

アメリカのベンチャー企業における種類株式の利用と法的問題点

アメリカのベンチャー企業における種類株式の利用と法的問題点

—デュアル・クラス・ストラクチャーによる上場の是非を中心として

経営管理研究科専任講師

盧 暁斐

【要約】

本稿では、アメリカのベンチャー企業の資本構造としてよく利用される種類株式、デュアル・クラス・ストラクチャーを中心に、アメリカにおけるDCSの利用状況、関連する法規制、実務の動向及び最近の議論について考察を行った。

DCSは効率的に内部者支配を維持し、企業の長期的な成長を促進するメリットが大きいものの、支配権の濫用や株主による創業経営陣に対する監視機能の低下などの問題点が指摘されている。創業(経営)者と一般投資者(外部株主)の間の利益衝突をはじめ、DCSをめぐる利益関係者の様々なニーズをどのように調整するかでは肝心の論点となる。アメリカでは、DCSに関して制度上の許容度が高く、定款ベースで外部株主の利益を配慮して様々な創意工夫を行うことのできる法的問題に対応している。また、訴訟文化と弁護士による積極的な関与もDCSの安定的利用に大きく役に立っていることが窺われる。

日本は、企業の促進という喫緊の課題を抱えており、制度上すでに許容されているDCSを有効に利用し、ベンチャー企業による上場の可能性をより広く開くことが望ましいと考えられる。そのため、アメリカの実務での取組みと近時の議論は有益な視点を与えると思われる。

【キーワード】

ベンチャー企業、種類株式、デュアル・クラス・ストラクチャー、一株一議決権

一 はじめに

1 本稿の背景

昨今、企業のグローバル化やITベンチャー企業¹の続出を背景として、一株一議決権を有する普通株式と同原則に変更を加える種類株式を発行し、デュアル・クラス・ストラクチャー(Dual

¹ 本稿では、ベンチャー企業とは、革新的な技術やアイデアを基礎として新しいサービスやビジネスを展開する企業であると定義する。また、ベンチャー企業の規模は、小規模から大規模まで様々であるが、デュアル・クラス・ストラクチャーによる上場を中心に議論するため、主に成長途上にあり、上場して大規模の資金調達を行う需要が高いベンチャー企業を想定して議論を行う。

Class Structure) (以下、「DCS」と称す)²を採用する企業は世界の流行となっている³。特に米国のベンチャー企業において、創業者の支配権の維持と企業の長期的成長に資すると考えられる DCS は頻繁に利用されている。しかしそれと同時に、機関投資家や一部の学者から、支配株主による権利の濫用はコーポレートガバナンスに歪みをもたらすとして強く批判を受けてきた⁴。2017 年 3 月にアメリカのソーシャルメディア企業 Snap が無議決権株式を発行して上場したこと、続いて同年 9 月に、Facebook が 2016 年に発表した無議決権株式の新規発行計画を撤回すると宣明したことを受け⁵、DCS をめぐる議論が再燃している⁶。

日本では、2008 年に同スキームが解禁され、2014 年テックベンチャー Cyberdyne 社が同スキームによる上場を遂げたことをきっかけに、議論が活発になった。しかし、それ以来当該スキームの活用例はあまり増えていない。また、中国では、多くの新興企業がアメリカで上場しており、2014 年に Alibaba が DCS に類似する資本構造(「パートナーシップ制度」)を採用し、香港ではなく、ニューヨーク証券取引所(以下「NYSE」と称す)に上場したことが大きく注目され、当該スキームの中国への導入の可否をめぐって熱く議論されている。このように、DCS に関する批判は従来から強くされているものの、同スキームを用いて上場する企業が次々と登場し、これを認める国も次第に増加している⁷。その理由について先行研究において多く分析されているが、必ずしも定論には至っていない。

2 本稿の目的と構成

DCS に関してアメリカを含めどの国でも、特に成長途中のベンチャー企業には DCS に対して切実な需要があるにもかかわらず、当該スキームをどのように利用すれば企業にとって資金調達

2 弦巻充樹「デュアル・クラス・ストラクチャーをめぐる日米の状況—フェイスブック上場を契機として」商事 1982 号(2012)24 頁参照。

3 小阿瀬達彦「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」大和総研レポート(2015)5 頁。 http://www.dir.co.jp/consulting/theme_rpt/governance_rpt/20150326_009585.pdf

4 加藤貴仁「議決権種類株式に関する規制の背景にあるものとは何か?—国際比較からの示唆」証券アナリストジャーナル(2014 年 11 月)4 頁。

5 周知の通り、Facebook は 2012 年に上場する際に、DCS を採用し、普通株 A 株と一株 10 議決権の B 株を発行し、後者がザッカー・バーグ氏等の創業者によって保有されている。今回の新株発行は、バーグ氏の支配力の維持のために、既存株主の株式 1 株につき無議決権株式(c 株)2 株を割り当てるとの計画であるが、企業統治から問題があるとして一部の株主によって提訴され、最終的に和解で落ち着いた、「フェイスブック、無議決権株の発行撤回 訴訟受け和解」日経新聞(2017 年 9 月 23 日)リンク https://www.nikkei.com/article/DGXLASGN23HOR_T20C17A9000000/

6 David J. Berger, *Wilson Sonsini Goodrich & Rosati, Dual-Class Stock and Private Ordering: A System That Works*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, May 24, 2017, available at <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/05/24/dual-class-stock-and-private-ordering-a-system-that-works/>.

7 Gabriela M.Engler Pinto, *Why They Persist: an Analysis of Dual Class Structures and the Unification Process in the U.S. and Brazil*, 10 DIREITO GV L.Rev.23,23(2014).

アメリカのベンチャー企業における種類株式の利用と法的問題点

ができ、効率的かつ長期的成長を実現し、一般投資者にとってよい資金形成の機会が提供され、株主たる利益が保護されるか⁸という課題に直面している。アメリカは議決権の配分の自由度が世界で圧倒的に高い制度を持っていると評価されている⁹が、この課題を解決するために、アメリカの関連する法規制と実務の動向を考察することが必要かつ有益であると考えられる。

また、本稿では、DCSの盛況とこれからの経済的な需要傾向に鑑み、一株一議決権の原則を硬調に適用し、DCSを完全に禁止するよりは、むしろそれ自体を法的に認めながら、その問題点を是正する諸対策を加えることによって、合理的かつ妥当なDCSの実現の可能性を模索すべきであるとする。

そこで、本稿は、この立場から、DCSによる上場の是非を中心に、アメリカのベンチャー企業における種類株式の利用と法的問題点について一考察を行う。まず、(二)では、アメリカの上場会社によるDCSの活用状況、DCSの意義やその利用理由について考察する。そして、(三)では、DCSに関するアメリカの法規制及び実務での取扱いを整理し、その規制と実務の柔軟性について考察する。さらに、(四)では、アメリカでDCSをめぐる近時の議論を検討しその傾向を把握する。以上の考察を踏まえたうえで、(五)では、DCSの合理性を探り、同スキームの下でどのように企業と投資者の両方の需要に応じるかについて若干の検討及び評価を行い、日本でのDCS制度のあり方への示唆を簡単に提示する。これにつき、アメリカと日本の市場の規模が相当異なり、ベンチャー企業の起業数もベンチャー投資額も日本より桁違いに多いため¹⁰、制度のみならず、多角的な比較考察が必要である。もっとも、日本の起業数が少ないのは法規制の柔軟度の欠如にも一因があると指摘されていることから、本稿は、会社法的な範疇に限定して検討を行うこととする。

本稿は、アメリカのDCSの制度と最新の議論の動向を考察することを通じて、日本のかかる制度のあり方に示唆を与え、ひいては日本におけるITベンチャー等によるDCSの活用の促進に寄与したいと考える。

二 アメリカにおけるDCSの概況

1 DCSの重要性

今現在、DCSを採用している上場会社はアメリカ経済において大きな役割を果たしている¹¹。

⁸ 林謙太郎『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年11月)28頁。

⁹ 中塚富士雄『種類株式と議決権 解題』証券アナリストジャーナル(2014年11月)4頁

¹⁰ Filed Management「日米VCの比較」(2016年3月18日), *available at* <http://fm-cptl.com/2016/03/18/%E6%97%A5%E7%B1%B3vc%E7%92%B0%E5%A2%83%E3%81%AE%E6%AF%94%E8%BC%83/>

¹¹ Lucian A.Bebchuk, Kobi Kastiel, The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock, 103 Va.L.Rev.585, 594(2017).

DCSによるIPOは、20世紀90年代から21世紀初めまでは毎年何件かしかなかったが、2004年のGoogle上場及び2012年のFacebook上場によって拍車がかかり、特に最近7年間では盛んに行われている¹²。2016年7月時点で、DCS採用会社は、245社であり、ラッセル3000インデックスの8.2%を占め、市場資産価値も3百万兆ドルを超えている¹³。また、業種から見れば、DCSの利用会社は、Facebook、Groupon、LinkedIn、Snap、TripAdvisor、Zynga等、情報技術(IT)産業のイメージが強いが、それに限らず、出版業、ビジネスサービス、小売業、製造業等幅広い産業で利用されているのが実情である¹⁴。このように、米国では、DCSスキームは特殊な業種に限定されることなく、広く利用されていて、米国の資本市場で大きなウェイトをしめている。他方、他国でも、創業者による支配権の維持のニーズや株主間の異なる利害関係の調整に応じて、多くの会社がDCSを採用し、新規上場または資本再構築をしている¹⁵。この事実それ自体だけでも、市場におけるDCSの需要の高さを示し、当該スキームの支持者に有力な理由を提供していると言える。

2 DCSの意義

「一株一議決権原則」の下では、議決権と経済的な権利が連動しており、株主は、原則としてその有する株式一株につき一個のキャッシュフロー・配当に関する権利及び一個の議決権を有する。これをもって株主間の平等を図ろうとしている¹⁶。しかし、同原則の下でも、所有と経営の分離によって、様々な利益衝突が生じ、エージェンシー問題が重要な課題となる¹⁷。これらの課題を解決するために、会社法は、取締役会に意思決定権と経営者への監督権を付与すると同時に、株主に①剰余金請求権、②取締役の選任・解任権、③インプット¹⁸を監視する行為(observe

¹² *Id.* at 594. また、2014年実施された292件のIPOのうち36件で、2015年実施されたIPOのうち27件が同スキームを採用しているという。竹内信紀 = 小川周哉「アメリカにおける種類株式の実務動向」商事2128号(2017)47頁。

¹³ *Id.* at 594.

¹⁴ *Id.* at 595. たとえば、AMC、Berkshire Hathaway、Cablevision、CBS、Comcast、Ford、News Corp.、Nike、Ralph Lauren、Viacom等が挙げられる。

¹⁵ デュアル・クラス・ストラクチャーを実現させるために、いくつかの戦略がある。アメリカの証券取引委員会(SEC)が1988年に19C-4ルール(当該ルールについて後述を参考されたい)を導入する前に、議決権が少ない代わりに配当金が多い種類株を発行する方法(dividend sweetener)、持株年数によって株主を分離し、議決権を割り当てる方法(これは現在注目されているトヨタのAA種類株と若干相似する部分がある)、税制上の優遇を受けるためにスピンオフによって実現する方法、議決権付き株式の配当として無議決権株式を発行した後に追加で新しい種類の無議決権株式を発行する方法が利用されていた。19C-4ルールが実行されてから、上記方法が制限され、IPOによるデュアル・クラス・ストラクチャーの導入が主流となり、現在に至る。See Pinto, *supra* note7, at 27. 本稿もIPOの場合に限定してデュアル・クラス・ストラクチャーの問題点を検討する。

¹⁶ Kishore Eechambadi, *The Dual Class Voting Structure, Associated Agency Issues, and a Path Forward*, 13 N.Y.U.J.L&Bus. 503, 509(2017).

¹⁷ Pinto, *supra* note7 at 24.

アメリカのベンチャー企業における種類株式の利用と法的問題点

input behavior)、④インプットに関する契約の中核的な当事者になる権利、⑤及びこれらの権利を売却する権利である五つの重要な権利を付与している¹⁹。

それに対して、DCSは、普通株のほかに、無議決権株式や複数議決権株式等の異なる権利を有する種類株式を発行し、株主間の異なるニーズを調整する一選択肢を提供している。典型的なDCSの下では、会社は機関投資家や個人株主に対して一株につき1議決権A種株を発行して上場させると同時に、創業者や経営者等の会社内部者に対して一株何倍（通常10個）の議決権を有するB種株を発行しているパターンが多い。また、アメリカのDCS採用会社では、支配株主は平均して60%の議決権（voting rights）と40%のキャッシュフロー権（cash flow rights）²⁰を持っている²¹。このように、B種株の保有者は、会社への出資が少ないものの、出資と比例しない議決権行使を通じて会社を支配することができ²²、資本調達に伴う持株比率の希釈化によって生じる支配権の喪失という心配を取り除ける²³。

また、DCS採用会社は一種類のみ発行する会社とは株式所有構造も異なる。一般的に、会社の株式所有構造は三つの基礎的なタイプがある。つまり、株式と議決権が広範囲に分散所有されている「分散所有構造（dispersed ownership）（DO）」タイプ、一人または一のグループの株主が会社に影響力と支配力を行使するのに十分な株式を保有している「支配構造（controlled ownership）（CO）」タイプ、株主が少数の株式しか保有していないのに会社を支配できる「少数者による支配構造（controlling-minority structures）（CMS）」タイプである²⁴。DCSは、CMS構造を実現するための主要な手段となっている²⁵。

要するに、DCSは、株主権のキャッシュフローベースの所有権を表すキャッシュフロー権と実質的な支配を表す議決権を分離することによって、所有と支配の分離を実現し²⁶、CMS構造を好む会社に広く利用されている。

18 インプットとは、アメリカの会社法上著名なチーム生産理論に使用されている概念であり、会社を取り巻く様々なステークホルダーがチームとなり、財やサービスを生産する為に投資されたものを意味すると理解される。M. M. Blair and L. A. Stout, *A Team Production Theory of Corporate Law*, 85 Virginia Law Review 247 (1999).

19 Alchian, Demsetz, *Production, Information Costs and Economic Organization*, American Economic Review, V.62, 777-795. これも、チーム生産理論に基づく分析である。

20 Pinto, supra note7, at 25.

21 *Id.* at 35.

22 Bebchuk, supra note11, at 585.

23 张舫「美国“一股一权”制度的兴衰及其启示」现代法学 2012 期 3 月 152 頁。

24 Lucian Arye Bebchuk, Reinier Kraakman & George G. Triantis, *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights*, in CONCENTRATED CORPORATE OWNERSHIP 295, 295 (Randall K. Morck ed., 2000).

25 Eechambadi, supra note16, at 508.

26 *Id.* at24.

3 DCS の利用原因と対象会社

では、DCS を利用するメリットはどこになるか？これに関してはアメリカで広範に研究されている²⁷。Fischel 教授によれば、DCS を選択するインセンティブは、同メカニズムが効率的に内部者支配を確保できることにある²⁸。すなわち、①内部者支配は、株主利益の最大化という目標に一致する場合に、会社に多くのメリットが生まれる。内部者は外部者に比べてより容易に支配権の価値を評価でき、内部者支配が確保されると、経営者による企業特殊な人的資本への投資を促進することができる。つまり、経営者は時間と資源をかけて、ある特定企業の投資機会、人事、特殊業務と組織構造に関する知識・技術を磨かなければならない。これによって企業価値が向上し、株主にとっても有利である。経営者は、敵対的買収等によって上記の特殊な人的資本を他人に安易に占有されることを回避するために、会社支配を保持するわけである²⁹。そして、②内部者支配が確実に維持されていると、買収防衛効果があり、経営者にとっては、仮に会社資産の使用が最適である場合でも潜在的な買収者を防衛するために会社資源を無駄に費やすといった行動をとるインセンティブが高くない。さらに、③株式分散所有の会社よりも、内部者支配の会社において支配権取引が行われる場合、当該会社の既存株主は、共同して買収者との交渉力が上がり、株式の売却でより高いプレミアムを獲得できる。当該会社の経営者も全株主の利益を代表して買収者と交渉すると想定できると分析される³⁰。そのほかに、エージェンシーコストの面から考えると、支配株主がいる内部者支配構造では（CO と CMS 構造）、経営者を監視するインセンティブと能力を持つため、ある程度エージェンシーコストを減少できると分析される³¹。DCS の採用会社は、株式市場で資金調達を図るとともに、創業者、経営者による支配ができ、前述した CMS 構造との関係で分析した通り、効率的に内部者支配を維持し、そのメリットを発揮できると考えられる。

もっとも、近時、最も注目されるメリットは、長期的な視点からの経営と創業者による支配といった点であろう³²。DCS の下で、創業経営者は、短期的収益拡大のプレッシャーを気にすることなく、自身のスキルを十分に発揮し、有能な人材を確保し、長期的に会社・株主の利益の最大化のために経営ができる。特にテックベンチャーの場合に、最も肝心なのは、商品のサイクルを超えてイノベーションを起こすことである。短期的な利益を強調し、継続的なプロジェクトに適

27 李艶紅「アメリカ上場会社におけるデュアル・クラス・ストラクチャーをめぐる諸問題—1980年代の状況と近時の動向との比較検討を中心に」比較法学 51 卷 1 号 52 頁(2017)。

28 Daniel R. Fischel, Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock, 54 U.Ch. L.Rev. 119, 139(1987)。

29 *Id.*

30 *Id.* at 138.

31 Bebchuk, *supra* note11, at 612. もちろん、支配株主の支配力はその株式の保有比率に非比例的にはるかに高い場合に、上記の立論が成立しない可能性が高い。

32 Eechambadi, *supra* note16. at 513

アメリカのベンチャー企業における種類株式の利用と法的問題点

切に投資せずに次の半期決算の「ボトムライン」に注目するばかりの行動は、株主の長期的価値と会社の健康的な成長に有害である³³。そのため、DCSの導入が認容されている場合に、スタートアップ企業の促進にも役立つと指摘される³⁴。もし上場会社を支配できないなら、多くの起業家は、特にその個性・評判と会社の業績・期待性が緊密につながる場合に、その会社を上場させないまたは上場の先延ばしを選ぶであろう。そのため、DCSが導入されると、起業家が支配権を放棄することなく企業の規模拡大のために必要な資金を資本市場から調達できるため、中小企業の成長と経済発展を促進できる³⁵。これに関して、Facebook（ザークバーク氏）、Alibaba（ジャックマー）、LinkedIn（Hoffman）はよい例となろう。

また、DCSは、株主利益とほかのステークホルダーの利益が衝突する場合に社会公共的な利益に貢献できると指摘される³⁶。たとえばメディア産業では、編集の独立性と会社の利益最大化は必ず一致するものとは限らず、メディアの独立性と真実性が株主の議決権の影響を受けさせないために、New York Times や The Washington Post 等が DCS を採用している³⁷。

アメリカでは会社が次のような状況にある場合に DCS を採用する傾向があると整理されている³⁸。つまり①（創業）経営陣による経営の評判が高い場合、②会社が営む事業が企業買収活動の活発的な産業にある場合、③会社が技術革新や新しい市場に進出し、大きな変革を迎える場合等が挙げられる。

以上、アメリカの実情を見ると、DCSの採用は、創業経営陣にとっては、支配権を確保しながら資金調達かつ買収防衛ができ、特に新興企業の発展にとって大きな意義をもつ。そのため、後述するように当該スキームに対する批判が強いにもかかわらず、これを選択する企業数は顕著に多い。

三 アメリカの DCS に関する法規制と実務上の取組み

1 関連する法規制

① 証券取引所規則

アメリカの州会社法では、DCSについて直接規律する規定はなく、定款によって会社の自由設定に委ねられている³⁹。それに対してアメリカの証券取引所 NASDAQ と NYSE は、DCSを含め、会社が異なる議決権設定をもって新規上場することを認めている。しかし、特に NYSE は DCS

³³ Id. 514.

³⁴ Id.

³⁵ Mira Ganor, Why Do Dual-Class Firms Have Staggered Boards, 10 Ohio St.Bus.L.J. 147, 155(2016).

³⁶ Id. at 154.

³⁷ Id.

³⁸ Pinto, supra note7, at 26.

³⁹ 弦巻・前掲(注2)27頁。

を正面から認容するまで長い道のりを歩んだ⁴⁰。

1926年に、ハーバード大学のRipley教授による無議決権株式の発行に対する批判の影響を受け、NYSEは会社の民衆性と株主に対する責任に鑑み、一株一議決権の原則を維持すべきとし、無議決権等の種類株式による上場を認めなかった。1980年代、アメリカで敵対的な買収が活発でDCS導入の需要が増えた背景において、1985年、NASDAQ等DCSによる上場を認める証券取引所との競争に直面し、NYSEは上場会社によるDCSの利用を認めるようにSECに対して諮問した。これに対して、1988年、アメリカ証券取引委員会（以下、SECと称す）はDCSに関する統一的なルールRule 19c-4を採用し、DCSによる資本再構成を制限するがDCSによるIPOを認めるとした。その後コロンビア巡回控訴裁判所は当該ルールが違憲であり、無効と判じたが、SECは相変わらず証券取引所に対してDCSによる資本再構成を禁止するように勧告した。そこで、NYSEとNASDAQは当該ルールを内部ガイドラインに反映し、「会社活動または証券発行により既存株主の議決権が根本的に減少または制限されることは認められない」（NYSE上場規則 § 313 (A)）としながら、DCSによる上場を認めている。

② 信任義務 (Fiduciary Duties)

アメリカでは、支配株主や取締役は、DCSの採用によって柔軟な経営ができるが、会社に対する信任義務が課されることになっている。これは外部の少数株主利益の確保にとって一定の役割を果たす⁴¹。たとえば、2012年のDelphi Financial Groupの株主訴訟では、DCS採用会社の経営者は売りサイドの取引において信任義務を負うと示された⁴²。DelphiのCEOであるRosenkranz（12.9%の株式と49.9%の議決権を保有する）は、会社を代表して買収者と交渉する中で、自ら保有する株式に高いプレミアムを付けることと異なる対価（Disparate Consideration）を認める定款の変更を承認した。上記行為が定款に違反するとして、Rosenkranzは株主により信任義務違反の責任を問われた。この紛争は、最終的にその予定された支配プレミアムを10%ディスカウントされたことで収束した⁴³。

また、GoogleのC株の株主による代表訴訟においては、Google創業経営者Larry PageとSeragy Brinが信任義務に違反するとされた⁴⁴。DCSを上場当時から採用していたGoogleは、上場後も株式を発行し、創業者の支配権を失う恐れが次第に高くなった。そのため、PageとBrinが新たに無議決権株式C株を発行し、既存のすべてのA株とB株の株主に持株比率に応じて配分すると決めた。これを実行すれば、一株を二株に分割する効果もたらされる。この決定は

40 以下の整理は、Bebchuk, *supra* note 11, at を参照されたい。

41 Christopher C. McKinnon, *Dual-Class Capital Structures: A Legal, Theoretical & Empirical Buy-Side Analysis*, 5 Mich. Bus. & Entrepreneurial L. Rev. 81, 85 (2016).

42 In re Delphi Financial Group Shareholder Litig., 2012 Del. Ch. LEXIS 45, 11 (Del.Ch.Mar.6.2012)

43 Mckinnon, *supra* note 41, at 85.

44 In re Google, Inc. Class C Shareholder Litig., No. 7469-CS, 2013 WL 6735045 (Del.Ch.Oct.28.2013).

アメリカのベンチャー企業における種類株式の利用と法的問題点

Google の上場地である NASDAQ には反対されなかったが、同社の株主は、新規発行の C 株が既存株式の価格をディスカウントして取引される可能性が高く、これは株主価値を毀損し、公然に自己取引と買収防衛を行う手段であると強く批判し、提訴したわけである⁴⁵。

このように、アメリカでは、株主の発言権が強く、クラスアクション制度も整備されており、完全な情報開示の下で、創業者や経営者による支配権の濫用行為や他の不正行為が行われる場合には、信任義務の規制をもってある程度対処できよう。これは、DCS 採用会社の場合でも同様に適用される。しかし、通常会社運営において、例えば期待される買収等、多くの取引が経営判断原則によって保護され、経営者は株主に干渉されることなく遂行できるため⁴⁶、外部株主の利益がどこまで保護できるかは相変わらず課題でとなる。

2 実務上の取組み

DCS 採用会社は、創業経営陣の支配権を一方的に確保するのではなく、外部株主の利益保護を考慮し、通常定款において、過大な支配権の集中や支配権の濫用を防止するために様々なサンライズ (Sunrise)、サンセット条項を定款で定めている。また、NASDAQ と NYSE では特にこれらの条項について規定されておらず、上場後に既存株主の議決権を減弱する種類株式の採用のみが禁止されている⁴⁷。

① サンライズ条項 (Sunrise Provisions) ——DCS の内容

会社は、DCS 導入時に、定款で発行する種類株式に包含される権利や比率等について定め、当該スキームの基礎的な内容を決める。かかる条項はサンライズ条項と呼ばれ、特に、一般の議決権と取締役の選任権を中心に設定されている⁴⁸。1976 年に、AMEX は DCS を採用する Wang Laboratories を上場させた際に示されたルールがあり、それがワング準則 (Wang Formula)⁴⁹ と呼ばれ、多くの会社に準用されている。同準則によると、1) 議決権が制限される (議決権の少ないあるいは無議決権) 株式は一つのクラスとして行使することによって選任できる取締役数は全取締役数の 25% 以下に下回ってはならない、2) 議決権の高い株式に付与する議決権の割合は 10:1 を上回ってはならない、3) 議決権が制限される株式の議決権を減少させるあらゆる種類株式の追加発行はしてはならない、4) もし議決権の高い株式が占める出資比率が一定の割合を下回った場合に、当該種類の株式は特定の価値を失い、普通株式に戻る、5) 議決権の少ない株式に優先配当権を付与することを強く勧めるとされた。その後 AMEX は NASDAQ や NYSE と一致

⁴⁵ Mckinnon, *supra* note 41, at 88.

⁴⁶ *Id.* at 87.

⁴⁷ Anderw Winden, Sunrise, Sunset: An Empirical and Theoretical Assessment of Dual-Class Stock Structures, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 228. (August 1, 2017), at 10. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3001574>

⁴⁸ *Id.* at 10.

⁴⁹ AMEX は DCS 採用の Wang Laboratories を上場させた際に示されたルールである。

するように規制を緩和したが、上記の2)についてDCS採用会社に普遍的に適用しており⁵⁰、他の要求も多くの会社がIPOする際の考慮要素となっている。

議決権に関する条項は、大部分のDCS採用会社は、議決権の高い株式と普通株二種類を発行するタイプである。それに対して無議決権株式と普通株二種類を発行している会社の中、Dodge Brothers、Snapのように、無議決権を一般投資者向けに発行する会社はあるが、New York Times と The Washington Post 等のように、取締役の選任を除き、無議決権株式を発行する会社が多い⁵¹。他方、取締役の選任に関しては、上記準則2)の影響下、一部の会社が議決権の少ない株式を保有する株主に25%~33%の取締役を選任する権利を付与している⁵²。

また、支配権取引の場合、多くの会社はサンライズ条項で、議決権の少ない株式を保有する株主の利益を配慮し、これらの株主に別個の議決権を付与するあるいはすべての株式に同様な対価を支払う等、色々な工夫が凝らされている⁵³。

② サンセット条項⁵⁴

1) DCSの期間設定に関するサンセット条項

DCSは最初に会社にとって効率的かもしれないが、会社の発展につれ、非効率的になる可能性がある。DCSの維持期間をIPO開始後の一定期間（たとえば、10年間）に設定し、期間終了後に、議決権の高い株式が自動的に普通株に戻るという条項が規定されていると、支配株主に効率的なDCSのみ維持できる⁵⁵。

2) 発動事由に関するサンセット条項

これは、例えば、創業経営者の無能力、死亡、定年または辞任のように、ある特殊な事由が生じた場合に、DCSは自動的に単一的な（普通株のみ発行される）構造に転換させることを要求する条項である。このような条項は、創業者が客観的に経営に携わることがふさわしくなくなった場合にもかかわらず支配権を維持しつつまたは支配権を相続者に承継させることを防止できる⁵⁶。

⁵⁰ Winden, *supra* note 47, at 47.

⁵¹ そのほかに、Ford などのように株式保有に関係なく支配的な議決権を創業者に付与するスキーム、議決権の高い株式も上場させるスキーム等があると整理されている。*Id.* at 16.

⁵² その場合、会社の付属定款(Bylaws)は少数株主に会社と取締役に事前通知し、株主総会の取締役の選任決議における取締役を任命する権利を認めるが、少数株主が、金融資源を十分に活用し、委任状勧誘を行わなければ実現可能性が低いとされる。*Id.*

⁵³ *Id.* at 11.

⁵⁴ この部分については日本で2008年に東京証券取引所で導入される議決権種類株式の上場制度と類似する部分が多く、紙幅の都合上、簡単に紹介することとする。

⁵⁵ Bebchuk, *supra* note 11, at 618. 現在、Fitbit、Kayak、Yelp 等の会社が採用している。

⁵⁶ *Id.* at 619.

アメリカのベンチャー企業における種類株式の利用と法的問題点

3) 所有比率に関するサンセット条項

これは前述したワング基準 4) に類似しており、つまり、創業者等が保有する議決権の高い株式が全株式数の一定の割合を下回った場合に、当該種類株は普通株に自動的に転換されるとの条項である⁵⁷。創業者等の株式保有比率が一定比率以上を保っているならば、他の株主の利益と一致する場合が多く、支配権維持の正当化理由ともなるからである。調査によると、LinkedIn や Zynga 等を含め、この種のサンセット条項は S&P1500 の会社のうち 54% が採用している。これに対して、ほとんどの会社はかかる持株比率のラインを 10% と設定しており、実質的に議決権と経済的な利益の著しい不一致によって生じる問題を解決できないと批判されている⁵⁸。とはいえ、DCS 採用の意味はそもそも議決権とキャッシュフロー権の分離にあり、サンセットが発動する所有比率がどこまで下がれば合理的なのかは会社の状況によって異なるが、あまり高い比率が要求されるならば、創業者による DCS の採用意義がなくなる可能性もあろう。

4) 譲渡に関するサンセット条項

20 世紀では、DCS 採用会社において、議決権の高い株式の自由譲渡が主流であった⁵⁹。2004 年に Google の上場により、この状況が劇的に変わった。現在、アメリカのほとんどの DCS 採用会社は議決権の高い株式の自由譲渡を制限し、譲渡される場合に、自動的に普通株に転換されるというサンセット条項を入れている⁶⁰。

上述するように、アメリカでは、DCS に関する直接的な法規制がなく、証券取引所の規則も DCS による IPO に寛容的である。一方、実務では、会社は DCS の導入に際し、定款自治の範疇でその DCS 内容の設定や終了条件などを定め、外部株主の利益保護を配慮した様々な工夫が試されている。

四 アメリカにおける近時の議論

1 DCS に対する批判

前述した通り、DCS は創業者の支配権保持や企業価値の向上にメリットが多いにもかかわらず、長い間にわたって強い批判を受けて来た。その主な焦点は内在的な利益衝突とエージェンシーコストの増加である⁶¹。具体的に、DCS の下では、①支配株主が強力な支配権を持つわりに会社のキャッシュフロー権の割合が低く、議決権を行使する際に、配当やキャピタルゲイン等を含めた企業価値の向上のためではなく、私的利得の獲得を優先させる可能性が高い。その結果非効率的な経営につながると指摘される⁶²。また、②経営陣にとって敵対的な買収からのプレッシャー

⁵⁷ *Id.*

⁵⁸ *Id.* at 620

⁵⁹ Winden, *supra* note 47, at 27.

⁶⁰ *Id.* at 28.

⁶¹ Eechambadi, *supra* note 16, at 516.

が低く、株主による経営陣に対する監視機能が低下する⁶³。③外部株主は議決権を通じて経営陣を監視・コントロールすることができず、会社資産の不適切な使用、CEO報酬の増加、疑わしい買収や事業投資決定、支配権移動への強い抵抗等一連の問題が生じうる⁶⁴。これらの問題に対して、株主は議決権以外の手段を強めるほか方法がなく、それによって生じる監視コストも高まる⁶⁵。最も心配される典型的な場面は、米メディア大手 Viacom の経営混乱のように、創業者または経営陣の不正行為によって会社の利益に大きな悪影響を与えたにもかかわらず、外部株主が株価の下落を止めることができず、無力感を生じる場合であると指摘される⁶⁶。それ以外、証券取引所に対する批判としては、各取引所が創業経営陣に有利な DCS に寛容的な態度は、「底辺への競争 (Race to the Bottom)」につながるとされる⁶⁷。

2 最近の議論

従来では、DCS と一株一議決権原則との関係、当該スキームに対する統一ルール必要性等について議論されたが、近時では、DCS 採用例の増加という実情を受け、なぜ当該スキームが利用し続けられているかに関する研究が増えている⁶⁸。この中、最近、最も熾烈な議論の対立は、創業者と経営者の要求の対立からきており、禁止派と私的な秩序形成 (Private Ordering) 支持派 (現状維持) の対立であるといわれる⁶⁹。

① 禁止的な立場

投資者の擁護者は、DCS に対して禁止すべきまたは厳しく制限すべきであると主張する。とりわけ、機関投資家は、ある会社のガバナンス構造をある程度影響力を行使しえないと、当該会社への良い投資ができないと考え、DCS は会社の価値を毀損すると主張している⁷⁰。多くの機関投資家は、会社の指名委員会や独立取締役と対立して議決権を行使すると宣明したり、SEC を通じて証券取引所にプレッシャーをかけようとしている。機関投資家の利益代表団体である ISS (Institutional Shareholder Services) や議決権行使助言機関 CII (Council of Institutional Investors) は強い反対の立場を示している⁷¹。

② 現状維持の立場

それに対して、創業者の擁護者は、現状維持の立場に立っている。すなわち、現在の私的な秩

62 弦巻・前掲(注2)26頁。

63 Eechambadi, supra note 16, at 516.

64 Id.

65 弦巻・前掲(注2)26頁。

66 Bebchuk, supra note 11, at 588.

67 Fischel, supra note 28, at 127.

68 李・前掲(注27)54頁。

69 Winden, supra note 47, at 30.

70 Id. at 41-42.

71 竹内等・前掲(注12)47頁。

アメリカのベンチャー企業における種類株式の利用と法的問題点

序形成システムの下で、創業者にとって資本構成を選択する自由があり、投資者にとって投資自由に投資することができ、同体制は公平かつ効率的であり、法規制による干渉を必要としないと主張する⁷²。その理由は次のように説明される。DCS 採用の背景には、コーポレートガバナンス構造に関する創業者と投資者の間の暗黙のバーゲンが繰り広げられている⁷³。自由な契約と効率的な市場の下で、創業者と投資者は、財産権と支配権の多様な組み合わせによって、前者の特別なビジョンと後者のエージェンシーコストを抑える要請を両方満足でき、最終的な交渉結果は両者の交渉力の強弱によって決まる⁷⁴。昨今、資本はビジネスアイデアを追いかける場合、または起業家が特殊な注目に値するアイデアまたは良い評判を有する場合に、創業者の交渉力によって DCS 等彼らに有利な構造を取り入れることができる。現在、いくつかの DCS 採用企業は世界成功企業のトップ層にも入っており、これらの企業なら、投資家が企業価値の向上から多くの利益を享受できるため、DCS によって生じる不都合を我慢しても投資することを選択するのであろう⁷⁵。

現状維持の意見の中に、サンセット条項などを柔軟に設定すれば、かかる利益関係者の需要を満足させることができるという考え方もあれば⁷⁶、独立取締役による監視の強化、基本的な定款による保護条項、適切な情報開示によって、投資者に安心感を与えることができるとの考え方も主張されている⁷⁷。

③ 法による強制の立場

②の立場は契約の完備性と市場メカニズムが効率的公正的に働くことを前提としているが、この前提はいつでも成立するとは限らない。また、DCS の下で、経営者の不適切な行為により企業価値が毀損される場合に、機関投資家は、議決権行使により取締役を解任することができず、またよく重要な銘柄に分散的に投資することが多いので、簡単に持株を売ってしまう (Wall Street Walk) こともできず、経営者の不適切な行為を事前に防止することが困難な事態が生じる⁷⁸。もっとも、創業者のビジョンは IPO 後の初期において膨大な企業価値を生み出す可能性が高いが、ビジネスビジョンと創業者の洞察力も実行力も時間とともに低下し、それにより企業価値を毀損する下手な経営判断が行ってしまうと指摘される⁷⁹。

上記のリスクに鑑み、Bebchuk 教授らは、強制的に DCS に終了期間を付けるように要求すべきだと主張する⁸⁰。すなわち、DCS が非効率になった場合、公共機関と投資者が私的秩序に依頼

⁷² Winden, *supra* note 47, at 41.

⁷³ *Id.* at 43.

⁷⁴ *Id.* at 44.

⁷⁵ *Id.*

⁷⁶ *Id.*

⁷⁷ Eechambadi, *supra* note 16, at 533-534

⁷⁸ *Id.* at 45.

⁷⁹ *Id.*

⁸⁰ Bebchuk, *supra* note 11, at 630.

して当該スキームを排除することができないため、すべてのDCS採用の上場会社に強制的に終了期間（たとえば10年あるいは15年）サンセット条項を付けるべきであり、さもなければ禁止すべきという⁸¹。

五 若干の検討

1 議論からの示唆

世界各国の証券取引所が優良企業を獲得するために激しい競争が繰り広げられている。アメリカにおけるDCSに関する柔軟な規制の影響を受け、現在、カナダ、フランス、イタリア、スウェーデン、デンマーク、フィンランド、ブラジル等もDCSによる上場を許容しているが、かかる規制とスキームの方式がそれぞれ異なる。また、日本（2008年）とシンガポール（2016年）がDCSを解禁し、厳格な条件付きで認めており、さらに、香港でも、DCSを認める方向で検討されている最中である。一方、ドイツ、スペインなどのようにDCSを完全に禁止する国・地域も少なくない⁸²。

これに関して、各国のDCSに関する規制の発展方向を予測することは困難であるが、それぞれの国の経済状況や社会環境が異なり、それに基づく政策判断として、DCSに対する評価も異なると指摘されている⁸³。また、かかる他国の規制の変遷と実務の動向を考察することは、自国の政策判断及び規制の変化をもたらす機会となると考えられる。

筆者も上記の立場に賛成する。アメリカでは、DCSを容認し、発展させる法制度的・社会的な「土壌」があるが、この「土壌」は必ずしも他国にもあるわけではない⁸⁴。すなわち、アメリカでは、投資家の大半がプロであることが挙げられる。完全な情報が提供されれば、投資者自身が投資リスクを適切に判断できると想定されているため、厳格な情報開示をベースとする規制となっている⁸⁵。そして、すでに本文三の1の②で述べたが、少数株主の権利を確保する措置と訴訟文化も挙げられる⁸⁶。典型的な訴訟社会のアメリカでは、支配株主の信任義務が認められており、株主訴訟は支配者による権利濫用に一定の歯止めをかけている。また、証券クラスアクションは投資者保護のために重要な役割を果たしていると認められる⁸⁷。さらに、訴訟文化に関連するが、アメリカの弁護士がDCSの促進に大きな役割を果たしているといえる。上述した議論の中、現状

⁸¹ *Id.*

⁸² 小阿瀬・前掲(注3)4頁。

⁸³ 加藤・前掲(注4)24頁。

⁸⁴ Raymond Siu Yeung Chan Chan, John Kong Shan Ho, Should Listed Companies Be Allowed to Adopt Dual-Class Share Structure in Hong Kong, 43 *Comm.L.World Rev.* 155, 174.

⁸⁵ とはいえ、海外発行者に対してより緩和的な規制が適用されていると指摘されている。*Id.* at 176.

⁸⁶ 調査によると、アメリカで上場会社は訴訟に巻き込まれる比率が高く、20%～25%に至る。*Id.* at 175.

⁸⁷ *Id.* at 178.

アメリカのベンチャー企業における種類株式の利用と法的問題点

維持の立場を強く主張するのはほかでもなく法律事務所である⁸⁸。アメリカ、特にシリコンバレーでは、ベンチャー企業の成長の各段階において、ベンチャーキャピタルや投資銀行による資金提供はもとより、弁護士など専門家による経営のアドバイスの提供も非常に重要な役割を果たしている⁸⁹。例えば、ベンチャー企業のスタート時期では、資金調達にあたって、種類株式の利用を当然の前提として、それぞれの権利について何を選択するかという点が議論となる⁹⁰。その際に、DCSを採用するか否かを含め、各利益関係者の利益を調整できるように組織構造を構築するため、弁護士による助言が必要不可欠⁹¹である。また、エグジットとなる M&A または IPO の場合でもかかる法規制や契約実務などに精通する弁護士による関与が求められる。そのため、上記のように議論される DCS の取り扱いについては、弁護士の守備範囲内事項に含まれているため、強制規制によって実務で柔軟に対応できなくなることは創業者・経営者のみならず、弁護士にとっても好ましくなく、現状維持の立場が都合がよいと理解できよう。

以上アメリカの状況に関する理解を踏まえ、DCS をどのように評価、取り扱うかについて次のように考える。DCS に関して様々な実証研究が行われているが、調査対象の範囲が異なるため、当該スキームが会社のガバナンスやファイナンスなどに対して悪影響を与えるか否かについて結論が対立しており、当該スキームを通じて支配者が株主の利益を搾取するということが証明されていない⁹²。また、上述したように、DCS はアメリカでは長い歴史があり、採用する企業が世界中で広がっているという事実から見れば、当該スキームの創業者や経営者にとっての魅力は否めない。一方、DCS 採用により、支配者による支配権濫用の潜在的なリスクはもとより、会社の成長が創業者個人への名誉や評判などの不確定の要素に頼りすぎる可能性も考えなければならない。会社が長期的健全な成長のために、DCS のメリットを發揮し、デメリットをできるだけ回避できるような仕組みの構築は必要不可欠であるが、DCS が解消された場合でも創業者等特殊的人的資源に頼らず安定的に成長できる戦略を事前に立てる必要があると考えられる。

そして、上述するように、アメリカでは、DCS を発展させる特殊な制度的・社会的土壌があるため、当該スキームを他国で議論し、または移植する際に、それぞれの社会文化、法制度の特性を考慮しなければならないが、各国で共通して言えることはある。それは、DCS をめぐる対立の中で最も際立っている機関投資家による短期的な利益の追求と企業の長期的な成長の需要と

⁸⁸ David J. Berger, *Dual-Class Stock and Private Ordering: A System That Works*, Harvard Law School Forum (2017). available at <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/05/24/dual-class-stock-and-private-ordering-a-system-that-works/>.

⁸⁹ 筆者が 2017 年 3 月にシリコンバレーにおいて山本法律事務所と TMI 法律事務所シリコンバレーオフィスを訪問し、山本与志人弁護士や竹内信紀弁護士へのインタビュー得られたにより情報である。

⁹⁰ 宍戸善一＝ベンチャー・ロー・フォーラム編「ベンチャー企業の法務・財務戦略」(商事法務、2010) 420 頁。

⁹¹ 前掲(注 89)・インタビュー内容による。

⁹² Eechambadi, *supra* note 11, at 533.

の間の対立である。現在では、目先の株価上昇や配当などばかり重視する短期利益志向が企業を減ぼすと批判する声が強い。また、機関投資家による議決権行使は、場合によって企業に大きな影響を及ぼす。逆に、企業が自由な資本市場で資金調達できる前提はさまざまな投資目的と投資パターンの許容にあると考えられるため、長期的な成長の極端な強調は、経営者への監視を低下させ、企業のパフォーマンスに悪影響を及ぼす恐れがある。そもそも、短期的な利益と長期的な利益は多くの場合に一致するものであり、上記の議論で示されたように、サンセット条項の導入など定款の柔軟な設定、独立取締役の監視機能の発揮、一般株主の退出権の確保などをもって、DCSをめぐる対立を緩和・解消することができると思われる。

要するに、私見として、起業促進及び企業の持続的な成長という観点からすれば、法的には、DCSを完全に禁止することも適切ではなく、DCSを認めたとえて、それにより生じやすい利益衝突問題をどのように解決するかを考えることがこれから目指すべき方向だと考えられる。現在、アメリカの議論もこの方向に向かっていると伺えよう⁹³。

2 日本のDCSのあり方について

上記の検討を踏まえて、日本の現行規制はどのように見るべきか？紙幅の都合上、本稿ではごく簡単に述べることにする。

東証は、従来ではDCSなどの種類株式による上場を想定していなく、2006年の企業不祥事を受けて包括的な見直しによって、2008年にDCSによる上場制度を導入した（東証「有価証券上場規程」205条9の2）⁹⁴。しかし、その後もリーマンショックによるIPO市場全体の低迷で、DCSを利用する案件がなく、2014年Cyberdyneの上場を契機に、DCSに関する実務上の取り扱いの明確化に向けて上場審査基準が改正された⁹⁵。DCS制度の濫用を防止するために、株主の権利を尊重したスキームであるか否かを軸に、DCSの利用の必要性とスキームの相当性、DCSの利用目的、必要性及びそのスキーム開示の適切性や、少数株主保護のための諸方策などに関して詳細に定められている⁹⁶。また、その中、買収者が一定の割合を取得した場合にスキームが解消する「ブレイクスルー」条項と前述で触れたスキームの目的が終了またはかかる事由が生じた場合にスキームが解消する「サンセット」条項など、極めて小さい出資割合による支配を防止する条項を設けなければならないと強制的に要求されている。

このように、日本は、DCSによる上場を認めているものの、制度濫用の防止、一般投資者の保護の立場から、上場審査の段階で厳しい基準が採られている。当該規制は、アメリカで強く主張されている四③法による強制的立場を反映しており、明確な事前規制をもって株主の利益を保護し、投資者が安心してDCS採用会社に投資できるという点で評価されよう。しかし、実務で

⁹³ Bebchuk, *supra* note 11, at 6

⁹⁴ 林・前掲(注8)26頁。

⁹⁵ 詳しくは東証「上場審査等に関するガイドライン」6(4)を参照されたい。

⁹⁶ 詳しくは、林・前掲(注8)29-34頁を参照されたい。

アメリカのベンチャー企業における種類株式の利用と法的問題点

は、2014年 Cyberdyne 上場から現在に至るまで、DCSによる上場の事例がゼロである。その原因には、会社ベースでDCSを導入する手続において株主特別決議が要求され、複雑であること、東証がDCSに対して消極的な態度をとっていることが挙げられる⁹⁷。

アメリカのDCSに関する議論を踏まえ、日本でも、ベンチャー企業の成長を促進するため、DCSをより活用すべきである。そのために、東証による規制の緩和・柔軟化、会社による定款自治における創意工夫が重要であるが、弁護士によるベンチャー支援にさらに積極的な関与も望ましいであろう。

六 結び

以上、アメリカのDCSをめぐる議論を中心に検討を行った。DCSが効率的に内部者支配を維持し、企業の長期的な成長を促進するメリットは大きいといえる。一方で、支配権の濫用や株主による創業経営陣に対する監視機能の低下などの問題点が心配されている。創業（経営）者と一般投資者（外部株主）の間の利益衝突を始め、DCSをめぐる利益関係者の様々なニーズをどのように調整するかは肝心の課題となる。本稿の分析から見ると、アメリカでは、DCSに関して制度上の許容度が高く、定款ベースで外部株主の利益を配慮した様々な創意工夫が行われていることかかかる法的問題に対応している。また、訴訟社会の文化と弁護士による積極的な関与の慣行もDCSの安定的利用に大きく役に立っているといえるいずれにせよ、当該DCSをめぐる議論はこれからも続きそうであるが、DCSの実務が現在に至るまで順調に運用されている以上、強い批判による圧力はありつつもNASDAQやNYSEのルールはこれからも変わらないであろう。

一方、日本では、ベンチャー企業の促進という喫緊の課題を抱えており、制度上すでに許容されているDCSを有効に利用するために、アメリカの制度と手法を参考に、制度を見直しかつ実務で斬新かつ柔軟な取組みを行うことを期待したい。その際には、機関投資家等による短期的な利益追求の合理性にも配慮し、企業の安定的な成長がDCSに頼りすぎないことを十分に注意すべきであろう。

⁹⁷ 弦巻・前掲(注2)30頁。また、林・前掲(注8)27頁。