

2012年5月28日 全11頁

種類株を活用した新規公開

金融調査部
奥谷貴彦
是枝俊悟

[要約]

- 米国大手ソーシャル・ネットワーキング・サービス企業であるフェイスブックが新規株式公開（IPO: Initial Public Offering）を行った。同社の IPO は種類株式（以下、種類株）を活用したものである。
- 米国において種類株を活用するベンチャー企業の IPO はこれが初めてではなく、IT セクターの大型 IPO では種類株を活用する事例がある。
- 日本でも種類株を活用する IPO は条件付きで認められている。また種類株のストック・オプションに関する税制上の取扱いについても改善するなど制度上の問題も解消されてきた。しかし、依然として種類株を用いるベンチャー企業は少ない。
- 種類株の活用には投資家とベンチャー企業双方にとって、様々なメリットがある。今後、米国のようにベンチャー企業において、種類株の活用が活発化するだろう。
- 種類株の普及に向けて、より一層の制度整備の検討が必要と考える。

1 種類株を活用する米大手 SNS 企業が上場

種類株を活用する米
大手 SNS 企業が上場申
請

2012年5月18日、米大手ソーシャル・ネットワーキング・サービス（SNS: Social Networking Service）企業であるフェイスブック（以下、同社）が新規株式公開（IPO: Initial Public Offering）を行った。同社は種類株式（以下、種類株）を活用している¹。株式会社が権利の内容が異なる2種類以上の株式を発行した場合、その各株式を種類株という。種類株を活用した IPO は同社が初めての試みではない。過去の IPO においても米大手インターネット検索サービスのグーグルや、ジンガなどの IT ベンチャー企業が同様に種類株を活用したことがある。IT 以外にも幅広い業種のベンチャー企業が種類株を活用している。90年代後半には米国における種類株の新規株式公開件数が年間20~50件に上っている（図表1）。また

¹ 株式の権利の内容が異なる、複数の種類の株式を種類株式という。太田珠美「優先株式は企業の資本政策に応じた活用を」

2012年2月22日付 大和総研レポート

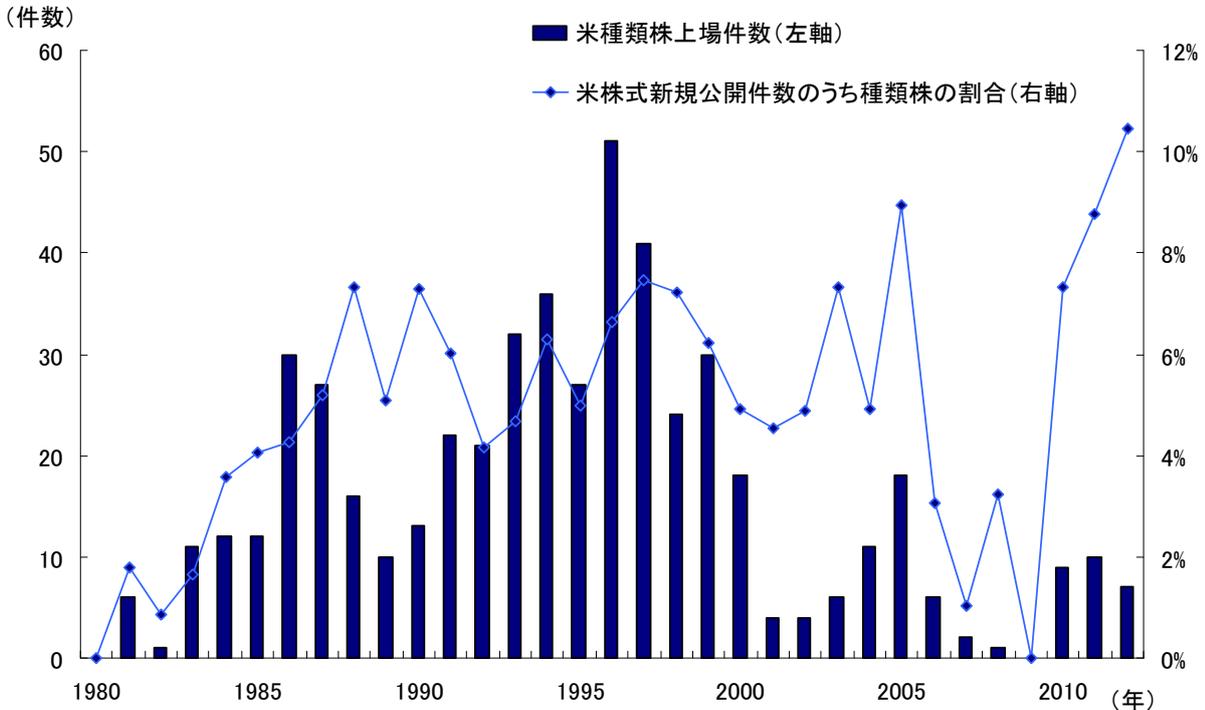
<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/capital-mkt/12022201capital-mkt.html>

大和証券グループ 株式会社大和総研 丸の内オフィス 〒100-6756 東京都千代田区丸の内一丁目9番1号 グラントウキョウノースター

このレポートは投資勧誘を意図して提供するものではありません。このレポートの掲載情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。大和総研の親会社である大和総研ホールディングスと大和証券は、大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。内容に関する一切の権利は大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等をご遠慮ください。

米国における新規株式公開件数のうち種類株の割合を見ると、80年代に種類株の普及が進み、近年は5~10%で推移している。新規株式公開を目指すベンチャー企業において種類株の活用が進んでいると考えられる。

図表 1 米国における種類株の新規株式公開件数推移



(注 1) 1つの会社が複数の種類株を新規株式公開する場合はそれぞれの種類株の新規株式公開を1件とし集計している。

(注 2) 2012年は5月22日までのデータを基にしている。

(出所) トムソン・ロイターより大和総研作成

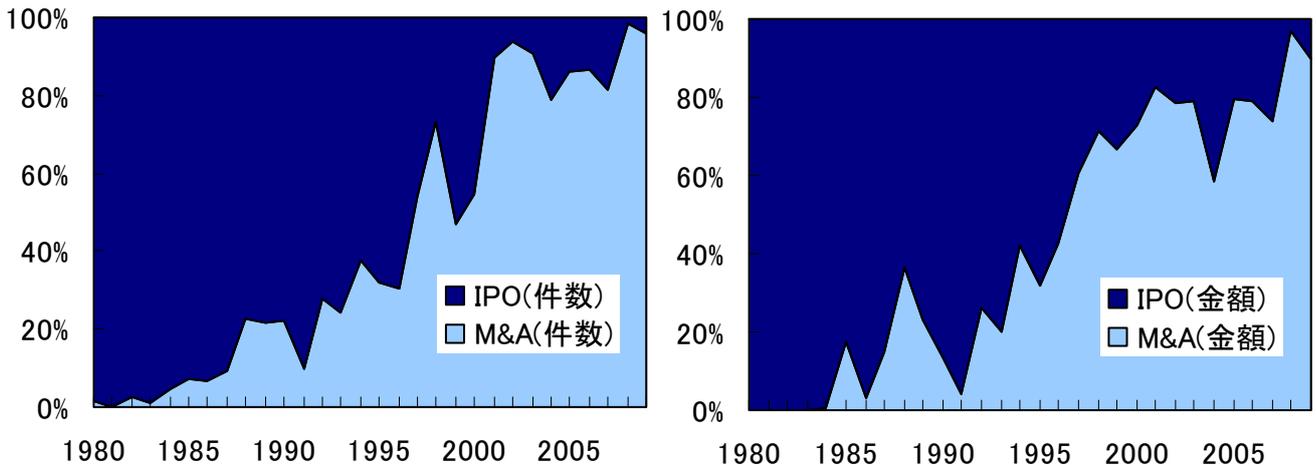
シリコンバレーでは IPOが減少、M&Aが増加

米国の特にシリコンバレーにおいては、ベンチャーキャピタルがベンチャー企業の種類株に投資することが少なくない。シリコンバレーではベンチャー企業のIPOが減少する一方、ベンチャー企業を対象としたM&Aが増加している(図表2)。IPOなどによって、既に創業者利益を確保したベンチャー企業が後発のベンチャー企業に投資することなどにより、ベンチャー企業を対象としたM&Aが活発になっている²。上場に至らずともM&Aによって、創業者利益が確保できる可能性が高く、起業が促進されやすい。投資と起業の良い循環が形成されていると言えるだろう。ベンチャー企業を対象としたM&Aは株主から見れば保有株式の第三者への売却である。第三者への売却では上場に至らずとも投資収益が確保できる。しかし、収益獲得機会が多くなる反面、IPOと比較すると投資収益は限定されやすい。そのため、M&A等によって企業が解散する際に残余財産が投資家に優先的に分配される、残余財産先分配権付きの種類株が投資家に好まれる。近年、シリコンバレーではベンチャーキャピタル投資の3~4割において、残余財産先分配権が付与された種類株が用いられているとされている³。

² このような投資と起業の循環を生態系(エコサイクル)に例えることが多い。

³ 米国弁護士事務所Fenwick & Westウェブサイト <http://www.fenwick.com/pages/default.aspx>

図表 2 米国におけるベンチャーキャピタル投資の回収手段内訳（件数・金額ベース）



（注）全米ベンチャーキャピタル協会（National Venture Capital Association）に加盟するベンチャーキャピタルが投資した在米ベンチャー企業が IPO を行った件数・金額と同ベンチャー企業を対象とした M&A の件数・金額を比較している。

（出所）National Venture Capital Association “Year Book 2010”より大和総研作成

日本でも今後種類株の利用が活発化する可能性

一方、日本においてもベンチャー企業を対象とした M&A の増加と共に、今後種類株の利用が活発化する可能性がある。日本では 2000 年前後に上場したベンチャー企業が上場から 10 年程度経過し、新たな成長機会を外部に求めて、後発のベンチャー企業に投資、または買収を行っている。現在、日本のベンチャーキャピタルが新規投資するベンチャー企業の株式における種類株式の割合は金額・件数共に 1 割程度で留まっているとされる⁴。しかし、今後ベンチャー企業を対象とした M&A が活発化するならば、特に残余財産先分配権付きの種類株の活用は増加するだろう。種類株の活用を阻害しないよう、税制や株式市場を整備するべきである。

2 種類株活用の利点

種類株活用の利点

種類株の活用が盛んな米国の制度を確認し、種類株活用の利点を考えたい。米国において発行できる種類株は法人が登記される州の州法に基づく。州が制定する会社法の模範とされている、米国法曹協会が発表する米国模範事業会社法で例示されている種類株式の権利内容は①取得請求権、②拒否権・取締役選任権、③残余財産権先分配権、④配当優先権、⑤議決権の付与や制限である。

取得請求権

上記の権利内容毎につき、種類株活用の利点を考える。株主が保有する種類株式に①取得請求権が設定されていれば、一定の条件のもとに権利が設定されていない種類株式（普通株式や無議決権株式など）に転換できる。普通株のみを活用しているベンチャー企業が他社を買収もしくは合併する際に、創業時に投資した投資家はキャピタルゲインを得られるが、創業後に投資した投資家が十分なキャピタルゲインを得られない場合も考えられる。近年は特にベンチャーキャピタル投資の回収手段として、投資先企業の第三者への売却（M&A など）が増加しており、

⁴ 投資額の内、7 割程度が種類株である国内ベンチャーキャピタルも存在する。経済産業省「平成 23 年度ベンチャー企業における発行種類株の価値算定モデルに関する調査」報告書 平成 23 年 10 月 31 日

http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2012fy/E002012.pdf

IPO を目標としないベンチャー企業もある。仮に、ベンチャーキャピタルなどの投資家が取得請求権の設定されているベンチャー企業の種類株に投資しているとする。その取得請求権の条件として種類株を発行するベンチャー企業の経営者による当該ベンチャー企業の第三者への売却交渉を条件に、投資家が当該取得請求権が付与された種類株を数倍の普通株に転換できる権利が設定されていれば、経営者がベンチャー企業を第三者へ売却する交渉を行う際に、投資家の株式持分比率が増加することになる。そうすると、投資家が十分なキャピタルゲインを得られない条件での投資先ベンチャー企業の第三者への売却を拒否できる可能性が高まる。このように取得請求権付きの種類株の活用は投資家にとって利点があると考えられる。

拒否権・取締役選任権

種類株に取締役会での決議に対する実質的な②拒否権・取締役選任権を付与することもできる。他社とのM&AやIPO、取締役選任など、取締役会での特定の決議事項について、特定の種類株主総会での決議が必要と定款で定めた場合、特定の種類株を保有する投資家は拒否権や取締役選任権を行使できるメリットがある⁵。投資家はベンチャー投資の十分なキャピタルゲインを得られないM&Aなどについて経営者を牽制できるメリットがある。普通株への投資では少ない出資比率で大きな発言権を得ることはないが、種類株の活用によって投資家はより少ない出資でより大きな発言権を得ることが可能になる。

残余財産権先分配権

③残余財産権先分配権が設定されていれば、会社清算の際に、残余財産の内の一定額を優先的に受け取ることができる。そのため、ベンチャー投資の高いリスクを一定程度軽減することができる。株式市場が低迷し、IPOが減少する環境の中で、M&Aを目標とするベンチャー企業も多い。今後、M&Aが増加すれば、ベンチャーキャピタルは残余財産先分配権の行使によって、最低限のリターンを確保することを求めるようになる可能性がある。M&Aが増加すれば、残余財産先分配権付きの種類株の活用が促進されると考える。また、ベンチャー企業が資産を使い切る前に見切りをつけ、会社を清算するような場合には残余財産権先分配権が有効に機能すると考えられる。ベンチャー企業による計画倒産などを牽制し、投資家を保護する効果もあると考えられる。

配当優先権

④配当優先権が設定されていれば、投資家は普通株よりも優先的に一定額の配当を受け取ることができる。更に、累積型として設定すれば、所定の配当金額に達しない場合にその不足額が累積し、一定額の配当を受け取る権利が確保される。ベンチャー企業への投資においては配当が期待できる事例は少ないと考えられる。しかし、将来の配当を要求するにあたって、例えば剰余金を事業資金に用いることを経営者に促すことで、配当の原資となる将来の事業利益の向上を要求するなど、経営に影響力を行使することもできると考える。

議決権

⑤議決権について有利な設定がされており、1株について複数の議決権を行使することができれば、投資家にとっては株主総会における様々な決議について発言権を増すことができる。しかしながら、逆に議決権が制限されており、仮に無議決権株式である場合は発言権がない。

ベンチャー企業にも一定のメリット

種類株の活用方法次第で投資家にとってメリットがあることを確認した。一方、ベンチャー企業及び経営者にとっても種類株を活用するメリットが3つある。①

⁵ 種類株についての株主総会を種類株主総会という。企業が種類株を発行する場合、株主総会はそれぞれの種類の株式に応じて執り行う。2種類の種類株を発行する場合は2つの種類株主総会が行われる。

米国では投資家にとって有利な権利を持つ種類株は、そうでない種類株に比べると、プレミアムが付くことが多い。そのため、企業はより少ない株式発行数によって資金調達ができ、希薄化を抑える効果が期待できる。加えて、プレミアムが付いた種類株についてストック・オプションを行使する場合、普通株のストック・オプションを行使した場合よりも有利である。②残余財産先分配権の設定は企業にとって不利であるが、一定の条件のもとにベンチャー企業や経営者による発行株式の買取りを約定する条項など、企業や経営者にとって、より一層不利な条件の設定を回避できる可能性が高まるだろう。更に、③多数の議決権を付された種類株を経営者が保有することによって、経営者が株主総会における発言権を増すことができる。よって、経営者の意見を尊重した経営ができるメリットもある。

日本では種類株は9種類に分類

一方、日本における種類株についての制度を確認すると、会社法において発行可能な種類株は以下の9種類である。①剰余金の配当についての種類株式、②残余財産の分配についての種類株式、③議決権制限株式、④譲渡制限株式、⑤取得請求権付株式、⑥取得条項付株式、⑦全部取得条項付株式、⑧拒否権付株式、⑨取締役・監査役を選任についての種類株式（図表3）。

図表3 日本で発行可能な種類株式

種類株の種類	権利の内容
①剰余金の配当についての種類株式	剰余金の配当について、他の株式より優先または劣後する株式。剰余金の配当に関して優先権を有する株式の場合、優先配当を受けた後の残余の配当について、普通株式と共にあずかれるかどうかにより、参加型・非参加型に区分され、ある期において所定の配当金額に達しない時、その不足額が累積するかどうかによって、累積型・非累積型に分けられる。
②残余財産の分配についての種類株式	残余財産の分配について、他の株式より優先又は劣後する株式。残余財産の分配に関して優先権を有する株式の場合、残余財産の一定額を優先して分配を受けた後の残余財産の分配に普通株式とともにあずかれるかどうかにより参加型・非参加型に区分される。
③議決権制限株式	株主総会の全部又は一部について、議決権を行使することができない株式。
④譲渡制限株式	すべての株式又は一部の種類の株式について、その譲渡につき会社の承認を要する株式。
⑤取得請求権付株式	すべての株式又は一部の種類の株式について、株主がその株式について、会社に取得を請求できる株式。
⑥取得条項付株式	すべての株式又は一部の株式について、会社が一定の事由が生じたことを条件としてその株式を取得することができる株式。
⑦全部取得条項付株式	会社が株主総会の特別決議により、その全部を取得することができる株式。
⑧拒否権付株式	株主総会又は取締役会において決議すべき事項のうち、その株主総会の決議のほか、種類株主を構成員とする種類株主総会の決議を必要とする旨の定めが設けられている株式。
⑨取締役・監査役の選任についての種類株式	公開会社以外の会社で、委員会等設置会社でない会社において発行することができる、その種類株主総会における取締役・監査役の選任に関する事項について内容が異なる株式。

（出所）経済産業省「平成23年度ベンチャー企業における発行種類株の価値算定モデルに関する調査」報告書 平成23年10月31日より大和総研作成

日本においても、米国で種類株活用の利点となっていると考えられる取得請求権、拒否権・取締役選任権、残余財産権先分配権、配当優先権の付与は可能である。一方、議決権については議決権制限株式の発行が可能であるが、複数の議決権を付与した多議決権型株式を発行することができない。現行法上においては取得請求権が付与された種類株に 1 株を超える普通株に転換できる権利を設定することで、株主は株主総会での発言権を増すことができる。

3 種類株の活用促進に向けた課題

日本において種類株の IPO は一般的でない

日本においてはイー・アクセスが種類株残存で新規株式公開した事例がある。しかし、種類株の IPO は一般的ではない。株主全体の権利の尊重が図られているかどうかという上場審査基準に対応するため、上場前後に種類株式を廃止し、普通株式 1 種類のみへ転換する事例が多い。

種類株の活用が活発化すれば、上場審査基準の再考が必要

議決権数が異なる種類株の内、東証で上場が認められているのは 2 つ、①議決権付種類株式 1 種類と無議決権種類株式を発行する場合の両種類株、②議決権あたりの配当などが他の種類よりも多い種類株、である⁶。上場審査の際に熟慮される種類株は 2 つ、①拒否権付種類株、②買収防衛策としての種類株である⁷（図表 4）。特に②買収防衛策としての種類株の発行により、普通株主の議決権や財産権が制限される可能性がある場合は普通株主の権利が保護されているかどうか審査される。このように種類株を活用した東証への新規株式公開は制限されている。今後、種類株の活用が活発化すれば上場基準の再考が必要であると考えられる。

税制上の課題があった

税制上の課題もあった。ストック・オプション（SO）は税制適格であるか非適格であるかにより、課税上の扱いが大きく異なり、税制非適格のストック・オプションは税制上不利に扱われる（補論を参照）。

種類株式発行会社の場合、SOの税制適格要件が不明確だった

適格ストック・オプションとして認定される要件の一つとして、ストック・オプションを付与する価格は、「過去の株式売買価格以上」でなければならないというものがある。しかし、ストック・オプションの発行会社が種類株式を発行している場合、「過去の株式売買価格」というのがいずれの種類株式の価格を参照するものであるのか、これまで明確ではなかった。投資家に有利な権利を持つ種類株は普通株よりも比較的高い価格で取引されることが多い⁸。ここで、普通株より高い価格で取引されている種類株を発行している会社（A 社）があるとする。この A 社が、従業員に普通株のストック・オプションを付与することを考える。この場合、税制適格要件の「過去の株式売買価格」というのが、普通株の価格を指すのか、種類株の価格を指すのか明確でないため、A 社は税制非適格とされるリスクを避けるために、普通株のストック・オプションの権利行使価格を、種類株の価格以上に設定することが考えられる⁹。

⁶ 有価証券上場規程 205 条 9 号の 2

⁷ 有価証券上場規程 207 条 1 項 5 号

⁸ 日本では種類株が 1 銘柄上場しており、この銘柄は普通株よりも価格が安い。その要因として、上場株式としての流動性不足や普通株に比べて低いこと、認知度が低いこと、株式指数構成銘柄からの除外されていることなどの要因が考えられる。

⁹ 種類株のストック・オプションについては、このような問題はなく、種類株の最近の取引価格を下回らなければよい。しかし、複数の議決権を持つ種類株のストック・オプションは上場後の希薄化を防ぐため、未上場企業の創業メンバーなど、

図表 4 議決権に特例を定める種類株についての東証上場規程

	上場会社	未上場会社		上場市場
		種類株が単独上場する場合	普通株と種類株が上場	
議決権の少ない株式	×	○	×	東証第一部・ 第二部・ マザーズ
議決権の多い株式	×	×	×	
無議決権株式	○	○	○	

(注1) 議決権種類株式の上場制度において対象となる無議決権株式とは、参加型優先株式又は優先配当の無い無議決権株式である。参加型優先株式とは利益配当に関して優先的内容を有する種類株式のうち、優先配当金の支払いを受けた後、残余の分配可能額からの配当も普通配当株式の株主とともに受け取ることができる株式。なお、無議決権株式のうち非参加型優先株式については、有価証券上場規程第3編において規定されている優先株等の上場制度に基づいて審査が行われる。

(注2) 市場の区分について、普通株式と無議決権株式が両方上場している場合には、議決権種類株式は普通株式と同一の市場区分に所属する。議決権種類株式のみを上場する場合には、従来の普通株式の基準と同様の基準により市場区分が決定される。

(出所) 東京証券取引所有価証券上場規程 207 条 1 項 5 号より大和総研作成

S0発行時の税制リスクのために、種類株発行が控えられていた可能性

ストック・オプションは従業員へのインセンティブとしてベンチャー企業に活用されている。従業員のインセンティブを高めようとする、ストック・オプションの付与価格は低いほうがよい(図表5)。しかし、有利な権利が付与された種類株を発行してしまうと、ストック・オプションの行使価額を種類株の価格以上にしなければならないことが考えられる。このデメリットを避けるために、ベンチャー企業は種類株の利用を控えてきた可能性も考えられる。

経済産業省の確認によりこの問題は解消

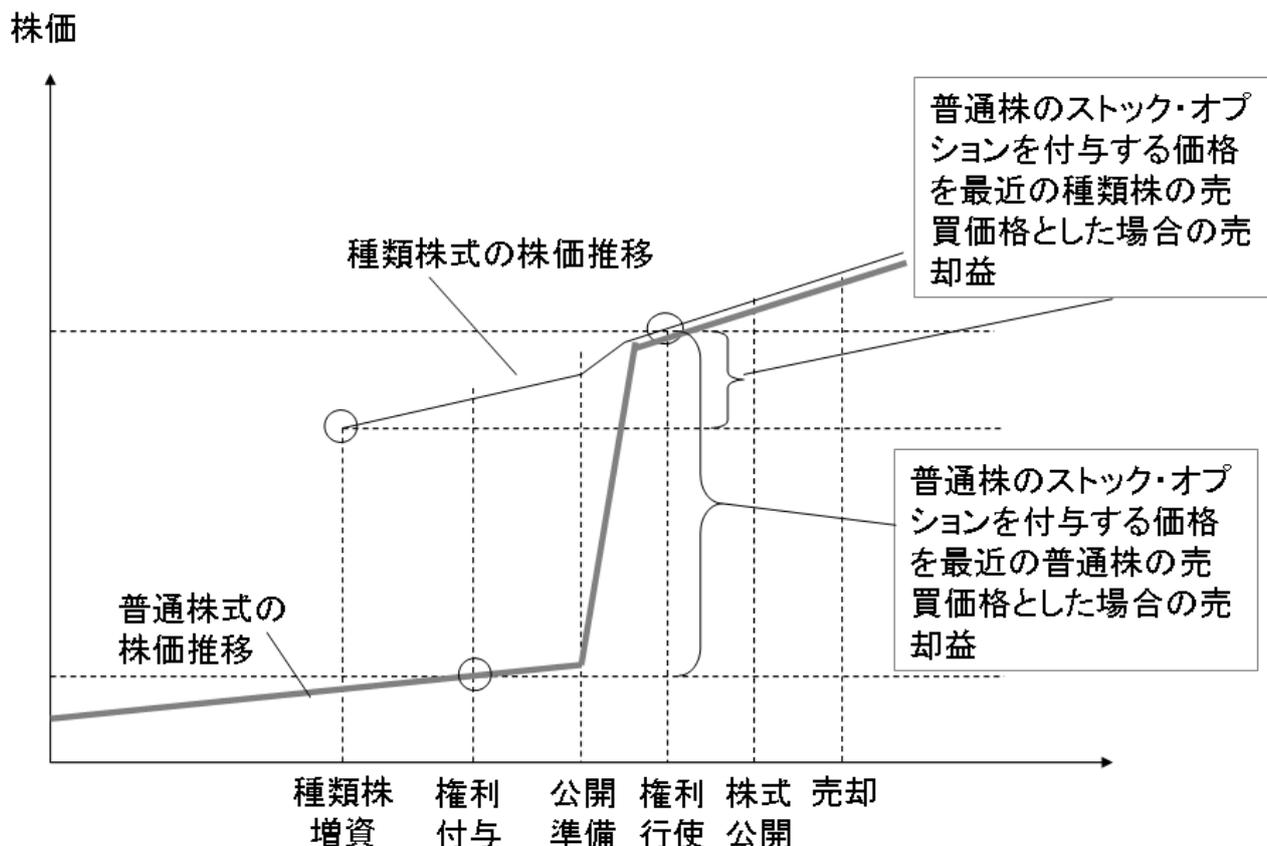
しかし、2011年10月に経済産業省が国税庁に確認し、同様の事例の場合、普通株のストック・オプションの付与価格は最近の普通株の取引価格を下回らなければよいということが経済産業省のウェブサイトで公表された。今後は国税庁による法令解釈通達や国税庁ウェブサイトなどでの正式な公表によって、周知徹底されることが望まれる。種類株を発行した場合であっても普通株のストック・オプション発行におけるデメリットがなければ、種類株の利用が促進されるだろう。

種類株の普及には様々な制度を整備するべき

前述したように、中長期で見ると日本でもベンチャー企業を対象としたM&Aが活発になり、日本におけるベンチャーキャピタル投資の回収手段においてIPOの割合が減少する一方、M&Aの割合が増加する可能性がある。その中で、ベンチャーキャピタルが種類株への投資を行う意欲が高まると考えられる。種類株の活用を妨げないよう、税制や会社法、株式市場の整備を検討する必要があるだろう。

限られた役員に付与されることが一般的である。

図表 5 ストック・オプションの売却益



(出所) 経済産業省「未上場企業が発行する種類株式に関する研究会報告書」平成 23 年 11 月より大和総研作成
<http://www.meti.go.jp/report/downloadfiles/g111202a01j.pdf>

4 補論 ストック・オプション税制上の課題

税制適格S0の課税

税制適格のストック・オプションであれば、ストック・オプションの権利行使時点では課税がされず、株式の売却時まで課税は繰延べられる。株式の売却時においては、権利行使価額と株式売却額の差額について、株式譲渡所得として税率 10% または 20% の申告分離課税（所得税・住民税の合計）が適用される¹⁰。

税制非適格S0の課税

他方、税制非適格のストック・オプションの場合は、権利行使時点において、（この時点では、従業員などは現金を手にしていないにもかかわらず）権利行使価額と株式売却額の差分について、個人に対しては給与所得として課税が行われる。給与所得は総合課税であるため、累進税率が適用され最高税率は 50%（所得税・住民税の合計）である。権利行使時から株式売却時までの価格上昇分については、株式譲渡所得課税が適用される（税率 10% または 20% の申告分離課税）。

株価上昇の場合、課税時期と税率の差あり

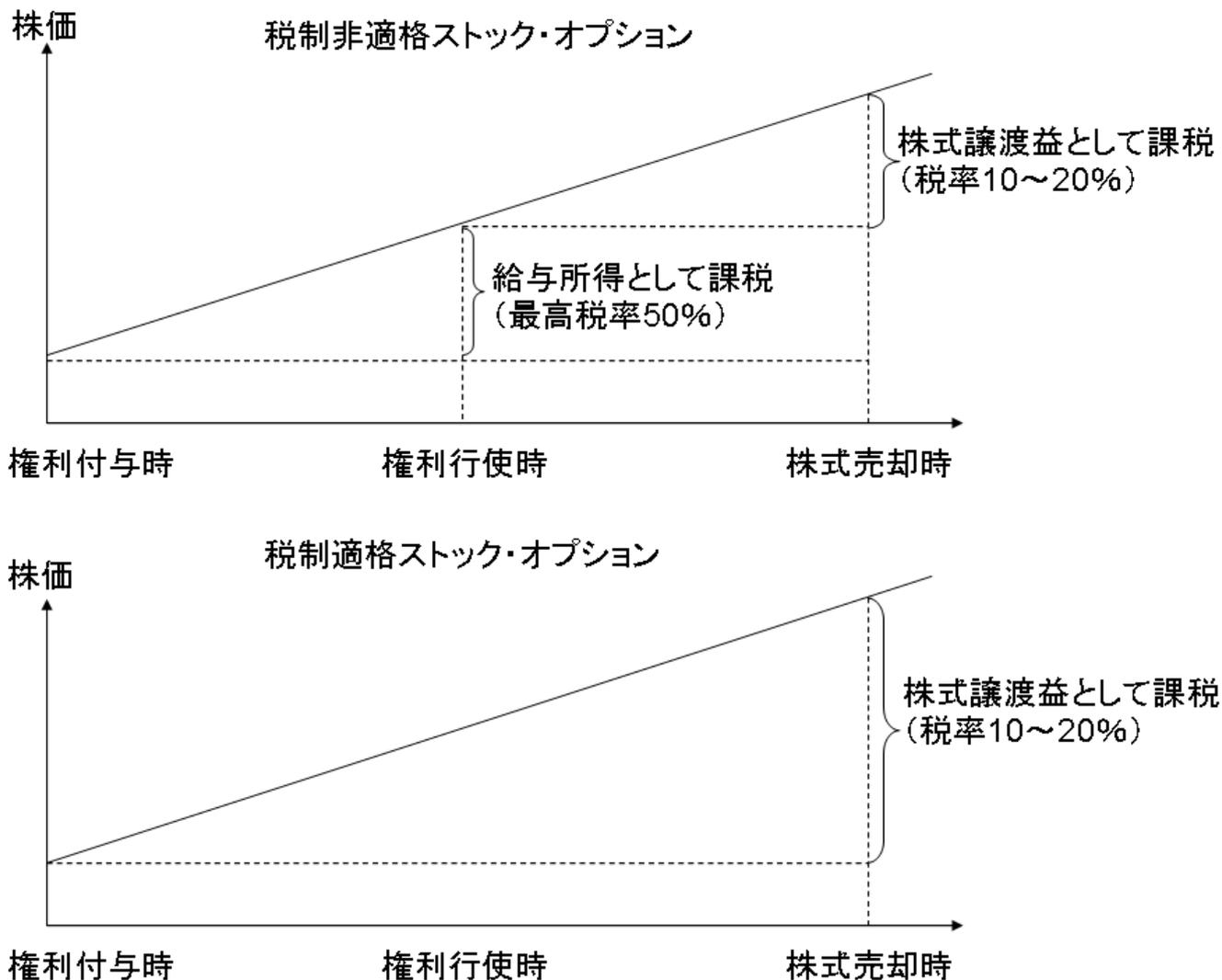
権利行使後、株価が上昇した場合は、図表 6 のように、税制適格ストック・オプションと税制非適格ストック・オプションでは課税時期と税率が異なることが分かる。

¹⁰ 未上場株式の譲渡所得には 20%、上場株式の譲渡所得には 10% の申告分離課税が適用される。

株価下落の場合、適格
S0は実現益のみ課税

権利行使後、株価が下落した場合は、税制適格ストック・オプションと税制非適格ストック・オプションの差がさらに大きくなる(図表7)。税制適格ストック・オプションであれば、権利行使後に株価が下落した場合であっても、権利行使価格と売却時の株価の差、すなわち、実際の実現利益に対して、10~20%の株式譲渡所得課税が行われるだけである。

図表6 スtock・オプション税制(権利行使後、株価が上昇した場合)



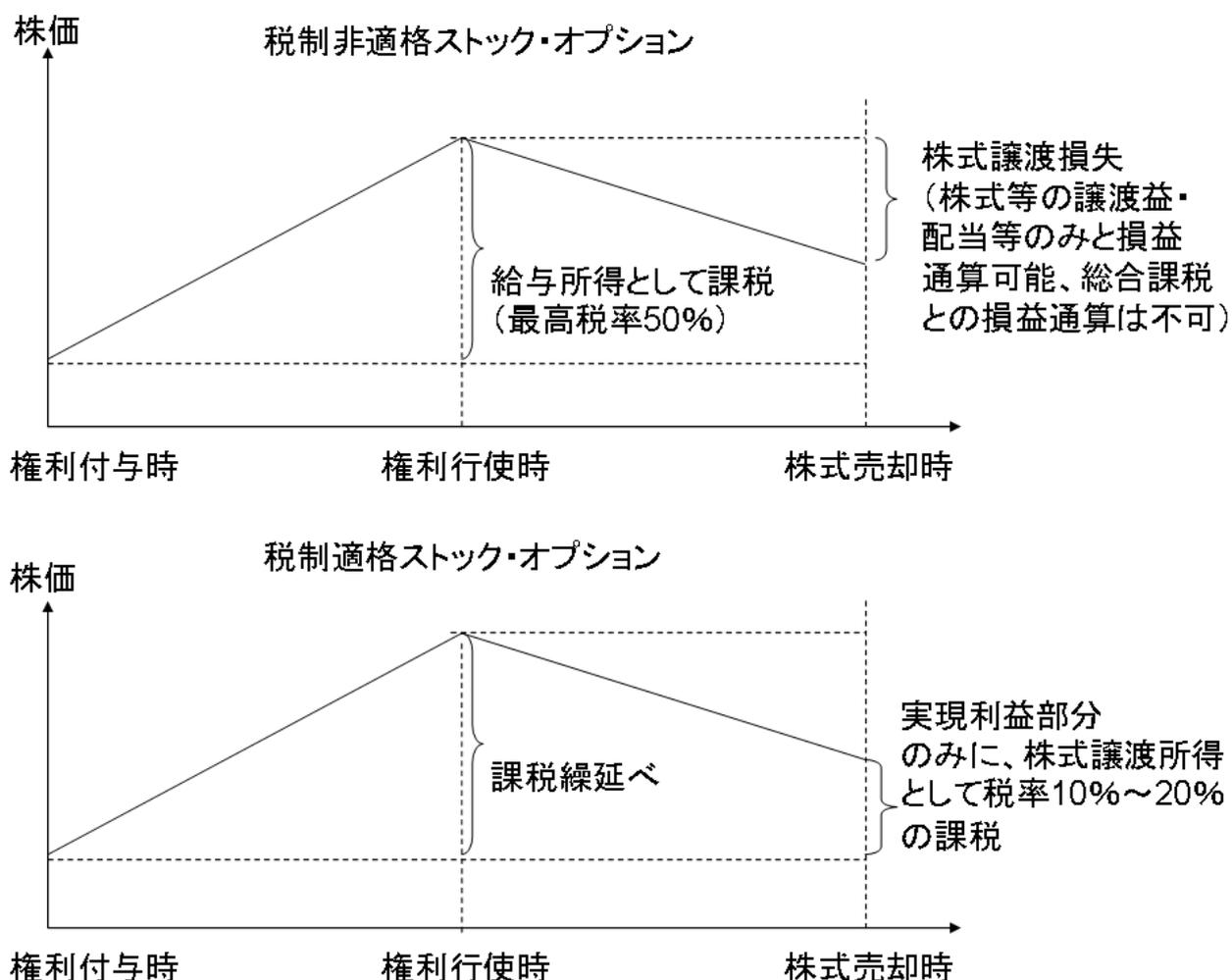
(注) 適格ストック・オプションの条件については図表8を参照。

(出所) 租税特別措置法をもとに大和総研作成

株価下落の場合、非適
格S0は重い税負担

しかしながら、税制非適格ストック・オプションの場合は、権利行使の時点で、その時点の評価益部分について給与所得として課税が行われる。その後、株式を売却した時点において権利行使時よりも株価が下落し、株式譲渡損失が発生したとしても、権利行使の際に課された税が還付されるわけではない。

図表 7 ストック・オプション税制（権利行使後、株価が下落した場合）



(注) 適格ストック・オプションの条件は、図表 8 を参照。

(出所) 租税特別措置法をもとに大和総研作成

給与所得と株式等の
譲渡損失は損益通算
できない

株式譲渡損失は、株式等の譲渡益および配当との損益通算は可能であり、損失を計上した年だけでなく、その後 3 年間の繰越控除も可能である。しかし、あくまで「(将来の) 株式等の譲渡益および配当」に対する課税との調整であり、給与所得などの他の所得との損益通算はできない。株式等の譲渡所得や配当がない(なかった)場合は、結果的に、ストック・オプションにより利益が(ほとんど)なかったにもかかわらず、税は負担したということになってしまう。

図表 8 適格ストック・オプションの条件

①適格対象者はストック・オプションの付与決議のあった株式会社の関係法人の取締役又は使用人である個人またはその取締役等の相続人。但し、大口株主及びその配偶者その他の特別な関係がある個人は対象外。大口株主とは、未公開法人において発行済み株式数の3分の1超を有するもの。
②年間権利行使限度額は1200万円。
③行使期間は2年を経過した日から当該付与決議日の10年後までの間。
④行使価額は発行時の株式の時価以上でなければならない。
⑤発行価額は無償でなければならない。
⑥権利の譲渡制限を明文化しておかななければならない。
⑦ストック・オプションを付与した年の翌年1月31日までに本店所在地の所轄税務署に、「特定新株予約権の付与に関する調書」を提出すること。株主名簿管理人にも同日までに同調書を提出させなければならない。
⑧権利付与の契約、契約書及び報告書のフォームを提供しなければならない。
⑨付与決議時の議事録及び上記書類を保存しなければならない。
⑩権利行使においては、会社法238条3項に準じなければならない。
⑪発行会社と証券会社又は金融機関との間で、株主名簿管理契約を締結しなければならない。

(出所) 租税特別措置法第 29 条の 2 より大和総研作成