

2017年8月8日 全4頁

株価指数における浮動株比率基準強化の影響

議決権株式の浮動株比率の低い企業や種類株式発行企業を株価指数構成銘柄から除外する動き

政策調査部 主任研究員
鈴木裕

[要約]

- 有力な株価指数提供業者が、種類株式発行企業や議決権株式の浮動株比率が低い企業を指数構成銘柄から除外する方針を公表した。
- 直接的には、無議決権株式のみを上場する事例があったことが契機となった。無議決権株式の上場では、投資家によるガバナンスが機能しなくなる恐れがあるため、議決権株式をある程度取引できるようにすべきとの判断に基づく措置である。
- 当面、日本の上場企業が、国際的な株価指数の構成銘柄から外されることはないようである。
- しかし、機関投資家の中には、一層厳しい浮動株比率基準を設けるべきとの意見もあるようで、今後の検討の行方に注視が必要だ。

株価指数提供業者の新方針

投資に関する様々な指数を算出し、機関投資家等へ提供している業者の中でも有力な二つの業者が、ほぼ同時に株価指数の構成銘柄に関する新たな基準を公表した。また、それらとは別のもう一つの有力業者も、同様の見直しを進めるために機関投資家等からの意見募集を行っている。

S&P Dow Jones Indices (以下、“S&P DJI”)は7月31日に、種類株式を発行している上場企業について、株価指数の構成銘柄とする場合の新たな方針を公表し、即日適用を開始した¹。

¹ “S&P Dow Jones Indices Announces Decision on Multi-Class Shares and Voting Rules” (JULY 31, 2017)
https://www.spice-indices.com/idpfiles/spice-assets/resources/public/documents/561162_spdjimulti-classsharesandvotingrulesannouncement7.31.17.pdf

S&P DJI の新たな方針は次の通りである。

- S&P Global BMI（同指数のサブ指数も含む）及び S&P Total Market Index では、制限議決権株式や無議決権株式などの種類株式（multiple share classes）を発行している企業であっても構成銘柄とする扱いを継続する。
- S&P Composite 1500 では、種類株式を発行する企業を指数構成銘柄から除外する。現在指数構成銘柄となっている企業は、新方針の適用除外として、構成銘柄であることを継続する。

見直しが行われる S&P Composite 1500 は、米国企業を構成銘柄とする株価指数なので、日本企業への影響はない。

FTSE Russell は、7月26日に、上場企業が発行する株式のうち、浮動株といえる議決権株式の割合が一定以下である場合には、指数構成銘柄から除外する方針を明らかにした²。FTSE Russell の新方針は次の通りである。

- FTSE Russell の株価指数構成銘柄は、発行する株式の議決権のうち5%超が浮動株でなければならない。この方針は、新たに指数の構成銘柄となる上場企業について2017年9月から適用を開始する。
- 現在指数構成銘柄となっている企業については、2022年9月から適用を開始し、現在から適用開始までの間に、資本政策の見直しを行うことを期待する。

株価指数構成銘柄にある程度の浮動株比率が求められるのは、指数と同様のポートフォリオを再現することを可能にするためだ。浮動株の比率が小さいと、投資家の買い注文に対して市場で売却される株式が少なくなる。そのため、買い注文そのものによって株価を引き上げてしまうため、指数を後追いすると高値掴みになり、指数を追随する運用が難しくなる。こうした困難さを緩和するのが浮動株比率基準の機能だ。

FTSE Russell の浮動株比率基準は、“Free float restrictions” という³。これによると浮動株にカウントされないのは、国家や地方自治体が直接保有する株式や、経営陣保有株式や従業員持株会株式などが含まれる。また、上場企業が保有する株式（held by public companies）や上場企業の子会社が保有する株式も浮動株とはならない。

もう一つの大手の株価指数提供業者である MSCI も、指数構成銘柄の選択と発行株式の議決権の関係について、8月末を締め切りとして機関投資家等に向けた意見募集⁴を行っている。

² “FTSE Russell Voting Rights Consultation - Next Steps” (July 2017)

http://www.ftse.com/products/downloads/FTSE_Russell_Voting_Rights_Consultation_Next_Steps.pdf

³ FTSE Russell “Free Float Restrictions Update to become effective from June 2017”

http://www.ftse.com/products/downloads/free_float_restrictions.pdf

⁴ MSCI “CONSULTATION ON THE TREATMENT OF NON-VOTING SHARES IN THE MSCI EQUITY INDEXES” (June 2017)

<https://www.msci.com/documents/1296102/1220bc04-83bd-44c1-8527-a4014ef51c8d>

議決権の流動性を求める

株価指数提供業者がそろって新たな方針を設けたのは、写真共有アプリを提供する Snap Inc. の新規上場を契機とする。Snap Inc. が上場させたのは、すべて無議決権株式であり、流通市場で株式を購入した株主は、株主総会における議決権を有さない。議決権は、創業者等上場前から株式を保有していた限られた株主のみが有する。

このような株式と株主の構成では、株式の売買を通じて株主構成が変化したとしても、企業のガバナンスを変える力が生まれにくいのではないかと懸念される。企業のガバナンス状況を投資判断の一要素とすることが多い機関投資家にとっては、株主主導で企業を変える契機を得ることができないことへの危惧があるのだという。従来、株価指数を追随するポートフォリオの再現可能性の問題であった浮動株比率が、企業ガバナンスにも関わるといふ、新しい視点が生まれたということだろう。そこで、株価指数提供業者は、機関投資家の意向を調査しつつ、株価指数構成銘柄の見直しを行ったということである。

日本企業への影響

S&P DJI や FTSE Russell が作成する国際的な株価指数の構成銘柄となっている日本企業は数多いが、今回の両業者の新方針は、当面日本企業に影響する可能性は小さいだろう。どちらも既に指数構成銘柄となっている企業については、少なくとも一定期間の適用除外を予定しているからだ。また、議決権株式の浮動株比率が5%に満たない日本企業も見当たらない。

しかし、浮動株比率等の基準値が将来的に引き上げられることがあれば、少なからぬ日本企業が指数構成銘柄から外される可能性が高まるだろう。旧国有企業を上場した後も、政府が株式を保有している場合には、浮動株とならないし、上場企業が政策保有として他の上場企業の株式を保有する場合も、浮動株には数えられない。

FTSE All-World Index では、浮動株比率が5%~25%の日本企業が14社あるという。FTSE Russell が、機関投資家等に向けて行った調査によれば、指数構成銘柄に議決権株式の浮動株比率基準を設けることについては、68%が賛成意見だったという。そのうち、5%基準には23%が、10%基準には4%が、25%基準には55%が、その他の数値には17%が支持したとのことだ⁵。投資家の意見が25%基準を求めているとすれば、14社の日本企業は将来的には指数構成銘柄から除外されるかもしれない。

わが国では、既上場企業が種類株式、特に議決権に関する種類株式を発行する場合には、慎重な検討が必要であるとの意見が根強くあった⁶こともあり、上場企業が種類株式を発行する事

⁵ “FTSE Russell Voting Rights Consultation Results” (July 2017)

http://www.ftse.com/products/downloads/FTSE_Russell_Voting_Rights_Consultation_Results.pdf

⁶ 経済産業省企業価値研究会「上場会社による種類株式の発行に関する提言」（平成19年12月）

例はかなり珍しい。しかし、株式の政府保有や政策保有によって、議決権株式の浮動株比率が小さくなっていることがあり、今後国際的な株価指数の構成銘柄としての適格性が問われることもあり得よう。

浮動株比率基準への反対論

議決権株式の浮動株比率基準を導入するのは、市場に流通する議決権株式が少なくでは、投資家によるガバナンスが機能しなくなる恐れがあるからということだ。しかしこの考え方にたいては、企業ガバナンスにおける投資家の役割を過大に評価しているのではないとの意見や、投資家の主たる目的が投資収益の向上にあることを軽視しているとの意見もあろう。

企業のガバナンスは経営者が自ら当たるべきであるとすれば、投資家の役割が制限されるからといって、投資対象から除外する必要はないだろう。投資家が企業ガバナンスに影響力を発揮するのは、経営者への不信感が相当高い場合であろうから、実際にはかなりまれな事例でもある。そのような例外的な場合に備えて、すべての上場企業が投資家によるガバナンス介入の道を開いておかなければならないというものでもないかもしれない。また、株価指数は投資可能な対象を客観的に描写すべきであって、指数提供業者が企業のガバナンス評価に類する基準を一般的な株価指数に導入することへの疑問もある。ガバナンスに関する基準であれば、それに特化した、例えば ESG を考慮した投資家向けの指数の中で導入すれば十分であろう。

また、制限議決権株式や無議決権株式を発行し、創業者等が実質的に企業の支配権を維持しようとするのは、成長が期待できる企業であることが多い。創業者等による柔軟な経営を可能にするため、IT 産業の企業でよく見られる。指数構成銘柄からこれらの企業を除外してしまうのは、指数に連動した投資を行っているとした今後の成長の果実を共有できなくなる恐れが高まる。

もちろん、指数をなぞるように運用する義務があるわけではないので、投資家の収益獲得機会が指数によって制限されるとは言えない。しかし、指数との連動性が重視されるパッシブファンドを中心に、ベンチマークとする株価指数の見直しが将来的にはあり得るのではないだろうか。