

# 複数議決権株式にみる企業ガバナンス上の問題

## ～ステークホルダー資本主義との対比～

政策調査部 鈴木 裕

### 要 約

格差の縮小や企業支配の適正化のために、上場企業の株主権に制限を設けようとする、いわゆるステークホルダー資本主義に関する政策は数多い。従業員の代表者を取締役に参加させるべきと米英の著名な政治家が提言し、人気のある経済学者は大株主の議決権を制限すべきと主張している。一株一議決権の原則のもとで、ステークホルダーへの企業価値の配分を増大させるため、株主の議決権に制限を設けようとする政策は整合的である。

しかし、企業価値を増やすには、むしろ企業に愛着を持ち、業界の状況を熟知する者に経営を委ねることも効果的であろう。創業者等による企業支配を確実なものにするための複数議決権株式は、積極的な検討に値する。米国では、複数議決権株式発行企業の新規上場が増加傾向にあり、英国ではそのような企業の上場を後押しするために上場規則を改正した。ステークホルダー資本主義と異なる方法で、格差の拡大を抑えながら企業の成長を実現しようとする政策だ。

わが国では、複数議決権株式発行企業の上場は、ストップしたままである。企業の成長によって経済を活性化しようというならば、複数議決権株式の活用を考えてもよいのではないか。

### 目 次

はじめに

- 1章 株主の権利縮減を目指す政策動向
- 2章 一株一議決権からの解放
- 3章 複数議決権株式の活用を進める米英の動向
- 4章 複数議決権株式と株価指数
- 5章 複数議決権株式の欠点と克服方法

おわりに

## はじめに

株式市場への上場によって、上場前からその企業の株式を保有する創業者等の株主は、市場価格で株式を売却する機会を手にする。株式を売却すれば、引き換えに莫大な金銭を手にすると同時に、売却するまで持っていた企業に対する支配力を弱めることにもなる。企業を支配するために株式を保有し続けて、配当として金銭的利益を受け取ることもできる。金銭的利益か、企業に対する支配力か、あるいはその両方を手中に収めたままか、企業が上場する際には、創業者等の株主に選択が迫られる。

しかし、現代的な問題は一層複雑だ。株主に帰属すべき企業価値はどの程度であるべきか、企業の支配を株主だけに委ねるべきであるのかを問う、いわゆるステークホルダー資本主義は力を持った政治的な主張となりつつある。株式売却益へ高率で課税し企業価値の増大を社会に還元するべきとの主張や、創業者等の株主による支配力を弱めるべきとの主張につながる。米民主党の重鎮エリザベス・ウォーレン上院議員やバーニー・サンダース上院議員、テリーザ・メイ英国前首相、フランスの経済学者トマ・ピケティ教授らが、こうした政策を後押ししようとしている。

一方、株式市場においては、企業の成長を実現するための方策として、創業者等の支配力を維持する仕組みを上場制度に織り込もうとする動きが勢いを見せている。創業者等古くから企業に関わり、その事業をよく理解している者に経営を委ねることが、企業価値を高めるだろうとの思考だ。

こうした一見相反する考え方を橋渡しする知恵が複数議決権株式であるかもしれない。本稿では、上場企業のガバナンスに関するステークホルダー

資本主義からの改革提案の概要（1章）、最近の証券市場改革における企業支配力の分散化と集中化の対比（2章）、解決策としての複数議決権株式という工夫（3章）について概観する。複数議決権株式への警戒感が株価指数の設計にも及んでいることを述べた（4章）後、複数議決権株式の欠点を克服する方法に言及する。

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、上場事例はわずか1件だ。3章で記す通り英国が複数議決権株式発行企業の上場を後押しする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な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。本稿は、企業ガバナンスの観点から複数議決権株式に対する強い警戒感が投資家の間にあることに留意しつつも、その積極的な活用を検討できないかを探るものである。

## 1章 株主の権利縮減を目指す政策動向

株式は、株式会社形態の企業に対する支配権を意味するとともに、金融商品でもある。株式保有が引き起こす問題は、支配権に由来するのか、金融商品としての性質に由来するのか、一応分けて考えられそうだ。

金融商品としての株式は、株価変動と利益配当の形で保有者に損益をもたらす。株価変動と利益配当の源泉は企業が生み出す価値であるが、その企業価値が、資本を拠出した株主に厚く、労働力を提供した従業員には薄く配分されているとの批判は常に生じている。その観点から、企業価値を適切に再配分すべきとする政策や、ステークホル

ダーの中でも特に従業員へ企業が生み出す利益を還流するべきという主張が打ち出されることになる。

支配権の面では、ステークホルダーによる経営への参加を何らかの形で実現しようとする政策が検討されている。ステークホルダーの中で特に従業員による経営参加は、英国でも米国でも検討されたことがあるし、ドイツをはじめとして株主と従業員による共同決定の仕組みが法的に確立されている国もある。

この章では、企業支配と格差是正の二つの観点から株式保有が生み出す問題に対処しようとする政策動向を概観する。

## 1. ピケティ教授の議決権制限論

資本主義研究で名高いピケティ教授であるが、企業に関する考察は、あまり行っていない。上場企業間の株式相互保有の研究で知られる経済学者の奥村宏は、ピケティ教授の資本主義論に対して、『資本主義という病—ピケティに欠けている株式会社という視点』と題する書籍を出しているほどだ。

ただ、企業に関する議論は薄いものの、ピケティ教授の著書『資本とイデオロギー』では、株式会社制度に関して企業を大株主の支配から引き離し、小口株主の影響力を高めるための興味を引く方が提案されている。発行済み株式の10%を超える株式を保有する場合は、10%を超過する分は議決権を3分の1にするという方法だ。40%の株式を保有している場合は、10%までは1議決権だが、残りの30%分の議決権は3分の

1になるので、合計の議決権は20%となる。

これは、ファンドが短期的に株式を買い集めたとしても、企業が長期的に蓄積した価値をほしいままにできなくするためだ。しかし、一部の機関投資家の考える一株一議決権というガバナンスの基本線から外れていることは言うまでもない。

## 2. 米英政治家による従業員取締役の制度提案

バイデン米大統領は、先の大統領選における民主党の予備選挙中に「株主資本主義の時代は、既に終わった。企業が責任を負うべき相手が、株主のみだという考えは、全く真実ではない。それは絶対的な茶番だ。企業は、従業員、地域社会、そして国に対して責任を負う。こうした考え方は決して過激な概念ではない。」と発言している<sup>1</sup>。企業は株主だけのものではなく、従業員や地域社会、環境などの利益にも配慮すべきとステークホルダー資本主義にバイデン大統領が好意的であることは明らかだろう。

ステークホルダー資本主義を実現するためにどのような政策を打ち出すか、今のところ具体的な進展は見られない。しかし、民主党大統領候補の座をバイデン氏と争い、財務長官の有力な候補者の一人でもあったウォーレン上院議員や労働長官就任に意欲を示していたサンダース上院議員は、企業と株主、従業員の関係について、かなり革新的な政策を打ち出している。彼ら民主党リベラル派が提案するステークホルダー資本主義関連法案<sup>2</sup>は、多くの内容を含んでいるが、本稿との関わりが深そうなのは次の2つだ。

1) Sharecast “US’s Biden calls for end of era of ‘shareholder capitalism’” (2020年7月10日)

2) 鈴木 裕「バイデン政権のESG政策—促進目指すが…」(大和総研レポート、2020年11月25日)  
[https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20201125\\_021921.html](https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20201125_021921.html)

- ① 従業員の代表を取締役会のメンバーにする。従業員代表の割合は3分の1から45%まで様々な案がある。
- ② 従業員による株式所有基金を設け、発行済み株式の20%を割り当てる。配当金は従業員間で配分する。

株式の保有量とは関係なく、取締役総数の一定比率を選任する権限を従業員（の団体）に認めることは、株主から見れば自己の株主権に制限を設けられるのと変わらない。株主の権利であった取締役選任権を従業員に一部移転することになるからだ。従業員の代表が経営の方向性を決める取締役会に参加できれば、企業価値の配分の際に従業員の優先度を高められるだろう。従業員株式所有基金はサンダース議員の提案であるが、これも株式保有によって従業員が推す候補者が取締役に選任される可能性を高めるとともに、株式への配当の形で金銭的な利益を従業員が確保することに役

立つだろう。

取締役会の中に従業員代表を含める制度の創設を提案した著名な政治家としては、英国のメイ前首相を挙げることもできる。メイ前首相は、2016年7月の正式就任前から英国企業の競争力を高めるためのコーポレート・ガバナンス強化に向けた政策を打ち出していた。消費者代表や従業員代表を取締役会のメンバーとするべきであると主張し、企業支配の在り方を変えるような提案を行っている。これは、企業経営者・取締役が、一部の限られた属性を持つ者から選任されているという現状があり、これでは経営への監視機能が十分に発揮されているとは言い難いとの認識に基づいている。メイ前首相の提案はステークホルダーである従業員や消費者が経営に関与する道を開こうとするものだった。結局は実現しなかったが、これも株主の権利を制限することで、企業を変革しようとするアイデアだ。従業員や消費者の代表



を取締役に含め、株主の支配力を弱めることによって、企業価値の配分を変えようとした。

企業に対する支配力を変えることで、企業価値の配分も変えようとする発想は、支配力の大きさと利益配分の大きさが基本的には一致していると考えているからだろう。従業員への利益配分を増加させるためには、企業の意思決定の場である取締役会に従業員代表を入れることやその数を増やすことが効果的だとする政策が、米国民民主党のステークホルダー資本主義関連法案であり、メイ英国前首相の従業員代表の取締役選任の制度化だ。

### 3. 岸田内閣の賃上げ促進税制

2021年12月24日に閣議決定された「令和4年度税制改正の大綱」<sup>3</sup>では、成長と分配の好循環の実現に向けて、多様なステークホルダーに配慮した経営と積極的な賃上げを促す観点から、賃上げに係る税制措置を抜本的に強化としている。岸田内閣では、官と民がそれぞれ役割分担をして、成長と分配の好循環を生み出す「新しい資本主義」の実現を目指している。まずは成長戦略を加速化させ、その成長の果実を国民一人一人に分配していくこととしている。特に民間企業の雇用の給与総額などを引き上げるための施策が賃上げ促進税制の強化だ。

このうち、大企業に関する内容の概要は、次の通りだ。

- ① 継続雇用者の給与総額や教育訓練費を前年度より一定の伸び率以上で増加させた大企業等については、給与総額の前年度増加額の最大30%を税額控除する措置を設ける。

- ② 一定規模以上の大企業（資本金10億円以上かつ常時使用従業員数1,000人以上）については、給与の引上げの方針、取引先との適切な関係の構築の方針等といった、マルチステークホルダーに配慮した経営への取組みを公表していることを、賃上げ促進税制の適用を受けるための要件とする。

賃上げ促進税制強化はステークホルダーとしての従業員へ企業価値を配分することが狙いだ。しかし、そのための策としてサンダース／ウォーレン／メイなどが構想する経営支配構造の変革を伴うものでなく、税制と経営者の意識変革に頼ろうとしている。税制を用いて従業員への配分拡大を図ろうとする考え方は、かなりポピュラーではある。ライシュ教授は、「一つの可能性としては、法人税率を決める際に、その企業の平均的な労働者の賃金に対するCEOの報酬の比率と連動させる方法が挙げられる。」<sup>4</sup>と述べている。従業員の賃金を上げるか、CEOの報酬を下げれば、法人税率が下げられるので、税負担を嫌う株主や経営者にとって従業員への配分を増やす動機となる。

もっとも、こうした税制優遇策は、人件費の増加分を上回る利益を企業に残すわけではない。企業の利益を増やさないと、利益と連動する報酬体系にさらされている経営者の行動に影響を及ぼすと期待できるか、疑問が残る。経営者が進んでパイの分け方を変えるようにするために、税制上の恩典を与えたとしても、株主によって選任された経営者が積極的に賃上げに取り組もうとするだろうか。この点で、企業を変革する力を従業員に与えようとするステークホルダー資本主義と岸

3) 「令和4年度税制改正の大綱」

[https://www.mof.go.jp/tax\\_policy/tax\\_reform/outline/fy2022/20211224taikou.pdf](https://www.mof.go.jp/tax_policy/tax_reform/outline/fy2022/20211224taikou.pdf)

4) ロバート・B・ライシュ著 雨宮 寛／今井 章子訳 『最後の資本主義』（東洋経済新報社、2016年12月15日発行）p.257

田内閣流の新しい資本主義は異なるようにみえる。

## 2章 一株一議決権からの解放

企業価値の分配を変え、従業員をはじめとする株主以外のステークホルダーの利益を拡大する方策として、従業員代表の取締役を制度化したり(サンダース/ウォーレン/メイ)、大口投資家の議決権を制限したり(ピケティ)、賃上げに税制上の恩典を与える(岸田)など、様々な工夫が考えられている。しかし、別な方法も考えられる。企業価値というパイの分配を変えるのではなく、パイそのものを大きくする強い動機を持つ者に企業経営を委ねる方法だ。企業に対する支配力は強いが、企業価値の配分として受け取るのは、その支配力に見合わないくらい少なくとも、企業価値を高めようとする強い動機と十分な能力がある者、通常は創業者等に経営を委ねる方法だ。

一株一議決権原則のもとでは、支配力と金銭的な利益配分は比例的な関係となる。これは、企業が生み出す価値に対して利害関係が薄ければ、経営に関与する度合いも小さくていいだろうし、株式保有量が多ければ、その分利害が大きいことから、経営を支配することを認めようとするもので、権利の内容は均一だが異なる数量の株式を持つ多数の株主によるガバナンス構造を指向するのが一株一議決権という考え方だと言ってよいだろう。しかし、この一株一議決権原則のもとでは、創業者等が企業の支配力を確保しようとするれば、大量の株式を持たなければならず、結果として創業者等が企業価値の大きな部分を手にする。創業者等の経営が成功すれば、企業価値は高まり創業者等に配分される利益は一層増大する。創業者等に富

がますます集中し、持たざる者との格差が拡大してしまう。企業を成功に導くことが格差を広げてしまうのである。

そこで、企業の支配力と利益配分を比例させない方策が検討に値するのではないかという発想が出てくる。実際、議決権は多く持つが、利益の配分は少なくなる仕組みとして、複数議決権株式がある。例えば10倍の議決権を持つ複数議決権株式1株と1議決権の普通株式9株を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られる。しかし、利益の配分へは10株のうちの1株として参加するので、多くの利益が他者のために残る。

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。その企業と業界をよく知り、確かな見通しを持って企業を導いてきた創業者等に経営を委ねることは、他の多くの株主にとっても望ましいことである場合が多いだろう。他者の反対や過度の慎重論にとらわれない、優れた経営者による素早い意思決定によって企業価値を高めることができれば、株主一般の利益にもなる。また、企業価値の配分の仕方によっては、従業員や地域社会といったステークホルダーを潤すこともできる。複数議決権株式は、ステークホルダーの利益増大に直接的に貢献するわけではないが、その可能性を高められそう。

しかし、当然だがよいことばかりではなく、複数議決権株式には反対の声が強い。複数議決権株式が発行されていると、一株一議決権の普通株主による経営に対する働きかけ(エンゲージメント)

の効果は薄くなる。いざとなれば株主総会の中で経営者の交代もできるような影響力を背景にすればエンゲージメントは意味もある。複数議決権株式によって圧倒的な議決権を持っている創業者等が経営者であれば、わずかな議決権しか持たない普通株主の言葉に耳を貸すとは思えない。

複数議決権株式を持つ者は、他の誰よりもその企業の内部事情に詳しいのが普通だ。そのような事情をうまく利用すれば、企業全体の利益よりも自分自身の利益になるような経営判断を下したとしても露見しにくい。つまり、複数議決権株式を持つ創業者等が経営を行っている場合は、その内実を監督することが難しくなってしまうという問題もある。仮に自身の利益のみを優先していることが発覚したとしても、前記の通り、圧倒的な議決権を背景にして、自己の地位を守るのは容易だ。

さらに、創業者等であれば企業に愛着を持ち、成長することを願っているとすると前提自体も不確かなものである。企業価値が増大しても、自己の

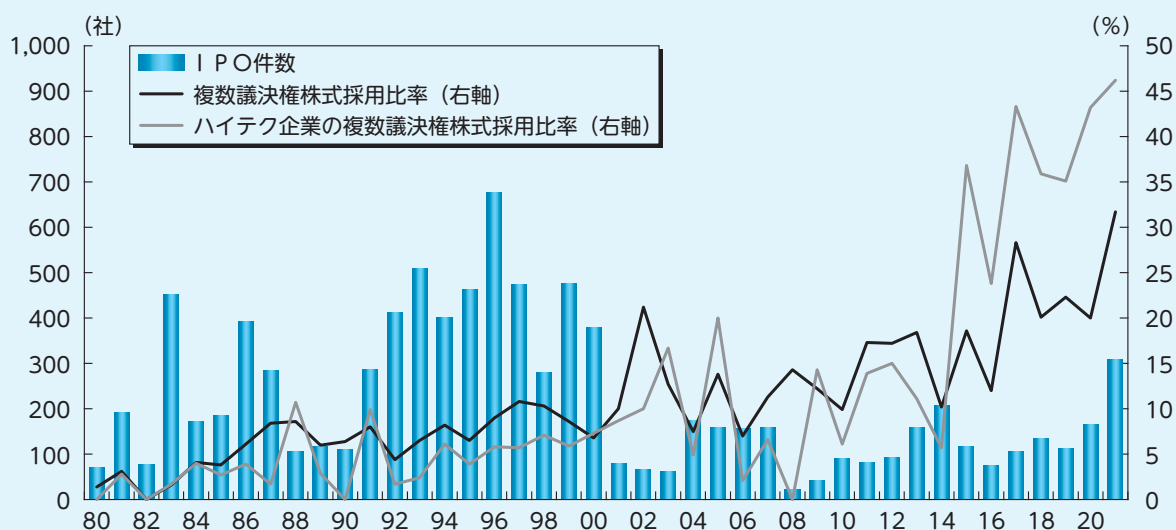
取り分が小さいのであれば、企業価値を高めようとは考えないだろうとの批判はあり得る。

このように、複数議決権株式には、積極的な活用をすべきという意見もあれば、反対意見も根強い。本稿はどちらかの意見に肩入れする趣旨ではないが、次章でみる通り各国の証券市場は、複数議決権株式を特に排除はしていない。また、近年は複数議決権株式を発行している企業の上場を積極的に誘致しようとする動きが強まっている。

### 3章 複数議決権株式の活用を進める米英の動向

米国では、新規上場（IPO）時に複数議決権株式を発行したままで上場する例は珍しくない。特にIT・テクノロジー系企業では、複数議決権株式によって、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1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、

図表1 IT・テクノロジー系企業のIPOにおける複数議決権株式の広がり



(注) 2021年12月23日時点  
(出所) Jay R. Ritter “Initial Public Offerings: Updated Statistics” Table 23から大和総研作成

IPO時の複数議決権株式の利用にかなりの差が出ている。

複数議決権株式は、外部からの経営介入を受けたくないマスメディアなどの企業によって、創業者等の長期的な経営権が確保し言論の自由を守るツールとしてかつては利用された。近年は、短期的利益を求める投資家の影響を排除し、創業のビジョンや理想に基づく経営を可能にするために使われているようだ。複数議決権株式発行企業としては、ニューヨーク・タイムズ、フォード、グーグルの親会社のアルファベットなど、米国を代表する企業名が挙がる。

米国が成長力の旺盛なIT・テクノロジー系企業を複数議決権株式付きで上場させ続けていることは、そうした企業をうまく上場誘致できていないロンドン証券取引所の変革を促すことになった。ロンドン証券取引所は2021年12月に上場規則を改め<sup>5</sup>、最上位市場であるプレミアム市場での複数議決権株式発行企業の上場を認めた。規則改定のための検討では、“Finding the British Google”（英国版グーグルを探そう）というスローガン<sup>6</sup>が用いられた。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複数議決権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のはほぼ不可

能だ。複数議決権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、英国版グーグルが上場できるようにすることである。もっとも、英国でもスタンダード市場であれば、複数議決権株式発行企業の上場は、以前から可能であった。

米国では、発行する株式を企業が自由に設計することが基本的には可能であるが、上場制度によって既存の株主の議決権を減少・制限させることは禁止されている。複数議決権株式が多用されている米国においても、その発行はIPO前あるいはIPOと同時とされている。IPO後であると、複数議決権株式が発行されていないと考えると、株式を購入した者の支配力を弱めてしまうからだ。IPO時に複数議決権株式が発行されていることが周知されていれば、普通株式を購入した者への不意打ちとなることもない。企業の創業者等にとっては、普通株式（あるいは無議決権株式）を上場させることで資金調達の実績が拡大するが、非上場の複数議決権株式があれば支配力は失わない。

創業者等の支配力を確かなものにすることで企業が成長し、株価が上昇すれば、年金基金等の保有する株式の価値が高まり、確定拠出制度で株式投信を購入している従業員の資産価値も引き上がる。結果的に年金制度等を通じて幅広く金銭的利益を分配できる。つまり、社会にもたらされる企業価値というパイの大きさを拡大する効果を期待できる。米国では複数議決権株式の利用が増える

5) 鈴木 裕「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—」（大和総研レポート、2021年12月27日）

[https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20211227\\_022745.html](https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20211227_022745.html)

6) 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>



と同時に、全IPOの上場初日の時価総額が大きくなっており（図表2）、経済の活性化に役立っている。

英国の上場規則変更は、米国株式市場の活況と経済全体へのポジティブな影響を目の当たりにして、地盤沈下が懸念される英国株式市場の再興を目指した市場間競争といえるだろう。

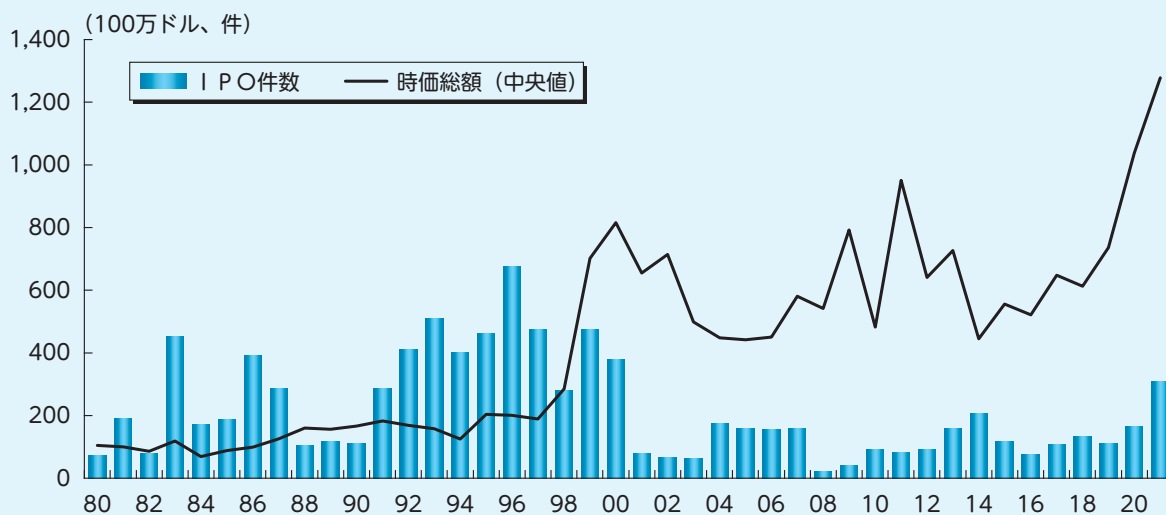
わが国では、現行の東京証券取引所（東証）の有価証券上場規程上、複数議決権株式を発行していても、新規上場時に議決権の少ない株式（一株一議決権の普通株式）を上場することは、株主共同の利益の観点から必要性和相当性が認められれば可能である。しかし、これまで複数議決権株式を活用した事例はサイバーダイナ社の1事例のみだ。同社は、2014年の東証マザーズ上場時に、普通株式の10倍の議決権を有する種類株式（B種類株式）を創業者社長に割り当てた。創業者が同社の主力事業であるサイバニクス（ロボット技

術の一種）の先駆者であり、創業者による安定的な経営こそが株主共同利益にとって必要であると考えられたからだ。しかし、その後同様のスキームを用いた新規上場はない。その理由ははっきりとはしていないが、複数議決権株式自体があまりよく知られていないこと、創業者等の支配権に影響を生じさせない資金調達が必要であれば借り入れの方が容易であること、硬直した経営に陥る可能性に対する投資家の不安があること、証券取引所の上場審査が煩雑になることなどが考えられる<sup>7)</sup>。

## 4章 複数議決権株式と株価指数

複数議決権株式に対しては、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からの批判の声が強い。複数議決権株式があるために、株主主導で企業を変える契機を得られ

図表2 米国新規上場企業の上場初日終値による時価総額（中央値）



(注) 2017年のCPIで実質化

(出所) Jay R. Ritter “Initial Public Offerings: Updated Statistics” Table 4fから大和総研作成

7) 経済産業省「CGS研究会 第3回事務局資料」(2022年2月21日) p.42

[https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/cgs\\_kenkyukai/pdf/3\\_003\\_03\\_00.pdf](https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/cgs_kenkyukai/pdf/3_003_03_00.pdf)

ないことへの危惧があるからだ。機関投資家は、投資先企業と対話をして経営を変革するためにエンゲージメントに取り組むことがあるが、この障害となるが複数議決権株式だ。

しかし、複数議決権株式を発行する企業でも株価指数に採用されている場合、株価指数をベンチマークにしている年金基金等のパッシブ投資家としては、株価指数への連動性を確保するために、その株式を購入せざるを得ない。そこで、機関投資家から株価指数提供者に対して、指数構成銘柄としての複数議決権株式発行企業を含めることの是非を再考するよう働きかけが始まった<sup>8</sup>。

きっかけとなったのは、写真共有アプリを提供する Snap Inc. のニューヨーク証券取引所への新規上場だ。Snap が上場させたのは、全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。つまり、無議決権株式の株主は、議決権を背後にした効果的なエンゲージメントができないのに、株価指数の構成銘柄になっているとその無議決権株式を購入せざるを得なくなる。

もともと株価指数構成銘柄には、ある程度の浮動株比率が求められている。株価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、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、指数を追従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。浮動株比率基準を充足するために創業者等が株式を手放さなければならなくなれば、結果的に創業者等の支配力は弱くなる。

ここに、実効的なエンゲージメントを可能にするための議決権の確保というテーマを加えたのが、Snap の上場だ。従来、株価指数を追従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。株価指数提供者は、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

2017年7月に、S & P Dow Jones Indices<sup>9</sup> と FTSE Russell<sup>10</sup> がそれぞれ、複数議決権株式発行企業や浮動株比率が低い企業を株価指数構成銘柄から除外する方針を明らかにした。MSCI は、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月に、既存の株価指数における扱いは変えずに、新たに複数議決権株式等の議決権種類株式発行企業を除外した株価指数を算出、公表する方針を明らかにした<sup>11</sup>。

実効的なエンゲージメントを行う観点からコーポレート・ガバナンスの状況を投資判断の考慮要

8) 鈴木 裕「株価指数における浮動株比率基準強化の影響」(2017年8月8日)

[https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20170808\\_012201.html](https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20170808_012201.html)

9) “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](https://www.spice-indices.com/idpfiles/spice-assets/resources/public/documents/561162_spdjimulti-classsharesandvotingrulesannouncement7.31.17.pdf)

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

[http://www.ftse.com/products/downloads/FTSE\\_Russell\\_Voting\\_Rights\\_Consultation\\_Next\\_Steps.pdf](http://www.ftse.com/products/downloads/FTSE_Russell_Voting_Rights_Consultation_Next_Steps.pdf)

11) “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](https://www.msci.com/documents/10199/238444/PR_Voting_Results.pdf/0b548379-fbe7-71c7-b392-7140b2215cc9)

素とする投資家にとっては、議決権種類株式発行企業を株価指数から除外する株価指数提供業者の対応は歓迎できるだろう。しかし、そのような要素を重視しない他の投資家にとっては、議決権種類株式発行企業を除外した株価指数の使い勝手がいかにどうかは一考の余地がある。コーポレート・ガバナンスの状況が、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応えるべきかを考える中で、株価指数提供業者の間でも上述したように対応が分かれたようだ。

## 5章 複数議決権株式の欠点と克服方法

複数議決権株式を創業者等に付与することで、意欲的な企業経営を実現するようになるだろうと期待はできそうに思える。しかし、そうした期待が常に現実のものとして機能するわけでもなければ、当初の期待が時間の経過とともに変化していくことはあり得る。特に、創業者が経年によって意欲を薄れさせたり、独善的になったりすることはありそうだ。相続があった場合、相続人が創業者と同じように才覚を発揮できるかも疑わしい。また、普通株主の大多数が経営者の交代を望んだ場合、それでも複数議決権株式を存続させるべきかという課題も残る。

機関投資家の間で複数議決権株式に対する警戒

感があるのは、こうした不都合さがあるからだ。しかし、このような問題は、いくつかの工夫で軽減することができるように思える。東証の「上場審査等に関するガイドライン」では、複数議決権株式を発行している場合、株主共同利益の観点からの必要性と相当性の審査基準を設けている（II.6（4））。具体的には、サンセット条項、転換条項、ブレイクスルー条項等を含むものであることが求められる。

### 1. サンセット条項

サンセット条項は、複数議決権株式導入の目的が達成された場合や、目的の達成が不可能であることが確定した場合、又はこれらと同じような事由が生じたときとみなせる場合にスキームを解消させる方策のことだ。複数議決権株式の導入は、創業者等による安定的な支配のもとで、企業価値向上に向けた長期的な経営を実現することにある。その目的が達成されれば、複数議決権株式を残しておく理由はなくなる。創業者等による安定的な経営が長期間続いたという事実がある場合も同様に考えられるだろう。逆に、創業者等が経営への意欲を失い、目的達成が不可能であると明らかになった場合も複数議決権株式を残しておく必要はない。

サンセット条項によるスキームの解消は、一定期間経過後に普通株主による特別決議を経る場合や、決議なしで自動的に行われる場合がある。期間の設定は、米国企業の場合10年以内が多いようだ。サンセット条項の設計によっては、複数議決権株式の存続期間を延長することもできる。

### 2. 相続・譲渡の際の転換条項

相続や譲渡によって複数議決権株式の所有権が

移転した場合に、普通株に転換するという条項をあらかじめ定めておくことは、複数議決権株式の発行目的を考えれば必要だろう。所有者の変更後も複数議決権株式が解消されなければ、複数議決権株式の譲受者が企業を支配してしまう。

このような転換条項は、資金回収を可能にするものでもあるから、複数議決権株式の所有者にとっても歓迎されるだろう。企業を支配する情熱を失ったのであれば、複数議決権株式を金銭に換えたいと思うだろうからだ。複数議決権株式の保有者はその所有目的を失った際に、対価なしで償却されるよりは対価として普通株式を受け取れることを望むはずだ。これは前記のサンセット条項でも同様で、スキームの解消後に普通株式への転換を認めることは、スキームの解消に創業者等の賛同を得るためにも有益だ。

### 3. ブレークスルー条項

複数議決権株式は、IPOまでに創業者等に付与されるものであるから、上場後の企業価値の増大に対して非常に小さな出資額で支配権が維持されることになる。そこで、出資額に見合わない過大な支配力を認めるべきではないと考えられる事情が発生した場合には、複数議決権株式のスキームを解消するのがブレークスルー条項だ。他の株主が、普通株式の多くを所有し企業経営に強い利害関係を持つに至り、もはや複数議決権株式保有者の支配に経営を委ねることが適切ではない場合に発動される。例えば、普通株式の3分の2や4分の3を所有する者が現れた場合を想定するとよいだろう。現在の企業経営に大きなリスクを持つ者こそが企業価値増大に取り組む強い動機を持つだろうということだ。

しかし、ブレークスルー条項のトリガーになる

一定割合以上の株式を保有する株主が登場しなければ、複数議決権株式は存続し続ける。たまたま資金力のある買収者が登場すれば創業者等の支配力を無力化できるが、そうでなければ支配の交代は生じないという問題がある。

もとは優れた創業経営者が加齢により能力を減退させたり、十分な能力を持つか疑わしい子孫が経営を相続したりすることはしばしば起こり得る。このような状況が生じれば株価が下がり、買収者が登場して企業経営に新陳代謝が生まれるが、複数議決権株式は新陳代謝を阻害する恐れがあるのは確かだ。そこで、複数議決権株式を発行する際には、それをうまくコントロールする方法をあらかじめビルトインさせておくべきである。その具体的な工夫が、ここで述べたよう条項を設けておくことだ。

## おわりに

企業が生み出す価値を幅広いステークホルダーに配分するために、株主の議決権を制限して株主以外のステークホルダーに取締役選任権を与えたり、従業員による株式保有のための基金を制度化すべきとしたりする政策提案がある。他方、企業の支配権を創業者等が確保するために特別な議決権を有する株式を発行する企業が増加しており、本稿ではその状況を概観した。

前者は、企業価値というパイの分け方の角度を変えするために、企業に対する支配権を株主以外のステークホルダーに一部移す考え方だ。貧富の格差を縮小するための企業価値の配分を、株主権の調整で実現することを目指している。後者はパイを大きくする知見がありそうな者に複数議決権株

式を付与し、むしろ企業の支配を創業者等の一部の株主に認めようとする。パイを大きくできれば、結果的にステークホルダーの受け取るパイも多くなるかもしれない。

後者の取り組みに対しては、投資家の間に強い反対がある。株式を保有する投資家こそが、企業価値を増加させる強い動機を持ち実際にエンゲージメントしているのであるから、そうした投資家による企業支配を不可能にするような複数議決権株式には賛成できないということである。スチュワードシップ・コードに見られるように企業に対する投資家によるエンゲージメントが政策的にも促されている中では、わが国においても軽視できない意見だろう。この立場にたてば、一株一議決権が支持され、複数議決権株式の導入は難しくなる。

しかし、米国においては、複数議決権株式に対

する反発がありながらも、その活用が進んでおり、取引所上場後も成長力の強い企業を数多く生み出している。複数議決権株式を使わない場合に比べれば、株式保有によって生じる格差を小さくできる。複数議決権株式を用いなければ、創業者等は普通株式を大量に保有した状態で上場しなければ支配権を維持できないが、利益配分の割合が小さな複数議決権株式であれば富の集中を緩和できるだろう。上場企業の創業者は、並外れた富裕層であることが多いが、複数議決権株式を使えば途方もない格差を幾分は小さくできるはずだ。また、投資家の全てがエンゲージメントの効果を確信し、積極的に取り組んでいるわけでもない。成長を期待できる企業の中には、複数議決権株式が使えなければ上場を断念するところもあるかもしれない。そうなれば、企業の成長の果実を投資家が手にする機会が提供されないようになってしま



12) 根本 直子「今こそ議決権種類株の積極活用を」(日経ヴェリタス、2022年2月27日)

う。

複数議決権株式の上場を後押ししようとする株式市場改革が英国で進められたのは、成長企業への投資機会を作り出すためであり、結果的には格差の拡大を抑える効果をも期待できる。ガバナンス（議決権）に深い関心がある株主がいるからといって、複数議決権株式発行企業の上場に後ろ向きであり続けると、コーポレート・ガバナンスの良し悪しに大きな価値を認めない投資家の投資機会を制限することになる。ガバナンスに深い関心がある株主には、複数議決権株式発行企業に投資をしないという選択肢があるはずだ。

英国での複数議決権株式発行企業の上場誘致を進める市場改革に先立って、わが国では東証で市場区分の見直しなど、上場制度に関する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、いわゆる政策保有株式の売却が進むだけでなく、実質的には創業者等の株式保有比率を引き下げる経過をたどる可能性がある。創業者等が上場後も長期に安定的な経営権を確保したいと考えるならば、複数議決権株式は選択肢となり得るのではないか。複数議決権株式については、経済産業省の研究会で取り上げられるなど政策的な関心も生まれつつあれば（前掲脚注7参照）、その積極的な活用を提言する研究者<sup>12</sup>もいる。日本の証券市場活性化を考えるにあたり、複数議決権株式が本格的に注目されるようになるかもしれない。

[著者]

鈴木 裕（すずき ゆたか）



政策調査部  
主席研究員  
担当は、企業ガバナンス、  
投資家行動