

2021年12月27日 全5頁

# 議決権種類株式発行企業のプレミアム市場 上場—英国証券市場改革—

## 英国版グーグルの上場誘致に向けた市場規制当局の取り組み

政策調査部 主席研究員 鈴木裕

### [要約]

- 英国 FCA は、ロンドン証券取引所プレミアム市場に議決権種類株式発行企業の上場を認める規則改正を決定した。合わせて、浮動株比率の下限を 25% から 10% に引き下げる。
- 米国証券市場では、議決権種類株式を発行している企業が毎年数多く上場しており、その中には大きな成長を期待できる IT・テクノロジー系企業が含まれている。
- 議決権種類株式は創業者等に割り当てられており、創業者等による経営権の維持を容易にするものであるが、機関投資家の間には、ガバナンスの弱体化を招くとして批判的な見解もある。

## 1. 英国における証券市場改革

英国の Financial Conduct Authority (金融行為規制機構、以下 FCA) は、2021 年 12 月 2 日、証券取引所の上場基準の改定を公表した<sup>1</sup>。

主な改定は次の通りである。

- 議決権種類株式発行企業のプレミアム市場上場を認める。これは、創業者等によって経営される創造性の高い企業の上場を進めることで、投資機会を増大させるためである。
- プレミアム市場とスタンダード市場の上場企業に対して求められる浮動株式比率 (free float) を、従来の 25% から 10% に引き下げる。
- プレミアム市場とスタンダード市場の上場企業の時価総額基準を 70 万ポンドから 3,000 万ポンドに引き上げる。

<sup>1</sup> FCA “[Primary Market Effectiveness Review: Feedback and final changes to the Listing Rules](#)”  
2021 年 12 月 2 日)

今回の改定は、英国証券市場が新たな成長企業の上場を十分に誘致できていない現状を変革するために推進されたもので、“Finding the British Google”（英国版グーグルを探そう）をスローガン<sup>2</sup>としている。

このスローガンと上場基準の改定内容からわかる通り、グーグルのような急成長する可能性のある企業を英国証券市場に誘致するにあたり、企業の成長をけん引する創業者等の経営権を守り、長期的な視点からの経営を可能にするための仕組みづくりを目指している。グーグルは、創業者等に非上場の議決権種類株式を付与しており、上場されている普通株式を大量に保有したとしてもグーグルの経営に携わることはほぼ不可能だ。議決権種類株式発行企業の上場を英国プレミアム市場では認めてこなかったが、これを変更して認めることで、英国版グーグルが上場できるようにするということである。もともと、英国でもスタンダード市場であれば、議決権種類株式発行企業の上場は、以前から可能であった。

議決権種類株式は、1株で複数の議決権を持つものや、逆に議決権を持たない無議決権もあるが、FCAによる今回の改定では、複数議決権株式の活用を意図している。例えば10倍の議決権を持つ複数議決権株式を1株と1議決権の普通株式を9株発行している企業では、議決権の総数は19個であるが、過半数となる10個の議決権は複数議決権株式を有する株主が持つことになる。役員選任などの議案では、普通株主にどのような不満があろうとも、複数議決権株主が単独で可決させることができる。このような複数議決権株式は多くの場合、創業者等の企業を成長させてきた者に付与される。ただし今回の改定では、議決権種類株式の存続に期限を設けるべきとして、5年間のサンセット条項を付けることとされている他、普通株の1議決権に対しては、最大20議決権までとの制限も設けられている。

浮動株式比率を25%から10%に引き下げること、創業者等の企業支配の維持を容易にするための改定だと言えるだろう。浮動株比率が低くなり、上場基準に適合しなくなると、株式を売り出して、浮動株を増やす必要が出てくる。この際、大株主の保有株式を売り出すことが考えられるが、これは大株主の保有株式を減少させ、大株主の支配力を低下させることになる。浮動株比率基準を引き下げておけば、大株主による株式売却の必要性は遠のくと考えられる。

## 2. 米国における議決権種類株式発行企業の IPO

英国でスローガンとなったグーグル以外にも複数議決権種類株式発行企業が、米国では数多く上場している。グーグルの他にも、SNSのFacebook、バケーションレンタルのオンラインマーケットプレイス企業のAirbnb、写真共有アプリやスマートグラス開発・販売のSnapなど、わが国でも多くの人に知られているIT・テクノロジー系の企業の中には、複数議決権株式を発行しているところが少なくない（図表1）。

<sup>2</sup> Reddy, Bobby, Finding the British Google: Relaxing the Prohibition of Dual-Class Stock from the Premium-Tier of the London Stock Exchange (November 29, 2019). (2020) 79 Cambridge Law Journal 315, University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 4/2020, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3495309> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3495309>

新規上場（IPO）する場合に、IT・テクノロジー系企業では、議決権種類株式によって、創業者等の経営権を確保しておく例が増加傾向にある。図表 2 に示したように、IT・テクノロジー系企業と、そうでない企業では、IPO 時の議決権種類株式の利用にかなりの差が出ている。

Google LLC（現 Alphabet Inc.、IPO は 2004 年）、LinkedIn Corporation（2011 年）、Facebook, Inc.（現 Meta Platforms、2012 年）、Alibaba Group Holding Limited（2014 年）、Snap Inc.（2017 年）といった急成長企業の IPO を自国市場に誘致するのであれば、議決権種類株式が障害となるような上場規程を設けるべきではないだろう。米国証券市場が新たな成長企業をうまく発掘できている理由は必ずしも明らかではないが、創業者等の経営権を確保するための仕組みが作れるかどうかで、どの市場に上場するか判断が変わってくる可能性はあろう。

図表 1：米国の複数議決権株式発行企業例

| 企業名                       | 発行する株式の種類       | 発行株式数                 |
|---------------------------|-----------------|-----------------------|
| Google (Alphabet)         | 議決権数            | (2021 年 1 月 26 日)     |
|                           | Class A 1       | Class A 300,737,081   |
|                           | Class B 10      | Class B 45,843,112    |
|                           | Class C 0(無議決権) | Class C 327,556,472   |
| Facebook (Meta Platforms) | 議決権数            | (2021 年 1 月 22 日)     |
|                           | Class A 1       | Class A 2,405,448,410 |
|                           | Class B 10      | Class B 442,221,541   |
| Airbnb                    | 議決権数            | (2021 年 2 月 11 日)     |
|                           | Class A 1       | Class A 120,784,864   |
|                           | Class B 20      | Class B 478,449,882   |
|                           | Class C 0(無議決権) | Class C 0(未発行)        |
|                           | Class H 0(無議決権) | Class H 9,200,000     |
| Snap                      | 議決権数            | (2021 年 2 月 2 日)      |
|                           | Class A 0(無議決権) | Class A 1,252,985,748 |
|                           | Class B 1       | Class B 23,691,358    |
|                           | Class C 10      | Class C 231,626,943   |

(出所)各社の Form 10-k をもとに大和総研作成

図表 2：米国の IPO における議決権種類株式の利用拡大

|        | Tech-IPO  |          |       | Non-Tech-IPO |          |       |
|--------|-----------|----------|-------|--------------|----------|-------|
|        | 複数議決権 IPO | 総 IPO 件数 | 割合    | 複数議決権 IPO    | 総 IPO 件数 | 割合    |
| 2015 年 | 14        | 38       | 36.8% | 8            | 80       | 10.0% |
| 2016 年 | 5         | 21       | 23.8% | 4            | 54       | 7.4%  |
| 2017 年 | 13        | 30       | 43.3% | 17           | 76       | 22.4% |
| 2018 年 | 13        | 39       | 33.3% | 13           | 95       | 13.7% |
| 2019 年 | 13        | 37       | 35.1% | 12           | 75       | 16.0% |
| 2020 年 | 19        | 44       | 43.2% | 14           | 121      | 11.6% |
| 2021 年 | 54        | 117      | 46.2% | 44           | 192      | 23.2% |

(注)2021 年の Non-Tech-IPO の割合は元資料のママ(計算上「22.9%」と思われる)。

(出所)Jay R. Ritter “[Initial Public Offerings: Updated Statistics](#)”(2021 年 12 月 23 日時点) Table 23 をもとに大和総研作成

### 3. 機関投資家の危惧

議決権種類株式発行企業で支配的な議決権を保有するのは、上場前からその企業の経営に深くかかわってきた創業者等だ。一般の株主は流通市場で購入できる株式をどれだけ手に入れたとしても、支配的な議決権を保有することは困難であり、それこそが議決権種類株式発行の目的だ。

そのため、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。創業者等による旧態依然とした経営や、不適切な関連当事者間取引などで企業価値が毀損されても、議決権種類株式を持たない普通株の株主の力ではどうしようもない。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、普通株の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というのもわからないではない。機関投資家は、議決権種類株式発行企業の上場に対して、批判的な意見を持っていることが多いようだ。英国の今回の改定でも、機関投資家のスチュワードシップ活動の実効性を削ぐものとして、強い反対があった。

しかし、それを理由に議決権種類株式発行企業を証券市場から排除することは、議決権種類株式の発行の有無に頓着しない一般投資家の投資機会を奪うことになりはしないだろうか。議決権種類株式を発行し、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、成長を期待できる企業であることが多い。議決権種類株式発行企業の上場を制限することにより、今後の成長の果実を一般投資家が共有できなくなる恐れが高まる。

ガバナンスを重視して株式投資を行い、必要であれば自らが経営に関与していこうとする機関投資家ばかりではない。創業者等の才覚を信じ、その経営が継続することを望む株主にとっては、議決権種類株式を発行していたとしても投資をする上で問題とはなるまい。

### 4. 市場間競争へ

2014年に議決権種類株式発行企業としてニューヨーク証券取引所に上場した Alibaba Group Holding Limited は、周知の通り中国の企業だ。香港証券取引所を選ばなかったのは、当時香港証券取引所では、議決権種類株式発行企業の上場を認めていなかったからだ。Alibabaの上場をニューヨーク証券取引所に奪われた香港証券取引所は、その後、2018年に議決権種類株式の上場を可能にする規則改正を行い、2018年7月に Xiaomi を議決権種類株式発行企業として上場させた。シンガポール証券取引所、上海証券取引所もそれに続いて議決権種類株式発行企業の上場を可能にする規則改正を行っている。そして今回の英国市場改革である。

わが国では、複数議決権株式を発行した企業の上場を禁じてはいないが、2014年のサイバーダイナ社以外の事例がない。香港等に続いて英国が規則改正に動いたことから見て、このような上場を考える企業が無いわけではないだろうが、国内で具体的な案件は今のところ顕在化していないようである。

英国の市場改革に先立って、わが国では東京証券取引所の改革が進められている。この改革では、流通株式の定義を変更したことによって、実質的には創業者等の株式保有比率を引き下げる可能性があり、創業者等による企業の支配を維持する仕組みを考えようとする英国とは異なる方向だと言えるだろう。東京証券取引所改革において、創業者等の経営権確保に向けた関心は希薄であるように見える。