

長期保有株主優遇策としての種類株式

福本 葵

1 はじめに

今年七月トヨタ自動車がA A型種類株式を発行した。A A型種類株式は、中長期的株主層の形成、研究開発投資資金が業績に寄与する期間と投資期間を合わせた投資機会の提供を目的とするものであると発表されている。また、昨年二月二〇日、経済財政諮問会議に提出された「持続的成長を支える中長期の安定した投資の推進に向けて」と題する資料には、中長期投資を促進するための提案の一つに種類株式の積極的利用が挙げられている。

会社法は種類株式の発行を認めてはいるがこれまでの発行事例は多くはない。また、これまで発行されてきた種類株式は株主間で議決権に差異を設けるものが多かった。昨年の経済財政諮問会議の議論やトヨタ自動車のA A型種類株式の発行は、中長期的な株主に対する優遇、中長期的な個人投資家の取り込みを目的とするものであり、これまでとは異なる目的での種類株式の発行であるといえる。

イギリスのケイ・レビューや欧州委員会の株主権利指令のように、金融危機の後、ショート・ターミズムの批判から長期的投資を促進しようとする議論は各国で見られる。フランスにおいては昨年フロランジュ法が制定された。フロランジュ法は二年以上保有する株主に普通株式の二倍の議決権を付与するものである。

そもそも、長期保有株主を優遇すべきかどうかについては、賛否両論ある。長期保有株主を優遇すること、特に長期株主に多くの議決権を付与することは、主要株主の利益を保護し、少数株主や長期のパフォーマンスには

悪影響であるとする反対論は根強い。また、フロランジュ法は長期保有株主保護よりも政府による企業経営に対する介入の意味合いが強いと考えられ、制定の際は機関投資家からの反対が強かった。また、欧州株主権利指令についても改正案は可決されたものの、僅差であり、さらにそこで挙げられている長期保有株主優遇策の一つ一つについても反対意見が挙がっている。日本においては、持ち合いという株主構造の特殊性からも諸外国とは異なる議論がある。

本稿では、長期保有株主優遇策についてどのような議論があるか、その一つとして提案されている種類株式とはなにか、トヨタのA A型種類株式はどのようなものかについて見てゆきたい。

2 種類株式発行事例

今年七月発行されたトヨタのA A型種類株式以外にも種類株式の発行には、いくつかの例がある。二〇〇一年、ソニーが子会社（SCN、現ソネットエンターテイメント）の業績連動型株式であるトラッキングストックを発行した。当該株式の配当は、子会社に連動するが、議決権はソニーの普通株式と同様であった。また、国際石油開発（現国際石油開発帝石）は、拒否権付種類株式、いわゆる黄金株を発行し、これを政府が保有している。種類株式が上場されている例としては、伊藤園の配当優先無議決権株式がある。当該種類株式は同社普通株式と同様に東証一部に上場している。

また最近耳目を集めた例に、介護用ロボットを開発するサイバーダイイン社の複数議決権種類株式がある。これは、B種類株式といい、創業者である筑波大学の山海教授および二つの財団法人のみが持つもので、普通株式の一〇倍の議決権が付与されている。山海教授が死亡した時には、死亡の日から九〇日を経過した日にB種類株式

の全部が普通株式に転換される仕組みとなっている。同社の製造する介護用ロボットの平和目的以外の転用を防止する必要性と山海教授が経営に安定して関与することが株主利益の観点から必要であると説明されている。

アメリカでは、フェイスブックやグーグルがDual Class Sharesを発行している。これはサイバーダイナ社と同じく創業者や経営者に議決権を多く持たせる複数議決権株式である。こうした株式をDual class shareやDual class stockと呼び、この構造をDual class structure（以下、DCS）と呼ぶ。Dual class shareを発行する株式会社は社が上場することができるかは、各国の法制によって異なる。中国の電子商取引大手のAlibaba Group Holdingは香港証券取引所ではなくニューヨーク証券取引所で上場した。Dual Class Sharesを発行することによって、現経営陣は経営権を維持しつつ市場から資金調達ができる。Dual Class Sharesを発行する会社では、普通株式を上場し、議決権の多い種類株式を非上場として創業者などが保有する。

DCSは一株一議決権の原則からは逸脱する、株主によるガバナンスが十分に發揮されない等の批判もある。複数議決権種類株式の発行は、「企業価値の最大化（経済の発展）と株主平等原則（資本市場の健全性）のバランスを、どうとるかという、強い政策的な意味合いを持つ⁽¹⁾」と言われている。

複数議決権種類株式に対しては、取引所の規制のあり方が重要となる。IPO時に既に複数議決権種類株式が発行されており、その事実と種類株式に付された権利が有価証券届出書等で開示されている場合と、普通株式を上場している会社が定款変更して複数議決権種類株式を発行する場合とは、おのずと規制の方法が異なってくる（SEC規則19C-4⁽²⁾）。

IPOの際に既に複数議決権種類株式が発行されている場合、投資家はその事実を判断して投資することを決めるが、普通株式を上場している会社が新たに複数議決権株式を発行する場合、既存の株主の利益を害しないよ

う発行を規制することが必要となる。

3 種類株式とは何か

そもそも種類株式とは何であろうか。会社法の規定では、会社は、一〇八条に定める事項について、内容の異なる二種類以上の株式を発行することができる。第一項第一号の剰余金の配当について異なる種類株式とは、いわゆる普通株式に優先して配当を受け取ることのできる配当優先株式や反対に普通株式に劣後する劣後株式（後配株式）などがある。先述の伊藤園の発行する配当優先無議決権株式やソニーのトラッキングストック、トヨタのAA型種類株式は、剰余金の配当について、普通株式とは異なる性質を有している。

会社法一〇八条第一項第三号には、「株主総会において議決権を行使することができる事項」について異なる種類株式を発行できることが規定されている。完全無議決権種類株式や複数議決権種類株式等が挙げられる。完全無議決権種類株式のみを保有する株主には、株主総会の招集通知等を発送しないで済むため、費用を削減できる。また、これを先に述べた配当優先株式とすることで、会社の経営には興味が無いが、インカムゲインには興味のある株主からの投資を期待できる。伊藤園の発行する配当優先完全無議決権種類株式はこの例である。

一方、先に述べたサイバーダイン、フェイスペインクやグーグルのように株式市場での資金調達をしつつ、創業者である経営者の経営の安定を図りたい場合には、複数議決権種類株式が発行される。これらの会社では、上場する普通株式の一〇倍の議決権が付与された種類株式を経営者等が保有している。このような株式の発行については、「過少投資による会社支配」とする批判もある。

4 トヨタのA A型種類株式

(1) A A型種類株式発行の決定

トヨタのA A型種類株式は、剰余金の配当、残余財産の分配、譲渡制限、取得請求権について、普通株式とは異なる性質を有する。発行当初より剰余金配当の率が決まっており、また、発行価格でトヨタが買い取る事が約束されている。社債に近い性質を持つ。一方、議決権に関しては、普通株式と同じ内容の権利を有する。発行の目的は、中長期的株主層の形成、研究開発投資資金が業績に寄与する期間と投資期間を合わせた投資機会の提供としている。

第一回A A型種類株式の発行規模は、五〇〇万株を上限とし、各回号を合計したA A型種類株式全体の発行規模は、発行済株式総数の五%未満(一億五〇〇万株)を上限とした。また、発行後は、A A型種類株式発行数と同数の自己株式を取得し、発行済株式総数を増加させないとした。また、発行価格は、ブックビルディング方式で決定し、発行価格等決定日の普通株式の終値の一二〇%以上と発表した。A A型種類株式発行を承認したトヨタの株主総会は六月一六日行われ、七五・二一%賛成を得て可決された。⁽³⁾七月二日、実際の発行価格を同日終値に三割上乘せした一万五九八円に決定し、四九九二億円分を発行すると発表した。販売は野村證券のみで行われ、個人投資家を中心に多くの申し込みがあったとされる。⁽⁴⁾

(2) A A型種類株式の自益権および投下資本回収方法

A A型種類株式は、累積型非参加型配当優先株式の性質を持つ。累積型とは、全事業年度に予定の配当額に達しなかった場合には、翌事業年度にその不足額が持ち越されるものであり、非参加型とは、優先配当分を受領し

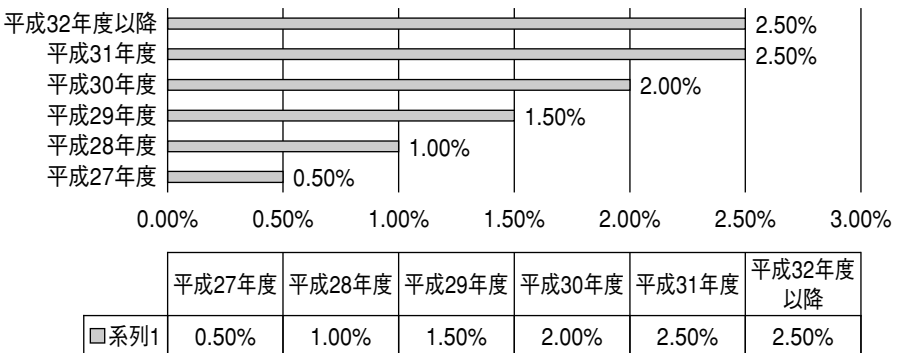
た後に、普通株式とともに残りの配当には与れないタイプの配当優先株式を言う。この点でも社債に近い性質を持つ。また、残余財産の分配については、債権者より劣後し、普通株式には優先する。配当額は発行価格に配当率で計算される。配当率はスライド式である(図1)。平均すると普通株式を下回る。

A A型種類株式は譲渡制限付非上場株式である。市場では売却できず概ね五年は処分できない。五年を超えると対価を金銭または普通株式とする取得請求権が株主にある。また、五年を超えると会社も発行価格を取得価格とする強制取得ができる。

(3) A A型種類株式の議決権

A A型種類株式の議決権は普通株式と同様一〇〇株につき一つ(単元株一〇〇株)である。トヨタの株主総会は普通株式の株主と種類株主の株主との両方で構成される。種類株式発行会社の場合には実際に種類株式が発行されるか否かに関わりなく、定款で何も定めなければ、さらに、種類株主で構成される種類株主総会開催の必要がある。トヨタの場合、定款に定めなければ、普通株式の株主およびA A型種類株式の種類株主の両方で構成される株主総会と普通株式の株主のみの種類株主総会、A A型種類株式

図1 AA種類株式の配当



(出所) トヨタ自動車「AA型種類株式に関する説明資料」より作成

の株主の種類株主総会の三回を開催しなければならない。会社法には普通株式という概念はなく、いわゆる普通株式の種類株式の一つになる。しかし、「法令に別段の定めがある場合を除き」種類株主総会の決議を必要としないことを定款に定めれば種類株主総会開催の必要はない。トヨタは法令に別段の定めがある場合を除き種類株主総会の決議を必要としないこととした。

5 海外での議論

日本において、種類株式発行はこれまであまり活用されてこなかった。また、先の例で見たようにこれまで日本で発行されてきた種類株式は株主総会における議決権について株主間で差異を設ける議決権制限種類株式が多かった。従って、種類株式に関する議論も一株一議決権の原則との関係で論じられるものが多かった。しかし、近年、長期保有株主優遇策の一つとして、種類株式を利用できないかとする議論が各国で持ち上がっている。

金融危機後、ショート・ターミズムに対処するために、長期保有株主を優遇するべきだとする議論が盛んになった。イギリスでは、ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス（LSE）のジョン・ケイ教授が、政府からの委嘱を受け、イギリスの株式市場の構造上の問題や企業の行動、コーポレートガバナンスについての調査・研究を行った。ケイ教授は二〇一二年七月に最終報告書を発表した。⁽⁵⁾この通称ケイ・レビューにも以下のように記されている。

「回答者の中には、長期保有投資家が取引の際に明白な恩恵を与えられるべきであるとするものもある。有価証券取引税の軽減が提示されているが、多くの投資家にとって、税制の優遇はあまり関係がないように思われる。

また、他の回答者は、一定期間株式を登録した者に対して、異なる議決権を付与する方法を挙げている。これは一般的または敵対的買収者が現れた時のルールである。これを法制化する方法は検討されるべきである。

イギリスでもアメリカでも議決権に関して異なる種類株式を発行することは、今でも可能である。GoogleおよびFacebookはこの構造を利用し、創設者が少ない株数で多くの議決権を保有している。この方法が採用されなかったらIPOは不可能であっただろう。

しかしながら、イギリスの機関投資家の中には、複数議決権株式に強く反対する者もある。ABI (Association of British Insurers、イギリス保険協会) は以前よりこの構造に反対し、イギリス上場株式に複数議決権株式の実質的な制限を導入するスタンスを取っている。この問題については、引き続き調査、議論の対象とする必要がある。少数株主を害することなく、献身的な株主を優遇する措置を与えるべく挑戦する必要がある。」としている。

欧州においても横断的に長期株主優遇策が議論の俎上に載せられている。短期的な投資が増加したことによって、株主が取締役の意思決定や行動の責任にあまり興味を示さなくなった、また、経営者も短期的な利益を追求する傾向にあるとの議論がある。欧州委員会の株主権利指令 (Shareholder's Rights Directive) の改正案には当初なかった長期株主優遇策が追加された。二〇一五年五月七日、欧州法務委員会が一〇対一三の僅差で支持した改正案では、長期保有株主に対する優遇策として、追加議決権、税制上の優遇措置、ロイヤルティ配当 (loyalty dividend) やロイヤルティ株式 (loyalty share) の付与がなされる形をとること、これらの措置は二年以内に行われることを義務付けている。⁽⁶⁾

6 日本における長期株主優遇策

日本においても、二〇一四年八月発表の「持続的成長への競争力とインセンティブ」企業と投資家の望ましい関係構築」プロジェクト、いわゆる伊藤レポートの最終報告書に、日本においては中長期投資家層が薄いことや、長期投資を促進するための個人投資家の育成、そのための優遇策について述べられている。⁽⁷⁾ 具体的な優遇策として非課税期間や非課税枠の拡大が述べられている。

長期投資促進策として種類株式が挙げられたのは、内閣府経済財政諮問会議「持続的成長を支える中長期の安定した投資の推進に向けて」(平成二六年二月二〇日、会議資料五―一)である。ここでは「種類株の積極的活用に向けて：日本では種類株の利用が進んでいない。普及しない要因、種類株を活用して長期保有を促す措置やその実現のための対応策など、諸外国の例を参考にしつつ、経産省等で対応を検討すべき。」との記載がある。これについても、これ以上の具体的な記載がないが、本会議に先立って発表された内閣府「目指すべき市場経済システムに関する報告」目指すべき市場経済システムに関する専門調査会(平成二五年一月一日)には、「現行法上、中長期資金の調達手段として、中長期保有株主を議決権や配当で優遇する種類株の発行は可能である。」としている。但し、「…多くの投資家にとって、議決権や配当を優遇する種類株式を発行するだけでは、中長期保有のためのインセンティブとして機能しないと指摘されている。市場参加者(資金の需要または供給者)に中長期的な投資のみを促すよう誘導しようとしても、かえって市場の流動性を損なうのであれば、中長期的な投資を細らせ結果的に市場参加者の利益にならないおそれがある。」、種類株式の発行は「買収防衛策として議決権を中長期の投資家に多く与えることが用いられた場合には、株主利益最大化の観点の立場からは企業のガバナンスが低下するのではないかという懸念もある。」、しかし、「こうした懸念を払拭できるような企業価値の実現や発信

ができる企業にとつては、中長期的資金の調達手段として種類株式の発行は検討される余地がある。」としている。さらに会社法では種類株式の発行が認められていること、現行会社法上でも中長期の株主に対し、議決権や配当面において長期保有株主を優遇することは可能であることを述べている。例えば、単元株式を採用している会社において、単元の株式数を株式の種類によって異なるものとし、短期保有と中期保有の株主の間に議決権の差を設けることができるとしている。長中期保有の投資家に発行するA種類株式については、単元株式数を一株式とするが、短期保有株主には、一〇〇株を単元とするB株式を発行する、といった方法を挙げている。また、議決権行使の条件として、一定期間の株式継続保有を要求することも可能であり、配当についても長期保有株主を配当面で優遇する種類株式を発行することは可能であるとしている。

7 おわりに

金融危機後、短期主義の批判から、世界的に長期保有株主に対する優遇策が議論されるようになった。イギリスではケイ・レビューにその導入が提案された。欧州の株主権利指令も各国に長期保有株主優遇策を導入することを求めている。日本でも伊藤レポートを初め、長期保有優遇策についての議論がなされ始めている。今年七月に発行されたトヨタ自動車のA A型種類株式もこの一面があると言えよう。具体的な長期保有株主優遇策には、種類株式、優遇税制、ロイヤルティ配当、ロイヤルティ株式などがある。

本稿では、長期保有株主優遇策としての種類株式の活用についての議論を紹介した。しかし、そもそも長期保有株主優遇策を導入することに対して批判的な意見も多い。議決権行使助言会社や機関投資家の中には、長期保有株主優遇策全体についての反対論もあれば、複数議決権株式やロイヤルティ配当に対する反対論などそれぞれ

についての反対論もある。また、日本においては、持ち合いという株式所有構造の特殊性からも他国では見られない議論も想定される。これらの議論についても考察する必要がある。

長期保有株主優遇策は、短期主義の批判から始まった。欧州株主権利指令では、二年以内の実施が義務付けられており、実際にも導入する国や企業が出現している。優遇策の導入には賛否両論がある。今後も議論の積み上げが必要である。

注

- (1) 中塚富士夫「解題(特集種類株式と議決権)」「証券アナリストジャーナル」二〇一四年一月
- (2) 大崎貞和(二〇一四)「種類株式の多様化と議決権」『証券アナリストジャーナル』第五二巻二号二四頁 二〇一四年一月。加藤貴仁「議決権種類株式に関する規制の背景にあるものとは何か?―国際比較からの示唆」『証券アナリストジャーナル』第五二巻一―一六頁
- (3) 二〇一五年六月一八日付日本経済新聞
- (4) 二〇一五年七月二日付日経QUICKニュース
- (5) Patrick Bolton, Kay, J. (2012) "The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, Final Report," July 2012
- (6) <http://www.europarl.europa.eu/news/en/news-room/content/20150504IPR49621/html/Give-shareholders-more-say-on-directors%E2%80%99-pay-urge-Legal-Affairs-Committee-MEPs>
- (7) 「持続的成長への競争力とインセンティブ―企業と投資家の望ましい関係構築―」(伊藤レポート)一七頁。

(ぶくもこ あおい・客員研究員)