

2023年5月2日 全4頁

議決権種類株発行企業が株価指数へ復帰

各国市場が議決権種類株発行企業の上場を容認する中、指数にも影響

政策調査部 主席研究員 鈴木裕

[要約]

- 議決権種類株式発行企業を主要な株価指数の構成銘柄として採用することを S&P Dow Jones Indices (以下、S&P DJI)が公表した。
- S&P DJI を含む大手の指数提供業者は、2017 年頃に一斉に議決権種類株式発行企業を株価指数の構成銘柄から排除した経緯がある。
- 議決権種類株式に対しては、コーポレートガバナンス上の問題が指摘されることがあるが、米国では特に IT 系企業によってよく利用されている。他の国々の証券市場でも、議決権種類株式発行企業の上場を認める動きが広がっている。

S&P DJI が株価指数構成銘柄の新基準を公表

投資に関連する指数提供業者の S&P Dow Jones Indices (以下、S&P DJI)は、2023 年 4 月 17 日、株価指数構成銘柄の採用方針を変更した。今後は議決権種類株式発行企業を株価指数構成銘柄に含める¹。

図表 S&P 株価指数に議決権種類株式発行企業を採用

変更前	変更後
議決権種類株式又はトラッキング株式(特定の事業部門の業績にリンクした株式)を発行している企業は、S&P Composite 1500 の構成銘柄として採用しない。 現に構成銘柄であるものは適用猶予とし、指数構成銘柄とする。	議決権種類株式を発行している企業は、他の基準を満たしているのであれば S&P Composite 1500 の構成銘柄として採用できる。 トラッキング株式発行企業は、引き続き指数構成銘柄として採用しない。

(出所) 脚注 1 資料をもとに大和総研作成

¹ S&P DJI 「[S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、S&P コンポジット 1500 指数におけるシェア・クラスの適格性ルールに関する相談の結果を発表](#)」(2023 年 4 月 17 日)

S&P Composite 1500 指数は、S&P 500、S&P MidCap 400、S&P SmallCap 600 から構成されているため、これらの指数にも影響が生じる。特に S&P 500 は、米国の株式市場全体の動向を知ることができる株価指数として、広く利用されている。これをベンチマークとする公募投信や上場投信（ETF）も多数ある。

議決権種類株式に対する批判

日本での議決権種類株式の活用は、あまり進んでおらず、無議決権株式を時折見かける程度だ。これは、通常、普通株式よりも先順位で配当を受け取る配当優先株式として発行されるもので、株主総会における議決権は付与されていない株式である。ただし、配当優先株式が常に無議決権株式であるわけではない。

一方、議決権が普通株式よりも多い、複数議決権株式もある。特に米国ではこの複数議決権株式を発行する例が増えている。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、その過半数となる 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。この場合、役員選任などの議案に普通株主がどのような不満を持っていても、複数議決権株主が単独で可決できる。日本での複数議決権株式の実例は極めて少ないが、米国では利用が拡大している。

議決権種類株式に対しては、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ある機関投資家からの批判の声が強い。議決権種類株式があるために、株主主導で企業を変える契機を得られないことへの危惧があるからだ。複数議決権株式を議決権種類株式として発行している企業の普通株式が上場されており、その普通株式が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機関投資家としては、株価指数への連動性を確保するために、その普通株式を購入せざるを得ない。しかし、普通株主が経営陣との対話を通じて投資先の上場企業に変革を促そうとしても、複数議決権株式を持つ投資家の影響力の方が強い場合、大抵は失敗に終わるだろう。また、無議決権株式のみを上場させている場合は、上場している無議決権株式をどれほど多く保有していても、投資先企業の経営に直接影響を及ぼすことはできない。そこで機関投資家から株価指数提供業者に対して、指数構成銘柄から議決権種類株式発行企業を排除することを検討するよう働きかけが始まった²。直接の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。

指数構成銘柄の選択基準

2017 年 3 月に Snap 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。つまり、無議決権株式の株主は、議決権を背後

² 鈴木裕「[株価指数における浮動株比率基準強化の影響](#)」（大和総研レポート、2017 年 8 月 8 日）

にした効果的なエンゲージメントができないにもかかわらず、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。

2017年7月に、S&P DJI³とFTSE Russell⁴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⁵。

S&P DJIが、今回この方針を見直し、議決権種類株式発行企業を指数構成銘柄に復帰させた理由としては

- 議決権は株式投資における考慮要素の一つに過ぎない。
- 議決権種類株式を除外した株価指数は、投資可能なユニバースを描写できていない。議決権種類株式にコーポレートガバナンス上の問題があったとしても、投資対象であることに変わりはない。
- IT系企業で多用される議決権種類株式は、短期志向の投資家から経営者を守る機能を有している。

等の声が指数利用者から寄せられたからだ⁶。コーポレートガバナンスの要因を構成銘柄の選択において考慮する株価指数は、そのような要因を投資判断に際してさほど重視しない投資家にとっては、「株価指数の使い勝手がいいかどうかは一考の余地がある」し、「株価指数は投資可能な対象を客観的に描写すべき」と筆者は、指摘してきた⁷。そのため、今回のS&P DJIの方針変更の内容については、意外性を全く感じないが、その迅速さは想定を超えるものだった。

投資家の利便性が、ガバナンス重視か

議決権種類株式発行企業の上場が増加する中で、このような企業を株価指数の構成銘柄から除外すると、市場全体の動向と株価指数の間にズレが生じるようになる。議決権種類株式発行企業の上場がないのであれば、ズレは生じない。しかし、別稿⁸で記した通り、世界の多くの国々で証券市場活性化策として議決権種類株式発行企業の上場を進めていこうとしている。米国は、以前から議決権種類株式発行企業の上場を認めてきたが、ここ数年の間で香港、上海、シンガポ

³ S&P DJI “[S&P Dow Jones Indices Announces Decision on Multi-Class Shares and Voting Rules](#)” (2017年7月31日)

⁴ FTSE Russell “[FTSE Russell Voting Rights Consultation - Next Steps](#)” (2017年7月)

⁵ MSCI “[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](#)” (2018年10月30日)

⁶ S&P DJI “[S&P Dow Jones Indices Consultation on S&P 1500 Share Class Eligibility Rules](#)” (2022年10月25日)

⁷ 鈴木裕、神尾篤史「[資産運用のパッシブ化における株価指数～東証改革の議論も含めて～](#)」(『大和総研調査季報』2019年秋季号 (Vol.36)) p.41

⁸ 鈴木裕「[英国の株式市場改革-市場構造の簡素化へ](#)」(大和総研レポート、2023年4月27日)

ールなどに続き、英国も、議決権種類株式発行企業の上場促進によって、市場振興を図ろうとしている。

市場間競争に後れを取らぬように、多くの国々が議決権種類株式に関する市場政策を変えてきている。指数提供者は、指数を利用する投資家の利便性を考えて、指数構成銘柄に関する方針を変更した。このように議決権種類株式の利用を正面から認めようとする動きがある一方で、上場企業における投資家主導のコーポレートガバナンスを重視する国際的な投資家団体からの反対は強い。ICGN（国際コーポレートガバナンス・ネットワーク）⁹も ACGA（アジア・コーポレートガバナンス・アソシエーション）¹⁰も議決権種類株式が多くの投資家にとって望ましいものではないと主張している。株価指数構成銘柄からの除外にも賛意を示してきた¹¹。

議決権種類株発行企業の上場を容認したり、株価指数構成銘柄として採用したりする動きも、国際的な投資家団体がこれらに対して示す警戒感のどちらも投資家の利益を実現するためと主張されるが、結論の隔たりは大きい。証券市場改革やコーポレートガバナンス改革は多くの争点があり、意見が対立することも珍しくない。議決権種類株式を巡っても埋めがたい見解の相違があるようだ。

⁹ ICGN 「[ICGN グローバル・ガバナンス原則](#)」（2017年）p. 29

¹⁰ ACGA “[Corporate Governance In Asia: One Step Forward, Two Steps Back?](#)”（2022年6月28日）

¹¹ ICGN “[The inclusion of non-voting or limited voting shares in stock market Indices](#)”（2017年11月）