

# 企業民主制（コーポレート・ガバナンス）についての小論 -種類株（複数議決権制度）をめぐって-

メタデータ	言語: jpn 出版者: 明治大学経営学研究所 公開日: 2021-11-29 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 安部, 悦生 メールアドレス: 所属:
URL	<a href="http://hdl.handle.net/10291/21979">http://hdl.handle.net/10291/21979</a>

経営論集  
68巻第2・3合併号  
2021年3月

## 企業民主制(コーポレート・ガバナンス)についての小論 ——種類株(複数議決権制度)をめぐって——

安部 悦生

### 目次

- I 問題の所在
- II 19世紀イギリスの種類株(ボルコウ・ヴォーン社)
- III 19世紀から20世紀初めのアメリカ
  - (1) 独立戦争から19世紀中葉まで
  - (2) 19世紀中葉から1920年代前半まで
- IV 1920年代後半から1970年代
  - (1) 1920年代後半以降
  - (2) フォードとニューヨーク・タイムズの事例
- V 1980年代の規制緩和
- VI 21世紀の種類株(起点としてのグーグル・ショック)
- VII 結び

### I 問題の所在

通常、株式の種類には、普通株(ordinary shares, common stock)と、優先株(preference shares)の相違がある。資金調達的手段としては、さらに社債、銀行融資がある。株式に関して言えば、普通株には議決権があるが、配当は変動する。業績が悪ければ当然無配となる。これに対して、優先株は利益からの配当に関して、優先的に配当を得ることができる。通常は5%などの固定配当である。さらに累積優先株であれば、その年に無配でも、後年利益があがった時に、前年の分も含んで配当を受けることができる。その代わりに、議決権はないというのが

普通の解釈である。ちなみに、負債としての社債は確定利子で業績のいかんにかかわらず、4%などの利子を支払わなければならない。もちろん議決権はない。また、企業が倒産した時などの残余財産分配に関して、社債、優先株、普通株の順で優先度がある。

ところで普通株の中にも、議決権が全くない場合や、あるいは他の普通株に対して多くの議決権をもつ場合がある。例えば、1株につき1議決権が普通と思われるが、それ以外に1株につき10議決権が付与される場合などがある。すなわち、普通株の複数議決権構造である。優先株と普通株の対照であれば、議決権のあるなしは容易に理解できるが、民主的と考えられる「1株1議決権の原則」がどうして守られていないのか、ある意味で不思議である。以前は、筆者は当然すべての企業で1株1議決権原則が行われていると考えていた。そうでなければ、民主的企業構造、コーポレート・ガバナンスに反するのではなからうか。

バリー&ミーンズ以来、経営と所有の分離が言われている。企業規模が拡大し、資金調達が必要から増資が行われ、株主の数が増加し（所有の分散）、旧来の所有経営者から、株を持たない専門経営者に企業の実権が移っていくというのが、「経営者革命論」の核心であった。経営と所有の分離は、どこの国でも程度の違いはあるが、進行しているというのが一般的理解である。

しかし、フォード社の事例にみられるように、普通株の中にもクラスA株（無議決権）とクラスB株（有議決権）のように、議決権に差がある例が存在する。フォード家は、2%弱の株しか保有しないのに、40%もの議決権を持っているのである（2018年）。あるいはグーグル社のように、普通株の中に、無議決権株、1株1議決権、1株10議決権のように、3種類の普通株が存在する例もある。ラリー・ページとセルゲイ・ブリンの二人の創業者がこの複数議決権制度（dual class structure）を利用して、会社を支配しているのである。そうすると、経営と所有は分離していても、経営と支配は分離していないという構造が可能になり、バリー&ミーンズの主張した「経営者革命論」の根幹を揺るがすことになる。私見では、バリー&ミーンズが想定していなかったことは、おそらく機関投資家の成長と複数議決権制度であろう。バリーは、複数議決権制度を「寄生的」株式制度として非難していたが、彼の想定した株式所有の分散というより、種類株（複数議決権制度）の登場という現象が別の意味で興味深い。また年金基金、投資信託、投資ファンドのような機関投資家の発展も、バリー&ミーンズは想定しえなかった。

本稿では、種類株（普通株の複数議決権制度）を取り上げることにより、民主的な企業とはどういうものであるべきかを考究したい。

## II 19世紀イギリスの種類株（ボルコウ・ヴォーン社）

筆者は、イギリス経営史やアメリカ経営史を研究してきたが、フォードやグーグルの例を知り、普通株における差別的な議決権の相違に違和感を持った。1株1議決権が当然のように思っていたからである。しかしながら、筆者の研究していた19世紀イギリスの事例から、普通株の複数議決権制度が存在していたことには気づいていた。それが、時の経過とともに解消していき、1株1議決権になったと思っていたのだが、1980年代のアメリカで種類株が復活していたことをよく理解していなかった。それゆえ、フォードやグーグルの事例に驚いたのである。

迂遠ながら、まずは19世紀イギリスの事例を解説していこう<sup>(1)</sup>。

1864年、当時のイギリス最大の鉄鋼企業（おそらく世界一）であったボルコウ・ヴォーン社は、パートナーシップから株式会社に転換した（現在の言葉で言えば、IPO=initial public offer）。マンチェスター証券取引所に上場した同社は、普通株（ordinary shares）が1万7000株、売り主株（vendors' shares）が8000株という資本構成を持っていた。売り主株は創業者株と考えられる。この創業者株の他に、公開上場時に、ボルコウとヴォーンは分割払いで現金を受け取っていた。

創業者株は額面100ポンドで50ポンド払い込み、普通株は額面100ポンドで17.5ポンドの払込みであった。当時、完全払込みの株式は少なく、部分払込みが普通であった。このように部分払込みが一般的であった理由は、額面が100ポンドと高額（当時の熟練労働者の年収額に相当）であったこと、会社が資金を必要とするときに、未払込み部分について株主に対して追加払込みを要求できること（call）からであった。むろん株式会社なので有限責任ではあったが、追加払込みに応じなければ、保有株式が失効する制度であった。議決権は、払込額は異なっていたが、創業者株、普通株とも同等であった。むろん、配当は同等というわけではなく、払込額に応じて受け取るようになっていた。

ところで、ボルコウ・ヴォーンには、興味深い制度が存在した。少数株主を擁護するために、あるいは大株主の専横を阻止するために、議決権制限が存在していた。1株から200株までの株主所有については1株1議決権であるが、201株以上の株主に対しては、5株に1議決権しか与えられなかった。そこで各4000株を持つボルコウやヴォーンは、4000議決権ではなく、960議決権を持つにすぎなかった。これは他の大株主についても同様である。このような小株主の優遇、ないは大株主の権利の制限は注目に値する。

1866年、1867年に追加払込みを行なった普通株は、1871年には30ポンドの払込みとなっていた。この年に、創業者株は30ポンド払込みの普通株と、20ポンド払込みの優先株に分割された。したがって2万5000株の普通株（1万7000株+8000株）と8000株の優先株の2種類

となった。この優先株には議決権はなく、5%の固定配当（累積）であった。

翌年の1872年には、固定資産の評価替えによる無償増資を実施した（普通株1株につき1株発行）。既存の株主に対して発行された新規の普通株はB Shareと呼ばれ、従来の普通株はA Shareと呼ばれた。B株は、額面30ポンドで払込み30ポンドの完全払込み済み（called up）株式であった。ただし、B株の議決権はA株の半分であった。

またA株と同様に、B株も201株からの株については、5分の1の議決権しかなかった。A株の小株主と比べれば、B株の大株主は1株当たり10分の1しか議決権を有していなかったことになる。

1876年、追加払込みを行なって払込額45ポンドになっていたA株は、新たに追加払込みを求められ、しかも株主に55ポンドと5ポンドの追加払込みの選択をさせた。したがって、100ポンド額面100ポンド払い込み、100ポンド額面50ポンド払込みの2種類が誕生した。完全払込み株は3465株、部分払込みの株は2万1535株と、後者が圧倒的に多数であった。結果的に、2種類のA株、B株、優先株という4種類の株式が存在することになった。

1879年に、50ポンド払込みのA株に10ポンドの追加払込みをして、60ポンドの払い込みとした後、100ポンド払込みA株と60ポンド払込みA株の双方の額面を20ポンドに切り下げた。60ポンド払込みのA株は12ポンド払い込み、100ポンド払込みのA株は20ポンド完全払込み株とされた。この時、30ポンド完全払込みのB株も、20ポンド完全払込み株に変更された。したがって、A株とB株の違いはなくなり、普通株の20ポンド払込みと、12ポンド払込みの2種類になった。議決権は同等である。優先株を含めれば、株式種類は3種類になる。

このような額面の小額化が行われた後も、小株主保護の制度は維持され、1株から1000株までの小株主は5株に1議決権、1001株以上の大株主は25株に1議決権が与えられた（日本のサイバーダイン社が利用している単元株制度に近い）。

1900年になると、普通株の額面は1ポンドとさらに小額化されたが、払込みは1ポンド完全払込みと、12シリング部分払込みの2種類が存続した。こうした小額面化は、一般投資家に投資をしやすくする意図からであった。

完全払込み株は163万株、部分払込み株は186万株とほぼ拮抗していた。このような株数の増大にもかかわらず、小株主保護の制度は堅持され、2万株までは100株につき1議決権、2万1株以上は500株に1議決権であった。なぜボルコウ・ヴォーン社が大株主の議決権制限、言い換えれば、小株主優遇をつづけたのか、またこれはいつ無くなったのか。これらは必ずしも明瞭ではないが、同社が1929年にライバルのドーマン・ロング社に吸収されたときに終わったと推測される。

なお、企業金融の面から見ると、20世紀初頭のイギリスでは、普通株、優先株、社債の比率

が1対1対1であったと一般的に言われている。またイギリス銀行構造の特徴として、銀行融資は、架橋融資と呼ばれるような過渡的な場合を除けば、短期信用に限られ、長期信用はあまり見られなかった<sup>(2)</sup>。

20世紀のイギリスでは、一般的には1株1議決権が根付いていく。1980年代に、国有企業民営化の過程で、複数議決権制の一種とみなすことができる「黄金株」（1株でも重要事項に関して拒否権を有する）がしばしば見られたが、それも少なくなり、現在では1株1議決権が有力である。

すなわち、イギリスでは種類株（複数議決権制度）はあまり認められておらず、ロンドン証券取引所も差別優遇措置に批判的である。ある研究によれば、イギリスでは1株1議決権原則を、上場企業の88%が順守していて（松井：16頁）、有力企業ではBP（石油）やロイヤルダッチシェル（石油）などの企業が種類株を採用している（藤田：32頁）。

### Ⅲ 19世紀から20世紀初めのアメリカ

19世紀のアメリカの事情は、一次史料レベルではよくは分からない。筆者は19世紀後半のアメリカ民間製造企業も一次史料に基づいて研究したことがあるが、複数議決権の問題には突き当たらなかった。そこで、1株1議決権原則が一般的だったのではなからうかと推測していた。しかし最近知った博士論文が詳細に、かつ説得的にアメリカの19世紀から今日までの種類株（複数議決権制度）を描いている。高木寿雄によって提出された2017年のこの博士論文は、現時点では、複数議決権問題についての最も優れた論文と言えよう。そこで、主にこの論文に基づいて、19世紀以降の種類株の歴史を素描していきたい<sup>(3)</sup>。

#### (1) 独立戦争から19世紀中葉まで

アメリカで株式会社が設立され始めたのは、運河、有料道路、鉄道などの公益事業の分野であった。公共的事業を行なう上で、少数者の支配が強まると、汚職、不正など様々の社会的害悪が蔓延る懸念から、1株1議決権ではなく、大株主の議決権所有に制約が加えられた。例えば、1836年のペンシルヴァニア州会社法では、以下のような規定が見られる。2株の保有までは1株に1議決権。だが、3株から10株までは2株ごとに1議決権。11株から30株までは4株に1議決権。31株から100株までは10株に1議決権。101株以上は、20株に1議決権というように、一人で多数株式を持てば持つほど、1株当たりの議決権は相対的に少なくなるという制限が付いていた（高城：20頁）。これは、大株主の専制抑制、少数株主の擁護と考えられ、19世紀後半のイギリスのボルコウ・ヴォーン社の事例と重なる。ただし、アメリカでは、

ペンシルヴァニア州会社法の規定は、1849年には削除されたというように、概して1株1議決権の方向に向かったが、ボルコウ・ヴォーン社の事例では、20世紀初頭になっても、なお少数株主の保護（大株主の議決権制限）が残っていたという違いはある。ただし、先にも述べたように、イギリスでも20世紀には1株1議決権原則が浸透していったと推定できる。

アメリカで1株1議決権制度が広がって行ったのは、大株主が1株1議決権を望み、そうした大株主の意向を無視しては大規模な資本調達ができなかったということにある。また私企業においては、最初から1株1議決権が存在していたこともある。したがって19世紀末に向かつて、デフォルト・スタンダード、あるいはデフォルト・ルールとしては、1株1議決権原則が有力となった。だが、法的には会社定款で定めれば、複数議決権は合法で可能であった。

## (2) 19世紀中葉から1920年代前半まで

法的に複数議決権が規制されていなかったので、複数議決権制度を持つ企業も存在した。しかも、普通株と優先株の差異は明瞭ではなかった。現代では、優先株は配当や残余財産分配に関して優先権を持つと理解されるが、19世紀は議決権に対しても同等の権利を持つと解釈され、優先株と普通株の差は曖昧であった。1840年代辺りから登場した優先株は、「当初、優先株にも議決権があるのが一般的であり、無議決権株式はほとんど見られなかった」（高城：50頁）。しかし、アメリカ、イギリスなどの会社法先進国では、しだいに優先株に限って無議決権株式を可能にするのが一般的になっていった。したがって、普通株の無議決権株は減少していったのである。

だが、時代は反転する。19世紀末の企業合併運動が活発となり、投資銀行がそうした企業合併を媒介するようになると、無議決権普通株が広まりだした。優先株は配当に関して優先権を持つので、また固定配当であることも多いので、その代わりに議決権を喪失しても当然である。その意味で普通株と優先株は、フェアにトレード・オフするのである。しかし、普通株の中に議決権を持つタイプと、持たないタイプを作ることはアンフェアに思える。これを緩和するのに、甘味料（sweetening）として、配当におまけをつける方法もあるが、きわめて稀である（高城：第5章20頁）。

アメリカで最初に無議決権普通株を発行したのは、1898年、コネチカット州のInternational Silver Companyである。経営陣は少数株によって多数株を支配しようとしたが、同社は1902年までしかこれを継続できず、1902年からは、2株に1議決権という制度に切り替えざるを得なかった。（福本：18頁、高城：22頁）。

20世紀初頭の合併運動で登場した企業では、議決権を持つ優先株は合併の関係者に回され、議決権なしの普通株は創業者へのボーナスとなり、その残余は一般投資家に売り出すというこ

とが見られた。または、固定配当を条件として議決権を制限する優先株と普通株の抱き合わせ発行も行われた。配当が変動する普通株を好まず、固定配当の優先株を好む投資家のためにそうした優先株を発行すると同時に、経営支配権を確保したい創業者（経営者）のために議決権付きの普通株が発行されたのである。ちなみに、当時の超過利得税（excessive profit tax）は資本利益率に課税するので、分母の資本（普通株と優先株の合計）を大きくすると課税を減らすことができた。それゆえ、社債の発行は好まれなかったのである（高城：23頁）。

第一次大戦のころから、無議決権普通株式が広く議論されるようになった。1916年にパールマン・リム社は2種類の普通株を発行した最初の会社である。同社は、議決権を持つ普通株をClass A Stockと呼び、議決権を持たない普通株をCommon Stockと呼び、一般投資家に売り出した。これは、シボレー社のデュラント（彼はGMの社長に2度なり、2度解任された男である）の意向であった。デュラントはその後、ユナイテッド・モーターズ社の設立でも無議決権普通株であるClass A株を一般投資家に販売し、議決権を有するClass B株を経営者に振り向けた。この後、議決権を持たない普通株がA株と呼ばれ、議決権を持つ普通株がB株と呼ばれるようになっていくが、Aの方がBよりも価値がありそうとの錯覚を利用したといった冗談みたいな話もある（高城：24頁）。第一次大戦ごろから、好況のために、議決権よりは高配当を求める一般投資家の意向に沿って、有力企業も無議決権普通株を発行し始めるようになった。投機的な投資家は固定配当の優先株より、高配当を期待できる普通株を、たとえ議決権がなくとも好んだのである。

第一次大戦後、「熱狂の20年代」を迎えたアメリカは、1921年頃から普通株の中に、Class A Common Stock（議決権なし）、Class B Common Stock（議決権あり）の2種類を設定しようとする動きが広がった。これらは、ディロン・リードなどの投資銀行が意図したものであり、1920年代前半は、無議決権株式の全盛時代であった（服部：217頁）。

1921年から1925年の75社を取り上げると、無議決権の優先株は1500万株、無議決権の普通株は530万株、議決権付の普通株は470万株発行されたので、それらの比率は大雑把に言って、3対1対1であった（高城：29頁）。

#### IV 1920年代後半から1970年代

##### (1) 1920年代後半以降

無議決権株の発行の渦中で、とりわけ当時の耳目をそばだたせたのは、1925年のドッジ・ブラザーズ社（自動車会社）のケースである。ドッジ・ブラザーズでは、投資銀行が1.7%の保有で100%の議決権を得ようとした（藤田：28頁）。クラスB株のみが議決権を持ち、他の普通



株（クラス A 株）や、優先株、社債は議決権を持たず、それらの総額は 1.3 億ドルであるのに対し、クラス B 株は 225 万ドルにすぎなかった（服部：217 頁）。結局、ドッジ・ブラザーズの発行は承認されなかった。経営監視機能が働かないとニューヨーク証券取引所（以下、NYSE）に判断されたからである（高城：30 頁）。

このような無議決権普通株の発行をめぐる議論に対しては、1 株 1 議決権の原則を擁護するハーヴァード大学教授のリブリーなどから強い批判があった。1925 年 10 月、リブリーは政治学会での報告で、株主の経済的利益から議決権を剥奪することは、まさしく社会的害悪であると、痛烈に批判した（経済的利益とリスクの比例性原則の無視を批判）。先のパーリも批判の論陣を張った。

翌年の 1926 年、NYSE は複数議決権を承認しない旨の声明を出した。1926 年 1 月、フォックス・シアターズ社は、無議決権の A 株を 80 万株、B 株は社長が取得するという発行申請を行ったが、NYSE は上場を拒絶した。さらに NYSE の上場委員会の委員長は、無議決権株は、少数の議決権株式に支配を与えることを目的に使われるようになり、無議決権株式を發行する時代は終わりを迎えた、と、声明するまでになった（高城：33 頁）。1940 年、NYSE は種類株の上場禁止を明瞭に打ち出した。このように、1 株 1 議決権の原則は強固なものとなった。

## （2）フォードとニューヨーク・タイムズの事例

ところで、1926 年以降アメリカでは、1 株 1 議決権原則はデフォルト・ルールとして定着し、1970 年代まで NYSE の指導下で継続する。しかし、ここに二つの重要な例外が存在する。一つは、1956 年のフォード社による種類株の上場と、もう一つは 1967 年のニューヨーク・タイムズの事例である。

まずフォード社の事例から見ていこう<sup>(4)</sup>。1956 年、現在も続くフォード・モーターズ社の種類株が承認され、NYSE に上場されることになった。フォード社は 1903 年に創設され、モデル T で、1920 年代前半のアメリカ自動車産業を席捲した誰もが知る有名な会社である。創設から 50 年以上たった 1956 年に至って、それまでの閉鎖会社から上場企業へと転換したのである（NYSE での IPO）。その時に、クラス A 株を上場した（クラス B 株は未上場）。今でもそのようなのであるが、クラス A 株は 1 株 1 議決権で全体の 60% を占め、フォード家が持つクラス B 株は全体の 40% を占める。フォード社の場合は、1 株 1 議決権対 1 株 10 議決権という差別型タイプではなく、全体を 60% と 40% に分けるという特異な方式を採用している（藤田：28 頁）。NYSE ではクラス A 株のみを上場し、流通売買されている。

この方式だと、株式保有がかなり少なくなっても、フォード家は支配を維持できることになる。実際、2019 年にはフォード家の株式保有は全体の 1.78% にすぎないのに、議決権は 40% を

持っている。2018年には、A株は39億1469万株、B株は7085万株で、18%の保有率であった(福本:18頁)。仮に、フォード家の株式保有が0.1%になっても、議決権は40%を維持できる仕組みである。このような種類株の構成を持っているにもかかわらず、1956年にフォードの上場がNYSEによって承認されたことは驚きであり、この経緯について詳しい事情を述べておこう。フォードのこのIPOは20世紀中葉の「例外」(藤田:28頁)とも表現されている。

フォード社では、ドッジ兄弟との株式所有をめぐる紛争があつてからは、フォード家の100%保有・支配が行われていた。ヘンリー・フォードが55%、息子のエドセル・フォードが42%、ヘンリーの妻のクララが3%の株を保有していた。

しかし1935年、大統領ローズヴェルトは、富裕層に対する攻勢のため、相続税の大幅引き上げを発表した。そのままでは、フォード家は321億ドルの相続税の支払いが不可避となり、そのままでは家族企業としてのフォード社の存続は不可能となった(相続税率70%)。そこで、フォードは、1910年代に流行した財団を作って相続税を逃れる方式を採用した。公共性をもつ財団は、株を所有していても相続税の対象にはならないからである。「1916年のアメリカ初の永久相続税の立法化がきっかけでアメリカの富豪たちは世に善根をほどこすとともに、都合のいいことに、家族の財産を家族の手に残すことも可能にする財団やら慈善団体やらの設立に狂奔し始めた」(レイシー:198頁)。この方式は、世界各国で見られ、現在でもスウェーデン(Wallenberg家)やデンマークなどの北欧諸国ではよく見られる。

主に相続税対策として、副次的には社会貢献もあつたであろうが、1936年フォードはフォード財団を設立し、そこに95%の株を寄贈した。その直前の1935年に、フォード社は種類株式を発行し、95%のクラスA株は60%の議決権を有し、5%のクラスB株は40%の議決権を有していた。普通は、B株に10倍とかの議決権を付与するのだが、フォード社の場合はクラスA株にグループとして60%の議決権、クラスB株にグループとして40%の議決権が与えられた。B株はすべてフォード家が所有したので、5%の株で40%の議決権を持ったことになる。A株は1株当たり、0.63の議決権しか持っていない。A株と比べ、B株は13倍の議決権である。しかも40%の比率は、所有するB株が少なくなっても40%を維持でき、先にも述べたが2018年時点では、1.78%の株しか保有していないが40%の議決権を持っているので、20倍以上の議決権を持っていることになる。

1935年にこのような種類株を発行したのち、95%のA株のほとんどをフォード財団に寄贈した。おそらくフォード財団は88%のA株を保有したと思われる。フォード家も7%のA株を保有したので、B株(5%) + A株(7%)で、合計12%の株を所有していた。A株を計算に入れば、フォード家は44%ほどの議決権を持っていることになり、他の株主と比べ、1株で約4倍の議決権を持っていたことになる。

このようにして巨額の相続税の支払いを免れたフォード社は、1956年に、投資銀行ゴールドマン・サックス社の媒介で、NYSEで株式の上場を成功させた（福本：18頁）。フォード財団が所有していた309万株のA株は、1947年にヘンリー・フォードが死去した時には、1株135ドルの評価額であったので、全体の評価額は4.17億ドルになる。フォード財団は91万株を売りに出し、1株70.5ドルの値が付いたので、6.4億ドルの売却益を得たことになる。

相続税の支払いを避けるために、種類株を発行し、それを自前の財団に寄贈することはよく理解できるが、フォードはなぜ財団の株を上場したのか。その理由は、ロバート・レイシーの説明では、財団としては浮き沈みの多い自動車産業株にその命運をすべて預けるわけにはいかなかったということらしい。そこで、推定およそ3分の1（309万株のうちの91万株）を売却した。売却のためには、大量であるので上場せざるを得なかったのである。

そこで、NYSEは1株1議決権の原則に反するフォード株の上場をなぜ認めたのかということになる。高城などの説明では、慣行の例外ということになる。レイシーは次のように述べる。「ウォール街はじまって以来最大の株放出を獲得したい一心で、ニューヨーク証券取引所はこの条件を呑んだ」（レイシー：205頁）。このようなA株とB株の不平等にもかかわらず、実際には多くの応募が殺到し、上場は大成功であった。しかし、レイシーは辛辣に、次のように皮肉っている。「貴族の権力を守るために、貴族階級と庶民階級が別々に投票していたフランスの三部会みたいなものだった」（レイシー：206頁）。

しかし、ともかくもフォード社の種類株の発行・上場は実現した。

もう一つの重要な事例としては、1967年のニューヨーク・タイムズ（以下、NYT）の例がある。1967年にはNYTが、A株は取締役の30%を選出でき、B株は取締役の70%を選出できる種類株を発行した。こうした仕組みによって、社主であるサルズバーガー家の支配が維持できることになる。NYTを初めとして、このような種類株はメディア系に多い。ワシントン・ポスト（グラハム家）、ニュース・コーポレーション（ルパート・マードック）などがある。本来、メディアは言論の自由の砦として、安易な企業買収に晒されないようにとの配慮から、会社防衛の種類株が発行されることには理があると考えられる。

以下、今少しNYTについて説明しておこう。NYTは、1851年創刊されたが、ユダヤ系のアドルフ・オックスによって1896年に買収された。以後一貫して、NYTは、オックス家および同家の子孫であるサルツバーガー（Sulzberger）家（オックスの娘婿）によって所有されてきた、世界的に有名なりベラル派の新聞である。

同社の種類株発行の事情については不明な点も多いが、先にも述べたように、1967年にクラスA株とクラスB株の種類株を発行した。A株は取締役の30%を選出する権利を持ち、B株は取締役の70%を選出する権利を持っている。サルツバーガー家はおそらくB株を持っていて、

代々同家の者を社主に選出していると思われる。初代オックス（1896-1935）、2代目アーサー・サルツバーガー（1935-1961）（オックスの娘婿）、3代目オービル・ドライアース（アーサーの娘婿）（1961-1963）、4代目アーサー・オックス・パンチ・サルツバーガー（1963-1992）（アーサーの息子）、5代目アーサー・サルツバーガー・ジュニア（1992-2017）（パンチの息子）、6代目 A.G.サルツバーガー（2018-）（ジュニアの息子）といった具合である（三輪：217-229頁）。

メディアに関しては、その主張が資本関係により影響を受け無いように、こうした種類株の発行を容認するか否かに関しては、賛否も分かれるところである。高城寿雄は、「新聞社の支配ファミリーが支配権を維持したいとする目的を報道の自由にすり替えたものとも考えられる。何故なら、報道の自由あるいは言論の自由が保護されるべき相手方として想定されているのは国家権力だからである」（高城：54頁）と主張する。しかし、報道の自由は新聞社の独立性をもとに保証されている。例えば、ニュース・コーポレーションのルパート・マードックは、オーストラリアから出発し、イギリス（有名なザ・タイムズやザ・サンなど）、アメリカ（Wall Street Journal の発行元であるダウ・ジョーンズも傘下に収めている）の多くの新聞を買収し、さらにはスカイ TV などマスメディアをその翼下においている。自分の主張をそれらのマスメディアを通じて主張し、マスメディアの独占を狙っていると推測されている（マスメディア帝国の建設）。高城の主張とは異なり、相手方は国家権力だけではないのである。したがって、防衛戦略としてのメディアの種類株発行には、正当性があるのではなかろうか。

このように、製造企業であるフォードや、メディアのニューヨーク・タイムズ、ワシントン・ポスト（IPO 年度不明）、CBS（1994年）などでは種類株が発行されている（福本：19頁）。しかし、アメリカ経済全体の潮流としては、複数議決権をもつ種類株の発行は目立たないものであった。

## V 1980年代の規制緩和

1920年代後半から1970年代まで、フォードやNYTなどの「例外」はあったが、概ね1株1議決権の原則は守られていた。だがこの状況を変えたのは、1980年代の買収合併運動（M&A）の隆盛であった。1980年代のアメリカは、敵対的なM&Aに示されるように、企業の乗っ取りやそれに対抗するための経営側の防衛策が色々講じられた。ポイズン・ピルや、ゴールデンパラシュートなどの敵対的な買収に対する経営陣の防衛策と共に、種類株を導入することによって、議決権で優位に立とうとする動きが活発になった。

また法的規制の面でも、上場規制緩和の動きが出てきた。一般的な規制緩和とともに、各取引所（NYSE, AMEX, NASDAQ）が自らの上場企業を増やそうとして、上場規制の緩和を推

進したからである。NYSEは1926年の声明にもみられるように、例外があるとはいえ、1株1議決権の原則を守ってきた。だが元々、中小企業の上場を中心としたAMEXはその原則には緩やかであった。そして1971年にNASDAQが設立されると、NASDAQはさらに緩やかに対応した。こうなるとNYSEも上場企業を他の取引所に奪われないように、緩和に動かざるをえなくなった。

1884年、GMがエレクトリック・データ・システムズの買収を実行した時、NYSEは1株2分の1の議決権株の発行を認めた。この頃、NYSE上場の46社は複数議決権株式の発行を企画していた。NYSEはこうした動向を受けて、1985年、一定の要件を満たせば複数議決権を持つ種類株の発行は可能との見解を示した（高城：38-39頁）。

この後、NYSEは、AMEX、NASDAQとの競争のために、敵対的M&Aに敏感になっている企業の防衛策のために、また発行企業の資金調達柔軟性のために、独立取締役の設置を含む情報開示の進展によって、複数議決権認可をSEC（証券取引委員会）に申請した。しかし、SECはSEC規則19c-4をもとに、NYSEの申請を認めなかった。だが、これを不服とした有力な経済団体ビジネス・ラウンド・テーブル（1972年に設立された、およそ200の大企業が結集する経済団体で、日本の経団連に相当）は、1990年に種類株の発行を容易にするように求めてSECを提訴し、裁判にもちこんだ。論点はいくつかあるが、キーポイントは既存株主の権利を侵害しているか否かであった。裁判の結果、ワシントンDC上級裁判所は、種類株をめぐる上場会社規制はSECの権限を逸脱していると判断し、ビジネス・ラウンド・テーブルに有利な判決を下した。そうしたことが相まって、種類株式の発行は容認され、65社以上が上場された（藤田：28頁、高城：44-46頁）。ただこの時は、既存企業の種類株発行は禁止されるが（既存株主の権利を侵害しないため）、IPOに限っては種類株の発行を認めるというものであった（議決権の不平等を承知で株を購入したため）（服部：219頁）。

## VI 21世紀の種類株（起点としてのグーグル・ショック）

種類株の発行がさらに注目されたのは、2004年のグーグルのケースである。アメリカの連邦法は、株主が500人以上か、あるいは資産額が100万ドルを超える場合は、SECに四半期報告書を提出するか、または株式を公開する必要がある（服部：226頁）。そこでグーグルは株主が500人を超えた時点で、上場することにした。しかし単純に上場すると、敵対的な買収によって支配権が脅かされる危険性もあり、また株主から色々な注文を付けられることにより、グーグルのダイナミズムが失われることも懸念した。

1980年代からアメリカでは、短期主義（short termism）が跋扈し、目先の利益が最優先さ

れ、長期的な成長が軽視される風潮があった。グーグルの経営トップ (ラリー・ページとセルゲイ・ブリン) は自らの支配権が脅かされないように、ニューヨーク・タイムズやパークシャー・ハサウェイ (アメリカの最有力の投資ファンド) の仕組みを研究した。そして2004年にNASDAQ (ナスダック) に上場した。株式構成は、1株1議決権のクラスA株を1960万株発行し、10倍の議決権を持つクラスB株は未公開とした。グーグルでは従業員のインセンティブのために大規模なストック・オプションを毎年実施しており、IPOで社内には900人のミリオネアが誕生したと言われている (勝部: 226-230頁)。そこで、株式所有の分散は不可避であり、種類株の必要性も高い。

グーグルは翌年、A株を1億6255万株、B株を1億1473万株発行し、ページとブリンの二人が合わせて7280万株 (55.6%の議決権) を保有した。取締役全体では、76.7%の議決権を持っていた。2014年には、無議決権株であるクラスC株を、すべての株に1株ずつ割り当てる方式で発行した (IPOではないが、おそらく既存株主の権利を侵害していないために可能だったと推測される)。2015年には、社名をグーグルからアルファベットに変更した (勝部: 227-230頁)。

こうしたグーグルの手法は、その後、IT企業が追随するところとなり、2012年フェイスブック、2017年Snap、2018年DropboxなどのIT企業が続々と種類株を採用し始めた。リンクトイン、イェルブ、ジンガ、GrupponなどのIT企業も種類株を導入している。さらには、ウォルマート、ラルフローレン、21世紀フォックス、VISA、コムキャスト、マスターカード、ナイキ、UPS、アクセンチュア、パークシャー・ハサウェイなど、広範囲に種類株採用企業が広がっている (福本: 19頁、吉川: 9頁、藤田: 30頁)。

NYSE、NASDAQの3000企業のうち、およそ300ほどの企業が種類株を採用しており、その比率は7%程度となっている。IPOに限れば、2015年に18% (吉川: 2頁)。しかし逆に言えば、9割以上の企業が1株1議決権原則を守っていることになり、また顕著に種類株発行会社が増えているということもない。

また際限のない種類株の発行を阻止する手段として、サンセット条項やブレイクスルー条項がある。サンセット条項というのは、種類株 (複数議決権株) の存続期間を5年とか10年とかに限る方法である。端的に言えば、一時的な複数議決権構造である (福本: 19頁)。こうしておけば、企業民主主義に反するとも言える複数議決権構造をある程度抑止できる。また、ブレイクスルー条項は、TOBを仕掛け、発行株式総数の75%以上を買付者が保有すれば、すべてのB株を1株1議決権の普通株に転換し、複数議決権構造を解消できる仕組みである (高城: 第5章、20頁)。

ところで、このような複数議決権株に対して、第二次大戦後、アメリカの資本市場の重要な

アクターとなった機関投資家は批判的である。株数に比例した経済的価値が軽視され、経営陣の保身や非能率が温存されるというのがその理由である。機関投資家は配当捻出のために、短期主義的傾向があると言われていた。そうした短期主義は、ハイテク企業の長期主義 (long termism)、すなわち目先の利益よりは長期的成長や利益を目指し、研究開発投資や設備投資を活性化させるためのダイナミズムを阻害している、という考えもある。その観点からは、種類株を利用した経営の安定、長期志向の確保といったハイテク企業が持つべき特性を守る役割や機能を、種類株はもちうるというロジックである。

このような考えに対しては、機関投資家の側から、機関投資家は必ずしも短期主義に立っておらず、むしろ長期的な観点から企業経営に関与しているという反論もある。グリーン投資を行なっている企業を優遇し、社会的に透明性や ESG (Environment, Social, Governance) や SDG (Sustainable Development Goals)<sup>(5)</sup> を重視する企業を、機関投資家は支援しているとの主張である。このことも相まって、種類株の採用企業はこの 20 年微増ではあるが、顕著には増えていない。

もう一つの種類株の採用を希望する考えは、中堅企業の継承問題である。中堅企業の創業者が高齢になり、事業の継承が問題となってきた場合に、種類株が採用できれば、後顧の憂いなく支配を継続でき、安心して企業を上場できる。そうすれば中堅企業の上場も促進される。しかし、日本では 1 株 1 議決権の平等観念が強いので、種類株の発行は可能ではない。だが、種類株に近い機能を持つ単元株制度を利用して、実質的に種類株を発行している例としては、サイバーダイナ社の事例が有名である。これに関しても、高城の論文の第 4 章が詳しい。

## VII 結び

以上のように、種類株の採用については、企業のダイナミズムの確保か、経営陣の支配・保身や非能率の言い訳か、両方の考えがある。しかしながら、選挙において、1 人 1 票の原則が尊重されるように、企業構造においても 1 株 1 議決権の原則は尊重されるべきと言える。ストレートな種類株、複数議決権構造の導入は、企業民主主義 (corporate democracy) に反しているように思われる。

本稿で見てきたように、歴史は紆余曲折して進んできた。19 世紀イギリスのボルコウ・ヴォーン社のような、19 世紀前半のアメリカ公益事業会社のような、大株主の専横防止、少数株主保護のための複数議決権から、1 株 1 議決権原則への進捗、アメリカの 19 世紀末から 20 世紀初めにかけての無議決権株式発行の隆盛、1920 年代後半以降の NYSE による上場制限、1980 年代の NYSE の上場規制緩和、21 世紀におけるハイテク企業創業者株の制度、このよう

な種類株制度をめぐる動きは未だ完結したわけではなく、社会の実情に応じて、今後も変化していくと予想される。

## 注

- (1) この項の詳細は、安部「ボルコウ・ヴォーン社の株式種類と所有の分散」47-49頁参照。データは、ボルコウ・ヴォーン社の原史料に基づいている。
- (2) 安部「大英帝国の産業覇権」第3章第3節「イギリス金融市場とボルコウ・ヴォーン社の財務政策」参照。
- (3) 高城：特に第1章参照。高城の博士論文は、章ごとに頁が振られているが、特に断り書きがなければ、すべて第1章の頁数である。
- (4) フォード社に関する記述は、主に、レイシー、下巻、198-207頁に基づいている。
- (5) 通常、SDGsと記すことが多いが、英語に引きずられず、単複を区別しない日本語ふうでSDGと記す方が簡略でベターである。

## 付記

本稿の作成に際しては、石井記念証券研究振興財団の研究助成金を受けている。記して感謝します。

## 参考文献

- 安部悦生「ボルコウ・ヴォーン社の株式種類と所有の分散」『経営論集』34巻2号、1986
- 安部悦生「イギリスにおける機関投資家とコーポレート・ガバナンス——機関投資家がコーポレート・ガバナンスに与える影響」『経営論集』54巻1号、2006
- 安部悦生「大英帝国の産業覇権——イギリス鉄鋼企業の興亡」有斐閣、1993（特に第3章第3節「イギリス金融市場とボルコウ・ヴォーン社の財務政策」）
- 上田廣美「フロランジュ法と二倍議決権——例外から原則へ」『亜細亜法学』50巻2号、2016
- 勝部伸夫「会社支配権と種類株式——-googleとアリババの事例を中心として」『熊本学園大学経済論集』23巻1-4号、2017
- 高城寿雄「ファミリー中堅企業による複数議決権株式を利用した上場促進について——日米の法制度の歴史・利用実態の比較検討を素材に」一橋大学博士学位論文、2017
- 福本葵「長期保有株主を優遇する議決権行使制度——tenure voting, loyalty share または time phase voting」『証券経済研究』109号、2020
- 藤田勉「種類株式の国際比較と我が国への示唆」『SBI大学院大学紀要』5号、2017
- 松井智子「複数議決権株式を用いた株主構造のコントロール」金融商品取引研究会『研究記録』70号、2019
- 三輪裕範「ニューヨーク・タイムズ物語——紙面にみる多様性とバランス感覚」中央公論社、1999
- 吉川浩史「米国で活性化する議決権種類株式の上場に関する議論」『野村証券市場クォーターリー』2018年ウィンター



李艶紅「株式会社法制における種類株式制度と会社支配権の帰属のあり方——EUにおける『黄金株』問題を契機として」早稲田大学博士学位論文, 2014

レイシー, ロバート (小菅正夫訳)『フォード——自動車王国を築いた一族』上・下, 新潮社, 1989