

# 「長期」株式取引所の設立構想

米国シリコンバレーで長期投資向けの証券取引所の設立検討が進む

政策調査部

主任研究員 鈴木裕

米国証券取引委員会（SEC）は、2019 年 5 月に新たな証券取引所の設立を認可しました。長期的な経営を行う会社を上場させることで、投資家に長期投資の機会を提供する「長期株式取引所」（“Long-Term Stock Exchange”）を設立し、年内の取引開始を目指しています。

この新しい取引所は、上場会社が長期的な経営を実現しながら、長期投資家との関係構築に集中することによって、短期志向的な投資家からの圧力に対抗できるような市場の創出を目指しています。そのための仕組みとしては、長期保有投資家に多くの議決権を付与することや複数議決権株式の活用が検討されています。

しかし、この構想は、長期投資を標榜する機関投資家団体から強い批判を受けています。

## 長期株式取引所の設立認可

米国のシリコンバレーを中心に活動している起業家兼起業研究家のエリック・リース（Eric Ries）氏が申請していた、長期株式取引所（Long-Term Stock Exchange、以下 LTSE）の設立について、証券取引委員会（SEC）は 2019 年 5 月に認可しました。最も新しく認可を得た LTSE を含めて、米国には 23 の証券取引所があります（ほかに 5 つの先物取引所が認可を得ている）<sup>1</sup>。LTSE によれば、2019 年中にも上場株式の取引を開始する予定とのことです<sup>2</sup>。

長期的な展望をもって経営されている会社は、そうではない会社よりも高い収益を上げるだろうと期待したとしても、上場していると短期的な志向をもった投資家から短期的に利益を上げるべきとの圧力を受けてしまう恐れがあります。短期的な利益を上げるために会社の中長期的な成長が阻害されるかもしれません。そこで、上場する市場がそのような短期志向を抑制する仕組みを備えていれば、弊害は避けられるとする考えから LTSE の設立構想はスタートしました。

<sup>1</sup> SEC "National Securities Exchanges"

<https://www.sec.gov/fast-answers/divisionsmarketregmrexchangesshtml.html> (2019 年 7 月 8 日閲覧)

<sup>2</sup> LTSE "Frequently asked questions" <https://longtermstockexchange.com/faq>

## 長期的な企業とは

LTSE では、上場基準を策定し、現在 SEC の承認を待っているところです。LTSE の上場基準では、上場する会社が長期的な経営を実行できるようにするため、次のような規範に従うことを求めています<sup>3</sup>。

- 幅広いステークホルダーに配慮し、各ステークホルダーの目標達成に向けて重要な役割を果たすべきである。
- 事業の成果は数年または数十年単位で評価し、長期的な経営判断を優先すべきである。
- 経営者及び取締役の報酬は、長期的な成果に連動すべきである。
- 取締役会は長期的戦略の策定に取り組み、これの進捗をチェックすべきである。
- 長期的投資家とのエンゲージメントを行うべきである。

このような事項について、方針を策定したり、取り組み内容を開示したりすることが LTSE に上場する会社には求められることになります。

## 長期投資を目指す機関投資家団体からの批判

長期的な経営に取り組む会社の上場を目指す LTSE の構想ですが、意外にも長期投資を標榜する機関投資家の団体から、批判を受けています。米国 Council of Institutional Investors (CII) は、機関投資家とその顧客に長期的な利益をもたらすための様々な政策提言をする団体ですが、次の 2 つの点を挙げて、LTSE の設立に反対しています<sup>4</sup>。

LTSE の上場基準では、複数議決権株式の発行がほぼ制限されず、一般株主によるガバナンスが機能しなくなる疑いがあるとの批判があります。ニューヨーク証券取引所でも複数議決権株式発行会社の上場を認めています。このような株式の発行は、IPO 前または IPO と同時でなければならないとされています。LTSE では、上場後でも複数議決権株式の発行を認めるところが大きな違いです。

このほか、time-phased voting ( “tenure voting” または “loyalty shares” と呼ばれることもある) の採用を上場基準に定めていることも批判されています<sup>5</sup>。これは、この連載の第 11 回で説明した、長期保有株主には多くの議決権を付与するスキームです<sup>6</sup>。CII は LTSE がこの詳

---

<sup>3</sup> LTSE “The Long-Term Stock Exchange proposes enhanced listing standards for a new generation of public companies” (June 26, 2019)

<https://longtermstockexchange.com/news/ltse-proposes-enhanced-listing-standards>

<sup>4</sup> CII のメール (January 22, 2019) <https://www.sec.gov/comments/10-234/10234-4844313-177202.pdf>

<sup>5</sup> time-phased voting に関する詳しい説明は、福本葵「長期保有株主を優遇する議決権行使制度～tenure voting または time-phased voting～」 [http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1714/1714\\_04.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1714/1714_04.pdf)

<sup>6</sup> 長期投資 VS 短期志向 第 11 回 「長期投資の拡大を目指すフランスの 2 倍議決権制度」 (2015 年 08 月 04 日) [https://www.dir.co.jp/report/research/introduction/financial/investment/20150804\\_009988.html](https://www.dir.co.jp/report/research/introduction/financial/investment/20150804_009988.html)

細を明確に説明していないことを問題視しています。

複数議決権株式は、多くの場合創業者に割り当てられ、少ない投資金額で多くの議決権を持つことによって、創業者が会社の経営を続けることができるようにするためのものです。また、time-phased voting は、長期に株式を保有する株主が多くの議決権を持つのですから、これも株式をめったに売却しない創業者の経営権を確保することに役立ちます。この仕組みでは、保有期間を確認する必要があるのですが、保管銀行名義（ストリート・ネーム）の場合、誰が真の株主か容易には確認できないので、適用対象から外するのが普通です。そうすると保管銀行名義を利用することが多い機関投資家は、time-phased voting の恩恵を受けられなくなってしまうかもしれません。

LTSE は、投資家からの短期的利益追求の圧力に対抗できるように、複数議決権株式や time-phased voting の採用を上場会社に求めています。一方、CII は、こうした仕組みによって長期的経営を求める投資家からの声に経営陣がかえって耳を傾けなくなると考えています。長期的投資や企業価値の長期的向上という目的は、CII のような機関投資家団体と LTSE とで違いはないでしょうが、このような対立が生まれています。