

会社支配権と種類株式

ー グーグルとアリババの事例を中心にしてー

勝 部 伸 夫

要 約

アメリカでは 1980 年代から複数議決権株式による IPO（株式上場）が盛んに行われるようになってきた。複数議決権構造の会社とは、2 あるいはそれ以上の議決権株式を発行しているものを指す。こうした会社では、一般の投資家が 1 株 1 議決権なのに対し、内部者は 1 株あたり複数の議決権を持つ所有構造になっている。2004 年にはグーグル社が複数議決権株式を発行して上場し話題を集めた。複数議決権株式は、創業者が絶対的な会社権力を手にすることを可能にする。株主からの圧力を受けずにすむため、経営者は短期の利益よりも長期の成果に焦点をあわせて経営することができる。また 2013 年には中国最大の電子商取引企業アリババ社が、特別な取締役指名権をもつ「パートナー制」を採って上場した。アリババ社の「パートナー制」は、複数議決権制と同様な効果をもっている。

本稿では、アメリカにおける種類株式の発展の歴史を振り返った上で、グーグル社とアリババ社の会社支配権強化のメカニズムについて分析する。

はじめに

20 世紀がもの作り中心の時代であったとすると、21 世紀は情報化の時代であり、経済のグローバル化とも相まって情報がきわめて大きな価値を生む時代になってきた。ネット社会という言葉がごく身近なものとなり、それを牽引する世界的な IT 企業や関連する新たなビジネスも次々に生まれ、しかも急成長することでその規模は瞬く間に巨大なものになってきている。Google、Facebook などはその代表格であり、いずれも若い創業者によって設立されている点でも共通している。

こうした IT 並びにその関連企業は株式を公開し、成長のための巨額な資金を調達している。さらなる成長のための資金ということになるが、その際、注目されるのは、世界のネット系有力企業はいずれも種類株式の一種である Dual Class Share（複数議決権株式）を発行することで、創業経営者が圧倒的な議決権を保持していることである。創業経営者が一定の株式を保有

して上場後もその地位を維持することはよく見られるが、その場合、出資比率に比例した議決権に基づいて会社を支配するというのが基本であった。つまり1株1議決権(one share, one vote)を前提に、創業者は大株主としても存在感をもっていた。ところが複数議決権株式を利用すると、出資比率とは無関係に何倍もの議決権を手にすることが可能である。株式を公開して上場はしているものの買収される心配はなく、経営陣の支配権はほぼ絶対的である。

コーポレート・ガバナンスが議論されるようになってから久しいが、株主主権論が圧倒的な支持を得ているアメリカにおいて、同じ株主とはいえ種類株式を用いて一部の経営陣に権力が集中する状況が生まれていることはどう考えたらよいのであろうか。このような支配構造の中で経営に対するチェック機能は効果的に果たされるのであろうか。また、経営権・支配権維持のために用いられる議決権種類株式を規制当局が認めるに至った理由はどこにあるのであろうか。さらに投資家はこうした種類株式の活用をどう評価し、如何なる対応をすべきだと考えているのだろうか。

そこで本稿では、アメリカにおける種類株式の歴史的経緯を概観するとともに、その活用実態がどうなっているのかを明らかにする。その上で、複数議決権株式による上場を行ったGooglと、複数議決権株式ではないが類似の効果を持つ「パートナー制」によって上場したAlibabaの2つの事例を取り上げて分析する。そして会社支配権維持のためのメカニズムとその問題点を検討する。

第1章 アメリカにおける種類株式の歴史と活用状況

第1節 種類株式の導入とその歴史

アメリカにおいて株式会社が経済活動の中心を占めるようになるのは19世紀後半である。それまで中小の株式会社は多数あったが、それらが統合されて大規模なものへと再編されていくのが19世紀から20世紀にかけてである。これがいわゆる企業合同運動であり、その代表的事例がロックフェラーのスタンダード石油トラストである。企業合同(トラスト)は議決権株式と引き替えにトラスト証券を各企業経営者に渡すことで進められた。その後、株式会社では証券市場を通じた株式会社金融が積極的に利用されるようになった。一般の投資家も増加し、無議決権株式や議決権制限株式といった種類株式も発行されるようになった。無議決権株式はその名の通り株主に議決権がない株式であり、最初はほとんどが優先株式として発行されてい

た。しかし後には議決権のない普通株式も発行されるようになった¹⁾。こうした無議決権普通株式の発行は1916年頃から見られるようになり、その後徐々に浸透していき、1921年以降は広く発行されるようになった²⁾。

無議決権普通株式はクラスA普通株式(Class A Common Stock)と呼ばれ、一般株主向けに発行された。他方、議決権普通株式はクラスB普通株式(Class B Common Stock)と呼ばれ、主に投資銀行家向けに発行された。これらの株式の発行状況に見られる大きな特徴は、全体に占める無議決権普通株式の発行割合が概して高く、しかも議決権普通株式の方は投資銀行家だけが所有していたことである³⁾。つまり投資銀行家が会社の議決権を独り占めするようになっており、彼らにとって無議決権株式は少ない出資で会社の支配権を集中させるための極めて好都合な手段となっていた。

ところで20世紀には株式会社も大規模化し、株式は一般株主の間に広く分散していくようになる。そのため多くの株主にとって議決権は主たる関心の対象にはならず、議決権に違いがあってもそれを問題とするようなことはあまりなかった。一般株主は言わば社債権者のような存在になっており、会社経営にはほとんど無関心であった。その一方で、様々な種類の株式を発行する株式会社金融の手段を駆使した議決権支配の集中化現象が引き起こされたのである。これが先ほど見た投資銀行家や経営者による会社支配である。こうした状況を真正面から問題にしたのがハーバード大学の鉄道金融の専門家リプレイ(W.Z.Ripley)であった。彼は『メイNSTリートとウォールストリート』⁴⁾をはじめとする論文や著作で、わずかな財産の拠出で会社を支配する投資銀行家や経営者の権力を批判し、本来株主に備わっているべき株主権が様々な種類の株式によって失われていき、個人の権利や機会が奪われていることに警告を発した⁵⁾⁶⁾。リプレイによってそうした会社支配の実態が一般の人々にも知れるところとなり、社会的に厳しい批判が噴出することになった⁷⁾。

1) 清水 2011、97-98頁。なお日本とは異なり、アメリカでは優先株式以外のものは普通株式と規定されている。

2) 清水、同上論文、98頁

3) 加藤 2007、157頁

4) Ripley 1927

5) 正木・角野 1989、49-51頁

6) リプレイの教え子の一人であるA.A.バーリもまた、株式会社金融の進展で資金調達のために発行される様々な種類の株式によって、株主に本来あった固有の権利が奪われていっていることを鋭く指摘していた。Berle and Means, 1967, Book IIを参照。

7) 厳しい批判を受けた事例の1つがドッジ・ブラザーズ社(Dodge Brothers, Inc)の上場である。1925年、NYSEへ上場した同社は債権、優先株、無議決権株式 1億 3千万ドル相当を投資家に販売した。しかし、投資銀行は議決権普通株式を225万ドル分購入することでドッジ社の支配権を掌中にした(Bainbridge 1991, p569, 2000, p.6)。また Ripley 1927, p86を参照

そうした中、1926年1月、ニューヨーク証券取引所（以下、NYSE）は無議決権普通株式の上場を拒否する決定を下した⁸⁾。社会的な批判を受けての対応であるが、これによって1株1議決権原則が支配的なルールとなった⁹⁾¹⁰⁾。すなわち出資額に比例した議決権を株主が持つことが基本となったのである。これ以来、NYSEでは無議決権普通株式の上場と無議決権普通株式を発行している会社の普通株式の上場を認めないことになった¹¹⁾。

ところで複数の異なる議決権を持つ株式をDual Class Share（複数議決権株式）と言う。しかし、NYSEが上場会社に対して1株1議決権の原則を強制したため、この株式もNYSEに上場されることはなくなった¹²⁾。言うまでもなく複数議決権株式は1株1議決権原則に抵触するからである。ところが、それから半世紀ほど経った1980年代になると状況は一変する。これまでとは逆に、複数議決権株式がにわかに注目されるようになったのである。その理由として次の2点が指摘されている¹³⁾。1点目は、80年代にアメリカで猛威を振るった敵対的買収の嵐である。企業経営者は敵対的買収に対抗するために様々な防衛策をとったが、その有力な方法の1つが複数議決権株式の採用であった。これは少ない出資で多くの議決権を手に入れることが可能なため、上場する企業にとっては企業防衛の有力な手段となった。2点目は、証券取引所間の競争の激化である。アメリカン証券取引所（以下、AMEX）やナスダック（以下、NASDAQ）はNYSEのような議決権配分に関する厳しい規制はこれまでなかったため、新興企業のNASDAQへの複数議決権株式による上場事例は見られた。こうした企業がさらに「格上」のNYSEへの上場を目指す場合は、上場規則に適合するように複数議決権株式を1株1議決権に転換するというプロセスがとられていた。しかし、80年代に入ると取引所間の格差

8) アメリカでは現在、州会社法に議決権の配分に関する明確な規定はない。むしろ証券取引所の上場規則によって、議決権の配分について制限的な規定が置かれている（加藤、前掲書、90-91頁）。

9) 加藤、同上書、158-162頁。

10) アメリカでは、1株1議決権は歴史的に最初から確立された原理ではない。19世紀の半ばに一般会社法ができる前は、むしろ株主の議決権に対して制限が課せられていた。1株1議決権も見られはしたが、多くは持株数に関係なく1株主1議決権制が採られていた。また大株主の議決権に上限を設けるところもあった。例えばメリーランド州では1株1議決権が採用されたのは1852年であり、1900年までには全米の多数の会社が1株1議決権に移行した（Bainbridge 2000, pp.3-5）。

11) 加藤、前掲書、107頁。

12) NYSEは無議決権株式の発行を禁じる決定の声明を出すのを控えたので、実際は1927年から1933年の間に288社が無議決権あるいは議決権制限株式を発行した（Ashuton 2012, p.893）。またそれから後に関しても、例えばフォード自動車のような複数議決権株式の事例が見られた。同社は1956年に上場したが、無議決権株式ではなく劣後議決権株式（inferior voting rights）を発行した。フォード一族が40%の議決権を持つクラスB株式、他方一般株主には60%の議決権を持つクラスA株式が配分された。これによってフォード一族はわずか5.1%の出資によって支配権を維持することが可能となっている。なお、1985年の時点では、NYSEには10社の複数議決権構造の会社が存在した（Howell 2009, p4）。

13) 加藤、前掲書、106-107頁

は急速に縮まり、3つの取引所間での競争が激化する。そうした中で、敵対的買収を防ぐ効果が高いとされる複数議決権株式を発行できないNYSEはその優位性は失うようになってきた。こうした状況を背景に、NYSEでも複数議決権株式に関する従来の方針が転換されることになった。その直接的なきっかけを作ったのはアメリカを代表する企業GMによる複数議決権株式の発行であった¹⁴⁾。

NYSEは1984年、複数議決権株式に関する上場基準のモラトリウムを宣言し、この問題を研究する委員会を設置した。そして1986年、NYSEは米証券取引委員会（以下、SEC）に対し次のような要請を行った。すなわち、もし独立取締役の多数と一般株主が承認すれば、複数議決権株式での上場をNYSEが承認することを認めてほしいというものである。これをめぐってSECと各取引所の関係者の話し合いがもたれたがうまくいかなかった。結局、1988年7月、SECは独自にRule19c-4と呼ばれるSEC規則を公表した。この基本的な考え方は、「会社が発行した既存の普通株式一株あたりの議決権を無効にしたり、制限したり、不平等に削減するといった会社の行為を禁止する」というものである¹⁵⁾。具体的に言えば、既存の株主の権利を保護するため上場会社が複数議決権株式を発行することは禁止するが、IPO（新規公開株）においてはこれを認めるという内容である¹⁶⁾。なぜならば、IPOであれば株主はその株式を購入するか否かを自分で決めることができ、嫌なら無理して買う必要がないからである。したがって、SEC規則19c-4は複数議決権株式を厳格に禁止する内容ではなかった¹⁷⁾。しかし、これでこの問題に決着がついたわけではない。1990年、ビジネス・ラウンドテーブル¹⁸⁾は、SECには会社の議決権の実質的な局面に影響を及ぼす規則を採用する権限はなく、むしろそれは州法が第一義的に扱う問題であると批判した。コロンビア特別区連邦控訴裁判所（D.C.Circuit）は、規則19c-4はSECの規制権限を越えており無効とする判決を下した。これでこの問題は再び振り出しに戻ったようにも見えるが、NYSEとNASDAQはそれぞれのガイドラインでこの規

14) 1984年、ロジャー・スミス会長のもとでGMは多角化を図り、ロス・ペロー氏が所有する情報サービス大手のEDS(Electronic Data Systems)を25億5千万ドルで買収した。買収にあたってはGMの株式と交換されたのであるが、その際発行されたのがclass E stockである。これは世界初のトラッキング・ストックと言われており、EDSの業績に連動するように設計されていた（北山2011）。

15) SECが規制しようとしたのはDual Class Recapitalizationであり、これには多様な方法があるが、共通するのは議決権について差異のある普通株式を発行し、優先議決権株式を経営者ないしそれに近いグループ、劣役議決権株式を一般株主に所有させるという点である。SECは既存株主の議決権侵害を問題とした（加藤、前掲書、105-106頁）。

16) Bainbridge 1991, pp.577-578

17) 木村2005, p17注79を参照。

18) Business Roundtableは1972年に設立されたアメリカの主要企業のCEOが参加する団体であり、ロビー活動などを行っている。団体のHPによれば、会員企業の総売上高は年間6兆ドル、従業員は1500万人の規模を誇っている。

則の基本的な方向性は受け入れた。したがって、規則 19c - 4 はある意味では生き延びたとも言えよう¹⁹⁾。

現在の取引所のガイドラインは以下の通りである。まず NYSE の議決権政策 (Voting Rights Policy) は、既存の上場株式の議決権が、会社の行為や新規発行によって差別的に減少したり制限を受けないことを基本とする。無議決権株式の発行や上場も認めるが、一定の保護策を採ることを義務づけている。また、複数議決権株式 (super-voting stock) の発行は禁止されるものの、既存の複数議決権発行会社が同株を追加で発行することは認められる。なお、IPO においては複数議決権株式の採用は認められる²⁰⁾。また NASDAQ でも同様のガイドラインが制定されている²¹⁾。

第 2 節 種類株式の活用状況

さて、前節ではアメリカにおける種類株式の歴史を簡単に振り返り、特に複数議決権株式が登場することになった経緯を見た。NYSE では半世紀にわたって認められていなかった複数議決権株式が 80 年代になるとにわかに注目を集め、取引所規制の変更とも相まってこれを採用する企業が一定程度出てきている。

ここでは実際にアメリカの株式会社において複数議決権株式がどの程度用いられているのか、その実態を確認しておくことにする。

①採用社数

図表 1. は 1988 年から 2007 年における、アメリカの上場会社で複数議決権株式を採用している会社数を示したものである。この期間に限定して見ると、採用企業社数は 1996 年の 511 社が最多である。また上場会社全体に占める比率で言えば、2000 年の 7.9% が最も高い。1980 年代から 90 年代にかけて複数議決権を採用する会社数は増大傾向にあったが、その後 2000 年代になると逆に減少傾向を示している。ただし、上場会社に占める比率で言えば 7% 台ということで、ほぼ横ばいと言ってもよいであろう。また図表 2. は、各取引所ごとの複数議決権株式の占める比率を示したものである。AMEX と NASDAQ はいずれもこの 20 年間で複数議権

19) McKinnon 2016, p84

20) NYSE Listed Company Manual 313.00 Voting Rights (http://nysemanual.nyse.com/LCMTTools/PlatformViewer.asp?searched=1&selectednode=chp_1_4_13&CiRestriction=313&manual=%2F%2Fsections%2F%2Fsections%2F) を参照。

21) ASDAQ Stock Market Rules 5640 Voting Right (<http://nasdaq.cchwallstreet.com/NASDAQTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp%5F1%5F1%5F4%5F3&manual=%2F%2Fnasdaq%2Fmain%2F%2Fnasdaq%2FDequityrules%2F>) を参照。

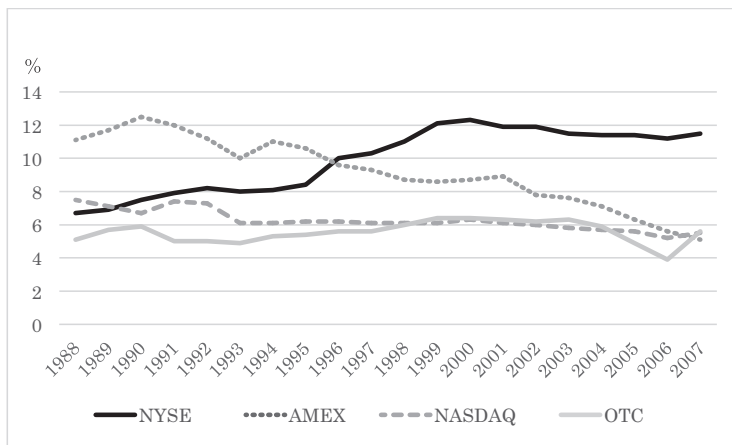
株式の占める比率は漸減しており、特に前者の AMEX は 10% を超えていたものが 5% にまで低下してきている。この 2 つの取引所とは対照的に、NYSE はその比率を 2 倍近く増やしている。

図表 1 Dual Class 会社数と全上場会社に占める比率



出所 ; Howell, J.M. (2009) "Essays on the U.S Dual-Class Share Structure," p24を基に作成。

図表 2. 取引所別 Dual Class 上場会社の占める比率



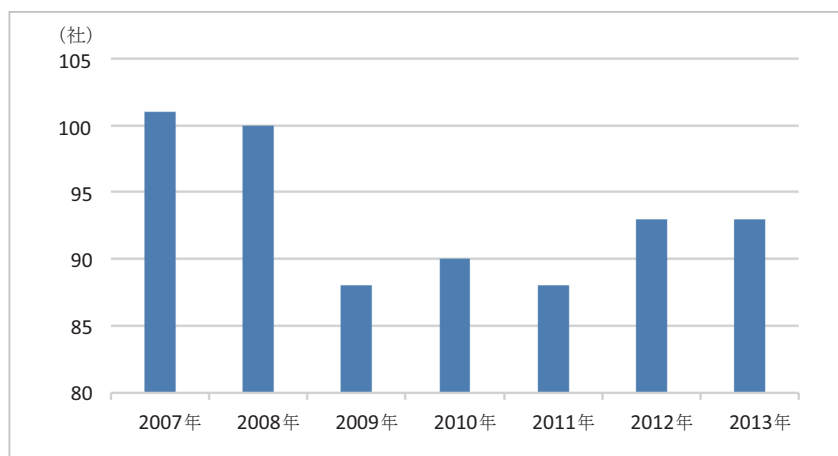
出所 ; Howell 2009, p25を基に作成。

続いて図表 3. は、2007 年から 2013 年の期間における、S&P1500²²⁾ の中で複数議決権株式を採用している会社数を示したものである。S&P1500 社の中 100 社前後がそれに該当しており、平均は 93 社である。2009 年には前年と比べて社数が大きく落ち込んでいるが、これは 2008

22) S&P1500とは、スタンダード・プアーズ社が選定したアメリカの上場会社 1500社である。

年のリーマン・ショックの影響であり、具体的には合併・買収や破産によって減少したものと考えられる。1500社に占める比率は、2007年が7.06%、そして2009年は上記のような理由で5.96%まで低下している。その後は回復傾向にあり、この間の平均は6.3%となっている。

図表 3. S&P1500 における Dual Class 会社数



(出所) Li, Ji. (2015) “A Glance of Dual-Class Companies in the U.S.”
(https://www.csub.edu/kej/_files/KEJ3rdQuarter/DualClassCompanies.pdf)

また投資責任リサーチ・センター (IRRCi) が行った、同じく S&P1500 社を対象とする 2012 年と 2015 年の調査では、複数議決権株式の採用社数は前者が 79 社で後者が 78 社という結果である²³⁾。

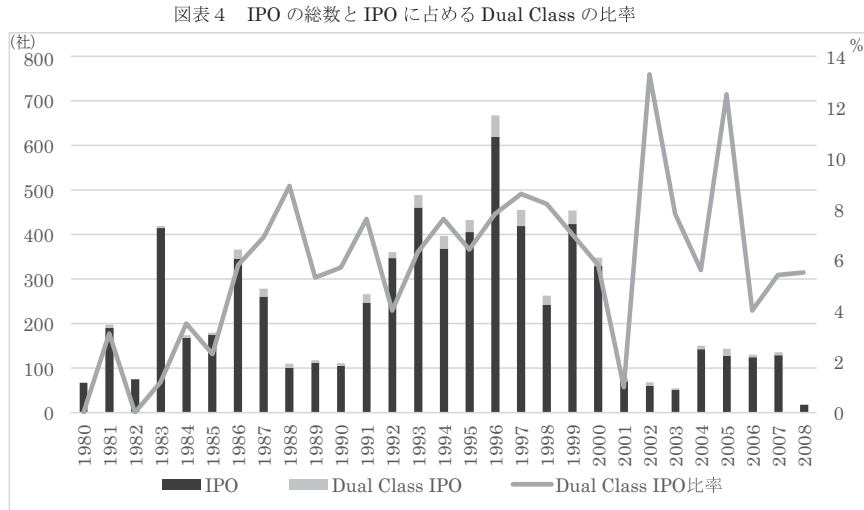
さらに EU が行った独自調査では、アメリカの対象企業 4399 社のうち約 20%にあたる 896 社が複数議決権を発行している会社であるという結果が報告されている²⁴⁾。

ところで図表 4. は、アメリカにおける複数議決権株式による新規株式公開 (IPO) 件数を示したものである。この期間で見ると、6600 件の IPO のうち 405 件が複数議決権株式であった。平均では 6.1%となっている。敵対的買収が盛んだった 80 年代に一定程度見られたが、全体として大きく増大したのは 90 年代半ばである。2000 年代になると減少傾向にある。個別

23) この調査では、S&P1500社のうち株式所有に基づく会社 (controlled firms)は 2012年と 2015年ではそれぞれ 114社と 105社となっており、若干の減少が見られる。これは単一議決権構造の会社が減少したため、複数議決権構造 (multi-class capital structure)の会社数にはほとんど変化はない。また、複数議決権構造を採る 78社の内訳であるが、優先議決権株式 (super-voting share)を発行している会社は 37社 (2012年の 34社から若干増大)なのに対し、取締役会の一定数あるいは一定比率を選択できる権利を付与されている種類株式を発行している会社は 41社 (2012年の 45社から若干減少)となっている (IRRCi 2016, pp15-16)。

24) European Commission 2007, p81

に見ると、1996年には上場会社619件のうち48件が複数議決権株式であった。比率で最も高かったのは、2002年の13.3%である。複数議決権株式でのIPOは一定程度見られるが、必ずしも拡大していく傾向は見られない。



出所：Onur, Cook and Kieschnick, “On the decision to go public with dual class stock” (<http://ssrn.com/abstract=1402756>) を基に作成。

複数議決権株式については統一的なデータがないので一概には言えないが、ここまで見る限りでは上場会社のうち400～500社がそれに該当すると思われる。そしてその数は大きく変動しておらず、全体として一本調子で拡大するような傾向は見られないことがデータから明らかになった。

②産業分野

複数議決権株式が一定数あることが確認できたが、これが産業別にどう分布しているのかを見ておこう。S&P1500社のうち複数議決権株式を採用する会社の産業別の構成を見ると、5産業で約半数にあたる48%を占めている。これは複数議決権株式が特定の産業に集中していることを示している。このうちラジオ、テレビ、電話、通信などのコミュニケーション産業が最多で、次が印刷・出版となっている。同様の結果は他の研究にも見られ、2007年には333社の複数議決権株式を採用する会社のうち、最多はコミュニケーション産業の44社、ビジネス・サービス28社、食料品製造17社、電子機器16社となっている²⁵⁾。

25) Howell 2010, p44

③採用会社と複数議決権の内訳

産業別の分類で見たとおり、複数議決権株式を採用している会社はある程度特定の分野に集中する傾向が見られた。まずコミュニケーション産業であるが、グーグル (Google)、フェイスブック (Facebook)、リンクトイン (Linged In)、イエल्प (Yelp)、ジンガ (Zynga)、E コマース系ではグルッポン (Groupon) などがある²⁶⁾。印刷・出版ではニュース・コーポレーション、ニューヨーク・タイムズ、ワシントン・ポスト、21 世紀フォックス等のメディア企業²⁷⁾ がある。食品流通ではウォールマート、アパレルのラルフローレンなどもある。また変わったところではサッカークラブのマンチェスター・ユナイテッドも複数議決権株式を NYSE に上場している²⁸⁾。

以上見てきたとおり、アメリカの種類株式の活用には会社支配との関係性が強く見られ、しかも歴史的には紆余曲折があった。そして 1980 年代以降は複数議決権株式が積極的に採用されるようになってきているが、上場会社に占める複数議決権の会社数は必ずしも増大していく傾向にはない。しかしまた、複数議決権を採る会社には産業的な特質も見えて取ることができる。その中でも、複数議決権構造を採用し、IPO 後に比較的短期間で巨大企業に成長したネット系の会社の事例を次に見ておこう。

第 2 章 ネット、E コマース系企業の上場と種類株式

複数議決権株式が社会的に大きな注目を集めるようになったのは、今やネット系企業の巨人となった Google Inc.(以下、グーグル社) の Dual class structure による IPO (上場) の影響が大きいであろう。では複数議決権株式は実際にどのように用いられているのであろうか。ここではグーグル社の事例と、複数議決権方式ではないがそれと類似した機能を持つ「パートナー制」を採って上場した E コマースの巨人 Alibaba の事例を見ていくことにする。

26) クーポン共同購入サイト最大手の Groupon は創業者が 150 倍の議決権、また交流サイト (SNS) 向けゲーム大手の Zynga は創業者が通常の 70 倍の議決権、さらに上場前からの株主は 7 倍の議決権という 2 種類の株式を発行している。Facebook はマーク・ザッカーバーグ CEO が創業者が 10 倍の複数議決権株式を発行している (長谷川 2012)。

27) ニュース・コーポレーションはルパード・マードック、ニューヨーク・タイムズはサルズバーガー (Sulzbergers)、ワシントン・ポストはグラハム (Grahams) という創業家があり、種類株式を用いて支配権を維持している (Glove r& Thamodaran 2013, p3)。

28) 西崎 2015。また小阿瀬達彦「ミリコンバレー流、日本上陸議決権株主を用いた IPO—アリババ、マン U は、なぜニューヨークに上場したか」大和総研 (http://www.dir.co.jp/consulting/theme_rpt/governance_rpt/20150326_009585.html) も参照

第1節 グーグル社の事例

＜グーグル社の概要²⁹⁾＞

世界的なインターネット検索大手のグーグル社の創業は、1995年、ラリー・ページ氏とセルゲイ・ブリン氏がスタンフォード大学で出会ったことに始まる。当時、二人は21歳と22歳の大学生であったが、その後 BackRub という検索エンジンを共同開発し、97年には Google.com をドメインとして初めて登録した。Google という名前は、1の後に0が100個続く101桁の数を表す数学用語「googol」をもじったものだという。1998年には Sun Microsystems の共同創業者アンディ・ベクトルシャイム氏が10万ドルの小切手を二人に渡し、グーグル社はこの年に設立された。

1999年にはセコイア・キャピタルとクライナー・パーキンズから2,500万ドル（約25億円）の資金を調達したが、驚くことにこの時点では売上はほとんどなかったという。2000年にはヤフーのサーチエンジンに採用された。2001年には現経営陣の中核を担う一人であるエリック・シュミット氏が理事長兼 CEO に就任している。2004年には Gmail を開始、また同年には株式を NASDAQ に上場した。2005年にはグーグルマップ、グーグルアースのサービスを開始し、2006年には YouTube を買収して傘下に収めた。それから10年経った2016年現在、Google 検索、Android、マップ、Chrome、YouTube、Google Play、Gmail のユーザー数はそれぞれ10億人を超えているという³⁰⁾。この点だけとて彼らの提供するサービスが如何に社会に浸透し、大きな影響を与えるビジネスになっているかが分かる。

ところで2015年10月には組織改編を行い Alphabet Inc.（以下、アルファベット社）が誕生した³¹⁾。同社はグーグル社およびグループ企業の持株会社であり、これまで渾然一体であった事業を明確に分離してそれらを持株会社の傘下に組み入れた。すなわち主力のグーグル社には検索、広告、グーグルマップ、YouTube、アプリ、クラウドサービス、Android、Chrome 等の事業を任せ、ライフサイエンス事業、Google X の自動運転車、Google Glass 等は別会社とした。アルファベット社の経営陣は最高経営責任者（CEO）にラリー・ページ氏、社長にセルゲイ・ブリン氏、会長にエリック・シュミット氏、そしてグーグルのCEOにはスンドル・

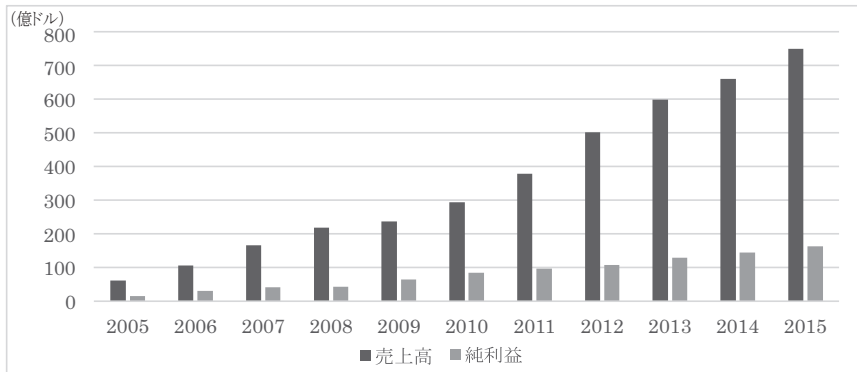
29) グーグル社の歴史については同社 HP (<https://www.google.co.jp/about/company/history/>) を参照。

30) 「ITmediaニュース」2016年2月2日 (<http://www.itmedia.co.jp/news/articles/1602/02/news055.html>)

31) 持株会社設立の背景に関しては「なぜグーグルは『アルファベット』になるのかー過去の成功が革新の邪魔になっていたー」東洋経済 ON LINE (2015年8月11日) (<http://toyokeizai.net/articles/-/80146>) を参照。

ピチャイ氏という布陣である。アルファベットの株式はグーグルのそれが引き継がれた³²⁾。

図表 5. グーグル社（アルファベット社）の業績の推移



出所：SEC FORM 10-K

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000165204416000012/goog10-k2015.htm#s2A481E6E5C511C2C8AAECA5160BB1908>を基に作成。

次にグーグル社（2015 年からはアルファベット社）の業績を見ておこう。図表 5. は 2005 年から 2015 年までの同社の売上高、純利益の推移を示したものである。売上高は 2005 年の 61 億 3900 万ドル（約 6139 億円）から 2015 年には 749 億 8900 万ドル（約 7 兆 5000 億円）となっており、実に 12 倍にも拡大してきている。また株価は後で見ると上昇時に 1 株 = 100 ドルほどをつけたが、その後順調に上昇していき、グーグル時代の 2013 年 10 月には 1000 ドルを突破して最高値 1015.46 ドルをつけた。アルファベット社になってからも GOOGL 株(Class A) は 2017 年 1 月 25 日に 858.45 ドル、GOOG 株 (Class C) は 2017 年 1 月 25 日に 835.67 ドルという最高値を付けている。また、2016 年 2 月にはアルファベット社の時価総額は 5700 億ドル(約 69 兆円)となり、アップルを抜いて初めて世界首位となった³³⁾。アルファベット社(旧グーグル) は今やネット系に限らず、世界の大企業に成長したと言っても過言ではなからう。

＜グーグル社の上場＞

アメリカの連邦法では、株主が 500 人を超え、資産額が 1000 万ドルを超えると、SEC に四半期ごとの報告書を出すか、そうでなければ株式を公開しなければならないとされている。グ

32) グーグルの既存株主には等価交換でアルファベット株が割り当てられ、アルファベット株は米ナスダック市場で取引されることになった。これまでグーグルは議決権の異なる 2 種類の株式を上場していたが、アルファベット株も同じく 2 種類である（「日本経済新聞電子版」2015 年 10 月 3 日）。

33) 「朝日新聞デジタル」2016 年 2 月 2 日

ーグル社は2003年に株主数が500人を超えたため、必ずしも望んではいなかったが株式を上場することを決断した³⁴⁾。

同社はNASDAQへの上場にあたって、SECに提出した登録届出書(Registration Statement)であるFORM S-1に、異例ではあるがプリン氏とページ氏の2人の署名入りで「創業者からの手紙」を付けた。ここにはグーグル社上場後の経営を創業者がどう考えているのかが明確に述べられている³⁵⁾。

まず「グーグルは型にはまった会社ではないし、またそうなるつもりもない」と宣言している。特にグーグル社はこれまでイノベティブな能力を守り、その特異な性格を保持する企業構造を作り上げてきたが、こうしたことが長期的には、グーグル社とその株主に最大限の経済的リターンをもたらすと2人は言う。ところが株主の圧力で4半期決算に合わせようすると会社の長期的な成長機会を犠牲にってしまう。したがって上場によって private company から public company に変わったとしても、グーグル社は短期ではなく長期的経営で行くのだとその経営方針を明らかにし、株主にも長期的な視点をもつように要請している。こうした考えは、米国の著名投資家ウオーレン・バフェット氏からも影響を受けたようである。

ところでこの経営方針を貫くためにグーグル社が採用したのが複数議決権構造(dual class voting structure)である。その最大の効用は、創業者が会社の支配権を持ち続けることを可能にする点にある。当時はテック系企業では珍しかったが、すでにニューヨーク・タイムズ社等のメディア企業はみな複数議決権構造を採用していた。またバフェット氏が経営する投資会社バークシャー・ハザウエイも複数議決権株式を利用していた³⁶⁾。長期的な視点に立って会社の中核的な価値を前進させる上で、複数議決権構造は大きなメリットをもつ、と彼らは強く主張する³⁷⁾。要するに、株式は上場しても従来通り、会社の支配権は外部の株主には渡さず、自分たち創業者が持ち続けることで初めて会社は長期的に成長することが可能だというのである。

34) ケン・オーレッタ 2010、165頁。またエリック・シュミット「オークション方式による捻破りの株式公開プロセス グーグル:上場しても「らしさ」を失わない」ダイヤモンド ON LINE 2011年11月9日(<http://diamond.jp/articles/-/14189>)を参照。

35) LETTER FROM THE FOUNDERS “AN OWNER’S MANUAL” FOR GOOGLE’S SHAREHOLDERS (<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000119312504073639/dsl.htm>)

36) バークシャー・ハザウエイは2015年現在、クラス A普通株式とクラス B普通株式を発行しているが、B株はA株の経済的権利の1500分の1であり、議決権はA株の10,000分の1となっている。Berkshire Hathaway Inc. Form10-k 2015(<http://www.berkshirehathaway.com/2015>)

37) グーグル社の複数議決権株式による上場には社内では反対があったというが、創業者の2人はそうした声に耳を貸すことはなかった。彼らは、複数議決権株式を用いてすでに上場しているワシントン・ポスト社の取締役バリー・ディラー氏にも予め相談し、このプランでの上場を準備したという(ケン・オーレッタ 2010、167頁)。

こうしてグーグル社は2004年8月にNASDAQに上場を果たした。ただし、ここでも同社は従来とは違うダッチ・オークションというやり方採った³⁸⁾。売出し価格は1株＝85ドルで、クラスAと呼ばれる普通株式を約1960万株（グーグル社が約1414万株、グーグル社株主が約546万株）上場した。株価は100.01ドルの始値を付け、終値100ドル33セントで取引を終えた。出来高は2200万株で、同社はこのIPOで17億ドル（1870億ドル）の資金を調達した。

＜グーグル社の種類株式＞

2004年8月NASDAQ上場にあたってグーグル社が公開したのは、クラスA普通株式（以下、A株）である。これは一般的に見られる1株1議決権の普通株式である。これに対してクラスB普通株式（以下、B株）は未公開の株式であり、しかも議決権が10倍あるのが特徴である。経済的権利に関しては両者に違いはない。すでに述べたとおり、B株は創業者が支配権を維持することを目的とするため、この株式は創業者を含めたわずかな人間にしか手にできない仕組みである。上場翌年の2005年3月時点の株式の状況は、一般投資家向けのA株が1億6255万115株に対し、B株は1億1473万2822株発行されていた。このうち創業者2人がB株をそれぞれ3640万株前後持っており、議決権ベースでは10倍となるのでそれぞれが全体の27.8%の議決権を保持していた。つまり二人合わせると55.6%となって全議決権の過半数を超える。さらに取締役経営陣全体を合算すると全体の76.7%の議決権を持っていた³⁹⁾。創業者の2人だけで過半数の議決権を押さえており、会社の支配権は盤石である。

しかし、グーグル社のような成長企業は研究開発のために巨額な資金を調達する必要がある。あるいは株式交換で成長分野の企業を買収したり、社内に優秀な人材を獲得し定着させるためにはストックオプションも提供しなければならない。そのため発行される株式は増大することになる。また、創業者や経営陣のもつB株の割合にも変化が出てこざるを得ない。そこで上場後の株式の状況を見ると、2012年4月時点では、A株は2億5997万8806株に対しB株は6604万6275株発行されていた⁴⁰⁾。2005年のそれと比べると、クラスA株式は約1億株の増加に対し、クラスB株式は逆に5000万株近く減らしている。B株の減少は、創業者も含めてその持ち株を売却したためである。具体的には、創業者の二人がそれぞれ3640万株前後ずつ

38) 吉行 2009を参照。

39) GOOGLE INC. 2005 PROXY STATEMENT SUMMARY (https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000119312505072803/ddef14a.htm#toc68864_48)

40) GOOGLE INC. 2012 PROXY STATEMENT SUMMARY (<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000119312512222158/d320628ddef14a.htm#toc>)

持っていたB株は各2600万株ほどに減っている⁴¹⁾。しかし議決権ベースでは、2人の全体に占める議決権比率は2005年の55.6%から2012年には56.4%となっており、逆にごく僅かではあるが増加している。なお、これを取締役経営陣全体での議決権で見ると、2005年の76.7%から2012年には67.5%へと減少していることが分かる。これはすなわち、創業者以外の取締役経営陣がB株を多数売却することで議決権総数を減らしているということである。確かに創業者もB株の株式数を減らしてはいるが、議決権比率では二人で過半数を超える水準を依然維持しているという状況である。

2012年の「創業者からの手紙」には、同社の複数議決権構造が曲がり角に来ていることが率直に語られている⁴²⁾。創業者が経営権を維持し、外部からの干渉を廃して事業を進展していくことに支障が出そうだというのである。彼らは次のようにいう。極めて長期においては、定期的な株式ベースの従業員報酬⁴³⁾による日常的な株式希薄化(day-to-day dilution)や、株式を用いた買収による株式希薄化が、複数議決権構造とグーグルに対する希望(aspiration)を損なうことになると指摘する。この状況に対処するため、新たに無議決権株式を既存の株主に割り当て、NASDAQに上場することを明らかにした⁴⁴⁾。新株式は既存のすべての株式に対し1株ずつ分配されるため、1:2の株式分割と同じである。そしてこの無議決権株式は従業員報酬に充てられる予定である。新株の発行は2012年6月の定時株主総会で承認されたが、その後株主代表訴訟が起こされ、約2年かけて和解が成立してやっと発行が可能になった⁴⁵⁾。

41) 2009年11月30日、創業者の二人はSEC規則10b5-1にしたがって株式の一部を5年かけて売却するプランを公表した。二人はそれぞれ約500万ドル分の株式を徐々に売却し、その後も4770万ドル分の株式を保有することを明らかにした。売却後の比率は、出資比率15%、議決権比率48%を想定している。SEC FORM8-K(<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000119312510011019/d8k.htm>)

42) FOUNDERS' LETTER 2012 (<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000119312512160666/d333341dex993.htm>)

43) グーグルは従業員に4000万株のストックオプションを与えるため、常に売上高の12%を割り当ててきた。高い技術力をもつ従業員は社内に留まり、全力を尽くすことが期待されるからである。IPOで株価が跳ね上がると、社内に900人のミリオネア(資産100万ドル以上)が誕生したという(ケン・オーレッタ2010、170-171頁)。

44) C株は以下のように取り扱われる(長谷川2012)。

- ・ Class A株、Class B株それぞれ1株に対してClass C株1株を割り当てる。
- ・ 配当はClass A株、Class B株、Class C株で同じ条件。買収時等にも、Class A株、Class B株、Class C株は経済的にすべて同等に扱われる。
- ・ Class C株は、Class A株と同様、自由に譲渡できる。
- ・ 清算の時にはClass A株とClass B株は同等な分配を受け取ることができる。
- ・ Class A株は他の株式には転換できない。Class B株は、創業者等が売却するとClass A株に自動的に転換されてしまう。Class C株は、清算の時などにClass A株に自動的に転換される。
- ・ 創業者は保有するClass C株の数とClass B株の数を比例して売らねばならず、買収の時にも各株式を平等に扱わねばならない。(創業者平等条項)

45) 今回の和解案は、無議決権株式を発行・上場してから1年間の株価の推移を見た上で、普通株式より

2014年4月、グーグルはクラスC株式（以下、C株）を発行し、従来からあった議決権のあるA株（ティッカーシンボルはGOOGL）に加えて、議決権のないC株（ティッカーシンボルはGOOG）の2種類の株式をNASDAQに上場した。C株の発行によって株式数は単純に2倍になったということであるが、その後の動向を見てみると、2015年10月時点で、A株2億9126万1461株、B株5094万307株、C株3億4548万2241株となっており、A株とB株を足したものより300万株ほど多くなっている。また2015年10月にはGoogle.Inc からAlphabet.Incへと組織改編され、持株会社アルファベット社の株式はグーグル社の株主に等価交換で割り当てられた。

このように当初グーグル社はA株、B株の2種類の株式を発行して創業者の支配権を維持してきたのであるが、それも年を経るにしたがって決して盤石とは言えなくなってきた。例えば10倍議決権をもつとはいえ、新株の発行や既存株式の売却は支配権維持に影響を及ぼすことになる。結局、上場後11年を経て無議決権株式のC株を新たに発行することで支配基盤を補強することになった。今後はC株を用いることで、創業者が支配者として議決権比率を維持することは容易になろう⁴⁶⁾。

第2節 アリババ社の事例

＜アリババ社の概要＞

中国の電子商取引最大手の阿里巴巴集団（Alibaba Group Holding Ltd.、以下、アリババ社）は、1999年、馬雲（英名 ジャック・マー Jack Ma）を中心とする18人の創業者グループによって中国浙江省杭州市のアパートの一室で創業された。グループを率いる馬雲はもともと杭州電子工業大学（現杭州電子科技大学）で英語の講師をしていたが、1995年にアメリカに行った時に初めてインターネットに出会ったことで、その後のネット・ビジネスへの道が開けることになった⁴⁷⁾。

アリババ社は電子商取引（EC）サイト、アリババオンラインを設立し、2001年末には早く

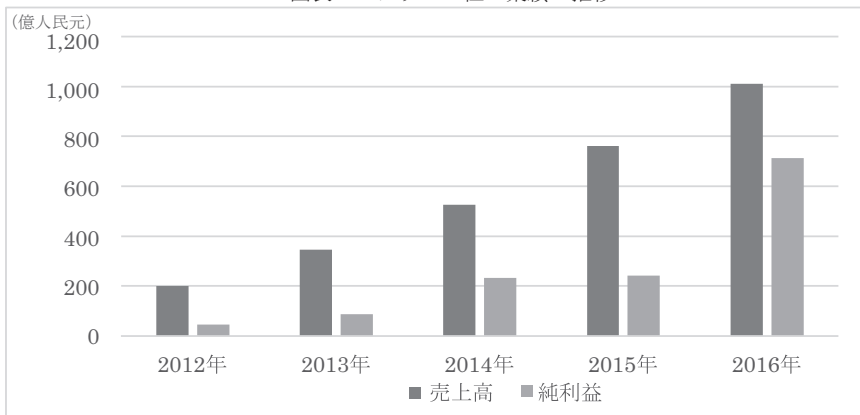
も値下がりしていた場合は差額を補填するというものである。また、一定規模以上の無議決権株で株式交換する場合は、社外取締役が内容を審査することになる（「日本経済新聞」2013年6月18日付）。

46) フェイスブックは株式を使った買収やストックオプションの増加で、CEOのザッカーバーグ氏の議決権比率は67.2%から60.1%まで低下していた。アルファベット社（旧グーグル社）同様、新たに無議決権株式を発行することで、議決権比率を低下させることなく経営することが可能になる。同社は既存の株主に1株につき無議決権株式2株を割り当てることを株主総会で承認した（「日本経済新聞電子版」2016年4月28日（http://www.nikkei.com/article/DGXLASGN28H18_Y6A420C1000000/）、同6月21日（http://www.nikkei.com/article/DGXLASGN21H0A_R20C16A6000000/））。

47) アリババ創業の歴史は、王 利芬・李 翔 2015を参照。

も登録会員数が100万人を突破した。創業2年目の2000年に同社はソフトバンクから2000万ドル（約20億円）の出資を受けている⁴⁸⁾。アリババ社は2003年にCtoC（個人間の取引）サイトの「淘宝网（タオバオ）」を設立、そして2004年にはオンライン決済システム「支付宝（アリペイ）」を設立した。なお、アリペイは2011年にアリババ社の連結対象から外れ、その後14年に社名をアントに変更している。2005年には中国ヤフーを買収した。2012年にはタオバオから派生する形でBtoC（企業と個人間の取引）サイトの「天猫（Tモール）」を設立した。アリババ社の事業の中核はこうした小売りコマースで、これが全体の売り上げの8割を占めている。アリババ社は2014年にアメリカのNYSEに上場し、史上最大と言われる250億ドル（約2兆7000億円）を調達し大きな注目を集めた。

図表6. アリババ社の業績の推移



出所：SEC FORM20-F KEY INFORMATION

(<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1577552/000104746916013400/a2228766z20-f.htm#aa3>)を基に作成。

そのアリババ社の業績であるが、図表6. は同社の売上高と純利益の推移を示したものである。これは人民元（RMB）の表示であるが、いずれにしろ右肩上がりの成長を示している。2016年3月期の決算によると売上高は156億8600万ドル（約1兆5686億円）であり、営業利益は45億1300万ドル（約4513億円）、純利益は110億5600万ドル（約1兆1056億円）となっている。また、アリババ傘下のサイトで売り買いされた流通総額は前年比27%増の4850

48) 2000年、ソフトバンクの孫正義社長は創業2年目のアリババの馬雲会長と面談し、20億円の出資を即決したとされる。ソフトバンクは2016年6月現在32.2%のアリババ株を保有するが、アリババへのこれまでの投資総額は105億円なのに対し、保有株の時価は約6.7兆円になっている。「ソフトバンク、『アリババ株4%売却』の舞台裏」東洋経済 ONLINE 2016年6月2日 (<http://toyokeizai.net/articles/-/120849>)

億ドル（約 48 兆 5000 億円）に上っている⁴⁹⁾。アメリカの小売り最大手ウォルマート・ストアーズの 2016 年 1 月期の売上高 4821 億ドルを追い抜き、初めて「世界最大の流通企業」になった⁵⁰⁾。また毎年 11 月 11 日に行われる「光棍節」(独身の日)セールでは、2016 年は総取引額 (GMV) が 1 日で 143 億ドル（約 1 兆 7600 億円）を記録した⁵¹⁾。

＜アリババ社の上場＞

アリババ社は傘下のアリババ・ドット・コムを 2007 年 11 月に香港証券取引所に上場させた。その際は時価総額が 2 兆円を超え一大ブームを巻き起こした。しかし、2011 年に起きたアリババ・ドット・コムの不正取引事件をきっかけに 2012 年に親会社のアリババ社は公開買い付け (TOB) を実施して同社の香港での上場を廃止した⁵²⁾。

次はアリババ社本体が香港証券取引所への上場を目指した。ところが、経営陣が取締役会の過半を任命できるとするアリババの「パートナー制」に対して、香港証券取引所は一株一議決権の株主平等原則を堅持してこれを容認しなかった。そのため、アリババ社は香港での上場を断念しアメリカでの上場に切り替えることにした⁵³⁾。

アリババ社は 2014 年 9 月、NYSE に上場した。詳細は後に譲るが、会社名は Alibaba Group Holding Ltd. であり、本社所在地はケイマン諸島にある。そして上場したのは同社の ADR(米国預託証券)である⁵⁴⁾。ADR の公募・売り出し価格は 68 ドルであったが、初値は 92 ドル 70 セントとなり、一時は 100 ドルを上回った。時価総額は 2300 億ドル（約 25 兆円）の規模になり、トヨタ自動車（約 22 兆円）を超えた。

＜アリババ社のパートナー制＞

香港証券取引所での上場が認められなかったのはアリババ社独特の「パートナー制」にあっ

49) 2016 年 3 月期決算報告 (<http://alibaba.newshq.businesswire.com/press-release/alibaba-group-announces-march-quarter-2016-and-full-fiscal-year-2016-results>)

50) 「朝日新聞デジタル」2016 年 5 月 6 日

51) 「ウォール・ストリート・ジャーナル電子版」2016 年 11 月 12 日 (<http://jp.wsj.com/articles/SB12239780145041894104204581350093078202576>)

52) 「日本経済新聞」2012 年 6 月 20 日付

53) 「日本経済新聞」2014 年 9 月 16 日付

54) ADR とは American Depositary Receipts の略で、米国預託証券と呼ばれる。アメリカの証券市場で外国の株式を直接売買することは問題が多いため、原株は自国の銀行に預けておき、代わりにアメリカの預託銀行に ADR を発券してもらいそれを売買するものである。ADR によってアメリカの市場に直接上場したのと同じように売買することが可能になる。日本企業のアメリカ市場での上場も ADR が用いられている。

た。耳慣れない用語であるが、「パートナー制」の概要はアリババ社がSECに提出した登録届出書の中で説明されている⁵⁵⁾。

この登録届出書によれば、アリババは1999年の創業以来、パートナーシップの精神で事業を展開してきたという。このパートナーシップの精神を維持し、使命 (mission)、ビジョン (vision)、価値 (values) の継続性を確実なものにするために、2010年7月、本社のある地名レークサイド・ガーデンにちなんでレークサイド・パートナー (Lakeside Partners) というパートナーシップが作られた。これがアリババ社の「パートナー制」(Alibaba Partnership)である。当時、28人のメンバーで構成されていたが、内訳はマネジメントを担う経営陣22人と関連会社の経営陣6名であった。

パートナー制は、毎年、新規のメンバーを加えることで若返りを図り、優秀さ、イノベーション、持続性を確実なものにすることが考えられている。Dual Class Structureを用いた創業者への権力集中とは異なり、経営陣の共有するビジョンを体现するものであることが強調されている。パートナーの選出は、毎年、メンバーがパートナーシップ委員会に候補者を推薦し、一人1票の投票で少なくとも全体の75%の支持を得ることが条件となっている。この候補者になるには最低でも5年の勤務経験がなければならず、高い業績を上げていること、品性高潔で、企業文化の伝道者 (“culture carrier”) たることを求めている。また、株主との利害を同じくするために、パートナーは株式報酬や株式購入制度を通じて、「相当な水準の株式」(meaningful level of equity interest)を所有したり、あるいは付与されるべきだとしている。また、パートナーはアリババ社あるいはその関連会社の職を辞すと同時に退任する。ただし、取締役会のExecutive Chairmanである馬雲 (Jack Ma) 氏と、同じくExecutive Vice-chairmanでCFOの蔡崇信 (Joe Tsai) 氏の2名は、パートナーを引退あるいは解任されない限りパートナーに留まることが規定に謳われている。

次にパートナーシップ委員会は5名のパートナーで構成され、パートナーの選出とボーナス・プール (賞与基金) の分配に責任を持つようになっている。任期は3年で、再任もある。選挙ではパートナーシップ委員会が8名のパートナーを候補として挙げ、投票で5名が選ばれる。

ところでアリババ社のパートナー制の核心は、取締役の指名権 (director nomination rights)を有していることである。つまりパートナーは取締役の過半数を指名する特別な権利をもつ。指名された候補者は、株主総会で一般の株主による投票で取締役に選任される。もし当該候補者が選任されなかったり、選任後に辞任した場合には、次回の年次総会まで暫定的な取締役を

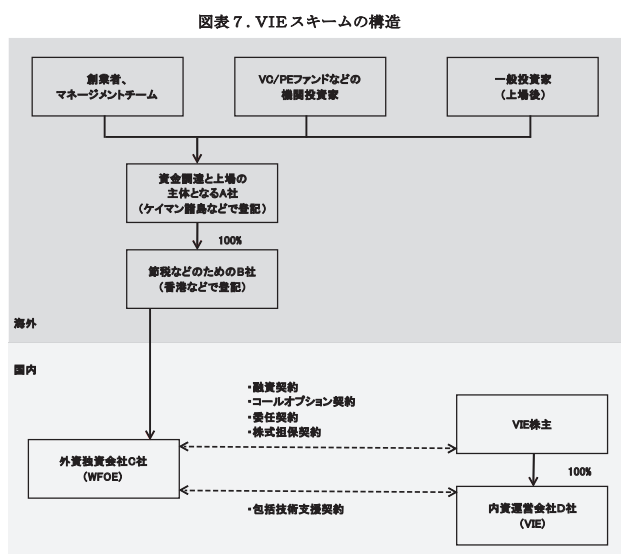
55) 登録届出書の様式はForm F-1となっている。(https://www.sec.gov/Archives/edgar/ata/1577552/d000119312514184994/d709111df1.htm#toc709111_16)

指名する権利をアリババ社のパートナーは持つ。次期定時総会では、この暫定の取締役あるいはパートナーから新たに指名された候補者が残りの期間の取締役として選挙に出る。

取締役指名される人は、パートナー全員の投票によってパートナーシップ委員会が提案する。つまり取締役はパートナーの投票で過半数を超えた人物から選ばれることになる。なお、アリババ・パートナーシップ制による取締役指名権とそれに関連する規定は、株主総会で95%の株主の投票で変更される。

＜VIE スキームでの上場＞

ところでアリババ社は中国企業であり、主に中国国内で電子商取引を行っている。そうしたインターネット事業を行う中国企業がNYSEのような海外の市場に直接上場し、当該企業を外資（外国資本）が支配することは中国政府によって制限されているため実際にはできない⁵⁶⁾。そこで規制回避のために考案されたのがVIE（Variable Interest Entity＝変動持分事業体）を用いた海外市場での上場である。2000年にNASDAQに上場した新浪（sina）がこのスキームでの先駆的事例であるが、その後も海外での中国企業の上場にはVIEが用いられることが多く、アリババ社のNYSEでの上場もこれを踏襲したものである。



（注1）実線は出資関係、点線は契約関係。

（注2）創業者やマネージメントチームがVIE株主を兼ねる場合は多い。

（出所）関志雄「問われる中国のインターネット企業の海外上場の在り方ーVIEスキームの功罪を中心にー」独立行政法人経済産業研究所HP

（<http://www.rieti.go.jp/users/china-tr/jp/160914sangyokigyo.html>）

56) 中国政府は外国人の投資に対して推奨、制限、禁止の3つに産業分類する投資カタログを通じて、統制を行っている。起業家が活躍するインターネット事業を含む多くの事業は、外国資本は制限されている（Gillis 2012, p3）。

では VIE を用いた海外市場での上場のスキームとはどのようなものであろうか。図表 7. は典型的な VIE によるスキームを示したものである⁵⁷⁾。この図の A ～ D 社の性格と役割は以下の通りである。

まず A 社は海外での上場の主体となる会社であり、創業者もしくはそのマネジメント・チームが VC、PE ファンドなどとともに設立する。主にケイマン諸島などで登記されることが多い offshore company である。この会社の NYSE 等の証券取引所への上場を通じて一般投資家からの出資を受け入れる。同じく B 社はシェル・カンパニー (shell company) と呼ばれ、節税などのために香港などで設立される。これは A 社が 100% 出資する会社である。このように A 社、B 社は海外で設立されるのに対し、C 社、D 社は中国国内で設立される。C 社は B 社が中国で設立した WFOE (外資独資会社 = Wholly Foreign Owned Enterprise) である。D 社は中国国内で事業を行い、国内投資家のみが出資する内資運営会社である。これが VIE (変動持分事業体) である。

この図からも明かなように、A 社→B 社→C 社には資本関係が見られる。ところが中国国内で実際にビジネスをしている D 社とは直接的な資本関係はない。そのため C 社と D 社を結びつけているものは株式所有ではなく契約である。ここにこのスキームの大きなポイントがある。契約には次のようなものがある⁵⁸⁾。

○融資契約 (Loan agreement)

融資は外資独資会社 (WFOE) から VIE の中国人オーナーに RMB (中国通貨の人民元) で、無利子、無期限で実行される。これによって VIE の中国人株主の殆どの権利は外資独資会社 (WFOE) に移動する。

○株式担保契約 (Equity pledge agreement)

株式担保契約は、VIE のオーナーが外資独資会社 (WFOE) からの借入に対し株式担保を提供するものである。

○コールオプション契約 (Call option agreement)

コールオプション契約は、決められた価格で VIE を買い取る法的権利を外資独資会社 (WFOE) に付与するものである。ただし、VIE は当局の規制がかけられているため、この契約を実行することはできない。

○技術サービス契約 (Technical service agreement)

技術サービス契約は、ウェブサイトのメンテナンス、プログラミング、販売支援などの名

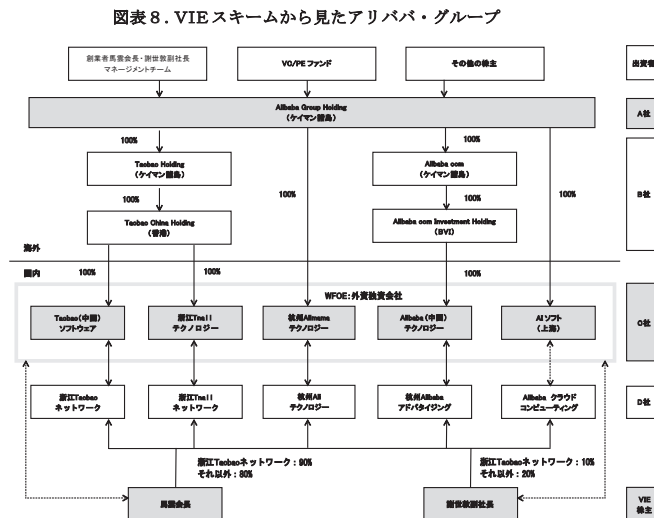
57) 関志雄 2016を参照。

58) 関 2016, Gillis 2012, pp.5-6 を参照。

目で、VIE の利益のほぼ全額を外資独資会社（WFOE）に付与するものである。

ここで全体の構図を改めて見ると、まず海外市場で上場している A 社が株主から資金を集め、それを外資独資会社（WFOE）である C 社が VIE のオーナー（株主）に融資し、最終的には VIE に出資される。VIE は事業であげた利益を技術サービス契約に基づき外資独資会社（WFOE）に支払い、それを A 社が吸い上げて株主に分配するという流れである。外国資本が直接 D 社に出資できればこうした迂回的な手続きは一切不要となるが、中国国内における規制産業故の苦肉の策である。

では実際のアリババ社のスキームはどうなっているのでしょうか。図表 8. は、VIE スキームから見たアリババ・グループの構造を示したものである。



- (注 1) 実線は出資関係、点線は契約関係。
 (注 2) 点線の契約関係は包括技術支援契約のほか、WFOE と馬雲会長、謝世煌副会長との間に融資契約、コールオプション契約、株式担保契約などが存在する。
 (注 3) Alibaba Group Holding はほかにも中国国内外に多くの子会社を持っているが、単純化のために、ここでは省略されている。
 アリババの上場目録（2014 年 8 月 12 日）より作成
 (出所) 関志雄、同上論文

A 社にあたるのが持株会社である Alibaba Group Holding である。所在地はすでに見た通りケイマン諸島にあり、NYSE に上場している。この傘下に 100%出資のシェル・カンパニーである Taobao Holding(ケイマン諸島) などがある。海外で設立されたこうした会社の傘下に、中国国内に外資独資会社（WFOE）である Taobao(中国) ソフトウェアなどがある。これに対して、国内の事業会社は VIE（変動持分事業体）となっており、浙江 Taobao ネットワーク、

浙江 Tmall ネットワークなどがそれにあたる。そしてこうした各 VIE には中国人の創業者が出資しており、馬雲・会長兼 CEO が 80%、謝世煌副社長が 20%である。2 人で 100%の持株比率となっている。

では上場している Alibaba Group Holding の株式所有構造はどうなっているのでしょうか。2016 年 5 月 20 日現在、24 億 9527 万 6682 株の普通株式が発行されているが、最大株主は日本のソフトバンクで 32.0%、2 位はアメリカの Yahoo で 15.4%となっている。創業者グループでは馬雲・会長が 7.8%、蔡崇信 CFO が 3.2%であり、取締役並びに経営陣で 12.5%の株式所有となっている⁵⁹⁾。すなわちアメリカに上場会社している持株会社では、創業者グループは圧倒的な大株主ではないのである。

第 3 章 会社支配権の維持とその問題

第 1 節 種類株式は誰のためにあるか

400 年に及ぶ株式会社の歴史を見ると、会社はもともと株主がリスクをとって自らの資金をその資本として投じ、そこから得られた利潤を獲得する手段として運営されてきた。特に会社を支配する大株主がいた時代は、会社はまさに株主にとっての致富手段であった。この場合、会社の支配権が重要である理由は、それを手中にすれば会社を思うように経営でき、しかも自らの利益を拡大することが可能だったからである。つまり会社を支配するということは、それがそのまま支配者の利益と結びついていた。

19 世紀から 20 世紀にかけて株式会社が大きく発展したアメリカにおいては、種類株式など様々な株式会社金融の手法が開発されたが、それが株式会社の資金調達の利便性を大きく向上させたと同時に、会社支配の強力な手段にもなっていたことは見逃せない側面である。合法的であっても市場で野放図に用いられるとまったく予期しなかった結果や害悪を生み出すことはよくあることであり、一定の規制やルールが必要であることは論を待たない。例えば、無議決権株式の乱用の実態を問題とし、NYSE が 1926 年に 1 株 1 議決権原則とする方針を採ったのは、十分理解できる対応であろう。

しかし、それから半世紀を経て 1980 年代のアメリカにおける敵対的買収の隆盛が、種類株式をめぐる規制をむしろ緩和する方向に大きく転換させることになったことは興味深い。80

59) SEC FORM 20-F (<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1577552/000104746916013400/a2228766z20-f.htm#aa8>)

年代は、会社支配論やコーポレート・ガバナンス論の観点から見ても大きな転換点であった。会社は誰のものかが問われ、株主主権論が声高に叫ばれるようになった。敵対的買収は経営者には決して歓迎されないが、逆に経営がうまくいっていない会社を標的に敵対的買収者が登場することで、会社経営に市場の規律をもたらすのだ、と経済学者などはそのガバナンス機能に一定の評価を与えている。すなわち株主が基本的に経営者を掣肘すべきだというガバナンス論の考え方がアメリカでは多くの支持を得ているのである。ところがそうした流れの中で、むしろ企業防衛を求める声に押されて種類株式の規制は緩和された。

では敵対的買収に備えて種類株式を導入して企業防衛をすると言うが、一体誰のための企業防衛なのであろうか。経営者自身のためなのか、それとも会社のためなのか。そして企業防衛をしなければならない目的とは何なのであろうか。

今回取り上げたグーグル社（現アルファベット社）は、今や Dual Class Structure を採る代表的な会社の1つに位置づけられており、「グーグル効果」という言葉もできるほど、その後のネット系の有力企業の IPO のモデルになった感がある。この Dual Class Structure の意義は、株式における会社のコントロール権と経済的権利を分離してしまう点にある。グーグル社が Dual Class Structure で上場したのは、すでに見てきた通り、同社の経営が株主からの圧力を受けて短期主義に陥ることなく、むしろ長期的な視野で経営していくことが必要不可欠だと考えたからである。そうすることで、これまで通りグーグルは型にはまらずイノベーターであり続け、株主や従業員に、利益がもたらされると創業者は言う。つまり誰のためかと言えば、経営者、従業員、株主のためであり、より広くとればステークホルダーのためということになる。こうしたグーグルの経営方針とそれを実現するための Dual Class Structure は、株主主権を基本とするアメリカの経営スタイルに対するアンチテーゼと言えなくもない。短期主義の蔓延が様々な弊害をもたらし、会社とその事業の長期的な発展にとっては大きなマイナスになっていることがこれまでも指摘されてきた。目先の利益を追う株主主権的な経営は結局、長い目では会社の発展にもつながらず、ましてや株主の利益にもなっていないからである。そういう意味で、グーグルの経営的成功は硬直的な株主主権論に対する明確な批判となるし、コーポレート・ガバナンスを考える上でも極めて興味深い事例であることは間違いない。

ただし、こうした長期的視点に立った経営スタイルは首肯できても、その手段としての複数決議権株式を無条件で礼賛することには躊躇するものがある。一般論として Dual Class Structure を採用すれば必ず長期的経営を志向し、ステークホルダー重視の経営をするかといえば、そうとは限らないからである。外部の株主の介入を防いで、自分の利益を重視した経営をする可能性も否定できないであろう。あるいは長期的経営を行えば、必ず望んだ成果が出る

のかも定かではない。Dual Class Structure は誰がどのように使うかで会社やその経営のあり方も変わってくる可能性がある。したがって、外部の株主の介入を遮断したときにどういう経営をするのか、会社支配者の目指すものは何なのかが厳しく問われることになる。

そしてここで忘れてならない重要な点は、会社支配権を保持していても一般株主を無視することはできないということである。一般株主は会社のコントロールに対する権利を事実上放棄してキャッシュフローに対する権利を目的に株主になっている。当然のことながら、もし期待しただけの経済的利益を得られないのであれば、何のために株主になっているのか分からなくなってしまう。そうすると、株式を売却することも選択肢として出てこよう。このように考えれば、本スキームでは一見権力基盤が盤石で何でも自由にできるように見える会社支配者も、経済的成果を上げて外部株主の支持を継続的に得ることが強く求められているのである。成長を目指すネット系企業にとって、株式は買収や人材獲得のための極めて有力な手段となっている。アルファベット社（旧グーグル社）の場合も、長期的経営を行いながら経済的成果を上げていくこと、これがこのスキームの持続性を支えることになる。

Dual Class Structure で支配権を維持するためには無議決権株式の発行などの対応をとらざるを得ないことは、アルファベット社（旧グーグル社）の事例からも明らかである。そうであれば、創業者が支配権維持を自己目的化するような対応は決して認められないであろう。従業員や株主が経営者を支持するような会社でなければならず、またその基盤となる経済的成果を上げるためには、顧客の支持が不可欠であることは言うまでもない。Dual Class Structure は支配権維持のため単なる武器であってはならず、会社が成果を上げた時に初めて支配の正当性を獲得できるものである。

第2節 新たな支配維持制度とその問題

本稿では主に Dual Class Structure を中心に見てきたが、Dual Class Structure を用いないアリババ社も敢えて一緒に論じた。それは、アリババ社が「会社支配権の維持」のために独自の「パートナー制」を取っており、これが事実上 Dual Class Structure と同じ機能を果たしているからである。

アリババ社の「パートナー制」はかなり特殊な仕組みである。アメリカの市場に上場している中国企業は多数あり、それらの中には Dual Class Structure を採用して上場している企業⁶⁰⁾もあるが、アリババ社のような「パートナー制」はまったく見られない。同じ中国企業と言っ

60) アメリカの市場に上場している中国企業のうち 29% が Dual class structure であり、それは同中国企業の時価総額 (market capitalization) の 70% を占めている (Lin & Mehaffy 2016, p440)。

ても、「パートナー制」は同社に固有のものである。その仕組みの概略はすでに前章で見たとおりであるが、現在同社には 32 名のパートナーがおり、このメンバーから取締役が選ばれる。パートナーは必ずしも固定されておらず、新しいメンバーが入ってくることもあれば、逆に会社を辞めることでメンバーから外れることもある。しかし、パートナーの候補者になるには一定の条件があり、最低でも 5 年の勤務経験がなければならず、高い業績を上げていること、品性高潔で、企業文化の伝道者（“culture carrier”）たることが求められている。これをクリアしなければ候補にはなれないという意味では、選出されてパートナーになっているメンバーは集団としてはかなり共通する部分を持っており同質性が高い。とりわけメンバーは同社の使命（mission）、ビジョン（vision）、価値（values）を共有し、それを体現する人物でなければならないとされている。

なぜこうした仕組みを作ることにしたのか。Dual Class Structure ではいけなかったのであろうか。創業者の馬雲・会長兼 CEO は、アリババの使命は「世界のあらゆる商売をやりやすくする」「中小企業を助ける」ことだとしている。そして「顧客第一、従業員第二、株主第三」というのがアリババの価値観だという。会社はこうした使命、ビジョン、価値を実現していかなければならない。しかし、創業者といえどもいずれは会社を去ることは不可避であり、現在の企業文化がなくなったり変質する可能性もある。むしろ創業者によって築かれた企業文化を保持し続けることが重要であり、そのために取られたのがこのスキームだということである。実際、経営者が中国人であろうがアメリカ人であろうが、ただ経営を任せてもそのままなら「顧客第一、従業員第二、株主第三」とはならないであろう。経営陣が替わればアメリカ企業の文化、経営方針が持ち込まれることも考えられる。だからこそ「パートナー制」をとっているのだというのがアリババの主張であり、ごく少数の創業者が支配権を握ろうとする Dual Class Structure とは考え方が基本的に違うのだ、というのがアリババ社のスタンスであろう⁶¹⁾。

こうした創業者の思いは確かに理解できないわけではないが、しかしそれとは別に大きな問題も残る。上場しているにも拘わらず、株主には実質的に経営陣を選ぶ権利が失われているということである。すでに見たとおり、取締役候補者を選出する権利は「パートナー委員会」にあり、株主は株主総会で投票はできるが、たとえその候補が承認されなくてもまた別の候補が「パートナー委員会」から推薦されて、暫定的な取締役として入るからである。要するに経

61) 米通商代表部(USSTR)は 2016 年 12 月 21 日、中国の電子商取引(EC)サイトの淘宝网(タオバオ)を偽造品の販売や知的所有権の侵害が顕著な悪質業者に再び指定した。消費者第一を掲げる会社がこうした評価を受けることはあってはならないであろう(「ロイター通信電子版」2016 年 12 月 22 日 <http://jp.reuters.com/article/usa-trade-alibaba-idJPKBN14B049>)。

営陣に関しては株主の要望が直接受け入れられることはない。Dual Class Structure の場合は、議決権に差があるとはいえ形式的には株主全員の投票で取締役は選出される。あくまでベースは議決権であり、経営者の選出はその多寡で決まる。ところがアリババ社の場合、現在の大株主はソフトバンクとヤフーであって、アリババの創業者たちが議決権の過半数を握っているわけでは決していない。そういう意味では、極めていびつなガバナンス体制ということになる。経営に問題が生じて直ちに株主の力で変えていくことは極めて困難であり、変革するにも長い時間がかかることになる⁶²⁾。

さらに、これはアリババ社に限ったことではないが、中国企業の上場には多くが VIE を用いている点である。これもすでに説明した通り、NYSE に上場している Alibaba Group Holding Ltd. は中国国内で事業を展開している VIE とは直接的な資本関係を持たない。アリババ社の一般株主は WFOE(外資独資会社)を通じて吸い上げられてくる利益の配分には預かって、株主としての権利は極めて限られている。つまり通常の株式会社と株主の関係とはかけ離れたものになっている。しかも問題なのは、VIE による海外上場が中国政府の公認したものではなく、言わば黙認されたグレーゾーンでのビジネスだということである。今後政府の規制が強まれば状況が大きく変わる可能性は否定できないし、実際にそういう兆候はあると指摘されている⁶³⁾。規制当局のさじ加減 1 つで巨大企業の命運が左右される可能性が常にあるということは、このまま放置できない深刻なリスクを株主は背負っているということである⁶⁴⁾。

中国国内の証券市場の発展はめざましく、海外の中国企業の国内回帰の動きもあるというが、今後どうなっていくかが離せない問題である。

第3節 会社支配権と取引所の規制

アメリカでは上場の条件に関しては取引所が規制している。この取引所規制によって企業の上場の有り様は大きく変わってくる。NYSE に関して言えば、最初に 1 株 1 議決権原則を打ち出すことで種類株式の利用は大幅に制限されたが、逆に 80 年代に入ってから緩和の方向に舵を切ることで Dual class structure が盛んに用いられるようになってきた。これは大きな変化だったと言えよう。その背景の 1 つが取引所間競争であった。取引所そのものが生き残りのために競争せざるを得ないとき、上場を予定している会社にとってはどの取引所が魅力的かが

62) Wei and Young 2015, p5

63) 関 2016

64) 太田珠美「なぜアリババの所在地はケイマン諸島なのか」大和総研 (https://www.dir.co.jp/library/column/2014-1028_009075.html)を参照

問題となる。また取引所側にとっては、魅力的でなければ企業が上場先として選んでくれないということになり、それは取引所の手数料収入や最終的な利益を大きく左右することになる。また、有力な企業の上場はその取引所にとっての名声・評価にもつながることは否定できない。

アメリカではNYSEとNASDAQが互いに競い合う関係にある。かつては新興企業向けと成熟した企業向けというように一種の棲み分けが見られたが、今は必ずしもそうは言えなくなってきた⁶⁵⁾。今回取り上げた2つの企業でも、アルファベット社(旧グーグル社)はNASDAQに上場しているが、アリババ社はNYSEである。特にアリババ社は当初、香港証券取引所へのの上場を目指したが、1株1議決権制を厳守する香港での上場は認められなかった。その後、アメリカでの上場することになり、NYSEとNASDAQはいずれもアリババ社の「パートナー制」での上場を受け入れた。最終的にはNYSEでの上場となったが、そこに問題はないのであろうか。

アリババ社の「パートナー制」を取引所としてどう考えるのか、それ自身が議論の余地があると思われるが、アリババ社に限らず中国企業のVIEによる海外上場も大きな問題である。また実際の上場にあたってはそのリスクについて企業自身が目論見書の中で説明している。アルファベット社(旧グーグル社)の場合もアリババ社の場合もそれは同じである。しかし、はたして投資家はそれをきちんと読んで理解しているのであろうか。

取引所がRace to the bottom(底辺への競争)になってはいけないことは論を待たない。アルファベット社(旧グーグル社)とアリババ社の動向だけでなく、取引所自身の対応も注視していく必要がある。

むすび

本稿はアメリカ企業における会社支配権維持のための種類株式の利用に焦点を当て、その歴史と事例について見てきた。最初に、アメリカの種類株式をめぐる歴史を概観したが、取引所規制は制度的には紆余曲折を経て、今日ではDual Class Structureは一定の条件の下で利用が可能になっている。実際にDual Class Structure(複数議決権株式)を利用したIPOも数多く

65) 2001年から2011年にかけて、NASDAQはテック系、ネット系の122社のIPOを勝ち取ったが、NYSEは42社であった。その後のリンクトイン、パンドラメディア、イエルフはみなNYSEでのIPOある。2012年から2014年3月末において、NYSEは45社で88億ドル調達したのに対し、NASDAQでは35社で207億ドルの調達となっているが、後者はフェイスブックの160億ドル(約1兆2700億円)が大きく寄与した格好である。Bloomberg 2014年6月27日(<https://www.bloomberg.com/news/articles/2014-06-26/alibaba-picks-new-york-stock-exchange-as-venue-for-largest-ipo>)を参照。

見られる。このうち代表的な事例として、アルファベット社（旧グーグル社）の複数議決権株式による IPO と、複数議決権株式ではないものの「パートナー制」を採ったアリババの IPO を検証した。

アルファベット社もアリババ社も、創業者が明確な価値観や使命を掲げ、強力なリーダーシップで事業を成功へと導いた。わずか 20 年ほどの間に、いずれも世界的な大企業へと成長した点で共通する。両者を単純に比較することはできないが、これだけコーポレート・ガバナンスが叫ばれ、しかも株主主権論が重きをなすアメリカの市場に上場しているながら、いずれも株主第一主義では必ずしもない。そして目先の利益を求める短期主義（ショート・ターミズム）でもない。逆に、株主からの圧力が一般的に大きくなっている中で、創業者の理念を貫き、長期的な経営をしようとしており、Dual Class Structure や「パートナー制」を採ることは十分理解できる。しかも現在のような株主重視のコーポレート・ガバナンスの環境の中で、それに抗うような経営体制をとりながら高い業績を上げているということは、もう少しその意味を問うてみる必要があるのではなからうか。つまり支配権維持のための Dual Class Structure やそれに類似する機能を持つ「パートナー制」を創業者が積極的に採用しているということは、株主第一主義、短期主義をとらないことでむしろ好ましい結果を生み出しえるということの 1 つの証左でもある。したがって、長期的経営を可能にする支配権維持機構の意義に関しては、一定の評価をしてよからう。

しかし、その一方で忘れてはならないのは、両者とも現在は成長企業だということである。成長を続けている時には、株主やステークホルダーからの不満はあまり表面化しないであろう。では成長にブレーキがかかったときにはどうなるのであろうか。あるいはこれだけ権力が集中している構造において経営に問題があればどう対処するのであろうか。創業者のリーダーシップと経営のセンスが重要であることは言うまでもないが、逆にそこに大きなリスクが潜んでいることは指摘しておかねばならない。今回はこうしたガバナンス問題を十分に論じることができなかった。他日を期したい。

<参考文献>

- 王 利芬・李 翔（鄭重・祖 沁澄訳）（2015）『Alibaba アリババの野望—世界最大級の「IT の巨人」ジャック・マーの見る未来』KADOKAWA
- 加藤貴仁（2007）『株主間の議決権配分』商事法務
- 北山聡（2011）「アメリカにおける情報システム産業の変化— EDS のケーススタディー」『東京

- 経済大学コミュニケーション科学』第33巻、pp243-266
- 木村芳彦(2005)「公開会社における議決権コントロールの柔軟化に関する一考察-証券取引所によるコーポレート・ガバナンス関与の今日的意義-」CEO ソフトロー・ディスカッション・ペーパー・シリーズ(東京大学)
- 久保田安彦(1999)「初期アメリカ会社法上の株主の権利(二・完)」『早稲田法學』74巻4号、pp 449-501
- ケン・オーレッタ(土方奈美訳)(2010)『グーグル秘録—完全なる破壊』文藝春秋
- 紅旗出版社編(2014)『アリババ思想』静岡新聞社
- 張燕(永井麻生子訳)(2014)『ジャック・マー アリババの経営哲学』ディスカヴァー・トゥエンティワン
- リチャード・L. ブラント(土方奈美訳)(2010)『グーグルが描く未来—二人の天才経営者は何を狙っているのか?』武田ランダムハウスジャパン
- 正木久司・角野信夫(1989)『経営学 人と学説 パーリ』同文館
- 清水真人(2011)「米国州会社法における事業再編の展開とSECの関与(1)」『徳島大学社会科学研究第24号』
- 西崎信男(2015)「米国におけるベンチャー起業支援施策の動向—マンチェスター・ユナイテッドIPOとJobs Act—」『日本経営診断学会論集』第15集
- 長谷川博和(2012)「ベンチャー企業の経営環境に関する最新課題」『月刊資本市場』No.322
- 吉行幾真(2009)「米国グーグル社の資本政策に関する一断面」布井千博[ほか]編『会社法金融法の新展開：川村正幸先生退職記念論文集』中央経済社
- Ashuton, D.C.(2012), "Revisiting Dual-Class Stock," *St. John's Law Review*, Vol.68, pp863-960
- Bainbridge, S.M.(1991), "The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19C-4," *Washington University Law Review*, Vol.69, pp.565-634
- Bainbridge, S.M.(2007), "The Scope of the SEC's Authority over Shareholder Voting Rights," UCLA School of Law Research Paper No.07-16 pp.1-22
- Berle, A.A. and Means, G.C.(1967), *The Modern Corporation and Private Property*, Revised ed. Harcourt, Brace & World Inc.
- Bentel, K and Water, G.(2016), "Dual Class Shares," *Comparative Corporate Governance and Financial Regulation*, Paper2.
- European Commission(2007), "Report on the Proportionary Principle in the European Union," 18 May 2007, produced jointly with International Shareholder Service, Sherman &

- SterlingLLP and the European Corporate Governance Institute.
- Gillis, P.L.(2012), "Accounting Matters: Variable Interest Entities in China," *Forensic Asia*, 18 Sep 2012
- Glover,S.I and Thamodaran,A.S.(2013), "Capital Formation: Debating the Pros and Cons of Dual Capital Structures," *INSIGHTS*, Vol.27 No.3, pp1-9
- Howell, J. M.(2009), "Essays on the U.S. Dual-Class Share Structure,"
- Howell, J. M.(2010), "The Dual Class Stock Structure in the United States: A New Dataset and An Examination of Firms who Leave the Structure," PhD Desertation
- Investor Responsibility Research Center Institute (IRRCi) (2016), "Controlled Companies in the Standard & Poor's 1500: A Follow-up Review of Performance & Risk,"
- Johnson,K.(2015), "Variable Interest Entities: Alibaba's Regulatory Work-Around to China's Foreign Investment Restrictions," *Loyola University Chicago International Law Review*, Vol.12, pp.249-266
- Lee, P.(2015), "Protecting Public Shareholders: The Case of GOOGLE'S Recapitalization," *Harvard Business Law Review*, Vol.5, pp.281-299
- Lin,Y.H. and Mehaffy,T.(2016), "Open Sesame: The Myth of Alibaba's Extreme Corporate Governance and Control," *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, Vol.10, pp.438-470
- McKinnon, C.C(2016), "Dual-Class Capital Structures: A legal, theoretical & Empirical Buy-Side Analysis," *Michigan Business & Entrepreneurial Law Review*, Vol.5, pp81-97
- Muth, R.(1987), "One Share, One Vote: The Sec's Duty To Protect Investor And Ensure Fair Administration Among The Securities Exchanges," *Washington and Lee Law Review*, Vol.44, pp.985-1000
- Onur, A., Cook ,D.O and kieschnick ,R.(2010), "On the decision to go public with dual class stock," *Journal of Corporate Finance* ,Vol.16 , pp.170-181
- Ripley, W.Z.(1927), *Main Street and Wall Street*, Little, Brown, and Company
- Wei,S. and Young, A.(2015), "Dual Share Plan in Context: Making Sense of Hong Kong's Decison Note to Embrace Alibaba's Listing," *International Company and Commercial Law Review*, Vol.26, pp.4-17
- Ziegler,S.F.(2016), "China's Variable Interest Entity Problem: How Americans Have Illegally Invested Billions in China and Fix It," *The George Washington Law Review*, Vol.84 No2, pp.539-561

Summary

Corporate Control and Class Shares : Focusing on the Case of Google and Alibaba's

Dual class stock company has two or more classes of voting common stock. Such a company has a capital structure whereby insiders hold common stock with multiple votes per share, while the public investors hold common stock with one vote per share. This kind of company have been popular since 1980s in the United States. In 2004, Google went public with dual class capitalization structure. Dual class stocks will allow company founders to retain voting privileges and power. The management can run the company focusing more on long-term performance than short-term returns. In 2013, China's largest online commerce company Alibaba went public adopting the Partnership which granted exclusive board nomination rights to it. Alibaba's Partnership has the same effect as a dual class structure.

In this article, I try to review a brief history of the development of the class shares in the US. And I try to analyze the corporate control-enhancing mechanisms of Google and Alibaba.