

ベンチャー企業と商法改正

Small Business and Japanese Corporate Law: drastic changes in 1999-2003

齊藤 聡
Satoshi Saito

Abstract

This paper is attempts to study the corporate laws: drastic changes in 1999-2003, and explain how to use. It will be a useful hint to manage a small business. Some changes have already been made to the Japanese corporate law and, several consecutive changes are scheduled to be made to it. The corporate law should be the principal subject of the improvements of the basic civil laws relating to economic activities.

We have acknowledged that the frequent changes in the corporate law over a short period of time are the inevitable result of the current economic environment and the fact that the corporate law is the basic law providing the organizational structure of companies, the financing methods and so on. Confronted with a dynamic and increasingly competitive global economy, we have begun reviewing its corporate laws and rethinking fundamental legal framework which has helped to shape the modern Japanese economy.

It has been the laws that have provided the legal basis for our economy and enabled the economic growth of Japan ever since. Though the corporate law has undergone a lot of significant changes on some important occasions, the further revision of many essential legal concepts and structures is now deemed necessary to enable these laws to conform to the reality of a modern Japanese society in future.

I. はじめに

現在の日本経済の状況を見ると、長期の景気低迷が続いている。本格的景気回復を図るには、高度成長期の成功体験を捨て去り、従来型の発想から転換し、思い切った改革が必要である。米国の1990年代の景気回復をみると、その原動力は、マイクロソフトやインテルといった当時のベンチャー企業の急成長である。一般企業もベンチャー企業に触発され効率化を進め、知的財産権を重視した新しい経営手法を導入している。ベンチャー企業の資金調達等を助ける制度が米国には存在する。米国型の会社法を導入し、企業活動の自由度を向上させ、時代に合った経営手法を取れるように商法改正が続いている。ベンチャー企業が利用できる商法改正はどのようなものであろうか。商法改正だけでなく、ベンチャー企業に関係する公開前の規制や証券取引法の改正点についても触れる。

日本では、最近、次々と商法改正が行われ、米国型のコーポレート・ガバナンスが導入しやすくなってきた。ベンチャー企業の育成という視点に立って商法改正を見ていき、今後のあるべき姿を探りたい。最近の一連の商法改正（文末の参考資料の年表を参照）には、ベンチャー企業にとって、次のような点で改善が進み、有利になってきた。

会社どうしの合併、また、会社内組織の分割・統合を容易にし、組織の再編成を容易にする。

資金調達を容易にする。

規制緩和により新規参入を容易にする。

税制面で起業を促進する

以上の改善は、起業件数を増加させ、運転に必要な資金調達を容易にすることと、時代に合わせた組織変換を容易にしようとする考え方が背景にあるようである。随所で、現在の日本の投資環境と米国のベンチャー育成環境と比較しながら、商法改正の目的を見極め、問題点を見つけていきたい。

II. 商法改正のポイント

商法改正の状況は（平成11年から15年）は、文末の参考資料に年表にまとめた。終わりに該当条文を記入してあるので、必要なときに見ていただきたい。

1. 経済のグローバル化への対応

ベンチャー企業に限らないが、刻々と変化する経済・社会情勢の中で企業業績を向上させることが、経営者の課題である。そのためには、経済環境に柔軟に対応した経営システムを

可能な限り合理化、効率化する必要がある。現在は、企業は世界の舞台で競争しており、グローバル化、ボーダーレス化と言われ久しい。一連の商法改正は、厳しい世界的レベルでの競争社会において、事業再編し、市場での競争力を取り戻すための障壁を取り除くことから始まったのである。

一連の商法の改正は、時代に合わなくなった経営システムの合理化、自由化を短時間のうちに実行できるように改正されているのである。また、それを促している。経営システムの合理化についての主要項目は、以下の通りである。

大企業は経営体制を大きく3種類の中から選択可能（委員会設置会社、重要財産委員会設置会社、監査役設置会社）

社外取締役の導入促進

監査役の特権強化

会社内容のディスクロージャーの強化・多様化、会社書類の電子化

会計監査人の監査強化

匿名組合・任意組・SPC（特定目的会社）・LLC（米国のリミテッド・ライアビリティ・カンパニー、H16年改正に予定）による資金調達や経営組織の設立。

また、企業再編成の簡素化による経営システムの自由化については、次の事項である。

会社分割、合併手続きの簡素化

純粋持株会社の規制撤廃

株式交換、株式移転の手続きの簡素化

親会社に対する法整備

営業譲渡手続きの簡素化等である。

最近では、中小企業でも中国やアジア諸国に製造の拠点を移しながらコスト競争に挑んでいる。経済のグローバル化は、時代の流れであり、当然の日常的な現象である。この変化の激しい時代に、商法が時代遅れであれば、外国との競争に不利になり、勝てないことを意味する。最近の商法が改正にはこういった背景がある。米国のベンチャー企業の動向をみると、IT分野やバイオ分野といったハイテク分野では、企業買収や分割・合併が日常茶飯事に行われている。身軽に時代に合わせた変貌を遂げないと、資金力のない企業は消えてしまうのである。今、10年以上低迷を続ける日本経済不振の深刻さと、再生への強い期待をかけて商法改正が続いているのである。

2. 会社運営の弾力性増大

以下のような内容が、商法改正前と比べ、手続きが簡素化されている。また、旧法では事実上できなかったことが可能になっている。そして、これらの改正はベンチャー企業に有利に働くのである。あくまでも、概要の説明であって、詳細は後で記す。

事業再編には株式交換・株式移転制度を使って純粋持ち株会社をつくったり、完全親子会社をつくったり、会社分割をしたり、合併をしたりすることが可能となった。これにより、商法改正前よりも時代の変化に迅速に対応できる制度となった。ベンチャー企業に限らないが、世界の潮流、時代の要求に、会社体勢を変更できる。

株式には様々な種類株式が認められた。議決権制限付株式や、合併事業やベンチャー企業に適した株式の発行が可能である。資金調達しやすい。

金庫株を使った株価の調整や資金調達も容易になった。自社株を持てることで自社株式の利用方法が拡大し、様々な資金調達手段が使えるようになった。

間接金融に頼ることなく、簡易な手続きで社債などの方法で資金調達を可能とした。資金調達手段の多様化はベンチャー企業に有利に働く。

会社は一人の発起人で設立できる。会社の起業が容易である。

株式の額面金額は自由である。増資が容易になる。

1株未満の端株は廃止可能。事務手続きコストの軽減となる。

単元株制度がある会社では、一単元の株式で一議決権を有し、単元未満の株主には議決権を認めない。事務負担の軽減となる。

新株予約権（ストック・オプション）を利用した資金調達が可能。改正前よりも利用しやすくなった。

株式の自由譲渡性を確保した。一方で、中小企業等で株式の譲渡制限がある会社には、株主と経営者が実質的に同一のため、株主の権利も守る法を厳格に適用する必要がなく、好ましくない株主を排除する自由も認めた。

匿名組合、任意組合、SPC、LLC（2004年以降予定）による資金調達が容易になった。

これらの商法改正で特徴的なのは、数多くの事項が会社の定款の自治に委ねられたことである。定款は、会社の憲法といえるもので、定款に定めておけば、大幅な選択の自由が与えられる。定款の変更は特別決議が必要となるが、経営者の責任と関係当事者の合意、契約等によって自由に決定できる領域は大幅に拡大したことになる。細かい規制と、煩わしい手続きを簡素化し、経営者に様々な便宜をもたらしたことが、今回の商法改正のポイントである。新しい商法の下、経営者の柔軟な発想で自由自在に様々な手法を駆使し、視野を広げてグロ

ーバルな競争に勝ち残っていくことができる。ベンチャー企業の社長が失敗やリスクを恐れず果敢に挑戦していく精神が、十分に発揮できる改正と言うことになる。商法改正によって、ベンチャー企業に限ったことではないが、旧法のもとでは考えられなかった新しい発想・方法でビジネスに挑戦していくことが可能になったのである。過去の成功体験から抜け出せない旧来の経営者を圧倒し、チャレンジ精神を持ったベンチャー経営者が、合理性と効率化を追求した改革を進める易くすることで、急成長企業が誕生する可能性が高まったのである。新しいビジネスを誕生させるベンチャー経営者の行動を制約する旧法の使い勝手の悪さや問題点を解決することで、柔軟な発想で他人が思いつかない初めてのしくみを実現させる可能性を高めることができる。

3. コーポレートガバナンスの実効性の確保

(1) 経営手法の選択の自由

コーポレートガバナンス（企業統治）の実効性を確保するために、企業の統治システムが多様化された。大企業の事例であり、あまりベンチャー企業と関係ないため簡略化するが、改正商法では、経営執行部の迅速な意思決定を確保できるシステムを選択できるようになったのである。ベンチャー企業の中には、急成長を実現する会社もあり、大会社に関する改正商法を理解し、可能であれば機動的な運用ができるように心がけたい。コーポレートガバナンスの強化策として、業務執行を行う執行役と監査役を廃止し、代表執行役と指名委員会、報酬委員会、監査委員会の3つの委員会を新設する。アメリカの大企業の経営体制そのものである。業務を担当するのは代表執行役で、それぞれの委員会が、取締役の選任・解任、報酬、職務執行の監督・監査を行う。各委員会の決定事項を取締役会で決定することはできない。この方式を選択した会社は、委員会等設置会社として登記される。

機関・株主関係

- ・重要財産委員会：大会社で、取締役が10名以上いて、社外取締役がいる場合には、取締役会で決議することによる重要財産委員会が設置できる。重要な財産の処分や譲受、多額の借入等について権限を委任することができる。従来から、大企業では、常務取締役以上を集め、常務会と称して意思決定機関としてきた経営手法に法的根拠を与えたものである。
- ・株主総会の合理化：株主総会招集手続を簡素化する。議決権を有するすべての株主の同意がある場合に、招集手続を省略できる。また、株式譲渡制限がある会社については、定款変更によって、招集通知の発送から総会期日までの期間を1週間まで短縮できる。ベンチャー企業のほとんどは、公開が決まるまでは株式に譲渡制限を付けているので、

この制度を利用しタイムリーに資金調達が可能である。

- ・特別決議の定足数の緩和：定款変更などの場合に必要な株主総会の特別決議の定足数の下限を、定款により、議決権総数の1/3まで緩和できる。また、社債権者集会の定足数も緩和された。株主提案権や議案の招集通知登載請求権の行使期限が8週間米までに延長された。従来は、6週間であった。

計算書類

- ・大会社の連結決算書類：大会社は、株主への情報開示を充実させるため、連結決算書類を作成し、定時株主総会で株主に報告することを義務づけた。これにより、企業集団を形成している企業の情報開示の徹底が図られることになった。これにより、商法改正だけでなく、証券取引法、財務諸表規則などの改正も進んでいる。
- ・検査役制度の改正：従来から使いづらと言われていた、現物出資等の際の検査役調査に代え、弁護士、監査法人、税理士等の証明を受けた場合には、取締役は検査役の選任を裁判所に請求する必要がなくなった。迅速に対応することが可能となった。
- ・減資：額面株式の廃止に伴い、資本減少手続の明確化が図られた。

(2) アメリカ型のコーポレートガバナンス

日本型経営が良いと言われた時代が去り、今回の商法改正では、アメリカ型の経営手法に傾斜してきている。終身雇用、年功序列、なれ合いの御用組合等に日本型経営が代表されるが、長期的な投資ができたことや、安定的な生活を送れるといった良い面があったことは確かである。しかし、閉鎖的な不透明な会社組織を作ってしまう、経営責任も明確でなく、建設業界、金融業界等で不祥事が起き、大きな会社が破綻していった。一方、アメリカでは、経営責任を明確にし、経営の透明性が重視される。合理性、効率性が追求され、実力主義一辺倒の世界である。しかし、成果上がらないと短期間で首を切られるため、成果を出すために、長期的視野に欠けた戦略で経営が不安定なところもある。

商法改正により、経営手法の選択の余地が広がったと解釈すべきで、アメリカ型が常に優秀とは限らないのである。社外取締役や執行役員制の導入、委員会設置会社への組織移行等アメリカ型のシステムを導入する会社が多いが、それぞれの会社にあった組織を導入すべきである。特に、ベンチャー企業は、これから会社組織を作っていく、成長していくので、どの経営手法が効率的で、成長を促進できるのかを十分に考えて選択すべきである。選択の幅が広がったことは良いことである。

4. 会社書類の電子化

平成13年度の商法改正により、電子メールを中心としたIT（情報技術）が、商法に大きく関わりを持つこととなった。これは、商法にとっては画期的なことである。多くの会社で会社関係書類の電子化が進展したため、株主総会の招集通知（商232）や議決権行使が電子メールで可能（商239第6項、商特例法21の3第6項）にしたのである。これは、高度情報化社会となり、インターネット社会を迎えたことに、会社法を対応させ、企業運営の合理化と効率化を図ることが可能となるように法整備を進めたのである。

欧米では、電子メールやインターネットの利用が進み、法整備も先行している。企業活動が国際化、グローバル化している中で、日本市場を魅力あるものにするには、世界に通用する会社法が必要なのである。最近の、商法改正はまさに、このために行われているのである。

（１）電子化が可能な事項

平成13年の商法改正により、会社関係書類の電子化の一環として、株主総会の招集通知と議決権行使が、電子メールやインターネットによる電子的な操作で可能となった。しかし、会社が電子的操作による株主総会を開催するならば、採用する電子的方法を伝え、事前に株主の承諾が必要である。提供できる資料は、貸借対照表、損益計算書、営業報告書、利益処分案（損失処理案）等である。従来の郵送を単純に電子メールに代えただけと考えて良い。情報媒体が、電子メールと郵送とにおいて、情報内容に差を付けてはならない。株主はいつでも、電子媒体による情報提供のアナログへの復活を申し出ることができる。株主が書面で要求すれば、会社はその要求に応じなければならないのである。

現在のところ、有価証券である株券や社債を電子化することはできないが、その他のほとんどの書類がデジタルで作成することができる。

（２）電子化のメリット

商法では、従来、株主や社債権者に対して、書面による通知・請求、書面による情報提供を規定していた。これには、印刷コスト、郵送・配送コスト等のコストは多額であった。また、書面を保管・管理することにも、かなりのコストが掛かっていた。これらが、電子的に処理され、電子的に保管できればかなりのコスト削減につながり、情報伝達が瞬時に完了する。

また、デジタルで保存・管理されたデータは、検索や加工がしやすく、データを利用するときにも有益である。ベンチャー企業等の中小企業は、電子データの利用により、間接部門の合理化を実現することで、利益を生まない間接的経費の削減が可能となる。

そして、IR活動（投資家向けの広報活動）においても、財務情報を電子メールやインタ

ーネットを利用して開示できるので、タイムリーな情報公開が可能になる。積極的な会社のPR活動がコストをあまり掛けずに行えるため、株主や投資家の理解を深めることができる。

ベンチャー企業は、資金的余裕がほとんどない。しかし、金融機関からの借入は難しいために、ベンチャーキャピタルやエンジェル等の投資家から資金を調達する必要がある。その大切な資金調達に、電子データを用いることで、開示すべきデータのやり取りが容易になり、確実に資金調達コストを削減できるのである。また、国際化の世の中であり、海外の投資家等からの要求にも応えられる。

IT化は、経済活動の隅々にまで浸透してきている。政府も電子政府をめざし、他方面において改革を行い、一部の反対があるものの、住人基本台帳をはじめ、電子化は実施されている。中小企業の事業においても、電子化が進展させるための環境整備も行われている。今後は、すべての事柄が電子化していくことは確実で、そのために商法が改正されたのである。

(3) 電子化の問題点

電子化は、非常に有効な手段であるが、問題点も存在する。以下のような事項が懸念される。

ハッカーによる、データベースへの侵入、改ざん、消去のリスクがある。

電子署名は使いづらく不便である。

アナログの要求にも対応できる準備が必要で二重にコストがかかる。

議決権行使等が飛躍的に容易になり、不適切な権利行使が行われる可能性がある。

セキュリティやシステムダウンを想定したデータベースの管理に想定外の費用がかかる。

しかし、電子化の流れは、世界中の時代の流れであり、積極的に問題を解決し、前進しなければならない。特に、ベンチャー企業は、時代の先を行く会社であり、当初より、電子データの利用は当然と考えなければならない。

Ⅲ. 商法改正の詳細とベンチャー企業への応用

商法改正がベンチャー企業に与える影響が大きい項目について、以下に述べたい。種類株式と新株予約権については、ベンチャー企業の活動にとり、非常に有益なので詳細に記す。事例を含んだ「(6) 種類株式の活用」とその前で、一部内容が重複するので、不要な向きにはこの項目を飛ばして読んでもらいたい。

1. 会社分割、買収、株式交換、株式移転

商法改正により、会社分割、合併、株式交換、株式移転など事業再編を後押しする制度が整備された。旧法でできなかったわけではないが、手続きが難しく、非常に制約が多かったのである。この制度の活用は、大企業のみならず中小企業にとっても大変メリットのあるものである。特に勢いのあるベンチャー企業では、この制度をうまく利用すれば企業規模を短期間に急拡大できるのである。

具体的には、経営効率を上げ、経済合理性を高めるために、まず、次のことを行なう。

不採算部門を分離整理して、成長性のある部門のみに注力する。成長性があると考え参加したが、予想以上に競争が激しく採算に乗らない部門と気がついたときに、その部門を切り離し売却できるのである。また、不良債権のある子会社を切り離し、親会社の健全化を図る手法もある。

企業規模が大きくなりすぎたとき、地域別、事業別に会社を分割し、再び全体の見えやすい企業規模とすることで、採算意識を向上させる。複数存在するグループ会社を一気に整理することもできる。

次に、円滑な事業継承を図るために、以下のような手段がある。

単体では力が発揮できないが、複数の会社が集まりその技術やノウハウを持ち寄ることで共同事業を開始できる。また、他社と営業の交換を行うこともできる。

成長企業に良くあることであるが、設立当初の目的・方針が変わってしまい、内部で争いやもめ事が起きて不協和音が発生したときに、会社を分割する。親族間（親子、兄弟等の感情のもつれ）の争いから会社を分割し、問題を解消する。

従業員や役員が独立していくときに、事業の一部を継承させる。

ベンチャーキャピタルが投資した企業の中で、ゆっくり成長しているものの株式公開まで行かない経営者の会社を、分野ごとに統合し一つの大きな会社に統合することで合理化を図り、事業を手腕のある経営者にバトンタッチする。ベンチャー企業が利用できる事例としては、次項に詳細を記したい。

2. 資金調達面

日本の従来の資金調達は、間接金融に頼っているところが多く、特に中小企業における資金繰りのほとんどが金融機関からの借入れでまかなわれていた。日本の間接金融は、銀行が不動産担保を取ることによって成り立っていたのである。ところが、資産デフレが進行す

る現在の状況では、不動産担保の意味が薄れてきた。バブル期の銀行の貸し出しは不良債権化し、日本経済低迷の原因の一つとなっている。従来、中小企業では、資金調達において、間接金融の域を出ることがなかった。直接金融について定めた商法が、資金調達に大きな影響を与えることがなかったのである。しかし、近年、資金調達市場が様変わりしている。特に、ベンチャー企業は、銀行からの調達は難しく、エンジェルⁱと言われる個人投資家やベンチャーキャピタル（VC）ⁱⁱからの直接金融に頼るところが大きい。また、グリーンシートⁱⁱⁱと言われる未公開企業向けの株式取引市場も活性化してきた。マザーズやヘラクレスといった新興市場ができてきて、従来からするとかなりの小さい企業規模での株式公開が可能となっている。直接金融が盛んになると、会社組織の自由度を向上させている商法改正の効果が出てくる。商法の改正により、実質的に株式公開や社債発行の垣根が低くなっているといえる。

ベンチャー企業の資金調達ニーズを十分に満たすことが、その活動を活性化させるには必要である。しかし、起業家と資金提供者となるベンチャーキャピタルやエンジェル等の個人投資家との間には、情報の非対称性が存在する。起業家は、自分の持つ技術やノウハウに自信を持っているが、投資家から見ると有形資産が少なく、会社の清算価値はほとんどない。また、研究開発費の割合が高く、キャッシュフローはマイナスであることが多いため、投資を検討するには十分な情報が必要となるのである。しかし、ベンチャー企業は、一般の投資家を納得させるような資料を作成することは事実上できない。なぜなら、事業自体すべてにおいてスタートしたばかりで、不確実性が非常に高いからである。株主（投資家）と経営者（起業家）の目的は異なるため、その溝を埋めることに力を注げば、エージェンシーコスト^{iv}が高くなり、本来の目的以外の事柄に資金が使われてしまう。この点を解決するために、改正商法では、種類株式の利用を認めた。種類株式をうまく利用することにより、経営権を維持したい起業家の目的と、高配当や株式公開時のキャピタルゲインを狙う投資家の目的が、両方とも実現可能となる。具体的には、議決権の有無の取り決めや、一部の種類株式で一定人数の取締役を選任できるようにすることで経営権を確保できる。また、株式公開が成功した暁には、すべて普通株式に転換する条件を付けることも可能である。

本来ならば、経営権の心配の無い、デッドファイナンス（間接金融）のほうが簡単であるが、ベンチャー企業はリスクが高いため、銀行からの借り入れは非常に高い金利となり、事実上借り入れは不可能である。信用割当の問題が発生してしまうのである。金利が高くなると、ますますリスクが高くなり、貸し手の銀行は金利を上げて貸すことよりも、貸し出しそのものを取りやめる、結果として資金供給は行われぬ。商法改正によりエクイティファイナンス（直接金融）の整備を図るほうが、現実的なのである。エクイティファイナンスでは、少数の株式成功者から高い投資リターンを上げることで、この信用割当の問題は解決する。

また、エクイティファイナンスは、確定的な返済期限が無いため、ベンチャー企業のような不確実性の高い会社に向いているといえる。ベンチャー企業のニーズはまさに、そこにあるはずである。エクイティファイナンスが容易になるように、商法の強行法規を緩和すればよいのである。それが今回の一連の商法改正に現れている。

商法に関連する、資産の流動性に関する法律（SPC法）が制定され、資産を裏づけとした有価証券の発行を行うためだけに存在する新たな法人形態（SPC：特定目的会社）の創設が認められた。資産の流動化を図ることで、多額の設備投資が必要な企業で資金調達が容易になる。また、平成16年以降となるが、米国のLLC（リミテッド・ライアビリティ・カンパニー）をまねた法人形態が認可される見通しである。LLCが認められれば、経営者は有限責任でありながら、経営・財務面において柔軟性のある法人形態が可能になり、起業が増加することが見込まれる。但し、米国では、税制面で有利であることが普及の一要因であるため、課税が法人でなく個人にパス・スルーする等の米国同様の課税措置が期待される。

以下に、匿名組合等の概要を一覧表にしてみた。資金調達が多様化すれば、ベンチャー企業はそれぞれの業態や業種に合った資金調達が可能になる。事例の項目で、研究開発型のベンチャー企業の事例と設備投資型のベンチャー企業の事例を示す。

- ・匿名組合：匿名組合員が営業者に出资し、営業者に経営を任せ、組合員はその利益配分を受ける。法律的には2当事者の契約。投資家の出資金は預かり金扱いとなる。出資額を超えて、責任を負うことは無い。
- ・任意組合：各当事者が出資をして共同の次行を営むことを合意した団体。組合員数に制限は無い。組合契約による配分割合により利益配分が行われる。無限責任を負う。
- ・SPC：SPC法上、資産の裏づけとした有価証券の発行を行うためだけに作られた法人。資産の流動化を図る。その他の業務はできない。投資家の保護のため、資産流動化の計画策定を義務付けられ、定款に記載しなければならない。法人所得の90%以上を配当すれば、法人税は免除される（配当が損金となる）。投資家への情報開示義務がある。

匿名組合、任意組合、SPC等の違い

	匿名組合	任意組合	SPC 法 上 の SPC	商法上のSPC	不動産投信
発行体	匿名組合	任意組合	特定目的会社	株式会社 有限会社	投資法人
準拠する 法律	商法	民法	資産の流動化 に関する法律	商法 有限会社法	投資信託及び 投資法人に関 する法律
最低資本	なし	なし	10 万円	1,000 万円 300 万円	1 億円
特徴	証券取引法 上の情報開 示の義務が なく、運用 面でも機動 的な対応が 出来る	証券取引法上 の情報開示の 義務がなく、 運用面でも機 動的な対応が 出来る	優先・劣後株 式を使った 様々な商品が ある	株式会 社 組 織にすること で、複数回の 社債の発行が 可能	上場している場 合は換金性が 高い
投資家の 税務	パス・スルー課税	パス・スルー課税	一定の条件下 でパス・スルー課税	配当所得	配当所得
会計監査	商法特例法 (規模による)	任意	法定監査(必須)	商法特例法 (規模による)	公募の場合には証取法監査

3. 株式市場の活性化

日本の企業の多くは、長い間、株式の持合を通じて（安定株主作り）株主総会を形骸化し、株の流通を阻害してきた。これは、日本経済が停滞してしまった一因となっているのである。外圧（日米構造協議等）で日本経済の閉鎖性を指摘されたことや、会計基準がグローバルスタンダードといわれる連結会計に移行することで、株式の持合のマイナスが表面化してきている。株式の持合を解消しても、総会屋等の影響を受けない合理的な法整備が必要なのである。そこで、株式の取り扱いについて以下のような様々な事項で商法改正が行われている。資金調達のところと一部重なるが、株式の譲渡、発行に対する制約が小さくなることで株式市場の活性化が図れる。実際に、2003年になってから、かなり店頭市場の株取引が活性化している。

商法改正問題から外れるが、資本主義社会の原点である株式会社、株式市場についての教育は、米国のように小学生のときから始める必要がある。無理解のために、株式投資を、博打（ばくち）と同様に考えている人も存在する。正確な株式に対する教育が、将来の株式市場の活性化につながると考える。

平成6年商法改正から、自己株式の取得を一部認めはじめ、平成9年にストックオプション（新株予約権）用に発行済株式数の10%の自己株式の取得が認められ、平成13年改正で、金庫株（自己株式と同義）が解禁された。取得財源についても大幅な緩和策が取られた。ベンチャー企業からすると、金庫株を利用したストックオプション等の資本政策の自由度が拡大した。また、退職した取締役、従業員等から自己株式を取得することができる。

第三者割当増資等の禁止期間の撤廃（公開前規制）。ベンチャー企業にとっては、株式公開申請期にも資金調達が可能となった。

種類株式（議決権制限株式等）の導入。種類株主総会決議事項を定款で定めることで拒否権の設定が可能となった。また、強制転換条項付株式の発行も可能となった。ベンチャー企業からすると、ベンチャーキャピタル等の投資家との利害関係を調整する手段として活用が可能となる。ある種類株主が特定数の取締役を選任することが可能となるため、経営権を維持しながら増資を行い、資金調達を行うことが可能となる。また、譲渡制限会社（ほとんどの中小企業がこれにあたる）は、取締役の選任、解任について内容の異なる種類株式を発行可能となった。株式が流通しない（譲渡制限付株式）中小企業の株式については、経営者は経営権を確保できる株式を発行できる。

株式分割に関する純資産規制等の撤廃（無額面化）。ベンチャー企業からすると、会社の純資産状況に左右されずに、株式分割が容易になり、新株の価格設定の自由度が大幅に増した。

銀行融資の低迷で、直接市場が活性化している。2003年8月末の未公開株の取引市場であるグリーンシートの登録者数は、77社に達し、資金調達額も10億円を超えている。ただし、時価総額（2003年8月末）で見ると、東証マザーズの8,391億円に対し、約180億円と規模はまだ極めて小さい。

未転換、未行使の転換社債・新株引受権付社債の株式公開後への持越しが可能となった。また、優先株式等の持ち越し上場が可能となった。株式公開前の規制が緩和されたことにより、株式公開が容易になった。

新株予約権の導入。ストックオプションとして以前から存在したが、新株予約権として改正商法で整備された。新規に株式を決められた条件で購入できる権利のことである。譲渡制限会社は授權株式数規制が撤廃された。ベンチャー企業からすると、未公開企業の資金調達が機動的に行える。また、役員、従業員等へのストックオプションの付与が容易に行える。そして、会社成長への協力者となる社外の会計士、税理士、弁護士等の会社顧問や取引先、取引先従業員等への新株予約権の付与が可能となった。

4. 種類株式

(1) 種類株式の定義

- ・ 商法は、各株式の権利の内容は同一であることを原則としつつ、その例外として、一定の範囲と条件のもとで、権利の内容の異なる種類の株式の発行を認め（種類株式制度）また、種類株式について、ある種類の株式から他の種類の株式へ転換する属性を種類株式に付与することを認めている（転換株式制度）。商法がこれらの株式の発行を認める趣旨は、一定の範囲の条件の下で株式の多様化を認めることにより、株式による資金調達が多様化と支配関係の多様化の機会を株式会社に与えるためである。（商法222条）
- ・ 実務上は、利益の配当、残余財産の分配、株式の買受け、株式の利益消却、株主総会での議決権、株主総会での取締役・監査役の選任に関して、権利の異なる株式を言う。また、上場時には、上場申請にかかる株式は単一銘柄で、かつ、発行株式数と同数であることが規則となるので、種類株式がある場合は、この規則に触れることになる。しかし、平成13年9月施行の株券上場審査基準の取り扱いから、複数の種類株式の上場後の持越しが認められることになった。
- ・ 平成13年11月年新株予約権等の商法改正（平成14年4月施行）と14年5月の抜本的改正により、平成15年4月施行。

(2) 種類株式発行のための定款

- ・ 種類株式を発行するためには、種類株式ごとに授權株式数を定款で定める必要がある。株式の内容、発行株数を定款で定めることは、株主総会において特別決議がない限り変更が出来ないことを意味する。（商法342条）
- ・ 種類株主総会決議事項を定款で定めることで、拒否権を設定し、議決権制限株式の発行が可能となった。また、強制転換条項付の発行も可能である。
- ・ このほか、転換予約権付株式、強制転換条項付株式、拒否権付株式等の株式の属性を持つ発行も定款に定める必要がある。ベンチャー企業において、定款で定めると言うことは、非常に重要な意味がある。起業家が発行済株式の2/3以上所有していない限り、一方的に定款を変更することは出来ないため、ベンチャーキャピタル等の投資家は、種類株式を持つことで意図する経営権を持つことや放棄することが可能となるのである。

(3) 種類株式の内容と活用法

- ・ 配当と残余財産に関する権利：優先株式、劣後株式、トラッキングストック等がある。
- ・ 優先株式：一般的に、利益配当や残余財産の分配について、普通株式に優先する権利を持つ株式である。優先株は、利益が計上できない時でも、配当を受け取ることができる。

また、会社を解散するときの残余財産を普通株に優先して受け取ることができる等の権利を確保することができる。

- ・ベンチャー企業の利用方法：多くの日本のベンチャーキャピタルは経営に参加しないで、配当と株式公開時のキャピタルゲインであることが多い。この場合は、ベンチャーキャピタルからしても、配当や残余財産が優先される優先株の方が有利である。優先株式は、いろいろ条項を定めることができるが、配当や残余財産の優先の見返りに、無議決権株式や普通株の1/10程度の議決権などとするにより、経営への口出しを制限することができる。この場合の注意点は、株式公開時に普通株式に転換されると、起業家側の持ち株比率が低下するので、新株予約権を起業家側の株主（いわゆる安定株主）に対し付与しておくことである。
- ・商法改正によるポイント：株式公開時に、優先株式を持ち越しすることができるが、いつ普通株に転換されるか定めがないと、経営の安定化に問題が発生する場合があるので、通常は、優先株式発行時に、定款においてその強制転換を定めておく。定款を利用することは、非常に有効である。定款に変更には特別決議が必要で、取締役会のみでの決定では変更できない、事実上不可能となることが多い。米国では、定款の定めだけで分厚い本になるくらい詳細を定款に記載することが通常である。ベンチャー企業からすると、種類株式を応用することにより、定款に様々な規定を設け、経営をコントロールできるのである。つまり、議決権制限付株式を発行し、起業家と投資家の利益を調和させることができるのである。

（４）種類株式の種類

- ・優先株の種類：定款に配当の上限、算定の基準の要項を定める。権利において優先することを意味する。参加型と非参加型（定款所定の優先配当を受けた後、普通株とともに残余の配当可能利益を受け取ることができるか、否か）、累積型と非累積型（定款所定のはい乙が受けられないときに、次年度に繰り越されるか、否か）のように、優先株に種類がある。
- ・劣後株：他の種類株式対し、劣後の内容を持つ。例えば、普通株式の配当が5円未満の時は、無配である規定。
- ・混合株：ある種類の権利は優先的内容、他の種類の権利では劣後的内容の株式。
- ・トラッキングストック：ある事業部の業績に株価を連動させて、配当を分配する株式。配当に関し異なる種類の株式のこと。配当金額が子会社等の業績に連動する株式で、配当が0になる可能性もあるので優先株式とは言わない。商法222条第3項

(5) 権利関係

- ・償還権：株式の発行当初から、強制償却が予定された種類の株式。例えば、ベンチャーキャピタルが、公開見込みのないベンチャー企業から手を引く場合、株式公開後に配当優先株を償却して配当負担を軽減する場合、合併事業で相手の企業が撤退する場合等を予定して、定款に定める。権利行使の選択権が、会社にある場合と株主にある場合どちらもある。
- ・支配権：議決権制限。議決権行使のできる事項に関して、内容の異なる株式。例えば、取締役・監査役の選任権（株式譲渡制限会社で、委員会等設置会社でない必要がある）

(6) 種類株式の活用（議決権制限株式） 簡単な事例

(ア) 資金調達と議決権

- ・資金調達のため、株式を発行したいが、経営権は渡したくない。そこで、議決権の無い株式を発行することで、経営権を維持しながらの資金調達が可能となる。議決権の無い株式については優先配当や残余財産の分配優先の権利を付与したケースが多い。
- ・米国では、ある種類株主が特定数の取締役を選任できる株式や、株式公開に成功したときには、経営者の持つ種類株1株が10株になる種類株式などが実現している。商法改正で今後このような種類株式の発行も可能である。業績に連動するトラッキングストックも可能である。
- ・資金の出し手のベンチャーキャピタル等の投資家と企業家との利害関係を調整することができる。ベンチャーキャピタルにはいろいろな種類があり、経営に参画し株式公開までベンチャー企業を育成することを狙いとする育成型の会社から、単純にキャピタルゲインのみを目的とする会社がある。前者の場合は、役員を送り込んで経営を指導したり、他の投資先との提携を誘導したりする。この場合、ある程度の経営権の確保は必要となる。後者の場合は、経営にタッチすることを極力避け、純粋に株式の値上がり益だけが狙いであるため、無駄な経費をかけないことを望む。議決権など必要なく、むしろ残余財産の優先分配権や配当優勢権の方に魅力を感じるはずである。それぞれも投資スタンスに、種類株式で対応することで、資金調達が円滑に進む。

(イ) 潜在株式、種類株式の持越しが可能に

- ・未転換、未行使の転換社債、新株引受権付社債の株式公開後への持越しが可能となった。優先株式（種類株式）等の持ち越し上場が可能となった。
- ・具体事例；旧商法のもとで発行された新株引受権付社債の新株引受権を持ち越したり、優先株式を普通株に転換せずにそのまま株式公開後に持ち越したりすることが、最近

の公開企業では現実に行われている。従来は、株式公開前までに、権利行使する必要があった。そのため、株式公開前に、権利行使に必要な資金を、銀行等から資金調達し、むりやり転換・行使することが必要であった。ベンチャー企業の経営陣は、資金手に余裕があるものは少なく、銀行も株式公開前の株券を担保に資金を融資することが難しく、問題となっていた。この改正により、この問題が、解決された。

(ウ) デッドロック

- ・種類株式により拒否権を設定した場合、株主総会において決議事項を止めることはできても、積極的に内容を形成することができない。そこで、例えば、起業家と投資家で見解の対立が存在する場合、会社は経営上の重要事項を決められなくなる。この状態をデッドロックと言うが、このときの処理方法を、種類株式を発行するときに決めておかねばならない。
- ・具体的には、普通株式への強制転換、株式の買い取り等の設定で処理される。

5. 定款の利用

ベンチャーキャピタルはベンチャー企業に投資するときに、経営を監視するため、投資契約を結ぶことが多い。しかし、実効性に乏しく、契約違反の時に強制力を持たず、機能しないことが多かった。定款への規定が必要な、種類株式の発行は定款への記載が必要なことはすでに述べたが、具体的には、定款を次のように使うことができる。

(1) 具体例

拒否権の設定：会社の決定に種類株式の総会決議を求めることができる。

種類投票株の発行：取締役・監査役の選任または解任できる種類株式を発行できる。

投資契約：議決権を制限できる議決権制限株式を発行することにより、定款に投資契約の内容を定めることが可能である。株主間の契約に実効性を持たせることができる。

(2) 株主間契約

ベンチャーキャピタル等の投資家は、投資を決定する条件に、投資契約を締結するが、そのときの契約が株主間契約である。

ベンチャー企業への投資は、大きなリスクを伴うので、少数株主であっても、大きな影響力を持てるような契約をすることがある。例えば、役員の派遣や合併等の重要事項の決議に拒否権を認める等である。一般の商法の規定と異なる内容を株主間契約で明確にするのである。株主間契約の内容を定款に明記することで、実効性を保つことができるのである。株主

間契約の具体的事例を以下に示す。

強制的なM & A：投資したベンチャーキャピタルが、ベンチャー企業の事業がうまく進展してないと判断し、第三者の企業に投資先企業の売却を考えたときに、強制的に発行済株式総数を売却させる規定を定款に記すことができる。

売主追加請求権：ベンチャー企業の起業家が、当初の計画を諦め、ビジネスから撤退するために、起業家の持つすべての株式を第三者に売却しようとした場合、ベンチャーキャピタルの株式も同条件で買い取りを請求する権利を定款に記すことができる。

拒否権は、あくまで消極的な効果しかない。そこで、株主間契約で規定し、定款に明確な損害賠償条項を入れておくのである。米国では、定款にすべて盛り込まれるのが一般的である。日本でも、早晩一般化すると思われる。拒否権の対象としては、取締役・監査役の選任・解任、会社の事業内容の変更、営業譲渡、株式交換、株式移転、会社分割、借入、貸付、新株の発行、新株予約券の発行等の会社の存続に大幅な影響があると思われる事項が想定される。

6. 新株予約権

(1) 定義

- ・新株予約権：あらかじめ定めた一定の条件の下に、会社の新株（または金庫株）を将来において取得できる権利。新株予約権は証券化され流通する。ストックオプションは、ほぼ同義で使われるが、実務上、新株予約権を無償で交付したものをいう。ストックオプションのために後から新株予約権の制度が作られたのである。
- ・平成13年11月年新株予約権等の商法改正（平成14年4月施行）。株式の譲渡制限会社は授權株式数の規制が撤廃された。従来は、授權株式数の増加上限に制限があり（最大4倍）多額の資金調達が必要なときは、増資を繰り返さねばならなかった。
- ・商法の新株予約権の規定によると、ベンチャー企業で使われる無償の新株予約権（ストックオプション）の発行は、株式会社の特別決議が必要である。（商法280条の21第2項）また、株式の譲渡制限のある会社が株主以外の者に対して新株予約権を付与する場合も、株主総会の特別決議が必要である。（280条の27第2項）

(2) 商法上の内容

- ・発行株式数：発行する株式数に制限はない。ただし、株式の譲渡制限を付けていない会社の場合は、授權株式数内に納める。
- ・行使期間：行使する期間に制限はない。
- ・付与対象：会社の取締役や、従業員以外にも新株予約権を広く付与できる。法人の可能

である。

- ・株主総会決議：株主総会で新株予約権の総数を決議すれば、付与する個人名、付与株数・種類等については取締役会で決議すれば足りる。従来は株主総会の決議が必要で使いにくかった。また、新たに株式を発行するのか、金庫株を使うのかは、取締役会で選択可能。
- ・証券取引法上は、新株予約権証券は有価証券である。未公開会社の場合、50名以上の者に対して新株予約権証券を発行することは、有価証券の「募集」になる。しかし、取締役と従業員のみの場合は、特例で「募集」に該当しない。このため、ベンチャー企業からすると手続きは容易である。
- ・税法上、法人の場合、特別の規定が法人税法にない。新株予約権を付与した段階で課税されると解釈するのが一般的である。しかし、未上場会社であるベンチャー企業の場合、新株予約権の時価を算定することは、非常に難しい。実務的には、新株予約権を売却したとき（または、権利行使して株式を売却したとき）に課税されると思われる。

また、個人の場合は、付与対象者による権利行使時の経済的利益に給与所得^{vi}として課税される（所得税法施行令第84条）。そして、その後、売却して利益を上げたときに、譲渡所得として課税される。例外として、税制適格ストックオプションに該当する場合には、最終的に株式を売却する時点まで利益の繰延が可能である（租税特別措置法第29条の2）。

（3）税制適格ストックオプション

- ・ベンチャー企業では、税制適格オプションを使うことで、新株予約権を行使した段階で給与として課税されることがなく、売却時まで課税を繰り延べることができる。株式を売却し、実際に資金を手に入れるときまで課税が繰り延べられるのである。通常、収入の少ないベンチャー企業の従業員は、行使時には、課税資金を別に用意する必要がある。適格以外だと直ちに売却しないと課税できない。しかし、以下に適格基準を記すように、適格基準は厳しく、非常に使いづらい内容となっている。改善が期待される。
- ・発行要件：発行価格が無償である。新株予約権の1株あたりの権利行使払込価額は、ストックオプション契約時の会社の株価相当額以上である。
- ・譲渡禁止。行使期間は、2年経過後から10年経過日まで。
- ・新株予約権による新株発行または移転は、株式総会決議通りに実行されること。（商法280条の21第1項）。当該会社と証券業者であらかじめ取得者毎に締結された保管委託・管理契約に従い、会社から直接証券保管業者に保管されること。（個人の手に現物は渡らない）

- ・身分として、会社または会社の子会社の取締役または使用人である個人であること。大口株主（公開会社1/10、それ以外1/3）に該当しないこと。大口株主の親族等の特別関係人でないこと。
- ・年間新株予約権行使払込合計額が他の新株予約権を含め、1,200万円までであること。これ以外にも、税務署、会社への調書の提出が要求されている。

（４）商法で定める株主の権利

- ・新株予約権を行使することで株式の持ち株数が増加し、株主の権利を行使する機会が増加する。ベンチャーキャピタル等の投資家は、投資の条件として新株予約権を要求してくることもあるため、持株比率による株主の権利について理解しておく必要がある。
- ・定款の変更に特別決議が必要であったが、その他の手続きについて、以下に持ち株比率により行使できる権利をまとめる。

（５）簡単な具体的事例。

- ・具体事例；新株予約権は自由に使え制約がない。未公開企業の資金調達が機動的に行える。役員、監査役、従業員へのストックオプション付与を柔軟に行うことができる。会社顧問、協力取引先、取引先の役員、その他社外に存在する協力者へのインセンティブとして新株予約権を付与できる。従来は、社外の協力者にストックオプションを配ることは難しかった。
- ・新株予約権の付与が機動的に容易に行えるようになったため、資金力の無いベンチャー企業は、代金に代え新株予約権を付与することで、取引関係、専門家（弁護士、会計士、税理士、コンサルタント等）、エンジェルのような投資家から、将来のメリット（新株予約権）と交換に、有利な条件を引き出すことができる。資金的負担が無いために、キャッシュフローを悪化させずに協力者を募ることができる。

7. 議決権行使

種類株式、定款による投資契約、新株予約権とベンチャー企業にとって応用の利く手法が、商法改正によって可能となった。但し、これらの株式による手法は、常に議決権のことを考慮しなければならない。以下の議決権行使の一覧表を参考に、経営権を確保しながらの有効な利用を考えたい。

議決権の行使一覧表^{vii}

持株比率	内容
2/3(特別決議)	(ア) 取締役、監査役の解任(商法 257) (イ) 株式譲渡制限会社の第三者割当増資(商法 280 の 5 の 2) (ウ) 株式譲渡制限会社の第三者への新株予約権の発行(商法 280 の 27①但書) (エ) 有利発行による第三者割当増資(商法 280 の 2 の ②) (オ) 有利発行による第三者への新株予約権の発行(商法 280 の 21) (カ) 営業譲渡、営業譲受(商法 245) (キ) 定款変更(商法 342) (ク) 減資(商法 375) (ケ) 解散(商法 405) (コ) 合併(商法 408)
1/2(普通決議)	(サ) 株主総会の成立要件(商法 239) (シ) 取締役、監査役の選任(商法 254) (ス) 計算書類の承認(商法 283) (セ) 会計監査人の選任(商法特例法 3)
1/3(特別決議の阻止)	(ソ) 取締役、監査役選任のために必要な定足数(商法 256 の 2、280) (タ) 解散請求(商法 405) (チ) 業務財産調査のための検査役選任請求(商法 294)
1/4	(ツ) 株式相互持ち合いによる議決権の制限(商法 241 の ③)
3/100	(テ) 少数株主の株主総会招集請求権(商法 237) (ト) 取締役、監査役の解任請求権(商法 257、280) (ナ) 会社整理申立(商法 381) (ニ) 帳簿閲覧権(商法 293 の 6)
1/100	(ヌ) 少数株主の総会決議提案権(商法 232 の 2)
1株以上	(ネ) 定款、株主名簿の閲覧権 (ノ) 株主総会議事録の閲覧権 (ハ) 決算書類、付属明細書の閲覧権 (ヒ) 取締役会の議事録の閲覧権、謄写権 (フ) 株主代表訴訟提起権(半年以上継続保有)(商法 267 他)

IV. 具体的事例

1. 企業再編

(1) 会社分割を用いて株式上場を早める場合

基本スキーム

下記のような3社を想定する。各社ともに、株式公開を夢見ていたベンチャー企業であるが、様々な事情から現在では業況が異なっている。ただし、事業内容は同じ分野で、統合による営業上のメリットは大きい。基本スキームは、B社、C社の店舗をA社に移転させることを考える。

	A 社	B 社	C 社
将来性	好調である。上場を狙える。	かつては絶好調であったが、現在は不調	一部が好調であるが基本的に不調
収益性	多額の利益計上	赤字	収支トントン
含み損益	無し	含み損がある不動産がある	含み益がある不動産がある
繰越損益	無し	繰越欠損金あり	無し
オーナー以外の株主	VC(ベンチャーキャピタル)	VC	無し

A社は、現在非常に好調で店舗拡大を急いでいる、収益力も高く、このままでも5年後には株式公開を狙える。B社は、かつての急成長企業であるが、時代変革への対応を誤り現在は不調である。ただし、店舗網は主要都市の好立地に完備されている。しかし、不動産はバブル期に取得したのももあり若干の含み損を抱える。C社は、歴史の長い会社であるが社長が高齢で社内の体制が古い。店舗は一部の店舗以外は不調である。収支はどうかトントンで、赤字計上はしていない。社長は引退を考えているが、社員に迷惑をかけたくないと考えている。B社・C社ともに単独での株式公開は不可能である。そこで、次のように会社を分割し、株式公開可能なA社に資源を集中し、株式公開を早めることが可能となる。

B社は、主要都市に優良な店舗網を完備しているので、その部分を含むように会社を分割する。分割において、店舗には含み損がある不動産が存在するので、総合的に考えて店舗拡大のメリットがあるように配慮する。含み損と欠損金は優良店舗ごと引き継いでもらう。B社は、ごく規模の小さい会社として残すか、分割後、含み損、繰越損失がなくなった時点で清算する。

C社は、社長が高齢なこともあり、新たな投資を行い、会社を再興する意欲にかける。合併（A社によりC社を吸収する）により、営業を包括的にA社に引き継がせれば、従業員や取引先に迷惑がかからない。形式は、営業譲渡でもかまわない。

B社、C社の店舗網を引き継ぐことにより、A社は事業拡大を急展開できる。A社の時代にマッチした営業スタイルを旧B・C社の店舗に導入することで、収益性の高い店舗に衣替えできるであろう。

株主のメリット

（ア）A社株主：

- ・5年は掛かるであろうと考えられていた株式公開が、B社とC社の店舗網を手に入れることで、事業拡大のスピードが飛躍的に向上し、1年程度の短期間での公開が可能となる。VCからすれば、投資期間を短縮できる。
- ・引き継いだ店舗網は、最初からその店舗の固有の情報を持っており、精度の高い営業計

画を練ることができる。

- ・同業であるため、使える設備を利用して、新規出店よりも、割安な投資となることが多い。

(イ) B社株主：

- ・ A社株式との交換で分割会社を譲渡することになるので、B社株主は、B社株式に代えてA社の株式を手に入れることができる。
- ・ A社が株式公開すれば、間接的ながら、株式公開のメリットを享受できる。
- ・ VCは、公開する見込みのないB社株式をA社株式に転換することで、投資資金を回収できる。また、キャピタルゲインを計上できる可能性が高い。

(ウ) C社株主

- ・ C社株主も同様に、A社株式を手に入れ、A社株式公開に成功すれば、間接的に株式公開のメリットを享受できる。
- ・ 株式交換の形式でなく、会社を現金で譲渡することも可能である。そのときは、会社譲渡時に、C社株主は、まとまった資金を手に入れることができる。
- ・ 包括的に、A社に事業が引き継がれるため、旧C社の従業員や取引先が短期的に困ることはない。長期的には、A社は当然に、事業の効率化を図るため、C社と同様の待遇が継続されることはないと思われる。
- ・ この事例では、C社にVCは投資していないが、投資していれば、B社と同様に投資資金を回収できる。

その他の諸問題

- ・ B社の含み損の処理：評価替えを行い、A社は評価損を計上しなければならない。この評価損以上のメリットが予測されなければ本件は実行されない。相当期間経過後に、第三者に売却すれば、その売却損は法人税を引き下げる効果が発生する。株式公開を狙っている企業は、通常利益を計上することが至上命令となっているが、キャッシュフロー上は、メリットが生まれる。また、含み損を引き受けることで、A社の株価が安くなる。資本政策上、公開前に安価な株価で増資する必要がある場合、利用できる。
- ・ B社の欠損金の処理：A社は高収益企業のため、合併類似適格分割型分割であれば（国税庁の要件を満たす必要がある）、欠損金を引き継ぎ、法人税を抑制することができる。キャッシュフロー上のメリットが予想される。ただし、租税回避とみなされた場合には、否認されることがある。

- ・ 3社は同業者であるため、各社の株主は基本的に同じようなことを考えていることが予想される。B社、C社とも事実上消滅するため、利益相反は少ないとか考えられる。しかし、次のような事態が想定される。
- ・ B社、C社の株主がA社の株式を入手することで、A社の経営に口出ししてくる可能性がある。旧株主の持つ人脈等がA社にとって必要なケース以外は困った問題となる。B社、C社に発行する株式を議決権が制限されたものとするすることで、経営上の重要な事項についての議決権行使を認めないことができる。これは、商法改正により実現した種類株式の活用である。旧法では、議決権復活等の定めがあった。
- ・ A社の利益が、旧B社・C社の株主に配分されることが、不平等と考えられることがある。このような場合は、旧B社・C社の株主に発行する株式をトラッキングストック^{viii}とすることで解決する。トラッキングストックとは、B社・C社が新たに受ける配当は、旧B社・C社店舗の利益に連動させることを約束した株式である。この種の株式の発行も改正商法では発行可能となった。米国では一般化している。
- ・ B社・C社が財務諸表上に現れない保証債務や訴訟問題を抱えている場合が考えられる。この手の問題は、合併に付き物であるが、分割前に綿密な会計監査を行うことで、このリスクを回避する手法がとられる。また、吸収合併としないで、営業譲渡とすると、この問題は発生しない。

(2) 合併を繰り返し、会社規模を拡大する場合

- ・ ベンチャー企業の規模拡大を図る。同業または関連業種の企業を買収することで、株式公開できる体勢づくりを早めることができる。
- ・ 株式公開は、手続き上は赤字でも可能となったが、公開後の株価や一般投資家の注目を集めるためには、ある程度の規模と利益が必要である。そこで、事業に関連する会社を合併する手法が良く取られる。ベンチャー企業に投資しているベンチャーキャピタルが斡旋するケースが多いが、最近は、売り込みによるケースも増加している。
- ・ 合併手続きについては、商法の改正により、事務手続きが簡素化され、実行しやすくなっただけで、以前から手続き的には可能であるので、詳細な事例はまたの機会にする。

2. 資金調達の事例

一事例ですべての改正点を織り込んだ事例を作ることが難しいため、改正項目ごとにベンチャー企業から見たメリットをあげることにする。商法のみでなく、株式公開時の規制緩和の内容も一部含む。初めの簡単な解説の部分は、前章の商法改正の詳細とベンチャー企業の応用と一部重なるが、分かりやすくするためにあえて記しておく。特に、種類株式と新株予

約権については、既に、簡単事例を前章で書いたもので、重複を避けるためここで事例としては記載していない。

(1) 第三者割当増資の禁止期間の撤廃

- ・ベンチャー企業の資金調達期間が拡大され、公開申請期にも資金調達が可能となった。従来は公開直前期には資金調達ができず、タイムリーな上場ができなかった。理由は、リクルート事件のように賄賂に使われことがあったためであるが、成長期の資金調達を阻害することとなるので禁止期間が撤廃された。制限期間内では、情報開示が必要である。
- ・禁止期間が撤廃された→原則、いつでも資金調達が可能
- ・制限期間（公開直前期末1年前から上場日前日まで）が拡大された
- ・具体事例；公開日が決定しているときは（例えばH02.12）従来ならば株式を発行できないので、資金調達が不可能であったが、その直前期に増資を行い（例えば、H02.06）資金調達が可能となった。ベンチャー企業は成長スピードが速いので、増加運転資金や設備投資資金の需要は旺盛である。そのニーズに応えることができる。

(2) 金庫株の解禁

- ・平成13年6月金庫株等の商法改正により、同10月から実現
- ・自社株の取得の規制が緩和され、金庫株を利用した資本政策の自由度が向上した。ストックオプションを有効に利用できる。
- ・具体事例；退任した取締役、監査役、従業員等から自己株式を取得できる。第三者の株式引受先を見つける必要が無く、人材の流動化に対応できる。また、自己株式を保有することで、将来のストックオプションの行使時に、市場に影響を与えない株式の譲渡が可能である。株価が想定以上に上がっていても、会社の財務面に影響を与えない。

(3) 株主分割に関する純資産規制の撤廃

- ・平成13年6月金庫株等の商法改正により、同10月から施行
- ・額面株式の廃止。無額面化のことである。額面が例えば5万円とすると、株式分割を行うことにより一株あたりの純資産が5万円を割るような場合、従来は株式分割できなかった。この規制撤廃により株式分割の制約が無くなった。
- ・新株の株価設定を自由にできる。
- ・具体事例；急成長期にある会社は、将来性を買われ株価は高いことが多い。しかし、まだベンチャー企業なので純資産は少なく、必然的に一株あたりの純資産も小さい、額面

を割ることもしばしばあった。額面を割っていると、株式分割ができなかったが、純資産規制の撤廃で、自由に株式分割が可能となり、資金調達がしやすくなった。例えば、1株100万円の株式を、1,000株に分割することで、1株が1,000円となる。100株単位での売買を考えると、株式取得資金は10万円となり、1株100万円の時に比べ、株主数を増やしやすくとともに、投資家が買いやすい価格で、株式が流通しやすくなる。そうすると、資金調達も円滑に進む。

(4) 匿名組合、SPC(特定目的会社)の利用

まず、匿名組合、任意組合、SPC等についての事例。どの手法によっても、資産の無いベンチャー企業でも、資金調達が可能になる。

匿名組合

研究開発型のベンチャー企業を想定する。研究開発が成功し、製品化されれば莫大な利益が入るが、失敗すれば投資資金がゼロになる場合でも、リスクを承知で、成功した場合の莫大な利益をシェアできる投資家が集められれば、資金力のないベンチャー企業でも研究開発を継続できる。このような場合に、匿名組合が用いられる。投資家のメリットは、投資家の財産と分離されているため、資金使途が明確で、費用を損金に参入できる。成功した場合の利益配分も明確である。有限責任。

任意組合

レストラン等の店舗を必要とする業種に向いている。新規出店には、保証金や改装費、設備費が必要である、担保が無く金融機関は融資には応じないことが多い。すべてが減価償却資産で、比較的短期での回収(5年程度が多い)のため、投資家が集まりやすい。投資家のメリットは、減価償却資産への投資で、費用を投資割合で負担することで他の所得と合算し税務面で有利。投資資金の使い道が明確で、物件があるため、そこからの収入がはっきりと分かる。但し、無限責任であることに注意が必要。

SPC

任意組合の無限責任を回避する仕組み。資産を流動化しその有価証券を売ることによって投資資金を集める。SPC法上の優遇措置があり、最低資本金は10万円、収入の90%以上を配当することで事実上法人に税金は課されず、投資家へパススーする。投資家への情報開示が義務付けられており安心である。任意組合の無限責任性をなくした制度である。

V. 2003年の株式公開事情

ベンチャー企業が利用できる商法改正に内容について見てきたが、実際の株式市場はどのような状況になっているのであろうか。ベンチャー企業は、最初の目的として株式公開を掲げているところが多い。商法改正と少し離れるが、東京証券取引所や日本証券業協会も規制緩和を次々に行っている。その状況を見ていきたい。

1. 主な規制緩和

「1999年」

- ・東京証券取引所が、新規公開基準の大幅な緩和を発表（1月）
- ・公開前規制の大幅な緩和（既述・7月）・・・資本政策が実質的に自由に
- ・東京証券取引所が、一部直接上場を容易にした。時価総額500億円以上。（8月）
- ・日本証券業協会が、店頭登録申請書類の 一部の簡素化を発表。（11月）
- ・東京証券取引所が、ベンチャー企業向け市場として、マザーズを新設。・・・過去の実績評価から、将来性が審査のポイントになった。（11月）

「2000年」

- ・東京証券取引所がテリトリー制（いわゆる入口規制）を廃止した。東京周辺以外の企業も東証の上場が可能となる。（7月）
- ・日本証券業協会が店頭登録基準を見直し、2号基準に辛苦分を追加した。成長力さえあれば、利益基準、純資産基準、時価総額10億円以上のいずれかの基準を満たせば公開が可能になった。（2月）
- ・ベンチャー企業向け市場のナスダックジャパンが誕生（6月）。2002年12月に、ナスダックが撤退し、大阪証券取引所により、ヘラクレスに名称変更された。

「2001年」

- ・投資単位が50万円未満で可能となるような要請がなされた。小口の個人株主が株式を購入しやすいように、株式の売買単位を下げるか、株式を分割し、株の単価を引き下げる。（9月）
- ・公開前規制のさらなる大幅緩和（既述）。禁止期間が制限期間に変更され、潜在株（新株予約権）、種類株式の直前期末以降の持ち越しが可能となった。株券の預託義務も撤廃された。（9月）

「2002年」

- ・グリーンシュエオプション（追加売出分の取得権）等の制度が導入された。（1月）
- ・募集においてもグリーンシュエオプション等の制度が導入された。（7月）
- ・東京証券取引所の見直しが行われ、直前期赤字企業の上場が可能となった（時価総額1,000億円以上）。しかし、一方で、上場廃止基準の強化策が採られた。（10月）・・・入り口を広くするが、実績の上がらない企業は退場させる。

「2003年」

- ・四半期毎の情報開示を義務化した。（4月）上場基準を緩和する一方で、と株主保護策として情報開示を徹底させた。

2. 商法改正、規制緩和の効果

新興市場3市場（東証マザーズ、ジャスダック、ヘラクレス）は、2003年7月～9月の新規上場企業数が前年同期比2社増の19社となり、2年と四半期ぶりに増加に転じた。景気回復の兆しが、見えてきたことと最近の株高が要因である。しかし、商法改正、規制緩和等の地道な活動により、この回復があるのである。

2003年の公開による公募調達額は、平均830百万円（9月）、870百万円（7月）と8億円を超えてきた。10月に上場したイーアクセス（ADSL事業）は、72億円もの資金調達に成功している。株式市場が再び、機能し始めている。株価の下落傾向が続き、離れていた投資家が、株価の上昇と市場の改善により戻って来たのである。

（1）2003年の株式公開企業とその後の株価

2003年1月～9月の初値上昇率ランキング

公開日	銘柄	市場	公開価格	初値	上昇率
6/12	ネットワーク	東証2部	100,000	400,000	300%
6/11	HABA	ジャスダック	1,600	5,000	212%
5/30	情報企画	マザーズ	280,000	850,000	204%
9/12	Silex	ジャスダック	350,000	1,060,000	203%
3/14	日本風力開発	マザーズ	200,000	600,000	200%
9/3	ウインテスト	マザーズ	750,000	2,100,000	180%
9/12	コメ兵	ジャスダック	1,300	3,640	180%
6/10	ゲンキー	ジャスダック	200,000	550,000	175%

新規公開株一覧表（2003年7月～10月上旬）

銘柄	市場	公開株式	公募価格 (1 単元株数)	公開初値	資金調達額
日本レストランシステム	東証2部	公募 84 万株 売出 56 万株	3,700 円 100 株	4,120 円	3,108 百万円
ダウンコ	マザーズ	700 株 650 株	170 万円	341 万円	119 百万円
クリムゾン	ジャスダック	4,200 株 2,800 株	35 万円	354 千円	1,470 百万円
NEC エレクトロニクス	東証 1 部	2,350 万株 1,050 万株	4,200 円 100 株	5,350 円	9,870 百万円
エイアンドティー	ジャスダック	100 万株 33 万株	370 円 1,000 株	480 円	370 百万円
カッシーナ・イクスシー	ジャスダック	12,000 株 13,200 株	4万円 10 株	42,000 円	480 百万円
エリアリンク	マザーズ	2,000 株 160 株	28 万円	51 万円	560 百万円
アーティストハウス	マザーズ	1,500 株 200 株	24 万円	237 千円	360 百万円
タクトホーム	ジャスダック	3,500 株 3,000 株	22 万円	23 万円	770 百万円
パレモ	ジャスダック	95 万株 なし	900 円 1,000 株	959 円	855 百万円
ウインテスト	マザーズ	1,000 株 300 株	75 万円	210 万円	750 百万円
NEC テクノロジー	東証1部	350 万株 350 万株	4,000 円 100 株	7,100 円	1,400 百万円
サイレックス・テクノロジー	ジャスダック	1,400 株 1,161 株	35 万円	106 万円	490 百万円
コメ兵	ジャスダック	66 万株 92 万株	1,300 円 100 株	3,640 円	858 百万円
テクノメディカ	ジャスダック	1,200 株 1,200 株	53 万円	70 万円	636 百万円
ビジネスバンクコンサルテイング	ジャスダック	35 万株 30 万株	1,000 円 100 株	1,200 円	350 百万円
あきんどスシロー	東証 2 部	100 万株 40 万株	1,200 円 100 株	1,251 円	1,200 百万円
センチュリーリーシングシステム	東証 2 部	1,000 万株 210 万株	800 円 100 株	780 円	8,000 百万円
夢真	ヘラクレス	200 万株 200万株	300 円 1,000 株	309 円	600 百万円
セリア	ジャスダック	2,000 株 1,500 株	52 万円	65 万円	1,040 百万円
メディビック	マザーズ	8,500 株 1,500 株	27 万円	518 千円	2,295 百万円

銘柄	市場	公開株式	公募価格 (単元株数)	公開初値	資金調達額
エスケーエレクトロ ニクス	ジャストック	4,200 株 2,100 株	27 万円	70 万円	1,134 百万円
ファイナンス・オー ル	ヘラクレス	6,000 株 6,000 株	13 万円	29 万円	780 百万円
マックガーデ ン	マザーズ	500 株 800 株	41 万円	502 千円	205 百万円
サンエーインターナ ショナル	東証2部	200 万株 120 万株	1,800 円 100 株	1,850 円	3,600 百万円
ファースト住 建	大証 2 部	100 万株 85 万株	750 円 100 株	1,000 円	750 百万円
イー・アクセス	マザーズ	40,000 株 なし	18 万円	25 万円	7,200 百万円
メディネット	マザーズ	12,000 株 2,000 株	35 万円	126 万円	4,200 百万円

上記のように、ベンチャー企業向けの3市場は、やっと活況を取り戻しつつある。公開後の株価も堅調なため、資金調達が可能な市場になっている。この背景には、機動性を持たせるための商法改正や、規制緩和によるところが大きい。

VI. まとめ

最近の商法改正の内容と使い方を、ベンチャー企業から見た視点で調べてきた。商法改正の根底にある理念は、次のようなものであると考える。ベンチャー企業のみを対象としたものではないが、歴史のない新しい会社で、この激動の世の中で成長して行くには、商法改正されたポイントをおさえ、いち早く利用することが成功の近道である。

- ・企業経営の合理化・効率化：コーポレートガバナンスの実効性を確保し、企業経営のシステムを最も業種、業態、個別の会社にマッチしたものに變更し、柔軟に対応できる経営を行う。株主と経営者の分離を当然と受け止め、情報をきちんと開示した本来の意味での資本主義を充実させるために、経営を効率的に行わなければならない。株式の持ち合いや超短期間で終了する株主総会の時代は終わったのである。
- ・資金調達手段の多様化：資金調達手法が、銀行からの間接金融から市場からの直接金融に動きつつある。ベンチャー企業は信用力がなく資金調達が難しいが、投資家や起業家のニーズに合わせた種類株式や新株予約権の発行が可能になった。ベンチャービジネスを育成する体勢が整ったと考えて良い。これらをうまく利用する起業家がたくさん現れて欲しい。

- ・企業活動の国際化：経済活動は、既にボーダーレス化しており、日本国内だけで完結することはほとんどなくなっている。日本市場そのものを魅力あるものにする必要がある。そして、経済活動を国境なしに活動できるようにする必要がある。商法を改正し、特に会社法の部分をグローバル化（ほとんどアメリカ化と思われるが）することで、合併、会社分割、株式交換、株式移転、営業譲渡、現物出資等の会社経営に機動性を持たせることができる。
- ・情報技術革命（ＩＴ革命）による高度情報化社会への対応：インターネットが普及し、既に高度情報化社会への移行が始まっている。企業運営もＩ情報技術を取り入れることで合理化、効率化を図る必要がある。そのためには、電子化されたデータや情報により処理される事柄が、法的に認められる必要がある。このための法整備は待ったなしで貫徹しなければならない。既に述べたように、企業間の競争は、世界規模で行われており、法整備の遅れにより企業活動を制約してはならないのである。
- ・米国型のLLCの導入など、これからも商法の改正が計画されている。ベンチャーを育てるには確実に資金が必要である。そのために、ベンチャー企業に資金流入する仕組みは、いくつあっても良い。従来からの人脈を重視した日本のしくみにも良い点があるので、これらに加えて新たな仕組みが早く馴染むことを望む。

参考資料：別表

「平成11年～平成15年の商法改正」

平成11年以降の商法等の重要な改正を抜き出したものである。（ ）内は商法の条文。

・平成11年法律第125号（H11.10.1施行）

➤ 株式会社・株式移転制度の創設（364）

株式移転登記の事由、株式移転による添付の定款、株式提供公告と休日の通達

・平成11年法律第225号（H12.4.1施行）民事再生法改正（旧和議法）

➤ 個人再生手続、商業登記・不動産登記に関する通達

・平成11年法律第149号（H12.4.1施行）民法改正「成年後見制度」

➤ 成年後見登記に関する通達

➤ 成年後見人名義での不動産取得が可

・平成12年法律第90号(H13.4.1 施行)

➤ 会社分割制度の創設(373)

解説・認可の効力要件一覧表
通知、公告、催告の省略について
共同新設分割における簡易分割手続
清算中の会社の会社分割
資本減少
新設分割時の商号の仮登記手続

・平成13年法律第79号(H13.10.1 施行)

➤ 額面株式制度の廃止(166)

株式発行価格制度(5万円)の廃止、有限会社出資一口の金額制度の廃止(166の2、284の2、166の3削除)
株式併合規制(5万円)の廃止(214)
株式分割規制(5万円)の廃止(218)
分割割合に応じて取締役会で授權枠を定款変更可能になった。(218)
単元株制度の創設(221)。すべての会社に適用できる。
一単元の株式数の縮小変更や廃止は取締役会で定款変更ができる。(221)

➤ 禁固株解禁。自己株式取得(210)、処分(211)、消去(212)、規制の大幅緩和・規制廃止

➤ 法定準備金見直し。限度額が資本の1/4までに(288)、また、株主総会で取り崩し可能。(289)

・平成13年法律第49号(H14.4.1 施行)

➤ 中間法人法新設(中間法人法)

・平成13年法律第128号(H14.4.1 施行)

➤ 新株発行規制の緩和

有利発行有効期間の延長、回数制限の撤廃(280の2)
株式譲渡制限会社では授權枠の4倍以上でも可能(166、347)
株式譲渡制限会社では、新株発行決議で割り当てる者等の決議が必要(280の2 追加)

➤ 種類株式制度の拡充。議決権制限会社など可(222) H15.4.1からは取締役等の選解任が可(257の2、257の3)

- 新株予約権制度の創設（280の19）
ストックオプションと新株引受権付社債の制度を統合
新株予約権付社債制度の創設（341の2）。従来の転換社債。
- 株式交換、株式移転における新株予約権の承継（352、364、353 4号の2、365 4号の2）
- 会社関係書類の電子化（33の2、244、260の4、281）
ホームページでの公告する場合の登記（188 10号）
株主総会招集通知の電子化（232の2） 議決権行使（239の3）
株主総会決議の書面投票制度（239の2） なお、H15.4.1～書面による総会決議可（253）
- ・平成13年法律第149号（H14.5.1 施行）
 - 監査役の強化
監査役の任期を4年に延長（273 改正）
小会社を除き取締役会への出席義務（260の3、特例法25）
大会社の社外取締役の員数増加（特例法18 改正、H17.5.1～）
 - 取締役と監査役の責任事項、制限に関する規定新設（266、280）
対象責任は、取締役は法定・定款違反（266） 監査役は任務懈怠責任（277）
特別決議と監査役の同意（266、） または、定款授權に基づく取締役決議（260 条12項、19項）
社外取締役の登記義務（188 の2）
業務執行取締役についての規定（260、特例法21の6）。大会社に大きく関係する。
 - 株主代表訴訟制度の合理化（268 新設）
- ・平成14年法務省告示第315号（H14.11.1 施行）
 - 商号の登記にローマ字使用が可能に。
- ・平成14年法律第110号、第3条（H15.2.1 施行）
 - 新事業創出促進改正（新事業創出促進法）
有限会社、株式会社設立時の最低資本金の猶予の特定
5年刊の猶予（促進法10） 資本金は1年でも可能
事業を営んでいない個人の設立に限る（促進法2）
経済産業局にて確認を受けること。（促進法10）

定款に解散事由の記載が必要。5年後には資本金は10百万円必要。
確認会社の期間中は、計算書類を経済産業局に届け出る義務がある。(促進法10の8、10の11)
現物出資調査等の特例(促進法10の6)
金融機関の払込金保管証明書以外でも証明可能(促進法10の7)
合名会社、合資会社に組織変更可能(促進法10の17)
利益配当の制限がある。(促進法10の12)

・平成14年法律第44号(H15.4.1施行)

- 種類株式による取締役等の選解任制度の創設(257の2、257の3)
- 株券失効制度の創設(230)
 - 株券には公示催告制度は不適用(230の9の2)
 - 1年で失効(230の6) 登録意義の手続(230の9の2)
 - 期間中の自益権、共益権の制限(230の8)
- 株主総会の議決権
 - 定款で株主総会の特別決議の定足数を緩和することが可能(343)
 - 総株主の同意による株主総会招集手続の省略が可能。(236)
 - 書面による株主総会決議制度の創設(253) 書面投票制度も可(239の2)
 - 有限会社に準用(有41) 従来から類似制度がある(有42)
- 大会社の委員会等の設置制度の導入。米国の制度の導入。
 - 取締役任期1年(特例法21の6) 監査役なし(特例法21の5) 執行役(特例法21の12) 代表取締役なし(特例法21の36) 代表執行役(特例法21の15)
 - 取締役会の権限委任が可能。(特例法21の7) 執行役の決定事項(特例法21の7)
 - 取締役会の決定事項の取り決め(特例法21の7)
 - 指名委員会、監査委員会、報酬委員会(特例法21の33)
 - 委員会設置会社であることは株式申込証の記載事項である。(特例法21の33)
- 大会社の重要財産委員会制度の導入(特例法1の3)
 - 重要な財産の譲渡、譲受(260) 多額の借財(260)のみを委任可能(特例法1の3)
- 現物出資等の専門家の価格証明制度(173)
 - 弁護士、公認会計士、税理士等の証明可(173)
 - 但し、実際の価格との不足額填補責任がある。(197)
 - 目的物は不動産とは限らない。(旧173)

- 所在不明株主の株式売却制度の創設（224の4）
 - 端株等の買増制度の導入（特例法2）
 - 取締役の不確定報酬の決定内容明文化（269）
 - 定款の定めによるみなし大会社制度の導入（特例法2）
 - 貸借対照表等の総会承認不要（特例法16）
 - 委員会設置会社、重要財産委員会設置が可能
 - 有価証券提出会社の連結決算制度の導入（特例法19の2）
 - 資本減少手続の明確化（375）
 - 株式会社の債権者保護手続きの拡充
 - 貸借対照表の公告またはインターネット公告の義務付け
 - 会社分割、資本減少、合併では登記添付書類となる。有限会社では不適用。（374no4、374の20、376、412、有63の6）
 - 外国会社の営業所設置義務の撤廃（479）
 - 但し、日本における代表者の登記義務はある。（479）
 - すべての代表者の退任には、債権者保護手続きが必要。退任登記が効力発生の要件となる。（483の3）
- ・平成15年法律第8号（H15.4.1施行）
- 税制改正による登録免許税の改正
 - 仮登記について

脚 注

- i エンジェル：リスクのあるベンチャー企業に投資する個人投資家。その多くは自ら起業家として成功した資産家であり、次なるベンチャー企業を育成したいという意識がある。（ベンチャー創造の理論と戦略（ジ・エフ・A・ティーンズ）465頁）
- ii ベンチャーキャピタル：高い潜在的可能性と効率の投資収益を期待できる事業（いわゆるベンチャー企業のこと）の起業家に資本とその他の資源を提供する組織。（ベンチャー創造の理論と戦略（ジ・エフ・A・ティーンズ）471頁）。日本ではジャフコ（東証一部上場企業）が最大手で、銀行、証券、生保、損保の大手金融機関の子会社が多い。独立系の組織も存在する。資金だけでなく、人的支援、物的支援を行う組織もある。
- iii グリーンシート：1997年に日本証券業協会が創設。一期分の財務諸表について監査を受ける必要がある。基準が低く、投資家にとってリスクがあるが、急成長が見込めるベンチャ

一企業等の資金調達の間となっている。

iv エージェンシーコスト：株主（企業価値の最大化）と経営者の間（私的利益の追求）には利害関係の不一致が存在する。この経営者の私的利益の追求を防止できないと、企業価値の低下＝エージェンシーコストが発生する。

v 会社法 第三版 神田秀樹著 弘文堂（2002年11月） 36頁

vi H14.11.26東京地裁の判例では、海外の親会社から付与されたストックオプションの利益が一時所得と認定されている事例がある。今後、国内と海外からのストックオプションの取り扱いについて整合性が取られ変更される可能性がある。

vii VEC資本政策実務ガイド 第4章より (<http://www.vec.or.jp>)

・参考文献

- ・ レクチャー会社法 法律文化社 2002/ 9 黒田清彦 他 5 名
- ・ 会社分割の実務 税務経理協会 2001/ 7 新川大祐
- ・ 会社法 東洋経済新報社 2002/ 1 長瀬範彦
- ・ 改正会社法 弘文堂 2002/ 4 近藤光男 他 1 名
- ・ 会社法 弘文堂 2002/11 神田秀樹
- ・ 改正商法のしくみ PHP研究所 2002/ 4 小林英明
- ・ 株式交換・移転の会計税務 中央経済社 2000/ 4 新日本監査法人編
- ・ 会社法の基礎 中央経済社 2003/ 4 藤田祥二 他 1 名
- ・ 最新会社法 中央経済社 2001/ 2 近藤光男
- ・ 会社法のしくみ 東洋経済新報社 2003/ 1 浜辺陽一郎

・ 参考にしたホームページ

- ・ 法務省 (<http://moj.go.jp>)
- ・ UFJキャピタル (<http://www.ufjcapital.co.jp>)
- ・ VEC (<http://www.vec.or.jp>)