

世界の成長企業は種類株式を使いこなす

一橋大学大学院国際企業戦略研究科 特任教授 **藤田 勉**



藤田 勉氏

■ 1. ベンチャー企業が牽引する世界の株式市場

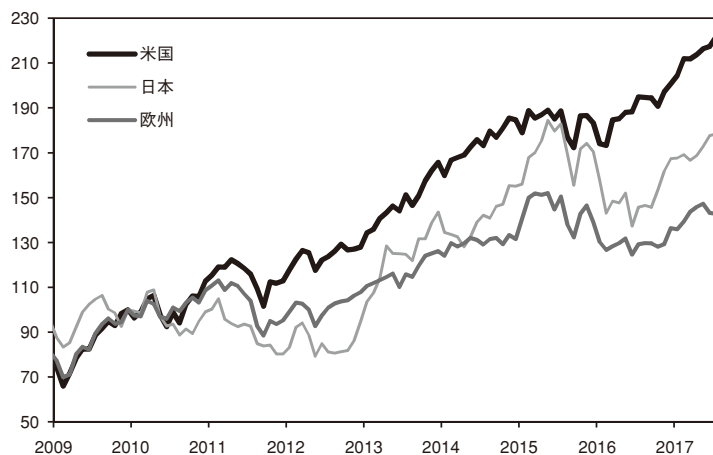
ベンチャー企業は、一般に、独創的な技術やビジネスモデルによって成長する若い企業を指す。経済産業省ベンチャー有識者会議によると、「ベンチャーとは、新しく事業を興す「起業」に加えて、既存の企業であっても新たな事業へ果敢に挑戦することを包含する概念である」とする^(注1)。そこで、本稿は、ベンチャー企業は、起業したばかりの未上場企業から、独創的な技術やビジネスモデルによって成長する上場企業まで網羅することとする。

過去10年間の株価上昇率は、米国（S&P500）が69.7%上昇と、欧州（ブルームバーグヨーロッパ500指数）の6.3%下落、日本（TOPIX）の5.1%下落を大きく上回る（2017年7月末時点）。その最大の理由は、日本や欧州と異なり、米国が世界をリードする成長企業を生み出してきたからである。

米国や中国では、ベンチャー企業が急成長し、上場後、短期間に世界的な大企業になる例が多い。ベンチャー企業の創出能力が、その国の株価を決めると言っても過言でない。

1990年代のIT革命は、アマゾン・ドット・コム（以下、アマゾン）、アルファベットなどのベンチャー企業を生んだが、これらは、今では世界でも最大級の企業に成長した。世界のAI革命は、IT革命同様、多くのユニークな成長企業を生み出すことであろう。すでに、ウーバーやエアビーアンドビーなど、未上場企業ながらも企業価値が1兆円を越すような

(図表1) 日米欧株価の推移



(注) 2009年末=100。

(出所) ブルームバーグ

(図表2) 過去10年間の世界時価総額増加額上位10社

(兆円)	国名	セクター	時価総額	増加額	
1	アップル	米国	IT	85.3	72.8
2	フェイスブック	米国	IT	54.1	54.1
3	アルファベット	米国	IT	71.5	54.0
4	アマゾン・ドット・コム	米国	一般消費財・サービス	52.2	48.6
5	アリババ・グループ・ホールディング	中国	IT	43.7	43.7
6	テンセントHD	中国	IT	41.9	41.0
7	マイクロソフト	米国	IT	61.6	31.7
8	バークシャー・ハサウェイ	米国	金融	47.5	28.9
9	ビザ	米国	IT	25.0	25.0
10	アンハイザー・ブッシュ・インベブ	ベルギー	生活必需品	26.7	21.2

(注) ベネズエラ企業除く、2017年7月末時点。1ドル110円で換算。2007年7月末時点の未上場企業は、時価総額をゼロと仮定。

(出所) ブルームバーグ

巨大企業ユニコーンが誕生している。

中国も、ベンチャー企業が巨大IT企業として成長を遂げている。特に、アリババ・グループ・ホールディング（以下、アリババ）、テンセント・ホールディングス（以下、テンセント）は、世界の株式時価総額上位10社に入るほどの規模にまで成長した。

一方、日本では、成長企業が育ちにくい。時価総額上位10社中7社が元政府系企業であ

(図表 3) 日本の時価総額上位10社 (民営化企業太字)

	銘柄	時価総額 (兆円)
1	トヨタ自動車	20.3
2	NTT	11.3
3	NTTドコモ	10.0
4	ソフトバンクグループ	9.9
5	MUFG	9.8
6	JT	7.7
7	KDDI	7.6
8	ゆうちょ銀行	6.4
9	日本郵政	6.3
10	キーエンス	6.2

(注) 2017年7月末時点。

(出所) ブルームバーグ

る。ソフトバンクグループ (以下、ソフトバンク) は、旧国鉄の通信部門を買収したものが中核事業である。他も、メガバンクが上位にランクされる。

時価総額上位にある比較的新しい企業と言えば、キーエンスくらいしかない。それでも創業は1974年と、歴史は43年にもなるので、若い企業とは言えない。同様に、若い企業というイメージがあるファーストリテイリングですら、創業が1963年と、54年の歴史を持つ。

■ 2. 成長企業にはオーナー企業が多い

米国において、世界的なベンチャー企業が次々に育つのは、以下の要因によると考えられる。

1. シリコンバレーに代表される産業クラスターができあがっている。
2. スタンフォード大学、ハーバード大学に代表される世界でも最高峰の大学がある。
3. 政府が軍事・宇宙技術開発をリードしており、基礎技術開発力が高い。
4. 移民の受け入れに寛容である。労働法制が柔軟である。
5. ベンチャーキャピタルファンドやコーポレートベンチャーキャピタル (CVC) など高度な金融サービスが発達している。

これらに加えて、コーポレートガバナンスも重要な要素であると考えられる。世界の時価総額上位企業の多くは、オーナー系企業や創業者が大きな影響力を持つ企業である。実に、世界の時価総額上位10社 (銀行除く) のうち7社がオーナー系企業である。

一方で、創業者の影響力がなくなったアップル、IBM、GEの成長性は高くなかった。

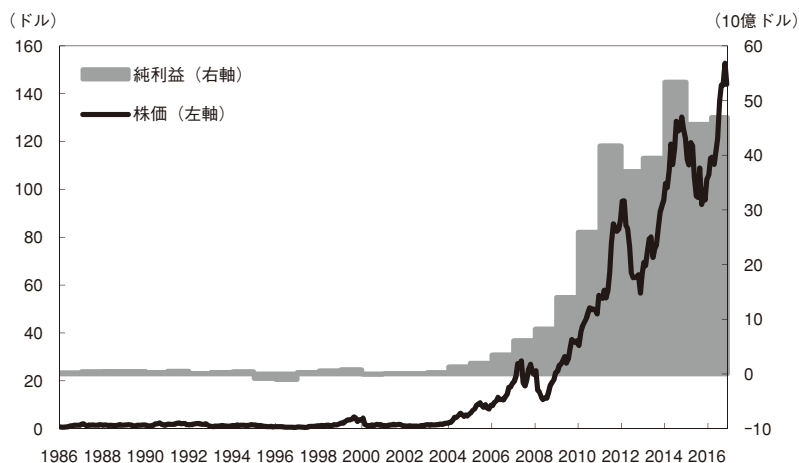
(図表 4) 世界時価総額上位10社 (オーナー系企業太字)

上位10	国名	セクター	時価総額 (百万ドル)
1 アップル	米国	IT	779,469
2 アルファベット	米国	IT	657,770
3 マイクロソフト	米国	IT	562,992
4 フェイスブック	米国	IT	500,788
5 アマゾン・ドット・コム	米国	一般消費財・サービス	490,006
6 バークシャー・ハサウェイ	米国	金融	429,255
7 アリババ・グループ・ホールディング	中国	IT	403,535
8 テンセントHD	中国	IT	381,106
9 ジョンソン・エンド・ジョンソン	米国	ヘルスケア	355,182
10 エクソンモービル	米国	エネルギー	337,286

(注) ベネズエラ企業・銀行除く、2017年7月末時点。

(出所) ブルームバーグ

(図表 5) アップルの純利益と株価の推移



(注) 2017年9月期はブルームバーグ予想。

(出所) ブルームバーグ

サラリーマン経営者がトップを務める企業で、高い成長を維持できるものはほとんど見当たらない。

特に、変化の激しいIT業界では、トップのカリスマ性や強力なリーダーシップがたいへん重要であると考えられる。たとえば、アップルは、創業者スティーブ・ジョブズがCEOに復帰した2000年から退任する2011年までは急成長した。しかし、創業者を失った

アップルの純利益は、2015年9月期の534億ドル（5.9兆円）をピークに、減少している。

オーナー系企業や創業者が大きな影響力を持つ企業が活躍しているという点では、日本も同様である。トヨタ自動車、ソフトバンクグループ（以下、ソフトバンク）、キーエンス、ファーストリテイリング、日本電産、村田製作所などが、これに該当する。そして、日本でも、NTTドコモなど民営化企業を除くと、サラリーマン経営者がトップを務める企業で、高い成長を維持できるものはあまり見当たらない。

■ 3. 成長企業は種類株式を活用する

「オーナー系企業、あるいは創業者が大きな影響力を持つ企業」と言っても、以下のよう
に、その種類は様々である。

1. 創業者グループが、議決権の過半数を保有し、かつ経営者である（例：アルファベット、フェイスブック）。
2. 創業者が、大株主（議決権は半数以下）であり、かつ経営者である（例：アマゾン、ソフトバンク、日本電産）。
3. 創業者（家）が、取締役に残っており、経営に影響力を持つ（例：マイクロソフト、ウォルマート）。
4. 創業家出身者が経営者であるものの、大株主ではない（例：トヨタ自動車、村田製作所）。

ベンチャー企業や成長企業のコーポレートガバナンスに関して、株主構成、あるいは、議決権構成が重要である。そして、それに伴う資金調達方法の重要性も高い。それは、成長企業が株式発行を通じて、リスクキャピタルを活発に調達することが多く、それに伴い議決権構成が変化するからである。

米国のユニークなハイテク企業、コンテンツ企業を中心に、種類株式の発行が少なくな
い。アルファベットやフェイスブックは、創業グループが1株10議決権の他議決権株式を
保有し、議決権の過半数を支配する。これらは、高い成長力を持ち、株価も大きく上昇し
ている。

■ 4. 世界で普及する議決権種類株式

以下、法律論の分析に移る。日本の会社法上、普通株という言葉はない。ここでは、デ

(図表6) 米国の種類株式を発行している企業時価総額上位10社

名前	発行株式	上場	時価総額	
			2017年7月末	過去10年増加額
1 アルファベット	A、B（普通株式）、C（資本株式）	A、C株上場	71.5	54.0
2 フェイスブック	A、B（普通株式）	A株のみ上場	54.1	54.1
3 パークシャー・ハサウェイ	A、B（普通株式）	両株上場	47.5	28.9
4 ビザ	A、B、C（普通株式）	A株のみ上場	25.0	25.0
5 コムキャスト	A、B（普通株式）	A株のみ上場	21.0	12.1
6 マスターカード	A、B（普通株式）	A株のみ上場	15.0	12.6
7 チャーター・コミュニケーションズ	A、B（普通株式）	A株のみ上場	11.7	11.7
8 ナイキ	A、B（普通株式）	B株のみ上場	10.7	7.5
9 UPS	A、B（普通株式）	B株のみ上場	10.5	1.7
10 アクセンチュア	A、X（普通株式）	A株のみ上場	9.2	5.5

(注) パークシャー・ハサウェイ以外の金融除外。債券型優先株は除外（以下同じ）。時価総額は、110円で換算。10年前に未上場の場合、時価総額をゼロと仮定。

(出所) ブルームバーグ、各社資料

フォルトの株式を普通株と呼ぶ。たとえば、多くの銀行は優先株を発行している。これらが、一般に普通株と言われているものは、法律上は種類株式に分類される。ただし、ここでは、便宜的に、普通株という通称を用いる。

米国でも、日本同様、一株一議決権を原則としているが、同時に、議決権に差を設ける株式の発行を許容している。基本定款に定めれば取締役会決議で議決権数を増やすことが可能である（デラウェア州会社法212条（a））。また、少数以下の株式に議決権を付与することも可能であり、その設計において自由度の高い優先株の発行を許容している（151条）。

米国の普通株は、優先株以外のものを指す。つまり、配当、残余財産についての優先条件（あるいは劣後条件）がないものは、原則として普通株と呼称する。たとえば、優先条件がなければ、転換条項が付いていても、普通株である（日本では種類株式）。

新規公開前に導入した複数議決権株式を上場することは可能であり、上場しながら、創業者が経営権を維持できる。複数議決権株式は普通株によって組成することが可能であるが、通常、多議決権株式には転換権が付いている。

欧州でも、複数議決権など種類株式を活発に用いて創業者のDNAを残し、かつ株主保有構造を安定させることが多い。ロシュ・ホールディング（スイス）、フォルクスワーゲン（ドイツ）、LVMH（フランス）などがこれに該当する。フランスでは、定款で排除しない限り、2年以上の保有で自動的に付与される2倍議決権株式発行が、法律上義務付けられている。ISSの調査では、フランス企業の54%が2倍議決権を採用している。

日本では、複数議決権株式は、米国同様、上場前に発行するものは認められるが、上場企業による発行は認められない。東証マザーズ上場のサイバーダインのみである。あるいは、拒否権付株式については、国際石油開発帝石（INPEX）の例がある。このように、日本では、歴史的に、議決権種類株式発行が活発ではない。

■ 5. 一株一議決権原則と複数議決権株式

複数議決権株式は、一株一議決権原則に反するとして、ガバナンス上、問題があるとされてきた。実証研究においても、多議決権株主が少数株主を搾取するなど、エージェンシー・コストが発生するという見方がある（注2）。

残余請求権者たる株主は、残余利益と残余財産を最大化しようとするインセンティブが働くため、その出資比率に応じて議決権を保有すべきと言える。これが、一株一議決権原則の理論的根拠とされる。この原則は、株主の経済的な権利とリスクの量を、保有株式数に比例させるものである。

グロスマン、ハートは、一株一議決権原則を、株式の持つ経済価値とその発行会社の議決権に関わる原則と定義し、一株一議決権原則の重要性を主張する（注3）。ハイデン、ボーディは、残余請求権の割合に応じて議決権を保有すべきという考えが、一株一議決権原則の理論的根拠であるとする（注4）。

「EUにおけるTOBに関する会社法専門家上級者グループの報告書」は、「会社の残余請求権を持つ株式資本のみが、そのリスクに見合った経営支配権を持つ」という基本思想を示す（注5）。同報告書は、唯一の残余請求権者である株主が、会社経営に関して決定権を持つべきという考えに立つが、同様の思想は、広く受け入れられている（注6）。会社法専門家上級者グループは、一株一議決権原則を肯定的に捉え、それを厳格に適用することを求めた。

しかし、株主主権論の正当性については、契約理論の観点からは疑問が投げかけられる。1986年から1990年にかけてグロスマン、ハート、ムーアによって提唱された不完備契約理論は、株主のみが残余請求権者であることを否定する（注7）。

イースターブルック、フィシェルは、会社が債務超過に陥り倒産した時には、株式の残余請求権は存在せず債権者が会社を支配することがありうるし、あるいはドイツのように従業員が経営に直接参加する経営形態もあるので、株主のみが残余請求権者であるという考えに疑問を呈する（注8）。ギルソンは、経営危機に瀕した会社再建の手法として、株式

契約、債券契約と並んで、雇用契約を挙げているが、この場合も、株主のみが残余請求権者ではないと言える（注9）。

ハイデン、ボーディは、株主のみならず、多くのステークホルダーがコーポレートガバナンスに利害関係を持つのであるため、一株一議決権原則の前提は誤りであるとする（注10）。EUは、種類株式について、ガバナンスや株価に対して、基本的には中立要因であること結論付けている（注11）。

■ 6. 多様な種類株式を活用すべき

何事もそうであるが、種類株式は、その使い方次第で、企業成長に対して、プラスにもマイナスにもなる。複数議決権株式のメリットは、主に、以下の通りである。

1. 少数株主が圧倒的多数の議決権を支配するのは、黄金株、優先株など他の種類株式では不可能であり、複数議決権株式のみがこれを可能にする。
2. 創業者が多議決権株式を保有することによって、株式公開後も、創業者が強力なリーダーシップを発揮できる。大規模な資金調達と経営の継続が同時に可能となるため、株式公開を促進することが期待される。
3. 創業者が普通株をすべて（あるいは多く）売却すれば、株式の流動性が増す。

米国の場合、普通株の発行可能株式総数の上限は決まっているが、上場前に基本定款で定めれば、取締役会決議によって、議決権付優先株を発行することは可能である（これが一般的）。その上、1株未満の株式（たとえば、0.001株）に1議決権を与えることができる（デラウェア州会社法212条（a））。その結果、株主総会の承認なしに、取締役会決議によって議決権を事実上無制限に増加させることができる。だからこそ、上場規則による議決権株式発行の規制が重要なのである。

日本では、定款で複数議決権株式の発行を定めない限り、その発行には株主総会の特別決議（議決権の3分の2以上の賛成が必要）が必要となる。つまり、既上場企業による複数議決権株式発行は株主の判断が必要であって、取締役会決議のみで発行することはできない（ただし、上場前に複数議決権株式発行の定款の定めを置く会社には規制が必要）。たとえば、上場しているオーナー企業が、株主総会の承認を得て、多議決権株式を、創業者などに発行するように制度変更をすることが望ましい。大陸欧州では、上場後の複数議決権発行を認めている国（フランスやドイツなど）があるが、特段、不都合はない。

また、NTTやJTの株式の3分の1以上を政府が保有することになっているが、INPEX

同様、政府に対して黄金株を発行することが考えられる。その結果、政府保有株売却が可能となり、株式の流動性が増す。その場合、NTTはニューヨーク証券取引所から上場廃止になるが、それ自体は大きな障害ではない（上場廃止例は多い）。

これらは、いずれもその企業の資本政策の自由度と株式の流動性を高める。株主総会において3分の2以上の賛成を必要とするのであるから、これは経営者の判断ではなく、株主の判断である。少数株主保護を理由に反対する意見もあるかもしれないが、スクィーズアウト（残存株主の排除）と同じであるので、特段の問題はない。

「種類株式発行会社であるため、ガバナンスに問題がある」という単純な議論は適切でない。むしろ、情報開示規制を十分にした上で、多様な株式の発行が可能になるような制度整備が必要である。議決権種類株式の発行は、株主の選択に任せるべきであり、取引所などによる規制は必要最小限にすることが望ましいであろう。結論として、多様な種類株式発行が、日本の成長企業の資金調達柔軟性を増すことであろう。

(注1) ベンチャー有識者会議「ベンチャー有識者会議とりまとめ」（経済産業省、2014年4月）1頁参照。

(注2) Ronald W. Masulis, Cong Wang and Fei Xie, “Agency Problems at Dual-Class Companies”, *Journal of Finance*, Forthcoming; 3rd Annual Conference on Empirical Legal Studies Papers; ECGI - Finance Working Paper No. 209/2008, p.26

(注3) Sanford J. Grossman and Oliver D.Hart, “One Share/One Vote and the Market for Corporate Control”, *NBER Working Paper Series*, Vol. w2347, August 1987

(注4) Grant M. Hayden and Matthew T. Bodie, “The False Promise of One Share, One Vote”, *Hofstra Univ. Legal Studies Research Paper No. 08-01*, 2008

(注5) The High Level Group of Company Law Experts, “Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids in the European Union”, January 10, 2002

Eugene F. Fama and Michael C. Jensen, “Agency Problems and Residual Claims”, *Harvard University Press*, 1998.

(注6) Frank Easterbrook and Daniel Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, *Harvard Univ Pr*; Reprint, 1996

Clifford W. Smith and Michael C. Jensen, “Stockholder, Manager, and Creditor Interests : Applications of Agency Theory”, *Harvard University Press*, December 2000.

(注7) Sanford J. Grossman and Oliver D.Hart, “The Costs and Benefits of Ownership : A Theory of Vertical and Lateral Integration”, *Journal of Political Economy* 94, 1986, pp. 691-719.

Oliver Hart and John Moore, “Incomplete Contracts and Renegotiation”, *Econometrica* vol 56, 1998, pp. 755-785.

Oliver Hart and John Moore, “Property Rights and the Nature of the Firm”, *Journal of Political Economy* vol 98,1990, pp.1119-1158.

-
- (注8) Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard Univ Pr, Reprint, 1996, p. 71. 同様の見解として、Von Thadden, Ernst-Ludwig, Berglöf, Erik and Roland, Gérard, “An Incomplete-Contracts Approach to Corporate Bankruptcy”, April 2000
- (注9) Stuart C. Gilson, “Course Overview : Creating Value Through Corporate Restructuring”, July 1998
- (注10) Grant M. Hayden and Matthew T. Bodie, “The False Promise of One Share, One Vote”, Hofstra Univ. Legal Studies Research Paper No. 08-01, 2008
- (注11) Renée Adams, “One Share, One Vote : The Empirical Evidence”, ECGI Finance Working Paper No. 177 / 2007, EU CGF, “Statement of the European Corporate Governance Forum on Proportionality”, August 25, 2007

