

長期保有株主に対する優遇策

福 本 葵

要 旨

金融危機後、ショート・ターミズムに対する批判から、中長期投資を促す施策の導入を検討する傾向が見られる。その一つに、株式を中長期に保有する株主に対する優遇策の導入が挙げられている。2012年7月、ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス (LSE) のジョン・ケイ教授は、イギリスの株式市場を分析したレポートをまとめた。レポートでは、ショート・ターミズムの問題点を指摘した。また、ヨーロッパでは、欧州法務委員会において、株主権利指令の改正案に、中長期株主に対する優遇策の採用を2年以内に各国に義務付ける3ea条が、10対13の僅差で導入された。優遇策には、複数議決権株式や配当優遇政策、ロイヤルティ株式、ロイヤルティ配当などが挙げられていた。

日本においても、2015年7月24日、トヨタ自動車が第1回 AA 型種類株式の発行を行った。AA 型種類株式は、中長期的株主層の形成、研究開発投資資金が業績に寄与する期間と投資期間を合わせた投資機会の提供を目的とするものであるとしている。さらに、フランスやイタリアでは、2年以上を保有する長期株主に対し、2倍の議決権を付与する法律が成立するなど、中長期保有の株主に対する優遇策の例は、多く見られるようになっている。本稿では、金融危機後の各国の長期保有株主優遇策を概観し、それらについて、若干の考察を行ったものである。

目 次

- | | |
|----------------------------|----------------------------|
| I. はじめに | 1. 種類株式の発行例 |
| II. 諸外国における長期保有株主優遇策に関する議論 | 2. 種類株式の内容 |
| 1. イギリスにおける議論 | 3. 種類株主総会 |
| 2. 欧州における議論 | V. トヨタの AA 型種類株式 |
| III. 日本における長期保有株主優遇策 | 1. AA 型種類株式発行の決定 |
| IV. 長期保有株主優遇策としての種類株式 | 2. AA 型種類株式の自益権および投下資本回収方法 |

長期保有株主に対する優遇策

3. 議決権

VI. 長期保有株主優遇策

1. フロランジュ法

2. ロイヤルティ株式

3. ロイヤルティ配当

4. その他の長期保有株主優遇策

VII. おわりに

I. はじめに

民主党のヒラリー・クリントン大統領候補が、ショート・ターミズムを批判し、短期投資に対し現在よりも高い税率のキャピタルゲイン課税を付与することによって長期投資を促進することを選挙公約とした。同氏はさらに、経営者が短期的な利益を追求することになるとして、四半期開示を批判している。クリントン氏はこれらの政策を自らの経済政策の一つとして掲げ、選挙戦に挑んでいる。

金融危機後、企業や投資家のショート・ターミズムに対する批判から、中長期投資を促す施策の導入を検討する動きが各国で見られる。その一つに、株式を中長期に保有する株主に対する優遇策の導入が挙げられている。2012年7月、ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス(LSE)のジョン・ケイ教授は、イギリスの株式市場を分析したレポートをまとめた。レポートでは、ショート・ターミズムの問題点を指摘した。このレポートは、ケイ・レビューと呼ばれ、日本も参考としたイギリスのスチュワードシップ・コードの強化にも影響を与えたとされる。

また、ヨーロッパでは、欧州法務委員会において、株主権利指令の改正案に、中長期株主に対する優遇策の採用を2年以内に各国に義務付ける3ea条が、10対13の僅差で導入された。優遇策には、複数議決権株式や配当優遇政策、ロ

イヤルティ株式、ロイヤルティ配当などが挙げられていた。2015年7月8日の欧州委員会で、3ea条は最終的には削除されたが、長期保有を促す文章が冒頭に記載されることとなった。

日本においても、2015年7月24日、トヨタ自動車同日を払込期日として第1回AA型種類株式の発行を行った。AA型種類株式は、中長期的株主層の形成、研究開発投資資金が業績に寄与する期間と投資期間を合わせた投資機会の提供を目的とするものであるとしている¹⁾。

さらに、フランスやイタリアでは、2年以上を保有する長期株主に対し、2倍の議決権を付与する法律が成立するなど、中長期保有の株主に対する優遇策の例は、多く見られるようになっていく。

長期保有株主に対する優遇策はショート・ターミズムを回避する策として有効か、もし有効だとすれば、どのようなものが適当なのか、などの議論は、賛否に分かれており、これらのテーマは長年の課題である。本稿では、金融危機後の各国の長期保有株主優遇策を概観し、これらの施策について若干の考察を試みたものである。

II. 諸外国における長期保有株主優遇策に関する議論

1. イギリスにおける議論

金融危機後、イギリスにおいても、ショー

ト・ターミズムは批判の対象となっている。イギリス政府は、ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス (LSE) のジョン・ケイ教授に委嘱し、ジョン・ケイ教授がイギリスの株式市場の構造上の問題や企業の行動、コーポレート・ガバナンスについての調査・研究を行った。そして、2012年7月に最終報告書“Kay review of UK equity markets and long-term decision making: implementation progress report”, 通称 Kay review が政府によって発表された²⁾。ここでは、株式市場がショート・ターミズムに偏重し、市場が資金調達の間としての役割を果たさなくなっていることが指摘され、イギリス企業の株式保有構造とガバナンス上の問題点などを広範に考察している。

この中で、短期主義への批判から長期投資家の育成、長期投資へのインセンティブの付与としての長期保有株主保護の政策が以下のように提案されている。

「回答者の中には、長期保有投資家が取引の際に明白な恩恵を与えられるべきであるとするものもある。有価証券取引税の軽減が提示されているが、多くの投資家にとって、税制の優遇はあまり関係がないように思われる。また、他の回答者は、一定期間株式を登録した者に対して、異なる議決権を付与する方法を挙げている。これは一般的または敵対的買収者が現れた時のルールである。これを法制化する方法は検討されるべきである。

イギリスでもアメリカでも議決権に関して異なる種類株式を発行することは、今でも可能である。Google および Facebook はこの構造を利用し、創設者が少ない株数で多くの議決権を保有している。この方法が採用されなかったら IPO は不可能であっただろう。

しかしながら、イギリスの機関投資家の中には、複数議決権株式に強く反対する者もある。ABI (Association of British Insurers, イギリス保険協会) は以前よりこの構造に反対し、イギリス上場株式に複数議決権株式の実質的な制限を導入するスタンスを取っている。この問題については、引き続き調査、議論の対象とする必要がある。少数株主を害することなく、献身的な株主を優遇する措置を与えるべく挑戦する必要がある。」としている。

これに見るように、ケイ・レビューにおいて、長期保有株主に対する優遇税制を導入すべきであるとは言及していない。また、長期保有株主に対する複数議決権株式の導入についても、法制化の方法は検討されるべきであるが、導入については引き続き調査した上で、議論を続けていくべきであるとして、評価しつつも慎重な表現を取っている。

2. 欧州における議論

また、欧州においても横断的に長期保有株主優遇策が議論の俎上に載せられている。短期主義を批判する立場の意見は、短期的な投資が増加したことによって、株主が企業の長期的なパフォーマンスよりも株価を重視する傾向にあり、取締役の意思決定や行動の責任にあまり興味を示さなくなったとする。また、経営者の側も短期的な利益を追求する傾向にあると考える。

欧州委員会の株主権利指令 (Shareholder's Rights Directive) はこれを受け、改正案に長期保有株主優遇策が追加された。2015年5月7日、欧州法務委員会が10対13の僅差で支持した改正案では、長期保有株主に対する優遇策を定めた3ea 条が追加された。長期保有株主の優遇

長期保有株主に対する優遇策

策は具体的には、追加議決権、税制上の優遇措置、ロイヤルティ配当 (loyalty dividend) やロイヤルティ株式 (loyalty share) のいずれか一つ以上を付与すること、そして、EU 構成国に対し、2年以上の任意の期間、株式を保有する株主を長期保有株主として取り扱うこととし、これらの措置は2年以内に行われることを述べている³⁾。

しかしながら、この後各方面からの質問、議論が盛んとなり、最終的に欧州議会はこの修正案を受け入れず、2015年7月8日に本会議において採用された改正ディレクティブでは、3ea条は削除された⁴⁾。改正ディレクティブでは、前文において、機関投資家や資産管理会社が、しばしば、不適切に短期的なリターンを注視しすぎるあまりに、会社のガバナンスやパフォーマンスを不適切な方向に導くとし、中長期のパフォーマンスを重要視するべきとすることや、役員の報酬の方針は短期的な視野のみではなく、中長期のパフォーマンスに寄与するものとするなどが述べられている。また、株主の権利は長期的なものだけではないので、従業員や地方当局、市民社会などのステークホルダーを考慮したコーポレート・ガバナンスを適切に関与させる必要性についても触れている。

Ⅲ. 日本における長期保有株主優遇策

一方、日本においてもショート・ターミズムへの批判、これを解決する策としての長期保有株主の優遇策の導入については、これまでも様々な議論がなされている。2014年8月発表の「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト、

いわゆる伊藤レポートの最終報告書にもショート・ターミズムについての言及がある。

日本においては中長期投資家層が薄いことや、長期投資を促進のための個人投資家の育成、そのための優遇策について述べられている。具体的には、「企業への長期的な資金供給源であり、個人の投資に対する意識・理解の醸成や資本市場の厚みを向上させるものとして、年金制度、特に確定拠出型年金制度やNISA (少額投資非課税制度) も重要な役割を果たしうる。現行制度の改善や金融リテラシー向上への取り組みが重要である。」であるとしている。

この他に、内閣府 経済財政諮問会議「持続的成長を支える中長期の安定した投資の推進に向けて」(平成26年2月20日、会議資料5-1) では、「種類株の積極的活用に向けて…日本では種類株の利用が進んでいない。普及しない要因、種類株を活用して長期保有を促す措置やその実現のための対応策など、諸外国の例を参考にしつつ、経産省等で対応を検討すべき。」との記載がある。

更に、長期保有株主優遇策について、具体的な記載があるものに、本会議に先立って発表された内閣府「目指すべき市場経済システムに関する報告」目指すべき市場経済システムに関する専門調査会 (平成25年11月1日) がある⁵⁾。

ここでは、「東京証券取引所における平均株式保有期間は、1992年には5年を超えていたが、その後短期化してきており、近年では1年に満たない。金融市場がグローバル化し金融の技術革新が進む中で、世界の主要な証券取引所は、市場で迅速かつ大量に取引を成立させる高度なシステムを導入しており、市場において高頻度取引が活発に行われている。デリバティブ取引の高度化やプログラム売買等も拡大してい

る。こうした取引技術に関する変化も、投資の短期化を可能としている。

企業の開示ルールについては、日本では、投資家に対し事業年度中の業績の変化を出来る限り適時に知らせるため、東京証券取引所上場会社の約9割が2005年3月期第3四半期において四半期開示を行っている等の実態を踏まえ、四半期報告書の提出が2008年度から法的に義務付けられた。企業の四半期報告書の提出は、経営者の意思決定を迅速化する効果があるとされる一方、四半期での利益確保を重視するあまり中長期的な視点に立った経営を困難にするとの批判がなされている。」とし、日本の株式市場においても株式投資の短期化が進んでいること、証券取引所の取引システムの技術革新が短期売買を可能としていることを述べ、更に、企業の側も四半期報告書を提出する義務が課されたことによって、短期的な利益を重視するあまりに、中長期的な視野に立った経営が困難になることを述べている。

中長期保有株主に対する優遇策については、まず、種類株式については、「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。」としているが、但し、「…多くの投資家にとって、議決権や配当を優遇する種類株式を発行するだけでは、中長期保有のためのインセンティブとして機能しないと指摘されている。市場参加者（資金の需要または供給者）に中長期的な投資のみを促すよう誘導しようとしても、かえって市場の流動性を損なうのであれば、中長期的な投資を細らせ結果的に市場参加者の利益にならないおそれがある。」、種類株式の発行は「買収防衛策として議決権を中長期の投資家に多く与えることが用いられた場合には、株主

利益最大化の観点の立場からは企業のガバナンスが低下するのではないかという懸念もある。」、しかし、「こうした懸念を払拭できるような企業価値の実現や発信ができる企業にとっては、中長期的資金の調達手段として種類株式の発行は検討される余地がある。」としている。

次に、優遇税制については、「金融商品の間の課税の中立性が損なわれるほか、市場の流動性を阻害するおそれがある等、克服すべき課題がある。」としている。そして、種類株式優遇税制の導入には、株式の保有期間や取得価格を厳格に管理する必要がある、このためのシステム構築等の事務負担が、これらの方策の導入がなされていない一因であろうと述べている。

更に具体的に、会社法では種類株式の発行が認められていること、現行会社法上でも中長期の株主に対し、議決権、配当面において、優遇することは可能であることを述べている。具体的には、単元株式を採用している会社において、1単元の株式数を株式の種類によって異なるものとし、短期保有と中長期保有の株主の間に議決権の差を設けることができるとしている。例えば、中長期保有の投資家に発行するA種類株式については、単元株式数を1株式とするが、短期保有株主には、100株を1単元とするB株式を発行する、といった方法を挙げている。また、議決権行使の条件として、一定期間の株式継続保有を要求することは可能であり、配当についても長期保有を配当面で優遇する種類株式を発行することは可能であるとしている。

IV. 長期保有株主優遇策としての種類株式

1. 種類株式の発行例

2015年6月16日、トヨタの株主総会でAA型種類株式の発行が承認された。AA型種類株式は、中長期的株主層の形成、研究開発投資資金が業績に寄与する期間と投資期間を合わせた投資機会の提供を目的とする譲渡制限付非上場の株式である。

日本において、種類株式の発行はこれまでもいくつかの例がある。2001年、ソニーが子会社（SCN、現ソネットエンターテインメント）の業績連動型株式であるトラッキングストックを発行した。当該株式の配当は、子会社に連動するが、議決権はソニーの普通株式と同様であった。当該種類株式は、現在、すべて普通株式に転換されている。

また、国際石油開発（現国際石油開発帝石）は、拒否権付種類株式、いわゆる黄金株を発行し、これを政府が保有している。種類株式が上場されている例としては、伊藤園の配当優先無議決権株式がある。当該株式は、同社普通株式と同様に東証一部に上場している。普通株式への転換は認められていない。

また最近耳目を集めた例に、介護用ロボットを開発するサイバーダインの複数議決権種類株式がある。これは、B種類株式といい、創業者である筑波大学の山海教授および二つの財団法人のみが持つもので、普通株式の10倍の議決権が付与されている。山海教授が死亡した時には、死亡の日から90日を経過した日にB種類株式の全部が普通株式に転換される仕組みとなっ

ている。同社の製造する介護用ロボットの平和目的以外の転用を防止する必要性と山海教授が経営に安定して関与することが株主利益の観点から必要であるという、二つの理由によって発行されたものである。

アメリカでは、フェイスブックやグーグルがDual Class Sharesを発行している。これはサイバーダイン社と同じく創業者や経営者に議決権を多く持たせる複数議決権株式である。このような株式をDual class shareやDual class stockと呼び、この構造をDual class structureと呼ぶ。Dual class shareを発行する株式会社が上場することができるかは、各国の法制によって異なり、そのため、中国の電子商取引大手のAlibaba Group Holdingは、Dual Class Shareの上場が認められていない香港証券取引所ではなく、発行が認められているニューヨーク証券取引所で上場した。

Dual Class Sharesを発行することによって、経営権は維持しつつ、市場から資金調達ができる。Dual Class Sharesを発行する会社では、普通株式を上場し、議決権の多い種類株式を非上場として創業者などが保有する。

このような構造は一株一議決権の原則に反するものである。また、株主によるガバナンスが十分に発揮されない等の批判もある。複数議決権種類株式の発行は、「企業価値の最大化（経済の発展）と株主平等原則（資本市場の健全性）のバランスを、どうとるかという、強い政策的な意味合いを持つ。」と言われている⁶⁾。

複数議決権種類株式に対しては、取引所の規制のあり方が重要となる。IPO時に既に議決権種類株式が発行されており、その事実と種類株式に付された権利が有価証券届出書等で開示されている場合と普通株式を上場している会社が

定款変更して議決権種類株式を発行する場合とでは、おのずと規制の方法が異なってくる (SEC 規則19C-4)⁷⁾。

IPOの際に既に複数議決権種類株式が発行されている場合、投資家はその事実を判断して投資することを決めるが、普通株式を上場している会社が新たに複数議決権株式を発行する場合、既存の株主の利益を害しないよう、発行を規制することが必要となる。

2. 種類株式の内容

会社法の規定では、会社は、第108条に定める事項について、内容の異なる二種類以上の株式を発行することができる。第1項第1号の剰余金の配当について異なる種類株式とは、いわゆる普通株式に優先して配当を受け取ることのできる配当優先株式や反対に普通株式に劣後する劣後株式 (後配株式) などがある。先述の伊藤園の発行する配当優先無議決権株式やソニーのトラッキングストック、トヨタのAA型種類株式は、普通株式とはいくつかの内容が異なる複合形態であるが、この性質も併せ持つ。

第1項第3号の株主総会において議決権を行使することができる事項について異なる種類株式には、完全無議決権種類株式や複数議決権種類株式等が挙げられる。完全無議決権種類株式のみを保有する株主には、株主総会の招集通知等を発送しないで済むため、発行会社は株主総会に関連する書類発送費用を削減できる。また、これを先に述べた配当優先株式とすることで、会社の経営には興味がないが、インカムゲインには興味のある株主からの投資を期待できる。伊藤園の発行する配当優先完全無議決権種類株式はこの例である。

一方、先に述べたサイバーダイン、フェイス

ブックやグーグルのように株式市場での資金調達をしつつ、創業者である経営者の経営の安定を図りたい場合には、複数議決権種類株式が発行される。これらの会社では、上場する普通株式の10倍の議決権が付与された種類株式を経営者等が保有している。このような株式の発行については、「過少投資による会社支配」とする批判もある。

ところで、トヨタのAA型種類株式は、剰余金の配当、残余財産の分配、譲渡制限、取得請求権について、普通株式とは異なる性質を有する。後述するように、AA型種類株式は、発行当初より剰余金配当の率が決まっており、また、発行価格でトヨタが買い取ることが約束されている。AA株式の株主はキャピタルロスを被ることはない。従って、AA株式はどちらかといえば社債に近い性質を持つ。一方、議決権に関しては、普通株式と同じ内容の権利を有する。つまり、第1項第3号の株主総会において議決権を行使することができる事項について異なる種類株式ではない。

3. 種類株主総会

(1) 種類株主総会決議が必要な場合

種類株式を発行している会社の場合、普通株主および種類株主からなる株主総会を開催するほか、種類株主総会も開催しなければならない。会社法には普通株式という定義はなく、一般に言われている普通株式も種類株式の1種とされる。従って、トヨタのようにAA型種類株式を種類株式として新たに発行する場合には、定款で何も定めていなければ、普通株主とAA型種類株式の株主の両方からなる通常の株主総会と合わせて、いわゆる普通株主からなる種類株主総会およびAA型種類株主からなる

長期保有株主に対する優遇策

種類株主総会の3回を開催しなければならないことになる。

また、種類株式発行会社とは、「剰余金の配当その他の第108条第1項各号に掲げる事項について内容の異なる2以上の種類の株式を発行する株式会社」（第2条第13号）とされている。つまり、「株式を発行した会社」ではなく、「株式を発行する会社」となっているため、定款で第108条第1項に掲げる事項について異なる定めをした場合には、実際に2種類以上の株式を発行しなくても、「種類株式発行会社」となり、株主総会に合わせて、普通株主からなる種類株主総会を開催する必要がある。この場合、株主総会に出席するメンバーは一致するので、例えば、「第〇〇回定時株主総会ならびに普通株主による種類株主総会」という名称で招集通知や決議通知が発送される。

ところで、定款で何も定めていなければ、と述べたが、種類株主総会の決議を必要としないことを定款で定めれば、「法令で別段の定めがある場合」を除き、種類株主総会を開催しないことができる。種類株主総会の開催を省略することができない、「法令の別段の定め」とは何か。また、その場合を除き、どのように定款で定めれば開催を省略できるのであろうか。

種類株主総会の決議には、2つの場合がある。一つは、拒否権付種類株式や取締役・監査役選解任権付株式が発行されている場合の種類株主総会である。拒否権付種類株式が発行されている場合、一定の事項については、通常の株主総会での決議のほか、拒否権付種類株主の種類株主総会での承認が必要となる（第108条第1項第8号）。また、取締役・監査役選解任権付株式を発行している場合、特定の取締役・監査役の選解任をする取締役・監査役選解任権付

株主による種類株主総会の決議が必要となる（第108条第1項第9号）。このように一定の場合には、種類株主総会の決議を必要とする。

もう一つの種類株主総会の決議は、会社や普通株主等他の種類の株主から、種類株主を守るための役割を果たすものである。これにはまず、種類株式の保有や譲渡が制限される場合がある。種類株式発行会社が、ある種類株式を発行した後、定款変更をして、当該種類株式を取得条項付種類株式とし、一定の事由があれば会社が強制的に買い戻すことができるようにする場合には、当該種類株式を有する株主全員の同意を得なければならない（第111条第1項）。この場合は、種類株主総会を開かなくても、全員の同意を得られればよい。また、同じく種類株式に譲渡制限を付与し（第111条第2項）、全部取得条項を付与する（第111条第2項）定款変更をする場合には、付与される対象となる種類株主を構成員とする各種類株主総会を開催し、特別決議による承認を得なければならない（譲渡制限は第324条第2項、全部取得条項は第324条第3項）。

この他、譲渡制限株式を有する種類株主の持株比率が侵害されるおそれがある場合である。種類株式発行会社において、新たに譲渡制限種類株式を発行する場合（第199条第4項）種類株主総会を要しない旨の定款の定めがなければ、当該種類株主総会を開催し、決議を得なければならない。この時必要な決議も特別決議である。更に、株式の種類追加や内容の変更、株式併合、株式分割など会社法第322条第1項に掲げる事項において、ある種類の種類株主に損害を及ぼすおそれがあるときは種類株主総会を開催しなければならないが、これもまた特別決議を必要とする。

(2) 種類株主総会決議を必要としない旨の定款

上記、種類株主総会の開催の后者の意味で述べた「会社や普通株主等他の種類の株主から、種類株主を守るための役割」のうち、保有や譲渡が制限される場合には、種類株主総会の決議を必要としない旨を定めることはできない。しかし、譲渡制限株式を有する種類株主の持ち株比率の低下については、第199条第4項に、株式の種類追加や内容の変更など第322条第1項に関するものは、第322条第2項で、種類株主総会の決議を必要としない旨を定款で定めることができると規定されている。

トヨタのAA型種類株式は、後に見るように、新規譲渡制限株式の募集事項に関する第199条第4項および第322条第1項に関する事項について、AA型種類株主で構成する種類株主総会の決議を要しないとしている。

V. トヨタのAA型種類株式

1. AA型種類株式発行の決定

もう少し詳しく、トヨタが発行したAA型種類株式について述べたい。トヨタは平成27年4月28日、AA型種類株式の発行を発表した。発行の目的は、中長期的株主層の形成、研究開発投資資金が業績に寄与する期間と投資期間を合わせた投資機会の提供としている。

自動車の研究開発には長時間を要し、研究開発が業績となって現れるのにもまた長時間を必要とする。その期間と株主の投資期間を合わせた長期保有を前提とした株式による資金調達を行いたいと考えられる。

そして、第1回AA型種類株式の発行規模

は、5,000万株を上限とし、各回数を合計したAA型種類株式全体の発行規模は、発行済株式総数の5%未満(1億5,000万株)を上限とした。また、発行後は、AA型種類株式発行数と同数の自己株式を取得し、発行済株式総数を増加させないとした。また、発行価格は、ブックビルディング方式で決定し、発行価格等決定日の普通株式の終値の120%以上と発表した。

トヨタの株主総会は6月16日行われ、AA型種類株式は、75.21%賛成を得て可決された⁸⁾。7月2日、実際の発行価格を同日終値に3割上乘せた1万598円に決定し、4,992億円分を発行すると発表した。販売は野村証券のみで行われ、個人投資家を中心に多くの申し込みがあったとされる⁹⁾。

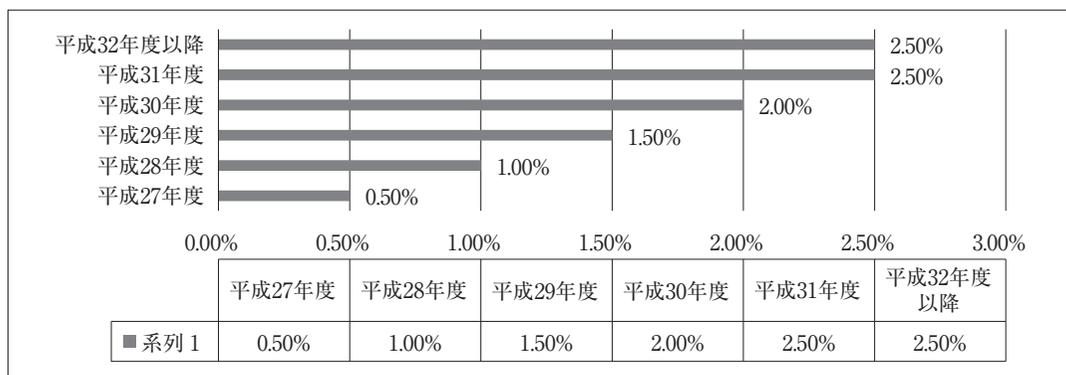
2. AA型種類株式の自益権および投下資本回収方法

AA型種類株式は、累積型非参加型配当優先株式の性質を持つ。配当額は発行価格に配当年率で計算される。配当年率はスライド式であり、発行日が属する事業年度0.50%、2事業年度目1.00%、3事業年度目1.50%、4事業年度目2.00%、5事業年度目2.50%、6事業年度目以降2.50%である(図表1)。平均すると普通株式を下回る。

累積型とは、全事業年度に予定の配当額に達しなかった場合には、翌事業年度にその不足額が持ち越されるものであり、非参加型とは、優先配当分を受領した後に、普通株式とともに残りの配当には与れないタイプの株式を言う。また、残余財産の分配については、債権者より劣後し、普通株式には優先する。

AA型種類株式は、譲渡制限付非上場株式である。市場では売却できず、概ね5年は処分で

図表 1 AA 種類株式の配当



きない。5年を超えると対価を金銭および対価を普通株式とする取得請求権が株主にある。また、5年を超えると、会社も発行価格を取得価格とする強制取得ができる。

3. 議決権

AA 型種類株式の議決権は普通株式と同様 100株につき1つ（単元株100株）である。トヨタの株主総会は普通株式の株主と種類株主の株主との両方で構成される。更に、種類株主で構成される種類株主総会開催の必要があるが、「法令に別段の定めがある場合を除き」種類株主総会の決議を必要としないことを定款に定めれば必要ない。

また、「当社が、会社法第322条第1項各号に掲げる行為をする場合には、法令に別段の定めがある場合を除き、第1回 AA 型種類株主を構成員とする種類株主総会の決議を要しない（会社法第322条第1項、第2項）。

第1回 AA 型種類株式については、会社法第199条第4項および第238条第4項の規定による種類株主総会の決議を要しない。」（第1回 AA 型種類株式の発行、AA 型種類株式の新設に係る定款一部変更および第1回 AA 型種類株式発行に応じた自己株式取得に関するお知らせ

）¹⁰⁾とあるように、トヨタは、法令で定めがある場合を除いて、AA 型種類株主総会の決議を必要としないこととした。

VI. 長期保有株主優遇策

1. フロランジュ法

次に、長期保有株主優遇策には具体的にどのようなものがあるか概観したい。

フランスでは、2015年4月1日、通称フロランジュ法 (loi Florange) という法律が成立した。フロランジュ法は正式名称を「実体経済回復のための法律2014-384号」(Loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle) という。本法律は、世界最大の鉄鋼メーカーであるアセロール・ミタルがフランス、フロランジュ地方の工場を閉鎖し、多くの労働者が職を失ったことに対する批判を受けて成立した。フロランジュ法には、労働者保護の労働法的側面と株式会社を規制する会社法的側面とがある。前者には、例えば、工場を閉鎖する雇用主に対し売却先を探すように義務付けるなどの規定がある。

一方、会社法的な側面には、第7条にある2

倍議決権の法制化がある。フロランジュ法が成立する以前から、フランス会社法では、長期保有株主に対して、定款に定めれば1株につき2票の議決権を付与することができた¹¹⁾。フロランジュ法成立後は、長期保有株主の保護強化のため、従来、定款で任意に定めるものであった2倍議決権を、株主名簿に2年以上登録されている株主に当然に付与することとした。商法典第225-123条はフロランジュ法によって改正され、これまでの原則と例外が逆転した。

フロランジュ法成立前の2013年においても、株式指数であるCAC40およびSBF120対象会社の50%以上がこの追加的な議決権を付与する定款を作成している。ワインやスピリッツの酒造メーカーであるペルノー・リカルドは、1996年にロイヤルティ期間を10年とするロイヤルティ株式を導入し、クリスチャン・ディオール社はロイヤルティ期間3年、新日本製鐵住金とも提携関係にある鋼管製造会社のVallourec社(バローレック)は、ロイヤルティ期間4年のロイヤルティ株式を導入済みである¹²⁾。

フロランジュ法が施行される2016年4月からは、上場会社の場合株主総会で排除しなければ、自動的に長期保有株主に追加の議決権が付与されることとなった。非上場会社の場合には定款変更が必要となった。既に2倍議決権を導入している上場会社の場合、そのロイヤルティ期間が2年以上であっても、定款に記載されていれば、フロランジュ法による改正の影響を受けない。

上場会社の場合、2倍議決権を排除し、1株1議決権を維持する場合には、株主総会において3分の2の賛成を要する決議が必要である。BNPパリバやロレアル、コンサルティング会社のキャップジェミニなどは1株1議決権を維

持することを株主総会で決議した¹³⁾。フランスでは、フランス政府が上場企業の株式を多く保有するため、国家による会社支配が拡大するのではないかという懸念があるとされる。

この2倍議決権株式の導入は、ルノーと提携する日産にも影響があったため、日本でも話題となった。フランス政府は総会前にルノーの株式を買い増し、議決権を行使したため、ルノーは株主総会において、フロランジュ法の適用を排除できず、長期保有株主に対する2倍議決権が適用されることとなった。従って、フロランジュ法が施行される2016年4月には、フランス政府がルノーの28%の議決権を有することになった。例年、すべての議決権が行使されることはないため、事実上フランス政府は実質的に特別決議を排除できる3分の1を有する大株主となる。

フロランジュ法による影響は、ルノーと提携関係にある日産にも及ぶ。ルノーは日産に43.4%の出資を行っている大株主であり、一方、日産はルノーの株式を15%保有している。フランス会社法L.233-3条2項「ある会社が直接的または間接的に議決権の40%超を保有し、他の株主または関連会社が当該会社の議決権を直接的または間接的にそれ以上保有しない場合、かかる会社は支配権を行使しているとみなされる。」とし、L.233-31条によって「自己支配株式については議決権を行使できない」ことが規定されている¹⁴⁾。つまり、40%以上を保有された会社が保有する株式の議決権は消滅するため、日産の保有するルノー株式には議決権はない。この相互保有株式については、日本の会社法第308条にも類似の規定がある。甲株式会社が乙株式会社の総株主の議決権の25%以上を有する場合、乙株式会社が甲株式会

社の株式を保有していても、議決権を行使することができない（第308条1項かっこ書）。

そこで、日産がフランス政府からの影響を受けないためには、いくつかの方法が考えられた。一つは、日産が新株発行を行うなど発行済株式総数を増加させるか、ルノーが日産の株式を売却するなどして、ルノーが日産に対して保有する株式の出資割合を40%未満とすることである。これによって、日産が持つルノー株式に議決権を付与する方法である。フロランジュ法では、保有期間が2年以上の株式に対して、議決権が追加的に付与されるため、日産は株式持分の15%以上の議決権を有することになる。日産はルノーの株式の多くを2年以上前から保有しているからである。

二つ目は、日産が保有するルノーの株式を15%から、25%以上まで買い増して、日本の会社法第308条の対象となることである。日産がルノー株式を25%以上保有すると、ルノーの保有する43.4%の株式の議決権はなくなる。しかし、これには、両社が「RAMA」(accord fondamental de l'Alliance, アライアンス基本合意書)と呼ぶ契約による株式売買の制限ルールが足かせになったと言われている。これによると、ルノーは日産株式をいつでも買い増すことができる一方で、日産は事前の了承がなければ、ルノー株式を売買できないというものであった。日産はルノーの了承がなければ、ルノーの株式を25%まで買い増すことができないとされている。また、日産にとって安定株主であるルノーの議決権がなくなると、他の株主の発言権が強まることとなる。

フロランジュ法を巡る一連の騒動の結果、フランス政府は、日産の自主性を維持することに同意したとされる¹⁵⁾。

2倍議決権株式に対しては、海外の投資家や議決権行使助言会社からは買収防衛策ではないかという批判がある。追加的な議決権は株式が売却されると消滅するので金銭的な価値はないが、それでもなお現経営陣の防衛策となりうる。また、個人株主の持つ株式の大多数が登録されると、株式の流動性が低下するという批判もある。

2. ロイヤルティ株式

ロイヤルティ株式とは、あらかじめ定められた期間、株式を保有した株主に対して、報酬が与えられるものを言う。追加的な報酬が付与される条件となる期間をロイヤルティ期間という。

ロイヤルティの報酬には、様々なものがある。フロランジュ法では、長期保有株主への報酬は追加的議決権である。この他、追加的な株式や配当を付与するものがある。最も一般的なものは、ロイヤルティ期間経過後にコール・ワラントを付与するものである。つまり、ロイヤルティ期間経過後に、あらかじめ定められた期間に、あらかじめ定められた一定の価格で、追加的株式を購入する権利が付与されるのである。

ロイヤルティ配当が付与される株式や追加的な議決権が付与されるロイヤルティ株式は、種類株式ではない。普通株式とは別の種類株式が発行され、それに追加的な配当や議決権が付与されるのではない。条件を満たせば、どんな株主にも付与される。また、株式が売却されれば、これらの権利は自動的に失われる。相続や家族間の贈与、法人株主が合併する場合のように、追加的な配当や追加的議決権が付与されない場合もある。一方、発行会社そのものの合併

では、定款に記載されるならば、追加的な配当や追加的議決権は継続される。

ロイヤルティ株式に関する議論は、フランスのみならず、アメリカでも近年盛んとなっている。コロンビア大学のボルトン教授は、ロイヤルティ株式を、一定期間保有した株主に報酬を与えることによって、長期投資を促進するものとしている¹⁶⁾。例えば、ロイヤルティ株式を2年間保有した株主に対し、コール・ワラントまたは一定の価格で一定数の新株を購入することができる権利を付与する。ボルトン [2013] によると、ロイヤルティ株式は、近年の短期主義とは逆行するもので、投資家には長期戦略に集中し、四半期報告には注目しないことを促す。

ボルトン [2013] では、フランスのミシュランが1991年12月24日に長期保有株主にコール・ワラントを付与したロイヤルティ株式についての例を挙げている。ミシュランは数年配当のカットが続いた後、この配当によるロスを埋め合わせる手段として10株につき1株の割合で、コール・ワラントを発行した。ロイヤルティ期間は1991年から1993年の2年間である。この時期を会社が直面する困難な期間とし、この期間、株式を保有する全ての株主に対して、追加的なワラントを付与するものとした。

権利行使期間は1993年12月に開始し、1995年12月31日に終了した。行使価格は200フランスフランであった。1995年12月31日の株価は115フランスフランであったため、この時点では、権利行使すると損失が発生する out of money の状態であった。

また、イギリスの資産運用会社のスタンダードライフは、2006年に1年経過後に20株につき1株の無償株式が付与されるワラントを付与した。

3. ロイヤルティ配当

ロイヤルティ期間が経過した後に、追加的な配当が受け取れる制度をロイヤルティ配当という。フランスでは1994年、商法でロイヤルティ配当のシステムが導入され、現在は、L.232-14 of the French Code of Commerce に規定がある。商法に導入される前の1993年にもいくつかの上場企業でロイヤルティ配当が実施されていた。しかし、これには法的な根拠がないのではないかと議論になっていたが、1994年の法制化によってこの問題は払拭された¹⁷⁾。

ロイヤルティ配当を導入するには、少数株主保護のため、株主総会において、3分の2の賛成があれば導入できる。導入は、定款に記載しなければならない。ロイヤルティ期間は最短2年であり、それ以上を定款で定めることはできるが、短縮はできない。ロイヤルティ配当の上限は10%である。ロイヤルティ配当を受ける資格を得るためには、発行会社の株主名簿に記載されていなければならない。

法律では、期間と上限だけが定められており、それ以外の重要な規制は上場会社が決定できる。上場会社において、個々の株主がロイヤルティ配当を受ける株式数は、資本金の0.5%という上限がある。つまり、発行済み株式総数の40%を保有する株主はその80分の1のみに対して、ロイヤルティ配当が受けられる。そのため、ロイヤルティ配当は、多くの株式を保有する機関投資家のためのものではなく、個人投資家向けのコミュニケーション手段である。

近年、フランスでは、調理器具メーカーのセブ (SEB)、産業ガスメーカーのエアリキッド (Air Liquide)、大手建設会社のラファージュ (Lafarge)、化粧品メーカーのロリアル

長期保有株主に対する優遇策

(L'Oréal), フランス電力会社 (EDF), 日本の農林中央金庫に相当するクレディ・アグリコル (Crédit Agricole), フランスガス公社 (GDF Suez) などがロイヤルティ配当を行っており, 実施する会社は増加している。

ユーロネクスト・パリ (旧パリ証券取引所) の株価指数であるCAC40の対象会社の個人株主保有割合の平均が8%のところ, 一貫してこの制度を導入してきたAir Liquideの個人株主の割合は35%から40%を推移しているとされている。

ロイヤルティ期間経過後に追加的な配当が付与される場合にも, ロイヤルティ株式という。先に述べたボルトン [2013] にも, フランスの化粧品会社のロレアルが追加的なロイヤルティ配当を付与した経緯が述べられている。

2009年, ロレアルはロイヤルティ株式を導入した。これは長期保有株主に対して, 1回のワラントまたは特別な報酬を与えるものである。2009年4月16日, ロレアルの株主総会で, ロイヤルティ株式には10%の追加的優先配当が支払われることが決議された。条件となるロイヤルティ期間保有する前に株式を売却した場合には, この権利は得られないが, 売却しても譲受人は通常の配当を得ることができる。ボルトン [2013] は追跡を容易にするために, 普通株式とロイヤルティ株式の2つの識別番号を割り当ててを提案している。

ロレアルは現在もロイヤルティ配当を継続して採用している。ロレアルの株主名簿に記載された, 記名株主は長期保有にかかる追加的配当を10%受け取るとしている。2019年から配当を受け取るためには, 2016年12月31日の時点から株主名簿に記載されていることが必要である¹⁸⁾。

4. その他の長期保有株主優遇策

アメリカ, ヒューストンのテキサスサウザン大学のEmeka Duruigbo教授は, 2012年の“Stimulating Long-Term Shareholding”において, T種類株式 (Class T share) と称する種類株式を提案した¹⁹⁾。これは, 10年間, 売却, 貸株およびデリバティブによるヘッジができないものの, 一定数の取締役候補を選任できる。指名委員会の選任プロセスにも参加でき, プロクシーアクセスなどの権利が与えられる種類株式であるとする。

また, オックスフォード大学のコリン・メイヤー教授は“Firm Commitment: Why the corporation is failing us and how to restore trust in it”の中で, 長期保有株主優遇策の必要性を論じている。コリン・メイヤー教授は従来型の長期保有株主に一律複数議決権の付与をするのではなく, 会社に対するコミットメントと支配を自由に組み合わせた方法で, 各株式会社が事業遂行の必要性に応じて, 複数議決権株式を発行することを提案した²⁰⁾。

VII. おわりに

金融危機後, 短期主義の批判から, 世界的に長期保有株主優遇策が議論されるようになった。フランスでは, 2015年, 通称フロランジュ法が制定され, それまでは株主総会の特別決議で導入することができた長期保有株主に対する複数議決権制度について, 原則と例外が逆転し, 株主総会の特別決議で排除しなければ, 長期保有株主に対して, 追加的な議決権が付与されることとなった。また, 2014年8月には, イタリアでも長期保有株主に対して追加的議決権

を付与してよいこととなった。

イギリスでも、Kay Review にその導入が提案された。日本の伊藤レポートなど長期保有株主優遇策が議論の俎上に載せられている。この分野では、フランスが先駆的な立場を取っており、ロリアル、クリスチャン・ディオール、エアリキッドなどのフランスの企業を始め、イタリアなどでもロイヤルティ株式やロイヤルティ配当を導入する会社も増えてきている。これらの優遇策は、機関投資家よりはむしろ個人投資家に対するコミュニケーションツールとして有効であると解されている。そのため、例えば、長期にロイヤルティ配当を導入している会社は、それ以外の会社よりも個人投資家の割合が高くなっている。

このように長期保有株主優遇政策が議論される中、追加的議決権を付与するロイヤルティ株式は、敵対的買収の防衛策として用いられる、個人株主が多く保有する場合には、流動性やボラティリティが低下する、デリバティブなどのエンブティポーティングも利用される、管理が複雑である、過去の一定期間保有していたことが、将来的にも保有する補償にはならない、株主間で取扱いに差が生じるなど、反対意見も多い。

また、一定期間以上保有すれば、配当税率が軽減される例は、ドイツの6ヶ月、アメリカの1年など、多くの国で実施されている。

2015年7月24日に発表された民主党の大統領候補であるヒラリー・クリントン氏の掲げる経済政策の一つの柱は、長期の成長であり、そのための一つの方策として四半期主義からの脱却とともに挙げられるのは、短期期間株式を所有する者に対する、現在よりも高い累進課税である。日本と異なり、現在でもアメリカや中国な

どでは、株式の短期保有者に対して高い税率が適用されている。ヒラリー氏の掲げる政策案では、これをより推し進め、現在よりも高く、かつ細かく分類された累進課税を課すことが挙げられている。現行制度では、1年未満の株式保有に対し、39.6%が課税されているが、それ以上は一律20%である。これを、2年未満保有を39.6%とし、それ以上を細分化する案を掲げている。

近年、短期志向を助長する可能性があるとし、四半期開示の見直しが検討されている。また、多くの会社が中長期の業績を反映した自社株式報酬を導入するなど、中長期投資を拡大するための方策の導入が進んでいる。

本稿で取り上げた長期保有株主に対する優遇策は、長期投資を拡大するための一方策である。しかし、その導入については反対論も多い。賛否の分かれる長期保有株主優遇策は、今後も国際的に議論される会社法上の問題となりうる。また、日本には株主の持合い等、諸外国には見られない特徴があり、これらがどう影響するか。長期保有株主の優遇策を含め、長期投資拡大策について今後も更に考察する必要がある。

注

- 1) トヨタ自動車株式会社, 「第1回 AA 型種類株式に関するご説明資料」, 平成27年6月16日
- 2) Patrick Bolton, Kay, J. [2012]
- 3) <http://www.europarl.europa.eu/news/en/news-room/content/20150504IPR49621/html/Give-shareholders-more-say-on-directors%E2%80%99-pay-urge-Legal-Affairs-Committee-MEPs>
- 4) <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+TA+P8-TA-2015-0257+0+DOC+PDF+V0//EN>
- 5) 「目指すべき市場システムに関する報告」, <http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/special/market/houkoku.pdf>
- 6) 中塚富士夫, 「解題 (特集種類株式と議決権)」, 『証券

長期保有株主に対する優遇策

- アナリストジャーナル』, 2014年11月
- 7) 大崎貞和 [2014], 14頁, 加藤貴仁 [2014], 16頁。
 - 8) 日本経済新聞, 2015年6月18日朝刊
 - 9) 日経 QUICK ニュース, 2015年7月2日
 - 10) 第1回 AA 型種類株式の発行, AA 型種類株式の新設に係る定款一部変更および第1回 AA 型種類株式発行に応じた自己株式取得に関するお知らせ, 2015年6月16日発表
 - 11) 荒谷裕子 [1992], 27頁以下
 - 12) <http://www.dior-finance.com/en-US/Actionnaire/GuideActionnaire.aspx> (2016年5月1日)
 - 13) <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-04-14/france-inc-bristles-over-law-giving-votes-to-select-few> (2015年4月14日)
 - 14) 小西みも恵 [2011], 108頁脚注
 - 15) 日本経済新聞, 2015年12月12日朝刊
 - 16) Bolton, P. and F. Samama [2013]
 - 17) Delvoie, Jeroen, Clottens Carl [2015], pp.19-28.
 - 18) <http://www.loreal-finance.com/eng/registered-shares-loyalty-bonus> (2017年5月1日)
 - 19) 淵田康之 [2012], Emeka Duruigbo [2011]
 - 20) コリン・メイヤー, 宮島英昭 [監訳] 清水真人・河西卓弥『ファーム・コミットメント—信頼できる株式会社をつくる—』219-223頁。

参 考 文 献

- 荒谷裕子 [1992]「フランスにおける複数議決権制度」『公開会社と閉鎖会社の法理—酒巻俊雄先生還暦記念』, 商事法務研究会, 1992年
- 大崎貞和 [2014]「種類株式の多様化と議決権」『証券アナリストジャーナル』, 第52巻11号, 2014年11月
- 加藤貴仁 [2014]「議決権種類株式に関する規制の背景にあるものとは何か?—国際比較からの示唆」

- 『証券アナリストジャーナル』第52巻11号, 2014年11月
- 小西みも恵 [2011]「定款による社員の議決権の剥奪—フランスにおける判例の変遷—」『佐賀大学経済論集』, 43 (6), 2011年3月
- 淵田康之 [2012]「短期主義問題と資本市場」『野村資本市場クォーターリー』, 2012年秋号
- Bolton, P. and F. Samama [2013], “L-Shares: Rewarding Long-Term Investors,” ECGI-Finance Working Paper No. 342/2013.
- Colin Mayer, [2013] “Firm Commitment: Why the corporation is failing us and how to restore trust in it”, Oxford Univ Pr, 2013
- Delvoie, Jeroen, Clottens Carl [2015] “Accountability and short-termism: some notes on loyalty shares”, Law and Financial Markets Review, Vol. 9, No. 1, 2015
- Emeka Duruigbo [2012] “Stimulating Long-Term Shareholding”, Texas Southern University-Thurgood Marshall School of Law, October 5, 2011
- Patrick Bolton, Kay, J. [2012], “The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making: Final Report”, July 2012.
- (帝塚山大学法学部教授・当研究所客員研究員)