

2018年11月7日 全3頁

議決権種類株式と投資ベンチマークの設計

ベンチマーク提供業者の間で議決権種類株式の扱いに相違が表れる

政策調査部 主任研究員
鈴木裕

[要約]

- 無議決権株式等の議決権種類株式を発行する企業を、株式投資ベンチマーク構成銘柄から除外する動きが、2017年7月ごろから始まっている。
- こうした中で MSCI は、一般的なベンチマークから無議決権株式等の議決権種類株式を発行する企業を除外する扱いはせず、議決権種類株式発行企業を除外した新たなベンチマークを作成、公表する方針を明らかにした。
- 株式投資ベンチマークの構成方針の中に、コーポレートガバナンスの状況を考慮要素とすることはあり得ようが、コーポレートガバナンスを重要視しない投資家にとっては、かえって使いにくいものになるおそれがある。

議決権種類株式とベンチマーク提供業者の取り組み

昨年7月に大和総研レポート¹でも伝えた通り、議決権種類株式を発行している企業を、株式投資ベンチマークの構成銘柄から外す動きがある。2017年7月には、S&P Dow Jones Indices (以下、“S&P DJI”)²と FTSE Russell³がそれぞれ、議決権種類株式発行企業や浮動株比率が低い企業をベンチマーク構成銘柄から除外する方針を明らかにしていた。

一方、MSCI は、2017年6月から、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、2017年6月から投資家等に向けた意見募集を行い、方針を検討していたが、1年半近い期間を経て2018年10月30日に、既存のベンチマークにおける扱いは変えずに、新たに議決権種類株

¹ 大和総研レポート 鈴木裕「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」(2017年8月8日)

https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20170808_012201.html

² “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

³ “FTSE Russell Voting Rights Consultation - Next Steps” (July 2017)

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

式発行企業を除外したベンチマークを算出、公表する方針を明らかにした⁴。

それら各社の方針を確認すると次の通りである。まず、S&P DJI は、2017 年 7 月の新方針公表後、即日適用を開始している。

- 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。

見直しが行われた 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。

次に FTSE Russell は、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とした。FTSE Russell の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。

そして、MSCI の新方針は次の通りである。

- MSCI Global Investable Market Indexes では、これまで通り、議決権種類株式発行企業であってもベンチマーク構成銘柄として扱う。
- 議決権種類株式を考慮要素とする新たな株式投資ベンチマークのシリーズを 2019 年第 1 四半期から公表する。

議決権種類株式とコーポレートガバナンス

議決権種類株式についてベンチマーク提供業者の関心が高まったのは、写真共有アプリを販売する 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、

⁴ “MSCI Will Retain the MSCI Global Investable Market Indexes Unchanged and Launch a New Index Series Reflecting the Preferences of Investors on Unequal Voting Structures” (October 30, 2018)
https://www.msci.com/documents/10199/238444/PR_Voting_Results.pdf/0b548379-fbe7-71c7-b392-7140b2215cc9

上場前から株式を保有していた創業者等の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な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。他方、欧米の大手年金基金では、株主が投資先企業と対話をして、企業を変革しようというエンゲージメントへの取り組みが、近年になって活発化している。

発行株式の種類によっては、株主の力が発揮できない場合があるということなのだが、ベンチマークに採用されている以上は、年金基金等のパッシブ投資家としては、ベンチマークへの連動性を確保するために、こうした株式であっても購入せざるを得ない。そこで、ベンチマーク提供業者に働きかけて、ベンチマーク構成銘柄としての適格性の再考が始まったというわけだ。

一般的なベンチマークで対応すべきか

コーポレートガバナンスを投資判断の考慮要素とする投資家にとっては、議決権種類株式発行企業をベンチマークから除外する対応があるとしても、そのような要素を重視しない他の投資家にとっては、そのようなベンチマークの使い勝手がいいかどうかは一考の余地がある。コーポレートガバナンスは、投資収益と関連していると考える投資家ばかりではないことも事実だろう。

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。こうした問題にどのように答えるべきかを考える中で、ベンチマーク提供業者の間でも対応が分かれることになったようだ。