DCSに関する問題点とそれを克服するための方策について考察する。日本では、複數議決権株式そのものの発行は認められていないため、同様な機能を果たす複數議決権方式による株式発行が代用されているが、その点についても何らかの示唆が得られれば幸いである。

一 各国のDCS発行上場会社をめぐる経緯と現況

1. 米国における歴史的経緯と現況⁽¹⁾

現在DCS発行企業の上場が盛んな米国では、一九二〇年代には議決権に差のある二種類以上の株式を発行することが行われていた。もともと当時は完全な議決権が付された株式と無議決権株式との組み合わせが利用されていたようである。ダッジ・ブラザーズ（現ステラテイスの一部門）、A & W ルートビア、フォックス・シアターズといった米国人には馴染み深い諸会社による利用もあつて関心が高まったものの、一般株主の権利を制限するかかる構造に批判が高まり、一九二六年にニューヨーク証券取引所（New York Stock Exchange：以下、「NYSE」という。）は無議決権株式や議決権に差のある株式を発行する会社の上場を禁止するに至った。しかし、会社の買収が盛んになった一九八〇年代に、DCSを活用した買収防衛策が注目を集めるようになり、六十余りの公開会社がかかる防衛策を採用した。当時DCSの利用を容認していたナスダックとアメリカン証券取引所に上場会社に移ることをおそれ、NYSEはDCSを発行する構造の禁止緩和を余儀なくされた。その後、機関投資家等の要請を受けた米国証券取引委員会（Securities and Exchange Commission：以下、「SEC」という。）が、一九八八年に既存株主の議決権を不利なものに変更した会社の上場を禁ずるよう証券取引所の規則を変更するSEC規則19c-4を制定したものの、一九九〇年にはコロンビア特別区巡回控訴裁判所により、同規則はSECの権限を越えるものとして無効とされた。そこで、各証券取引所がSECの要請に応える形で、既に上場している会社がDCSを発行する構造を新たに採用することを禁止した。もともと、各証券取引所は既存のDCS発行会社が上場を継続することや新規株式公開（以下、「IPO」という。）に際して会社がDCSを発行する構造を採用することまで禁止したわけではなく、CBS、フォード、ナイキ、パークシャー・ハザウェイ、ラルフ・ロー

レン、ニューヨーク・タイムズ、コカ・コーラ等々の著名な上場会社も DCS を発行する構造を採り続けてきた⁽²⁾。各州の会社法も一株一議決権をデフォルト・ルールとはしているものの、定款で定めれば、DCS を発行できるものとして⁽³⁾いる。

DCS 発行会社の上場が注目を集め、かつ、その是非をめぐる論争が再燃したのは、二〇〇四年にグーグル(現アルファベット)がかかる構造を用いて上場を果たしてからである⁽⁴⁾。その後、フェイスブック(現メタ)、リンクトイン、スナップ、ズーム、リフト等のいわゆるテック系産業を中心に社会的注目を集めた会社による DCS を活用した IPO が続いている⁽⁵⁾。近年のデータによれば、米国での IPO (SPAC 等を除く)において DCS を発行する会社数の IPO 会社総数に占める割合は、二〇一七年一九% (一二四社中二三社)、二〇一八年一% (一四〇社中一五社)、二〇一九年一九% (一一四社中二二社) として二〇二〇年一五% (一一〇社中一七社) となっているが、DCS 発行会社の時価総額が IPO 実施会社時価総額に占める割合は、それぞれ四九%、一七%、二二% として六〇% で推移しており、DCS 発行会社の方が、そうでない会社よりも大規模である傾向が看取できる⁽⁶⁾。二〇二一年一月現在、米国には時価総額二億ドル以上の DCS 発行上場会社 (SPAC 等を除く) が三五一社存在するようである⁽⁷⁾。

2. 英国 LSE プレミアム・ティアにおける DCS 発行会社の上場解禁

かつて DCS 発行会社の株式は LSE のメイン・マーケットに上場することを許されていたが、一九六〇年代に非公式にその新規上場が禁止され、二〇一〇年にはメイン・マーケットにおけるプレミアム・ティアとスタンダード・ティアの境界明示に際して、無議決権株式のプレミアム・ティアへの上場が公式に禁止された⁽⁸⁾。さらに、二〇一四年には議決権が出資額に比例しない種類株式のプレミアム・ティアへの上場が事実上禁止され、既上場

のDCS発行会社は議決権が劣化する株式をプレミアム・ティアから移動するよう要求された。⁽⁹⁾これは、プレミアム・ティアこそが、最高のコーポレート・ガバナンス基準を擁するものとして設定された、英国を代表するSEの最上位の市場であるという意識の表れのものである。また、一株一議決権でなければ、多額の投資をも議決権の一部しか握れず、自分たちの投資先企業に対する監視・監督権限が弱まることを危惧する、それまで市場に大きな影響力を有してきた機関投資家のDCSに対する批判的姿勢を反映したものであろう。

しかし、テック系分野で活躍する会社を中心とした大型IPOが続いた米国に水をあけられていた英国は、さらにブレイグジットを契機としてEUの証券取引分野における主導的地位も失い、LSEはEU諸国の証券取引所との競争も激化することになった。⁽¹⁰⁾リシ・スナク財務大臣は、ブレイグジットにより独自の金融政策を採ることが可能となることから、英国の競争力回復をはかるべく、二〇二〇年一月にヒル卿が率いる英国上場制度レビュー(UK Listing Review)を開始させたが、その目的の一つはDCS発行会社がLSEプレミアム・ティアへ上場できるようにすることであった。二〇二一年三月に出された、当該レビューの最終報告書は、DCS発行会社のLSEプレミアム市場への上場を許容するよう上場規則を変更することを推奨した。⁽¹¹⁾また、これに先立つ同年二月には、フィンテック分野の制度見直しについても、DCS発行会社のLSEプレミアム市場上場を推奨する内容を含む最終報告書が出された。⁽¹²⁾これらを受けてLSEを所管する英国金融行為規制機構(Financial Conduct Authority:以下「FCA」という)はその上場規則を改正し、改正上場規則は二〇二一年一月に発効した。この改正は透明性の高さや名声を維持しつつ上場障壁を取り払うという目標に従い、主に(1)流動性要件を二五%から一〇%に引き下げる、(2)最低時価総額要件を七〇万ポンドから三〇〇万ポンドへ引き上げる、(3)従来はスタンダード・ティア等に限定されていたDCS発行会社の上場をプレミアム・ティアでも認める、というものであった。⁽¹³⁾

3. 日本における複数議決権方式の代用

我が国では、定款で規定することにより、株主総会で議決権を行使することができる事項について、内容の異なる二以上の種類の株式を発行することが可能である（会社法一〇八条一項三号）。しかし、ここで公開会社に認められているのは、議決権を行使することができる事項に差異をつけることだけであり、一方の種類の株式については一株につき一議決権を与え、他方の種類の株式については、一株につき一〇議決権を与えるといった、種類によって議決権数にのみ差異のある株式の発行は認められていない。そこで、我が国では実質的にDCSを利用すると同様な効果を得ようとすれば、株式の種類ごとに単元株式数を決めなければならない仕組みを利用することになる。例えば、利益配当や議決権行使事項について若干差のある二種類の株式を発行して、一方の種類の株式については単元数を一〇とし、他方についてはそれを一〇〇とすれば、実質的に一株当たり前者は後者の一〇倍の議決権を有するものとなる（「複数議決権方式」と呼ばれるが、以下では、特に記さない限り、この方式を利用して種類株式間の一株あたり議決権数に差異を設けるものもDCSに含めて論じる。¹⁴）

東京証券取引所（以下、「東証」という。）は、二〇〇八年に議決権種類株式に係る上場審査に関する有価証券上場規程及び上場審査等に関するガイドライン（以下「ガイドライン」という。）の一部改正を行ない、これによりDCSを発行する会社が東証に上場する道が開けた。そして、ようやく六年後の二〇一四年に第一号としてCYBERDYNE株式会社（以下「サイバーダイナ」という。）がマザーズ上場を果たすことになる。同社の上場の際には、ガイドラインの見直しが行われて並行して行われ、同社の上場直後に同社の上場を踏まえたものと思しきガイドラインの改正が公表・施行されている¹⁵。しかし、その後、国内でDCSを発行する会社の上場例はない模様である。

4. その他の国々におけるDCS発行会社の上場許容状況

ニューヨークに近く時差もないカナダのトロント証券取引所には二〇一五年時点で一四八七社が上場しており、このうち八五社（全上場企業の約五・八%）がDCSを発行している。DCS発行上場会社の平均時価総額は約三四億ドルと、そうでない会社の平均時価総額約一五億ドルに比べて規模が大きいという特徴がある⁽¹⁶⁾。

シンガポール証券取引所では、世界的人気を誇る英国のサッカーチーム「マンチェスター・ユナイテッド」の運営会社の上場が期待されていたが、DCS発行会社の上場を認めていなかったため、NYSEに逃げられてしまった。これを教訓に、同取引所は二〇一八年にDCS発行会社の上場ができるよう上場規則を改正した⁽¹⁷⁾。

同様に、香港証券取引所では、中国通販サイトの王者アリババの上場が期待されていたが、ここでもDCS発行会社の上場を認めていなかったため、NYSEに逃げられてしまった。香港証券取引所でも上場規則の改正により二〇一八年からはDCS発行会社の上場が認められるようになっていった⁽¹⁸⁾。

この他、カナダ、デンマーク、フィンランド、オランダ、スウェーデン、スイス、インド及び中国などでもDCS発行会社の上場が許されている⁽¹⁹⁾。

なお、以上の国々とは異なり、ドイツでは、かつて会社の支配権が株主の手を離れて経営者に移り、株主の利益が侵害される結果につながったというこの反省から、証券取引所の上場会社は例外的に無議決権株式を発行しうるので複数議決権株式を発行することは許されていない⁽²⁰⁾。

お隣の韓国では、現在のところDCS発行企業の上場は認められていないが、電子商取引会社のクーバンがやはりNYSEでの上場を選択したことを契機として、韓国証券取引所のトップが、政府がDCS発行企業の上場を認めるよう期待を示すといった動きが見られる⁽²¹⁾。

二 DCS に向けられた批判と対応

1. DCS に向けられた批判と米国における実務的対応

創業者らが、議決権が多く付与される株式を少額の出資で少数握ることにより、多額の出資をした多数の株式を所有する他の株主を株主総会の決議で圧倒することが可能であることに対しては反対が多い。特に、会社に対して対話を図って影響力を及ぼそうとする機関投資家はDCSを発行する構造は株主平等原則に反し、コーポレート・ガバナンス上大きな問題があるとして厳しく批判してきた⁽²²⁾。一方で、経営者の能力に全幅の信頼を置き、配当等の経済的利益を重視して、納得のうで株式を取得するのであれば、普通株主による効果的なガバナンスは期待できなくとも、とやかくいう筋合いはないようにも思われる。一株あたりの配当はDCSも普通株式も同額、すなわち経済的利益が変わらないのであれば、議決権の差は、創業者らの見識、創造性や指導力への対価として普通株主から期待を込めて贈られたものといえるかもしれない。しかし、IPO時点では、多数議決権株式を手にする創業者らが若く、気力が充実していたとしても、それが永続する保証はない。また、創業者らが事故や病気でIPO後時を経ずして亡くなったり、経営能力を失ったりするおそれもある。創業者らの技術力・開発力が期待されており、IPO時はそれが抜きんでいたとしても、現代のように技術革新が著しく速い環境下ではそうした能力が短期間で陳腐化するリスクも否定できない⁽²³⁾。また、多数議決権株式を所有する創業者らは持株者ある程度処分しても議決権の過半を押さえることができる場合には、持株を徐々に処分していき利益を稼ぐ一方で、会社側が負うエンジニア・コストが増加するという指摘もされている⁽²⁴⁾。このように考えるとDCSを発行する構造が無条件で恒久的に存続するとするのは非合理的であり、創業者らに過半の議決権を握らせておくことで、多額の出資をした多数の普通株主にとって不利益に働く状況が生じないよう、予め一定の期間が経過し

た場合には強制的に多数議決権株式を普通株式に転換する仕組みや、そうした期間が経過しないうちに普通株主にとって不利益な状況が発生した場合にも多数議決権株式を強制的に普通株式に転換する仕組みを設けることが望ましい。そのため、一定の条件が満たされた場合には、持株比率より著しく議決権比率を高く保つ効力を消滅させ、多数議決権株式が普通株式に転換されることを規定する「サンセット条項」をIPO時に選択する会社が米国では徐々に増えてきている。

サンセット条項として代表的なものが、期間に基づく (Time-Based) ものである。C I I の資料によって期間に基づくサンセット条項を有することが確認できた八〇社を分類すると、設定期間が三年は一社、五年は九社、七年は二七社、一〇年は三三社、一二年は二社、一五年は四社、一七年は一社、二〇年は三社、五〇年は一社となっている。⁽²⁵⁾

期間に基づくサンセット条項があれば、所定期間経過後は、創業者らの能力低下や創業者らから無能な相続人・後継者への持株移転によるリスクは低減可能となる。但し、あまりにも設定期間が短いと短期的な市場圧力
に創業者らが晒され、積極果敢な経営が難しくなったり、創業者らが短期的な私的利益の追求に走るおそれがあることも指摘されている。⁽²⁶⁾ 反対に、一部にあるような五〇年などという期間は期間に基づくサンセット条項がないのとあまり変わらないといえよう。その他、米国では、創業者が経営能力を喪失したり、死亡したり、引退年齢に達したりすること、⁽²⁷⁾ 創業者らが取締役の地位を離れたり、多数議決権株式の所有権を移転したりすることを、多数議決権株式の普通株式への転換事由とするといったサンセット条項の導入例が存在する。⁽²⁸⁾

もっとも、既述した通り S E C には強制的に各証券取引所の規制変更を命じる権限がなく、望ましい規則変更を要請するに留まる。そのため、各取引所はサンセット条項やブレイクスルー条項の採用を IPO 実施会社に強制しておらず、期間に基づくサンセット条項以外はまだ採用例が少ないようである。

2. 英国におけるプレミアム市場上場要件

英国では、DCS発行会社がプレミアム・ティアへ上場するにはDCS発行構造は次の要件を満たすものでなければならぬ (LR 9221 以下)。

- (1) 期間を五年間とするサンセット条項を設定していること。
- (2) 多数議決権株主が多数議決権行使可能な事項を、多数議決権株主を取締役から解任しようとする決議か、買収抑止力として機能する支配権の変更に続く事項に限定していること。
- (3) 上記(2)の場合に多数議決権株式と普通株式の一株あたり議決権比率が最大二〇対一となっていること。
- (4) 多数議決権株式を保有可能な者を取締役に限定していること。
- (5) 多数議決権株主の死亡時は、その財産の受益者のみが当該株式を承継できるものとしていること。

LS Eの透明性、完全性の高い規範及び英国における上場は名誉であるとする威厳を守り、かつ、一株一議決権が原則で一般株主の保護を優先すべきであるという建前を貫くためであろうが、米国と比較すると上場要件が厳しい。人々の生活習慣を覆し、業種によっては事業活動を麻痺させた新型コロナウイルスの流行は二年を経ても完全に終息する気配を見せず、物資の生産・供給に大きな悪影響を及ぼしているロシアのウクライナ侵略も長期化しそうであり、英国の景気は悪化し続けているうえに、圧倒的支持を集めていた政界の指導者も適性が疑われ交代を余儀なくされている現況では、創業者らにとってIPO後五年以内に成果を出すのはハードルが高くなりすぎであるように思われる。また、多数議決権をその株主が行使できるのも極めて限定された事項に限られており、創業者らは普通株主からの反対をおそれて積極果敢な経営ができなくなることや、普通株式の発行は普通株主からの反対を気にしなくて済むようごく少数に留めようとするのが懸念される。そうなった場合、支配権

を手元に留めつつ、多額の資金調達を可能とするDCSの妙味が損なわれるおそれが高い。⁽³⁰⁾

3. 日本におけるDCS発行事例⁽³¹⁾

二〇一四年三月二六日にサイバーダインはDCS発行会社としては初めて上場を果たした（上場先は当時の東証マザーズ）。同社は、サイバニクス技術を応用して、人の身体機能を補うロボットスーツの開発から販売・現場での活用支援までも手掛ける筑波大学発の企業である。同社の山海（さんかい）代表取締役と同氏が代表理事を務める二つの財団法人が一単元を一〇株とし、譲渡制度及び取得条項等が付された多数議決権株式七百七十七万株（全発行株式総数の四一・七％）の株主となり、普通株式は一〇〇株として一千八十五万三千四百株（同五八・三％）発行された。議決権数は多数議決権株式に七十七万七千個（全体の八七・七％）、普通株式に十萬八千五百二十七個（同二一・三％）付された。

以下では、サイバーダイン社の提出した「新株式発行並びに株式売出届出目論見書⁽³²⁾（以下「目論見書」という。）によって、同社のIPO手続の特徴を概観する。

- (1) 目論見書では、DCS発行の目的は資金調達・技術の平和的利用確保のためであると明らかにするとともに、少子高齢化という社会的課題解決・人支援事業という新分野開拓のため技術研究開発と事業経営を一貫推進すべく中心的存在である山海氏が経営に安定的に関与し続ける必要があると、本スキームの必要性を訴えている。これはガイドランの求める上場スキームの目的と必要性に対応したものと考えられる。
- (2) 目論見書では多数議決権株式の取得条項発効事由として次のようなものが列挙されている。

① 公開買付実施の結果、公開買付者所有株式数の発行済株式総数中に占める割合が四分の三以上となった場合。

② 山海氏が取締役退任後約一年以内に、その後も約五年毎に多数議決権株式の単元数を一〇〇株とみなして（つまり、一株あたり議決権数を普通株主と同じとして）計算される普通株主及び多数議決権株主の議決権の三分の一以上を有する株主の意思が確認でき、それら株主の議決権の三分の二以上に当たる多数が賛成した場合。

③ サイバーダインが消滅会社となる合併、完全子会社となる株式交換又は共同株式移転を行う場合。

④ 多数議決権株主以外への多数議決権株式の譲渡につき譲渡承認請求がなされるか、多数議決権株式所有者が死亡した場合。

このうち、①、②及び④は、ガイドラインが求める相場スキームの相当性に対応するものであり、③は異なる種類株主間での利害対立保護基準に対応したものと考えられる。

(3) この他、サイバーダインの支配株主である山海氏は筑波大学教授を兼務していることから同大学との間に潜在的な利益相反取引関係が存在し、その顕在化防止のため、同社は一定数の独立社外取締役の確保を図るといった指針等をコーポレート・ガバナンス報告書中で明らかにしている⁽³³⁾。これは、ガイドラインが求める利益相反取引における少数株主保護基準に対応するものと考えられる。

サイバーダインは、事業の有益性、技術の革新性及び経営者による一定期間の支配権掌握の必要性を肯定しやすいため、DCS発行による資金調達がふさわしい会社の典型例であろう。その制度設計についても、会社全体の七、八割もの出資比率を有して当該会社の経営に対して強い利害関係を持つこととなる株主が出現し、少額の出資しか行っていない多数議決権株主に経営を委ねることが不適切と考えられるようになった場合には、DCSを発行する構造を終了させるブレイクスルー条項①が相当に加え、多数議決権株主の経営離脱を発動事由とするサンセット条項③と④が相当も盛り込まれ、普通株主の保護を考慮したものとなっている。若干、気に

なるのは、多数議決権株主が取締役として在職する限りは、期間に基づくサンセット条項が発動されないことである。

4. 株主平等原則とDCS

DCSについては、株主平等原則に反するという批判は根強い。しかし、株主平等原則は当初から必然的な存在であった訳ではなく、株式会社制度の黎明期には出資額が端数まで株券に記載されたり、一定額以上の出資者であれば各々の出資額とは無関係に一議決権が与えられたり、複数の株式に一議決権が与えられたりしていた⁽³⁴⁾。その後、産業・経済の急激な発展により必要とされるようになった多額の資金を広く集めることができるよう、株式は均一で細分化されたものとなり、その自由な流通が保証され、株主は出資額を限度とする有限責任のみ負担するのが原則となり、日本の商法もこれに倣った。ここでは一般に株主は、株主としての資格に基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な取り扱いを受けるという株主平等原則が認められていた⁽³⁵⁾。当該原則の内容は、各株式の内容が同一であることと、各株式の内容が同一である限り同一の取扱いを受けるということであるため、一株一議決権が原則となり、種類株式（例えば、経営への介入を回避しつつ、資金調達を可能とする無議決権優先株式）は法律上明記された場合に認められる例外として扱われてきた。

ところが、平成一七年に成立した会社法は社員の権利に関して属人的取り扱いを認めていた有限会社を株式会社の一部として取り込んだうえ、多種の種類株式の発行も認めるに至った（会社法二〇八条一項各号）。その上で、「株式会社は、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。」と明記した（会社法一〇九条一項）。この文言を素直に読むと、株式の内容については株主平等原則が及ばないと解されるため、従前解釈上認められてきた株主平等原則との異同をめぐる議論が生じることとなった。立法担当者、会社法におけ

る株主平等原則とは、条文の文言通り、株式会社が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原則をいうとし、当該原則の意義は、株式会社はその株主の個性に着目することなく同じ内容の株式を有する株主については数に着目した取り扱いをしなければならないことと、株式の内容及び数に依りて取り扱いはしなければならないことであると解説している。⁽³⁶⁾しかし、今なお一株一議決権が基本的なものとして扱われており、法が認めた種類株式に限り発行できるという大枠は変更がないため、従来の不文の株主平等原則はそのまま存在すると解すべきであろう。会社法一〇九条一項は、同二項で属人的株式が認められ、同一〇八条で従来より多様な内容の種類株式が認められたことに鑑みて、これらについて内容及び数に応じて平等に取り扱うべきことを明文化したものにすぎない。会社法のもとでも、株主平等の原則とは、「株主は、株主としての資格に基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」ことをいい、その内容は、「各株式の内容が同一であること及び各株式の内容が同一である限り、同一の取扱いを受ける」ことを意味すると解すべきであろう。⁽³⁷⁾このように理解すると、会社法は多様な内容の種類株式の発行を認めたとはいえ、それによって既存株主の利益が侵害されるおそれがあるため、種類株式は従来同様あくまでも例外的なものとして、内容の異なる種類株式の発行には基本的にその合理性が要求されることになる。⁽³⁸⁾多数議決権株式は剰余金の配当に関して内容の異なる定めをする株式(同一〇八条一項一号)のように会社法が正面から認めている内容のものではない。多数議決権株式を創り出すために、権利内容に僅かな差しかない種類株式を発行し、種類株式を発行する場合には種類ごとに単元株式数を決定する必要があることを利用して、多数議決権株式と普通株式を創り出すことは株主平等原則を強調する立場から批判されるのやむを得ない。単元の株式数の上限が制限されているため、単元株式数の差異も制限されることになるとはいえず、最大で一〇〇対一と大差をつけることが可能でもある(会社法一八八条二項、会社法施行三四条)。有益なことが確認されれば多数議決権株式も種類株式とし

て明文化し、その際は多数議決権株式と普通株式の最大議決権比率をできるだけ小さなものとすべきであろう。

結びに代えて

株主保護及びコーポレート・ガバナンスを重視すれば、理論的には株主平等原則を徹底し、一株一議決権を守ることが望ましい。しかし、有能な起業家や創業者が会社の支配権を奪われることをおそれ、IPOに前向きになれないというのでは、一般投資家が投資する選択肢が増えないというジレンマに陥る。また、潜在的な将来性ある技術やビジネスモデルを眠らせてしまうという社会的損失につながるおそれもある。現実には目を向ければ、米国ではNYSEとナスダックの二大市場における上場DCS発行会社数は増え続け、両市場の株式時価総額もほぼ右肩あがりである。二〇二一年にはそれぞれ二〇兆ドルを大きく上回っている。⁽³⁹⁾それに反して、LSEのそれはここ一〇年程横ばいで約四兆ドル、東証のそれは一〇年前よりは増えているものの約六兆ドルにとどまっている。⁽⁴⁰⁾(近時の急激な円安を踏まえるとその差はさらに拡大していると思われる)。この差を生み出した一因がDCSの活用にあるとすれば、LSEや東証においてその積極的利用をはかることも市場浮揚策として検討に値しよう。もっとも、グーグル等の大規模で著名なIT系の会社の成功例に目を奪われがちであるが、米国ではIPOから三年経つとDCS発行会社の株価とそうでない会社の株価が逆転し、DCS発行会社の株価の方が低くなるという調査結果も報告されているので、⁽⁴¹⁾DCSの効果、是非や問題点の改善については長い目で慎重に判断・検討していく必要がある。

DCSの活用によりIPOを促進させる立場を容認するとしても、無条件で恒久的なDCS発行は認められるべきではなく、一定の条件に該当した場合には、多数議決権株式は一株一議決権の普通株式に転換されるもので

あることが望ましい。多数議決権株主になると思しき創業者らの高度な創造性・先進性・積極性が恒久的に維持されるとは考えられないものの、あまりにも短期間で成果を期待しては、一定期間創業者らが外部からの圧力を受けずに経営に専念できるという仕組みの趣旨を没却してしまう。また、創業者らが意欲をもって経営にあたることを前提として投資した普通株主の期待を裏切らぬような措置も必要であろう。そこで、まず、期間に基づくサンセット条項として、DCSの存続期間を七年乃至一〇年としたうえで、当該期間中は創業者らが当該会社に対して一定額以上の出資若しくは一定比率以上の持分比率を有していること、または経営者として活動していることを多数議決権株主の資格要件とする組み合わせを推奨したい。さらに、創業者らが議決権の多数を握って経営を続けた方が会社全体の利益になると考えられる場合や、有能な経営者に後を託すことが可能となった場合などには、DCS存続期間の更新が認められてしかるべきである。当初のDCS存続期間の満了前に、当該期間を更新すること及び更新後の存続期間等が提案されたり、多数議決権株式の譲渡先が提案されたりした場合には、普通株主による種類株主総会の決議を得ることを条件とした、期間更新や多数議決権株式の譲渡が可能となるようなオプションを付すことができれば、期間の経過とともに創業者らの経営に対するインセンティブが希薄したり、私的利益の獲得を優先させたりする事態も緩和できる可能性がある。なお、ここで記した期間更新及び多数議決権株式の譲渡に関する要件は、創業者らが任意に選択できるオプションとすることで足りると思われる。要件をいたずらに複雑化・強化することは期待されるIPOの阻害要因となるおそれがある。

この他、出資割合に比して大きな支配権を与えられる創業者らの権限濫用防止を徹底させるべきことはいうまでもない。独立性を有する取締役の登用といった一般的なガバナンス強化策に加えて、普通株主に監査役・監査等委員である取締役・監査委員である取締役や非業務執行取締役の選任権を付与したり、前述した多数議決権株主の経営への関与状況が明確になるような開示を強制したりすることも検討に値しよう。一般的な形態の株式会

社と違い、一年又は二年毎に株主の信を問われることが実質的には欠けることをいささかでも補い、創業者らが多少なりとも緊張をもって経営にあたるよう、一定期間ごとに勧告的決議の形で普通株主に創業者らの経営の適不適につき意思表示させる仕組みなども導入しやすいオプションとして考えられよう。

- (1) この節は、特に注記した箇所以外は、Stephen Glover & Arthy Thamodaran, *Capital Formation: Debating the Pros and Cons of Dual Class Capital Structures*, 27 INSIGHT 3 (2013) at 2-3, Lucian Bebchuk & Kobi Kastiel, *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, 103 Va.L.Rev. (2017) 4 https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2954630 (last visited Jun. 16, 2022) at 596-597. に依るものが大勢である。
- (2) Council of Institutional Investors, *Dual Class Companies List*, https://www.cii.org//Files/issues_and_advocacy/Dual%20Class%20post%206-25-19/2022_1_19%20Dual%20Class%20Companies%20Webpage.pdf (last visited Jun. 16, 2022). 444 Council of Institutional Investors 447. 以下本論文を引用し「クー」などと示す。
- (3) Stephen Bainbridge, *The Scope of the SEC's Authority over Shareholder Voting Rights*, UCLA School of Law Research Paper No.07-16 (2017) <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.985707> (last visited Jun. 14, 2022) at 5.
- (4) 二〇〇四年八月一九日にクーはIPOにより約一七億ドルを手にし、株価の上昇も相まって同社の時価総額は約二七二億ドルに達した (*Investors Greet Google With a \$27 Billion Smile*, Washington Post (Aug. 20, 2004) <https://www.washingtonpost.com/wp-dyn/articles/A15325-2004Aug19.html> (last visited Jun. 16, 2022))。
- (5) Jill Fisch & Steven Solomon, *The Problem of Sunset*, 99 B.U.L.Rev. (2019) https://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3034&context=faculty_scholarship (last visited Jun. 14, 2022) at 1068.
- (6) CII, *Dual-Class IPO Snapshot: 2017-2020 Statistics*, https://www.cii.org/dualclass_stock (last visited Jun. 16, 2022).
- (7) CII, *supra* note 2 (last visited Jun. 16, 2022). 同時期の米国上場会社の正確な総数を把握しきれないながら、N

- NYSEとナスダックの二大市場の上場会社総数は約六三〇〇であることを考えれば、DCSの採用率は少なくともことが分かる。また、二〇一六年七月現在でDCS発行会社の合計時価総額は三兆ドルを超えていた (Bechuck=Kastiel, *supra* note 2, at 594.)。
- (8) Bobby Reddy, *Up the Hill and Down Again : Constraining Dualclass Shares*, Cambridge Law Journal, 80 (3) (2022) <https://www.cambridge.org/core/journals/cambridge-law-journal/article/up-the-hill-and-down-again-constraining-dualclass-shares/9247F7EE2EE16CD93B32B4540EBE7B15> (last visited 12 Jun. 2022) at 518.
- (9) Reddy, *supra* note 8, at 518.
- (10) 〇〇に二〇二一年一月にはアムステルダムの日あたりの株式売買高が九二億ユーロとロンドンの八六億ユーロを上回るに至った (ロイター「ロンドン、株取引で欧州最大拠点から陥落 アムステルダムに明け渡す」(二〇二一年一月二二日) <https://jp.reuters.com/article/britain-eu-markets-idJPKBN2AB2SB> (last visited 12 Jun. 2022))。
- (11) GOV.UK, *UK Listing Review* (3 Mar. 2021) https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/966133/UK_Listing_Review_3_March.pdf (last visited 16 Jun. 2022).
- (12) GOV.UK, *Kalifa Review of UK Fintech* (26 Feb. 2021) https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/978396/KalifaReviewofUKFintech01.pdf (last visited Jun. 14. 2022) at 65.
- (13) FCA, *Listing Rules (Primary Market Effectiveness) (Dual-Class Share Structure) Instrument 2021* (25 Nov. 2021) https://www.handbook.fca.org.uk/instrument/2021/FCA_2021_55.pdf (last visited 12 Jun. 2022).
- (14) 落合誠一ほか「座談会・金庫株解禁等に伴う改正商法の問題点と実務対応」商事法務一六〇二号二四頁〔中西発言〕二〇〇一年、加藤貴仁「株主間の議決権配分 一株一議決権の原則の機能と限界」商事法務・二〇〇七年三一頁田中亘『会社法第3版』東京大学出版会・二〇二一年八一頁コラム3-7。なお、一方の種類の株式をすべての事項について議決権を行使できないもの(無議決権株式)とすることにより、そうではない種類の株式との間に議決権の有無による差異を設けることも可能である。二〇〇七年九月に伊藤園は、既に上場している普通株式に加えて、無議決権株式を上場させた(東京証券取引所「株式会社伊藤園第一種優先株式」<https://www.jpix.co.jp/equities/products/>

- preferred-stocks/issues/tvdivg0000007usm-att/25935g.pdf 参照 (last visited 16 Jun. 2022))。無議決権株式と普通株式を用いて議決権に差のある構造を採用した上場会社は日本では同社のみである。本稿では、紙幅の関係上、かかる構造についてはこれ以上言及しない。
- (15) ジャズ「ジャズ自主規制法人の年次報告二〇一四」(二〇一四年) https://www.jpjx.co.jp/regulation/public/nlsgeu000005ln2v-att/_report2014.pdf (last visited 16 Jun. 2022) 七頁以下参照。
- (16) Anita Anand, *Governance Complexities in Firms with Dual Class Shares* (2018) at 46. なお、同書同頁によればカナダでは二〇一六年、二〇一七年とDCS発行会社の上場数が増えつつある会社の上場数を上回ったようである。
- (17) SGX, *Listing Framework for Dual Class Share Structure, Amendments to Mainboard Rules* (26 Jun. 2018) http://rulebook.sgx.com/sites/default/files/net_file_store/SGX_Mainboard_Rules_June_26_2018.pdf, (last visited 16 Jun. 2022).
- (18) Deacons, *New Chapter on Listing of innovative companies with weighted voting rights structure in Hong Kong: At a glance* (7 May 2018) <https://www.deacons.com/2018/05/07/new-chapter-on-listing-of-innovative-companies-with-weighted-voting-rights-structures/> (last visited 16 Jun. 2022).
- (19) Bebhuck=Kastiel, *supra* note 1, at 599.
- (20) 加藤・前掲注(14)三九一頁以下参照。
- (21) The Korea Herald, *Dual-Class share system needed for unicorns' local IPOs: KRX chief* (31 March 2021) http://www.koreaherald.com/view.php?ud=20210331000955&ACE_SEARCH=1 (last visited 16 Jun. 2022).
- (22) Bebhuck=Kastiel, *supra* note 1, at 597-599.
- (23) Bebhuck=Kastiel, *supra* note 1, at 605-606.
- (24) Bebhuck=Kastiel, *supra* note 1, at 606-608.
- (25) CII, *Companies with Time-Based Sunsets on Dual-Class Stock* (updated 19 Jan. 2022) https://www.cii.org/Files/issues_and_advocacy/Dual%20Class%20post%206-25-19_22_119%20Time-based%20Sunsets.pdf (last visited 16 Jun. 2022).

- (26) Fisch=Solomon, *supra* note 5, at 1083.
- (27) グーグル、リンクトイン、グループボン及びジンガがかかるサンセット条項を採用している (Bebbchuk=Kastiel, *supra* note 1, at 619).
- (28) Fisch=Solomon, *supra* note 5, at 1088-1099.
- (29) Debevoise & Plimpton, *FCA Listing Rule Changes* (22 Dec. 2021) <https://www.debevoise.com/insights/publications/2021/12/fca-listing-rule-changes> (last visited 16 Jun. 2022).
- (30) Bobby Reddy, *The UK's Dual-Class Shares Reforms - Failing to Throw off the Shackles* (30 Jan. 2022) <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2022/01/uks-dual-class-shares-reforms-failing-throw-shackles> (last visited 16 Jun. 2022).
- (31) 以下は、太田洋=松原大祐=水島淳=尾崎美和「米国および我が国における複数議決権株式の設計と複数議決権株式発行会社に係るM&A(上)・(下)」金判一五〇九号二頁・一五二〇号二頁に依るところが大きい。
- (32) CYBERDYNE 株式会社「新株式発行並びに株式売出届出目論見書」(二〇一四年二月) https://trade.smbcnikko.co.jp/MoneyManagement/31ADK0001441/folio/trade_report/pdf/premierport.pdf?step=1&FilePath=/was/contents/e_kofu/pdf/PO&FileName=MK0219030813.pdf (last visited 16 Jun. 2022).
- (33) 太田ほか・前掲注(31)金判一五〇九号六頁参照。
- (34) 佐賀卓雄「デュアル・クラス・シェア(DCS)・ストラクチャの論理と現実」証券経済研究一一一号(二〇二〇年)二頁以下。
- (35) 明文で規定されていないにもかかわらず、強行法規性を有するとされる株主平等原則を認める立場からは、その根拠として「(正義) 衡平」の理念が唱えられてきた(鈴木竹雄「株主平等の原則」『商法研究Ⅱ』有斐閣・一九七一年二三八頁以下、八木弘「株主平等の原則と固有権」田中耕太郎編『株式会社法講座 第2巻』有斐閣・一九五六年四二四頁、大隅健一郎=今井宏『会社法 上巻 第3版』有斐閣・一九九一年三三五頁ほか)。
- (36) 相澤哲=端玉匡美=郡谷大輔編著『論点解説 新・会社法千問の道標』商事法務・二〇〇六年一〇七頁。
- (37) 南保勝美「新会社法における株主平等原則の意義と機能」法律論叢七九卷第二・三合併号(二〇〇七年)三四六

頁以下。

- (38) 南保・前掲注(37)三四七頁。
- (39) 野村資本市場研究所「参考統計 一・株式市場 主要取引所の株式時価総額推移 (二〇二二～二〇二二年二月末)」野村資本市場クォーターリー二〇二二年春号(二〇二二年)一一四頁。
- (40) 野村資本市場研究所・前掲注(39)一一四頁。
- (41) Martijn Cremers, Beni Lauterbach and Anete Pajuste, *The Life-Cycle of Dual Class Firm Valuation*, ECGI Finance Working Paper No 550/2018, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3062895> (last visited 16 Jun. 2022) at 31.