

長期投資の拡大を目指す フランスの 2 倍議決権制度

金融調査部 主任研究員
鈴木 裕

長期投資を優遇する

どのような投資のことを長期投資と言うか、様々な考え方があることを説明してきました。長期投資を促進しようとするなら、長期投資の具体的な姿をイメージして、それを促すにはどのような政策支援が必要かを考えなければなりません。

長期投資の具体的なあり方として株式などを購入後、売却せずに長期間保有し続けることであるとするなら、そうした長期投資を促すための方策を考えるのはさほど難しいことはありません。長期間保有している株主には、配当を増やすなどの利益を与えることで、売却せずに持ち続けようとする動機が生まれるのではないのでしょうか。長期保有の場合には、多くの配当を受け取れるとすれば、配当を目当てに株式を購入しようとする投資家には、魅力的に映るはずです。

フランスの 2 倍議決権制度

しかし、投資家の狙いは、配当に限られるわけではありません。では、株主が投資先企業の支配権を欲しているなら、どうすればいいのでしょうか。この場合には、長期保有の株主に短期保有の株主よりも多くの議決権を与えることを検討できるでしょう。長期に保有し続ける株主は、それだけその企業に愛着を感じているのだから、企業を成長させようとする方向で議決権を行使すると期待するのであれば、それは企業価値を増大させるツールともなり得えます。このような考え方に立って、長期保有の株主には多くの議決権を付与することを認める法制をとっている国がいくつかあります。フランスは、かなり以前から長期保有（通常 2 年間）した株主へ 2 倍の議決権を与えることを認めてきました。原則的には、一株一議決権ですが、会社が定款に定めることで、2 倍議決権制度を導入できるとされてきました。これが最近の法改正によって、原則的に 2 倍議決権制度を採り入れ、2 倍議決権制度を導入したくない会社は、定款で定めることで 2 倍議決権制度を排除して一株一議決権を維持できるとされました¹。

1) 欧州における 2 倍議決権制度の動向について、大和総研レポート「2 倍議決権は特効薬か？ 懸念を呼ぶ『株主の権利指令』改正」（2015 年 6 月 9 日）沼知 聡子
http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20150609_009812.html

これは、創業者グループや政府など、株式を頻繁に売買することのない投資家の議決権が増大するということになるでしょう。2 倍議決権が付与される一定期間以上の保有をするかどうか、確信できない多くの機関投資家にとっては、自己の保有する株式の議決権の相対的な影響力が小さくなるということです。

法改正は既に済んでいるので、一株一議決権制度を維持したいのであれば、会社の定款を変更し、2 倍議決権制度を排除しなければいけません。しかし、定款変更議案の可決には、日本同様に 3 分の 2 の賛成が必要になります。つまり 2 倍議決権制度排除を内容とする定款変更議案が付議されたとしても、3 分の 1 を超える議決権を持つ株主がこの定款変更反対すれば、2 倍議決権制度は法律の規定通りに導入されることになります。また、2 倍議決権制度を排除する定款変更が議案にならなければ、2 倍議決権制度が導入されることは当然です。2 倍議決権制度によって今後、フランスにおいては株式を長期に保有する創業者や政府が企業に対して一層強い影響力を持つようになるだろうと考えられます。

すべての株式が 2 倍議決権付与の対象になるわけではありません。2 倍議決権制度の付与があるのは、株主が保有株式を発行企業に直接登録している（“nominatif pur”）か、金融機関を介して登録している（“nominatif administré”）場合です。無記名株式では、この 2 倍議決権制度が適用されません。現在、フランスでは多くの株主が無記名株式での保有を選んでいるため、2 倍議決権制度の恩恵を受けられるのは、一部の投資家に限られるようです。無記名株式を、登録株式に変更することはできるので、どの株主にも 2 倍議決権制度の適用はあり得るのですが、実際には創業者大株主の保有株式や政府保有株式がこの制度の適用対象となるようです。

イタリアでも 2 倍議決権制度は導入されており、こちらは法改正前のフランスのように、定款で定めることで 2 倍議決権制度を導入できるというものです。さらに同様の制度を欧州全体で導入することを目指した、EU の会社法指令案も策定されています。

2 倍議決権制度に対する批判

創業者、親会社や政府など保有株式の売却を想定しない株主が企業に対して影響力を強めることは、企業の長期的な成長を実現するための役に立つかもしれません。保有株式を長期間売却しない株主にとっては、長期間経過後の企業価値が増大していることを期待するだろうと考えられるからです。

他方、特定の株主がその支配力の維持を図るための道具として 2 倍議決権制度を利用することもあり得るでしょう。長期に保有し続ける株主が、投資先企業との間に何か特別な利害関係を持つ場合には、他の株主の利益を犠牲にする経営を志向することを可能にするかもしれません。現在、日本では株式の持ち合いや政策保有が企業の経営をゆがめているとの批判がありますが、日本でフランスのような 2 倍議決権制度が導入されれば、こうした持ち合いや政策保有こそが制度の恩恵を受けることになるはずですが、また、株式を登録形式で保有しないことが多い海外の株主にとっては、2 倍議決権制度の適用が難しくなるので、海外投資家の声が軽視されることになるでしょう。

日本の制度との関係

配当や議決権の面で、株式の長期保有を優遇する方策は、わが国でも法制上可能であると考えられています。平成 25 年 11 月に公表された「目指すべき市場経済システムに関する報告」²の参考資料で、「現行法上、中長期資金の調達手段として、中長期保有株主を議決権や配当で優遇する種類株の発行は可能である。」「議決権行使の条件として一定年間の株式継続保有を要求することで、長期保有株主を優遇する措置は可能。」「会社法上、中長期保有株主を配当面で優遇する種類株を発行することは可能。」と述べられています。

日本においては、これまでのところ保有期間によって配当や議決権に差異を設ける株式は、導入されていません。法制度的には、可能であるとしても、現実の例はまだ見られません。長期投資を促進するという文脈の中では、今後こうした新たな種類株が検討されることもあるかもしれませんが、その際には、長期間保有することが果たして長期投資であるのか、長期間保有している株主に多くの議決権を与えたとして、企業の長期的な成長を促すような経営判断に結び付くのか、という疑問が再度浮かび上がってくるのではないのでしょうか。

以上

2) 「目指すべき市場経済システムに関する報告」(平成 25 年 11 月 1 日)
<http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/special/market/houkoku.pdf>