

長期保有株主を優遇する議決権行使制度

～tenure votingまたはtime-phased voting～

福本 葵

1 はじめに

二〇一一年に出版された『リーン・スタートアップ』は、企業のスタートアップの方法論を示しベストセラーとなった。二〇一八年一月、著者エリック・リースは、本書でも言及しているLTSE (Long term stock exchange, 以下、LTSE) の開設をSECに申請した。申請は、二〇一九年五月一〇日、SECによって承認された。⁽¹⁾

この取引所に上場する企業は、保有年数に比例して増加する議決権の制度を採用する必要がある。この制度は、tenure voting, time-phased voting (TPV) またはtime phase voting structure (以後、tenure voting) 等と呼ばれているが、新しい制度であるため、呼称は定着していないようにも見える。

アメリカでは、一九八〇年代からtenure votingを採用する企業が現れ、これらの中には現在も継続中のものもある。また、日産とルノーのアライアンスにおいて、度々取沙汰されているフランスのフロランジュ法における二倍議決権は、tenure votingの一形態である。日本においては、tenure votingの例はないが、長期保有株主優遇型優待制度を設けている会社は一五〇〇社もあり、その数は増加傾向にある。⁽³⁾

本稿では、LTSEとはどのようなものか、LTSEが採用しようとしているtenure votingとは何か、tenure votingはどのようにして生まれたか、tenure votingはmultiple class stockの一種であるが、これとは何かについて紹介、考察を行いたい。

2 LTSEとは何か

現在申請中のLTSEとは如何なるものであろうか。

LTSEの創設者で最高経営責任者は、二〇一一年に出版された『リーン・スタートアップ』の著者エリック・リースである。出資者には、PayPalの創業者ピーター・ティール、NCSA MosaicとNetscape Navigatorの開発者であるマーク・アンドリーセンなど著名な起業家が名を連ねている。

二〇一八年一月三〇日、LTSEはSECに取引所法六条に基づく証券取引所の登録を求めて、一九三四年取引所法に基づくForm1を申請した。⁽⁴⁾ 取引所開設の申請は、二〇一九年五月一〇日、SECによって承認された。⁽⁵⁾

LTSEに上場する企業はtenure votingの採用など、長期的観点に立ったいくつかの条件を満たさなければならぬ。これによって、上場企業は、長期投資家との関係構築に集中することができ、短期主義的な投資家からの圧力を気にせず上場できるようになると説明されている。LTSEは、既に計七〇ほどの投資家から一九〇〇万ドル（約二億三〇〇〇万円）を調達したと述べている。⁽⁶⁾ LTSEはデラウェア州会社法に準拠する会社であり、そのすべての株式は、LTSE Holdings, Inc.が保有する。

LTSEに上場する企業は、以下の要件を満たさなければならない。

- ① 株主が株式保有の期間の長さに比例した議決権を有する。
 - ② 役員への短期的なインセンティブ付与の制限（例えば、役員賞与を期間一年未満の業績目標に連動させることはできない。また、役員報酬が自社株報酬の場合、最低五年が経過しなければ株式は付与されない。）
 - ③ 自社株買いの影響を明確に示す等、追加的な情報開示
 - ④ ガバナンスや持続可能性の問題に焦点を当てる取締役会レベルの長期的な製品および戦略委員会の設置
 - ⑤ 四半期開示は、SECが義務づけているもの、法的に定められたものに制限される。ほとんどの会社は年一回の開示によるため、企業は長期的な進捗状況が評価されることになる。
- このようにLTSEの特徴は、短期主義的投資家の圧力を排除し、長期投資家との関係を重視した経営を目的としている点にある。特に、株式の保有期間の長さに比例したtenure votingの採用については、アメリカやヨーロッパにおいて、近年議論の対象となっている。
- tenure votingとは、長期の株主に対し、短期の株主よりも多くの議決権が与えられる制度であるが、これを検討する前にtenure votingを含めたmultiple class stockについて、若干の考察を試みたい。

3 multiple classes of stockの問題か

(1) multiple classes of stockとは何か

multiple classes of stock, multiple share classes等、呼称は複数あるが、これらは二種類以上の種類株式を発行することをいう。この中でも、特にDual Class Stock (DCS)という場合には、通常、単に二種類の株式を発行することを指すのではなく、一株一議決権を有する普通株式を上場させ、創業者やインサイダーに対して複

多数議決権株式が与えられることが多い。複数議決権株式は、原則として譲渡はできず、仮に譲渡する場合、普通株式に転換される。近年では、期限付きのものも増えている。この場合、更新には株主総会決議が必要である。

(2) multiple class stock 株式のようにして生まれたか

世界初の株式会社は、一六〇二年のオランダ東インド会社であるとされているが、オランダ東インド会社は、株主による「総会」たるものを持っていなかった。法人格は特許制度で付与され、株式の大きさについては、各人が『好むところの金額』を投資した。従って、その額の大きさは種々雑多であり、そして、それに対して、それぞれ一括的な「受領書」を発行した。⁽⁷⁾つまり、株式は均一な単位的持ち分を示すものではなかった。

オランダ東インド会社における取締役は、その氏名が特許状に指名された。取締役の地位は、機関よりはむしろ身分であったとされる。後に設立されたオランダ西インド会社においては、「一般出資者」によって取締役を選任するという東インド会社よりも民主的な方法で行われることになった。⁽⁸⁾

出資額に比例して議決権が与えられる「総会」は、イギリス東インド会社がクロムウェルによって改組される一六〇〇年代後半に登場する。イギリスの設立趣意書の規定には、『各出資者は総会に出席し、その出資額に従って、投票し、資本と経営の管理を支配する。すなわち、五〇〇ポンドごとに一票の権利が与えられる。』とされる。⁽⁹⁾

しかし、その後も一株一議決権は必ずしも標準ではなく、特にコモン・ローの国では、一人一議決権が一般的であった。一株一議決権が標準となるのは、資本金が企業価値を左右する一九世紀中葉になってからである。また、一九世紀後半、大衆投資家の登場に伴って、企業支配権の不安定化が増加することになる。この対抗措置と

して採られたのが一株一議決権であった。⁽¹⁰⁾

一九世紀アメリカにおいては、NYSEが一株一議決権以外の株式の発行を禁止したが、ゴールドマン・サックスの尽力によって、一九五六年一月にNYSEに上場したフォード・モーターズは劣後議決権株式 (inferior voting rights) を発行し、フォード一族が議決権の四〇%を持つB株式を保有し、他の株主には議決権の六〇%を持つA株式が割り当てられた。これによって、フォード一族は五・一%の出資によって支配権維持が可能となった。⁽¹¹⁾

multiple class stockの一形態であるDCSは、歴史的にはニューヨークタイムスやダウジョーンズ、ワシントンポストなどのメディア企業が発行しており、そのため、メディア企業を保有する一族はメディアの独立性を確保することができている。その後、敵対的買収と取引所間競争の激化から、NYSEにおいてもmultiple class stockが認められるようになった。

multiple class stock、特にDCSは、機関投資家の売買が短期化している一方で取締役会に対する影響力は増している状況下における過度な短期主義の批判から生まれた。制度の採用によって、会社に対する短期的投資家からの圧力を排除できる。また、経営者を優遇する議決権行使システムは、長期的な価値の最大化を目標として、経営陣に自社を運営する自由を与えるものと解されている。

(3) multiple class stockの現在

① multiple class stockを持つ会社

フォード・モーターズやマスメディアから始まったDCSは、最近では、Alphabet (現Google) がIPOの

際にこの構造を利用した。Facebook, Alibaba, Ftitbitなども採用している。Alibaba CEO, Jack Maは、当初、香港証券取引所での上場を検討したが、DCSの発行が禁じられていた香港証券取引所での上場をせずに、二〇一四年NYSEに上場した。⁽¹²⁾

DCSを発行する会社は、IT企業が多い。一九世紀に資本力が企業価値を左右するようになったため、一株一議決権が発展したと前述したが、IT企業の場合は、企業価値を左右するものが資本力ではないことの表れであらう。

二〇一八年一四〇社のIPO（全体の二四六社から外国企業などを除く）のうち、一二五社（八九％）が一株一議決権であるが、残りの一五社（一一％）がDCSなどの一株一議決権以外の株式を発行する会社である。multiple class stockのうち、EVO Payments（三年）、Bloom Energy（五年）、Smartsheet（七年）、Eventbrite and Zuora（一〇年）の五社の会社は、時間的なサンセット条項を設けている。⁽¹³⁾

このような株式の発行は、IPO前またはIPOと同時になければならぬというのが、NYSEの解釈であり、既に発行されている株式の議決権を減らすことはできないと解釈されている。⁽¹⁴⁾

② 投資家の反対

DCSおよび無議決権株式の採用に対して、特に機関投資家が懸念を持っている。DCSは、議決権を内部者に集中させることによって、経営者を株主の監視監督から隔離するからである。

ISSやGlass Lewisなど議決権行使助言会社はこれらの採用に反対しており、また、S&P500はその主力指数からDCSを発行している企業を排除することを決定した。

投資家のインセンティブが会社や他の投資家のインセンティブと完全に一致するためには、議決権がその会社における経済的利益と緊密に連携するべきであり、一株一議決権の制度が用いられるべきだとしている。貸株制度やデリバティブを用いたエンプティボーディングに対しても同じ批判が当てはまる。

4 tenure votingとは何か

(1) 二類型のtenure voting

tenure votingとは、長期保有の株主に対して、より多くの議決権が付与される制度である。これには、低↓高型と高↓低型の二種類あり、前者は一株一議決権からスタートし、保有期間が長くなればなるほど、多くの議決権が与えられるタイプのものを指す。後者は、例えば、最初は一株につき三議決権が与えられ、株主がその株式を売却すると一株一議決権となる、新たな株主が株式を保有し続けると元の一株三議決権に回復する、といったものを指す。どちらにしても、長期保有株主には、短期保有株主よりも多くの議決権が与えられる。追加議決権は、保有者が誰であるかを問わず、一株ごとに与えられる。

tenure votingには様々なモデルがあるが、基本原則は、企業の意思決定に対する議決権をより多く長期株主に与えること、および、長期投資家になるインセンティブを投資家に与えることにある。⁽¹⁵⁾

(2) tenure votingのメリットとして挙げられるもの

株式を保有することのできる株主が、創業者やインサイダーに限定されているDCSに比して、保有期間によって議決権が増加するtenure votingの仕組みは、創業者のみに有利に働くのではなく、株式を長期に保有する、多

くの場合大規模な機関投資家にとっても、会社の意思決定により影響を及ぼすことができる。長期に株式を保有していれば、どのような株主にでも追加の議決権が付与されるので、長期株主と経営陣の利益が衝突する場合も考えられる。この点でDCSよりも経営者に対する監視、監督は強まる。DCSと異なり、創業者はこの制度下で統制を維持し続けることが難しくなる。また、長期保有株主と短期保有株主の利益が衝突する場合には、長期保有株主にとって有利に働く。

tenure votingはDCSと同様、一株一議決権では回避することのできない短期売買株主の圧力を回避することが可能となる。付加的な議決権は、長期に保持すれば誰にでも与えられるため、状況によっては、株主に対し売却するよりも保持するインセンティブになり、長期的な価値に重きを置いている株主を引き付ける。このような株主は長期的な経営の見通しを詳細に調べ、評価するので、長期的利益を求める企業と利益が一致することが多い。

(3) tenure votingの現在

① tenure votingを持つ会社

tenure votingは一株一議決権とDCSの中間的性格を持つが、それはtenure votingがDCSの批判から生じたものであるからである。DCSは短期売買をする投資家主導となっている市場に対する揺り戻しの議論の末、生じたようにtenure votingも短期売買偏重の市場に対する批判から生まれたが、同時に創業者に偏り過ぎるDCSに対する批判からも発生したものである。

tenure votingの第一号は、敵対的買収に対抗して、一九八五年四月、コーヒー、ジャム、ゼリー、ピーナツ

ツバターを製造販売する食品加工会社大手、J.M. Smucker Co.によって採用された。J.M. Smucker Co.は現在も継続してtenure votingの制度を採用している。J.M. Smucker Co.のtenure votingは、一株につき一〇議決権であり、譲渡すると一株一議決権に戻る。その後、四八ヶ月保有すると一〇議決権に戻る。DCSと同様、既に上場している会社がtenure votingを採用することは困難である可能性が高いため、これらを採用するには、IPOの前かIPOと同時である可能性が最も高いと考えられる。

アメリカでは、Aflac, Inc. & J.M. Smucker Co.など現在tenure votingを採用している会社がいくつもある。日産とルノーのアライアンス問題で度々組上に載るフランスのフロランジュ法も二年以上保有する株式に二倍の議決権を与えるものであり、tenure votingを採用している。フランスは株主総会の特別決議で排除しなければ原則採用することとなっているが、イタリアでは、原則と例外が反対で、株主総会決議で、採用することができる。

アメリカにおいてtenure votingを採用している会社は多くない。過去三〇年間で採用した会社は一二社である⁽¹⁶⁾。

例えば、一九八五年からtenure votingを採用しているAflacは、

表1 tenure voting実施企業

会社名	現状
Aflac Inc.	継続中
Carlisle Companies Inc.	継続中
CenturyTel Inc.	1991年廃止
Milacron Inc.	2003年廃止
Church & Dwight Co., Inc.	2003年廃止
J.M. Smucker Company	継続中
Potlatch Corporation	2005年廃止
Pioneer Hi-Bred International, Inc.	DuPontがQuakerを取得した1999年に廃止
Chemical Corporation	継続中
Roper Industries, Inc. ("Roper")	2006年廃止
Shaw Group Inc. ("Shaw")	2007年廃止
Synovus Financial Corporation	継続中

(出所) David J. Berger, Steven Davidoff Solomon, Aaron Jedidiah Benjamin, *Tenure Voting and the U.S. Public Company*, March 1, 2016

定款で、総会基準日前の四ヶ月以上、継続して同一の株主が保有している記録があれば、一株につき一〇議決権が与えられ、そうでなければ、一株一議決権であることが規定されている。

相続や信託による株式の受益者への分配などは、譲渡人と同じ実質的所有者であるとされ、既存の株式に対する株式分割、株式配当、またはその他の分配の直接の結果として取得された株式は、原株式が取得された日から継続的に取得および保有されていると解されている。また、ストックオプションの行使に従って取得した普通株式は、オプションが付与された日に取得されたものとみなされる。

ストリートネームで保有されている普通株式は四ヶ月未満保有の短期株主と推定され、この推定が反証を覆さない限り、一株一議決権となる。⁽¹⁷⁾

(4) tenure votingの実務的懸案事項

① 実質的株主の特定

tenure votingの大きな課題は会社の実質的株主を特定する難しさにあった。ストリートネームで保持されている株主の場合、株主名簿上の株主と株式の実質的所有者とは一致しない。実質的な所有者を追跡することにおける管理上の負担と費用が掛かり、tenure votingの配分に混乱を招くので、tenure votingは採用できないとする会社もある。Roperは四年以上保有している株式一株につき五議決権が与えられるtenure votingを採用していたが、二〇〇六年、同制度を廃止した。廃止の際、proxy statementには、廃止理由の一つに「実質株主の変更があったかどうか判断することが難しい」⁽¹⁸⁾ことを挙げた。

前述のAflacの⁽¹⁹⁾tenure votingでは、ストリートネームでの保有者はひとまず短期保有株主とみなし、

会社は実質的株主が長期保有株主であると追跡し証明する責任をストリートネーム保有者に転嫁する。

② ブロックチェーン

株主追跡の方法として、注目されているのが、仮想通貨取引に利用されている、ブロックチェーンの技術である。ブロックチェーン技術では、機関投資家および個人投資家は、ストリートネームではなく直接、実質的株主の名義で保有されるデジタル証券を売買することができるインターフェースを利用することになる。デジタル証券取引は所有者台帳 (proprietary ledger) と呼ばれる電子的なデータベースに記録され、公開される。

取引参加者は、ほぼリアルタイムに、いつでも特定の証券の実質的所有者の履歴にアクセスできる。証券の所有者が誰であるか、どのくらいの期間保有しているか分かる。また、ストリートネームを使用しないため、この制度を利用して実質的株主が短期保有株主であるという推定は不要となる。また、ブロックチェーンの検証システムは、誤りや詐欺を見つけ出すことができる。

しかし、その一方で、ブロックチェーンには様々な問題点も指摘されている。まず、これまでも仮想通貨取引でいくつか例があるように、取引をブロックチェーンに入力する権限を持つ者がこの権限を乱用する恐れもあり、また、第三者によるハッキングなどセキュリティの問題もある。

5 おわりに

本稿では、主に、長期保有株主に追加的議決権が与えられるtenure voting (time-phased voting, time phase voting) について紹介した。これは、Facebookや現在のGoogleが採用したDCSと一株一議決権株式の中間的

な性質を持つものとして登場した。しかし、これを採用している会社はあまり多くはない。実質的所有者が株主名簿上の株主ではないストリートネームが主流のアメリカ証券市場において、どの株主が長期株主であるかを特定することが困難であることが、その大きな理由である。

このような課題を解決するものとして、ブロックチェーンの技術が注目されている。ブロックチェーン技術の発展によって、株主は直接、所有者名義で株式を所有することができるようになり、誰が長期株主であるかを特定することが、容易かつ安価になると期待されている。

短期株主よりも長期株主を優遇するtenure votingやそのために役立つとされているブロックチェーン技術についても賛否両論ある。しかし、技術の発展によって様々な問題が解決できれば、tenure votingを採用する会社が増える可能性もある。実際に、原則採用されているフランスのフロランジュ法における二倍議決権はtenure votingの一例である。これから増加する可能性のあるtenure votingの制度について考察することに意義があると考ええる。

* 本研究は平成三一年度日本学術振興会科学研究費基盤研究(〇)17K03496の助成を受けたものである。

注

- (1) Heather Somerville "U. S. regulators approve new Silicon Valley stock exchange" Reuter business news May 11, 2019 (https://www.reuters.com/article/us-usa-sec-siliconvalley/u-s-regulators-approve-new-silicon-valley-stock-exchange-idUSKCN1SG2IK_110119年五月一九日最終閲覧)
- (2) Roper Indus., Inc., Proxy Statement (Form DEF 14A), at 26 (May 1, 2006) (file no. 1-12273)

- (3) 「株主優待、最多の一五〇〇銘柄―長期保有優待型が三割に 個人投資家取り込む」日経新聞朝刊東京本社版 二〇一九年三月一二日
- (4) Securities and Exchange Commission (Release No. 34-84709; File No. 10-234) November 30, 2018 (<https://www.sec.gov/rules/other/2018/34-84709.pdf>; 二〇一九年五月一九日最終閲覧)
- (5) Securities and Exchange Commission (Release No. 34-85828; File No. 10-234) May 10, 2019 (<https://www.sec.gov/rules/other/2019/34-85828.pdf>; 二〇一九年五月一九日最終閲覧)
- (6) Alexander Osipovich and Dennis K. Berman, *Silicon Valley Vs. Wall Street: Can the New Long-Term Stock Exchange Disrupt Capitalism?*, Wall Street Journal, October 16, 2017
- (7) 大塚久雄『株式会社発生史論』三七一頁(岩波書店、一九六九年)
- (8) 大塚・前掲注7『株式会社発生史論』四二三～四二四頁
- (9) 大塚・前掲注7『株式会社発生史論』四九七頁
- (10) 伊牟田敏充「株式会社の史的発展」一〇七頁『証券経済講座』(東洋経済新報社、一九七一年)
- (11) Howell, J. M. *Essays on the U.S. Dual-Class Share Structure*, 4, The University of Georgia (2009). 川合一郎「株式会社と信用制度」三五～三六頁『証券経済講座』(東洋経済新報社、一九七一年)
- (12) 二〇一八年四月二四日、香港証券取引所は普通株より議決権が多い種類株を発行する企業の上場を認めると発表し、四月三〇日から新たなルールを適用した(「香港取引所、「種類株解禁」発表 革新企業上場を」日本経済新聞 二〇一八年四月二四日) 二〇一八年七月九日、中国のスマートフォン最大手、小米(シャオミ)は香港証券取引所上場したが、同社は、香港証券取引所に上場する複数議決権発行会社の第一号となった(「もっと企業を」焦る取引所

- 相次ぐルール緩和 カネ余りの時代 企業と市場の溝 (中) 日本経済新聞 二〇一八年八月二十九日)
- (13) Council of Institutional Investors, *Dual-Class IPO Snapshot: 2017-2018 Statistics*, January 5, 2019 (<https://www.cii.org/files/2018Y%20IPO%20Stats%20for%20Website%20FLLP.pdf>, 二〇一九年五月一九日最終閲覧)
- (14) Nasdaq Rule 5640; NYSE Rule 313.00; NYSE MKT Company Guide § 122
- (15) See David J. Berger, Steven Davidoff Solomon, & Aaron Jediah Benjamin, *Tenure Voting and the U.S. Public Company*, 72 BUS. LAW. 305 (2016)
- (16) See Lynne L. Dallas & Jordan M. Barry, *Long-Term Shareholders and Time-Phased Voting*, 40 DEL. J. CORP. L. 513 (2016)
- (17) Allac Incorporated, Notice of 2019 Annual Meeting of Shareholders and Proxy Statement Monday, May 6, 2019, 7
- (18) Roper Indus., *supra* note 2, p26

(70)

参考文献

注で挙げたものその他

- ・ Edelman, P. W. Jiang, and R. Thomas, *Will tenure voting give corporate managers lifetime tenure?* European Corporate Governance Institute Law Research Paper N. 384 (2018)
- ・ James D. Cox, *Equal Treatment for Shareholders: An Essay*, 19 *Cardozo Law Review* 615-635 (1997)
- ・ 福本 葵「長期保有株主に対する優遇策」証券経済研究 第九四号 七七〜九二頁(二〇一六)
- (ふくもと あおい・客員研究員)