

2017年3月

## 「上場会社における種類株式の新たな利用形態」

第5期 客員研究員

東北大学大学院法学研究科 准教授

得津 晶

### 要約

日本の上場会社において種類株式の活用は積極的ではないといわれていたところ、近時、CYBERDYNE社の種類株式、トヨタ自動車の優先株式といった活用がみられるようになってきた。本研究は、これらの種類株式は会社法的観点からどのように位置づけられるのかを検討することを通じ、その背後になる現在の日本の会社法学の理論的な問題を指摘するものである。

本研究では、分析の視座として、株主の「残余権者性」(residual claimants)に着目し、株主に企業価値(会社の利害関係人 stakeholders 全員の価値の総和)限界利益(marginal benefit)と限界費用(marginal cost)が帰属することが企業価値最大化のインセンティブとなり、株主の議決権を正当化するという議決権の理論を用いる。取引費用の低い閉鎖会社と異なり、株主が分散しているため取引費用が高い上場会社においては、議決権の理論に、特段の理由がない限りは、一致が要求される。伊藤園の優先株式のような従来型の優先株式は、優先配当を受け取る間は無議決権、一定期間優先配当がなされないと議決権が生じるという形で、限界損益の帰属と議決権とをリンクさせる議決権の理論から説明できる。

これに対して、CYBERDYNE社の種類株式のような創業者の黄金株は、限界損益と議決権がリンクしておらず、企業価値最大化につながらない私的利益(private benefit)を追求する危険性を高めるものである。だが、創業者のように、関係特殊的投資や会社と一体化した名声のような、会社と特殊な利害関係を有している場合には、株式の経済的利益の占める割合が小さくとも、支配権を適切に行使する可能性が指摘されている。しかし、この説明は、あくまで理論的な可能性にとどまる。創業者等と会社の関係特殊的な利害関係の存在が、支配権行使を本当に合理的なものにするのかどうかは実証に委ねられるべき問題であり、日本の会社法学に突きつけられた問題である。

トヨタ自動車のAA型種類株式は、配当金額が、発行価格の0.5%から5年間毎年0.5%ずつ増加し2.5%を上限とするという形で定められているにもかかわらず、議決権が認められているという点で、限界損益の帰属のない議決権が生じ、議決権の理論から乖離する。だが、この株式は、中長期的な利益及び中長期的な株式保有を促し、長期的利益を犠牲にするような短期主義的な株主の支配権を薄めることで、企業価値を高める可能性がある。し

- (注) 1 この内容の全部又は一部について、日本証券業協会に無断で使用(転用・複製等)及び改変を行うことはできません。  
2 この論文に述べられている見解は筆者個人のものであり、日本証券業協会としての見解を示すものではありません。

かし、この説明は、そもそも、日本の上場会社において短期的な利益が長期的な利益と乖離し、短期主義が長期的利益を犠牲にする、という議論に基づくものであるところ、日本の株式市場においてこのような傾向がみられるのかも、また、実証によるべき問題である。

このように、近時の日本の種類株式は、会社と株主の関係特殊な利害関係が正当な支配権行使を基礎づけるか、および、株式保有の短期的利益と長期的利益は乖離するののかという2つの理論的な問題を突きつけるものであった。だが、さらにその背後に潜む問題として、どちらも、敵対的企業買収に対して否定的であるという点が挙げられる。日本版スチュワードシップ・コードも含め、日本企業のガバナンスの向上が目指されている中で、意地でも敵対的企業買収によるガバナンスはやらせたくないという強い意図がみられる。現在の日本では、コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードによるコーポレート・ガバナンスの向上が図られているが、敵対的企業買収なしに企業のコーポレート・ガバナンスを変えることが本当にできるのか。この問題こそが、現在、日本の会社法学に試されている最も重要な問題である。

(掲載誌; 得津晶「上場会社における種類株式の新たな利用形態」日本台湾法律家協会雑誌第13号(2016年11月)掲載)

- (注) 1 この内容の全部又は一部について、日本証券業協会に無断で使用(転用・複製等)及び改変を行うことはできません。
- 2 この論文に述べられている見解は筆者個人のものであり、日本証券業協会としての見解を示すものではありません。