

## 欧州無議決権優先株の現状とわが国への示唆

岩谷 賢伸、神山 哲也

### 要 約

1. わが国では、数次の制度改正により柔軟な種類株の活用が可能となっているが、これまでその活用は限定的であった。しかし、わが国でも敵対的買収の脅威が高まる中、種類株の一形態である無議決権優先株の活用により、経営の安定性を維持しながら資金調達し、長期的な企業価値の向上を図ることは、企業財務戦略上一つの選択肢になるものと思われる。
2. ドイツでは、支配株主の議決権を希薄化せずにエクイティ・ファイナンスを行うことを主な目的として、1990年代後半には上場企業の約2割が無議決権優先株を上場していた。しかし、株価指数の採用基準の変更や一株一議決権の原則の浸透を背景に、普通株への統合が進んだ。
3. イタリアでは、個人投資家の株式投資を促すことを主目的として、1974年に無議決権配当優先株である貯蓄株の発行が認められた。1989年末には上場企業のおよそ4割が貯蓄株を発行していたが、配当の水準が低いことや普通株に対するディスカウント率が大きいことなどから発行企業数は大幅に減少した。貯蓄株の失敗を受け、ガバナンス機能を強化し、配当をより魅力的なものとした発展株の創設が現在検討されている。
4. 欧州機関投資家は、一株一議決権の観点から、無議決権優先株には原則として否定的なスタンスを採っている。しかし、無議決権優先株に全く投資しないわけではなく、状況に応じてその原則を柔軟に解釈している。
5. わが国において無議決権優先株を活用するに当たっては、ドイツやイタリアの教訓を踏まえ、①十分な流動性を確保すること、②支配株主や経営陣による既得権益保持の手段と市場から見られないようにすること、③十分な情報開示により透明性を確保すること、に留意する必要がある。

### I. はじめに

わが国では、1990年の商法改正から数次の改正を経て、2006年に施行された会社法においては、柔軟な種類株の活用が可能となっている。にもかかわらず、これまでその活用は限定的であり、現在上場している種類

株は存在しない。だが、近年わが国でも敵対的買収の脅威が高まる中で、種類株の一形態である無議決権優先株を活用し、経営の安定性を維持しながら資金調達を行い、長期的な企業価値の向上を図ると同時に、個人投資家など新たな投資家層を開拓することは、企業財務戦略上一つの選択肢になると思われる。

無議決権優先株とは、一般に、議決権はな

いが、普通株に先立って定められた優先配当の支払いや残余財産の分配が行われる株式を指す。無議決権優先株は株式型と社債型に分類できる。本稿で取り上げる株式型は、一般的に、①優先配当が支払われた後、さらに配当可能利益がある場合は、普通株と共に残りの利益配当に参加できる（参加型）、②償還期限がない、③残余財産に対する優先権がない、といった特性を有する。それに対して社債型は、一般的に、①定められた優先配当が支払われるのみで、追加の利益配当には参加できない（非参加型）、②償還期限が定められている、③残余財産に対する優先権がある、といった特性を有する。わが国で過去に親会社による子会社の支援策などとして利用されたのは、この社債型である。

米国や英国では社債型の無議決権優先株が広く用いられているが、欧州全体では株式型の無議決権優先株が普及している。特に、ドイツやイタリアなどでは、1980年代の後半頃から無議決権優先株が盛んに活用されてきた。現在でも、ドイツのBMW、フォルクスワーゲン、ヘンケル、ボルシェやイタリアのフィアット、テレコム・イタリアなど両国の代表的な企業が発行している。だが一方で、過去10年ほど投資家のみならず発行体の間でも一株一議決権の原則に対する認識が高まっており、同原則から乖離する無議決権優先株は投資家から批判を受けることもある。また、無議決権優先株を普通株に転換した会社が多いのも事実である。

本稿では、欧州で行ったヒヤリング調査を元に、ドイツ及びイタリアの無議決権優先株の過去から現在に至る状況を紹介します。そこから得られるわが国への示唆と、わが国における無議決権優先株活用の可能性を探ることとしたい。

## II. 無議決権優先株発展の歴史

### 1. ドイツの無議決権優先株

ドイツで無議決権優先株に関する規定が会社法の中に定められたのは1937年である。ドイツ会社法では一株一議決権が原則であるが、例外的に議決権のある普通株（Stammaktien）とは別に無議決権優先株（Vorzugsaktien）の発行が認められている。

1920年代、外国企業による乗っ取りを防ぐために多くのドイツ企業が複数議決権株式を発行したが、複数議決権株式の新たな発行は1937年に禁止されている。

ドイツの無議決権優先株の特徴は図表1の通りである。無議決権である代わりに普通株以上の優先配当が法律で義務付けられているが、配当の条件は定款で柔軟に設定することができ、実際には普通株に比べて大幅に高い水準の優先配当を行う会社は少ない。発行の方法は、普通株を上場している会社の場合、普通株主に対し無償で優先株を割当てるのが一般的であるが、ヘンケルのように普通株に先駆けて優先株を公開する場合は、IPOを行うケースもある。

ドイツにおける無議決権優先株の発行は、1980年代後半頃から増加し、1990年代後半には上場企業の約2割が優先株を上場していた。無議決権優先株の最大の発行動機は、支配株主の議決権割合を維持しながら、エクイティ・ファイナンスを行うことであった。ドイツでは、伝統的に政府（国及び州）や創業一族などが支配株主となっている企業が多く、彼らが安定比率を維持することが重要であった。また、大企業の子会社が親会社の議決権持分を希薄化させずにエクイティ・ファイナンスを行う手段としても無議決権優先株は用いられた。

例えば、中央政府や州政府が大株主で無議決権優先株を発行している（もしくは過去に

図表1 ドイツの無議決権優先株の特徴

- ❖ 無議決権優先株は議決権がない代わりに普通株以上の配当が必要である。無議決権優先株主は、議決権は行使できないが、株主総会に出席することはできる。
- ❖ 優先配当の配当額の計算の仕方もしくは配当額そのものについては、定款で定めなければならない。内容は柔軟に決めることができ、特に最低額や最高額などの制限はない。定款の変更には普通株主総会で75%以上の賛成が必要である。
- ❖ 定款で定められた優先配当が当年度の最終損失などを理由に支払われなかった場合、次の年に支払いが繰り越される。2年連続で優先配当が支払われなかった場合、3年目から優先株主の議決権が復活し、累積配当（2年分）が支払われるまで続く。
- ❖ 無議決権優先株主の利害に関わる事項（例えば、優先配当の制限や、無議決権優先株の普通株への転換など）については、普通株主総会及び無議決権優先株主総会で75%以上の賛成が必要である。
- ❖ 優先株の発行限度は資本金の50%までとされる。

（出所）野村資本市場研究所作成

発行していた）企業としては、RWE（電力）、フォルクスワーゲン（自動車）、ルフトハンザ（航空）などがある。同族企業の発行例としては、ヘンケル（化学）、BMW（自動車）、ポルシェ（自動車）などがある。大企業の子会社の発行例としては、フレゼニウス（持株会社）の子会社であるフレゼニウス・メディカル・ケア（人工透析の医療機器メーカー）やジーメンス（電気・電子機器ハイテク）の子会社であったジーメンス・ニクスドルフ（パソコン）（1999年に富士通とのジョイント・ベンチャー企業富士通ジーメンスとなった）などがある。

無議決権優先株は無記名株式としている場合が多いので株主の実体像を掴むのは難しいが、個人株主及び生命保険会社などの長期の機関投資家、投資信託などが保有しているのではないかと推測されている。

## 2. イタリアの貯蓄株<sup>1</sup>

イタリアでは伝統的に創業一族もしくは国や州が支配する企業が多く、支配権の集中度が他の欧州諸国に比べても高かった。また、株式の保有関係において複雑なピラミッド構

造があった<sup>2</sup>。加えて、少数株主保護に関する制度が未整備であった。そのため、イタリア企業の株式は投資家にとって魅力に乏しく、第二次世界大戦後も株式市場は未発達なままであった。

そこでイタリア政府は株式市場整備のために、1974年、米国のSEC（証券取引委員会）を模範にCONSOB（証券取引委員会）を株式市場の監督当局として設立した。同時に株式市場へ投資家を呼び込むために開示規制を充実させるとともに、主に個人投資家の株式投資を促すために無議決権配当優先株である貯蓄株（azioni di risparmio）の発行を上場企業に対して認めた<sup>3,4</sup>。上場企業にとっては、既存株主が支配権を失わずに資金調達出来るメリットがあった。

貯蓄株の特徴は図表2の通りである。議決権をなくして優先配当を義務付けたのは、リスク回避的で議決権に関心のない個人を投資家として想定していたからである。

貯蓄株は制度創設後すぐには普及せず、1980年代始めには6社が発行するのみであった。その理由の一つとしては、1970年代後半から1980年代半ばまで株式市場が低

図表2 イタリアの貯蓄株の特徴

- ❖ 無議決権である。ただし、特定のコーポレート・アクションや貯蓄株の普通株への転換など、貯蓄株主の利害に関する事項については貯蓄株主総会で議決権を行使できる。
- ❖ 配当は額面の5%以上、普通株に配当が支払われる際には、普通株への配当額プラス額面の2%以上が保証される。
- ❖ 規定の配当が支払われなかった場合、2年間累積し、3年目に初年度の未払い配当は消滅する。
- ❖ 発行上限は優先株と合わせて資本金の50%まで。
- ❖ 貯蓄株主総会では貯蓄株主の代表者が選出される。代表者は会計士や弁護士などがなるが、その機能は貯蓄株主が不利になるような権利の変更等がなされるときに、貯蓄株主に対してその内容を周知させ、必要であれば貯蓄株主総会を招集するなど限定的なものである。
- ❖ 無記名株式である。
- ❖ 貯蓄株の上場は出来ない。
- ❖ 償還はされない。
- ❖ 会社が普通株主総会と貯蓄株主総会を経て貯蓄株を普通株に転換することは出来るが、貯蓄株主に転換請求権はない。

(出所) 野村資本市場研究所作成

迷っており、エクイティ・ファイナンスを行う企業がほとんどなかったことが指摘できる。1980年代半ば頃から株式市場が好調になってくると、エクイティ・ファイナンスをする会社が増え、貯蓄株の発行は急増した。例えば、1985、86年の2年間は44社が新たに貯蓄株を発行している。その結果、1989年末には発行企業数が上場企業のおよそ4割に当たる84社に達した<sup>5</sup>。

### III. 無議決権優先株の現状

1990年代の後半ぐらいまで欧州における無議決権優先株市場の拡大は続いた。だが、1990年代終わり頃から欧州全体で次第に市場は縮小していった。

#### 1. ドイツ

##### 1) 進む普通株への統合

2002年6月、ドイツ取引所はDAX及びMDAX<sup>6</sup>の採用基準を変更した。従来は複数

の株式を発行している場合、発行している全ての種類の株式の時価総額合計を元に株価指数におけるウェイトを算出していたが、変更後は流動性のより高い1種類の株式の浮動株の時価総額を元にウェイトを算出するようになった。その結果、二重の株式構成(Dual-class Share Structure)を持つ企業の株価指数におけるウェイトが下がり、それをプレゼンスの低下と見る企業も散見された。このような基準の変更が行われた背景には、ドイツ取引所による上場企業の株式構成の単純化を促進する意図があったと言われている。

これに加えて、欧米投資家の間で一株一議決権の原則が浸透し、二重の株式構成が嫌気されたこと、無議決権優先株の流動性が低く、それが普通株に対する高いディスカウント率につながったこと、二種類の株式を持つことによって流動性が分散することなどを理由に、1990年代終わり頃から徐々に無議決権優先株を普通株に統合し、株式構成をシンプルにしようとする企業が増えていった(図表3)。

図表3 ドイツ無議決権優先株の普通株への統合事例

企業	業種	統合発表年月	採用指数	現在の優先株 取引状況
Deutsche Lufthansa	航空	1996.5	DAX 30	NO
RWE	電力	1999.6	DAX 30	YES
Metro	小売	2000.5	DAX 30	YES
MLP	ノンバンク	2000.10	DAX 100	NO
SAP	ソフトウェア	2001.3	DAX 30	NO
MAN	エンジニアリング	2002.3	DAX 30	YES
Fresenius Medical Care	ヘルスケア	2006.1	DAX30	YES

(出所) Ingolf Dittmann & Niels Ulbricht, "Timing and Wealth Effects of German Dual Class Stock Unifications", *European Financial Management Journal*, Forthcoming より野村資本市場研究所作成

その際に採られた最も典型的な統合の方法は、普通株主総会と無議決権優先株主総会の両方の承認を得て、無議決権優先株1株を普通株1株に転換する方法であった。その他の方法としては、市場で無議決権優先株を対象に自社株買いを行ったり、無議決権優先株1株と普通株1株プラス一定金額の現金を交換するオファーを優先株主に出したりしたケースがあった。上記のような方法を採用したRWE、メトロ、マン、フレゼニウス・メディカル・ケアなどでは、普通株への転換に応じなかった無議決権優先株が依然として上場されているが、流動性は非常に低くなっている。

無議決権優先株を普通株に統合し、再びシンプルな株式構成とする施策の発表が、株式市場からどのような評価を受けるかに関して実証研究がある<sup>7</sup>。それによれば、発表日におけるサンプル企業の株価のアンノーマル・リターンは4.3%（議決権株式については2.4%、無議決権株式については7.3%）と市場からはポジティブな評価を受けた。すなわち、二重の株式構成を持っている間はそれだけ市場でディスカウントされていたことを意味する。同論文では、ディスカウントの理由について、回帰分析の結果、高いエージェンシー・コスト要因と、低い流動性要因でほとんど説明可能であるという結論に達している。

近年のドイツでは、無議決権優先株による増資はほとんどなく、IPOもほぼ全てが普通株によるものである。発行企業の数は公式市場で40社（プライム・スタンダード19社、ジェネラル・スタンダード21社<sup>8</sup>）まで減ってきている（図表4）。これは、上場企業全体の5%程度に当たる。これら40社のうち普通株と優先株の両方を上場している会社は28社で、優先株のみ上場している会社は12社である。

DAX30に採用されている無議決権優先株発行企業を見ると、7社中4社は優先株の普通株への統合を実施しており、純粋に無議決権優先株を維持している企業はフォルクスワーゲン、BMW、ヘンケルの3社に過ぎない（図表5）。フォルクスワーゲンは、株主資本の3割近くを優先株が占め、売買の流動性も普通株の6割程度と高い。BMWは、無議決権優先株を従業員向けの株式型インセンティブ・プランとして用いている。また、ヘンケルは普通株をヘンケル一族が多く保有するため、優先株の方が流動性が高い例外的なケースである。

## 2) ケーススタディ～ヘンケル社

以上のように、ドイツでは無議決権優先株市場が縮小している。だが、同族企業が活用し、有効に機能しているケースもある。

図表4 ドイツ無議決権優先株発行企業（1）（公式市場）

《プライム・スタンダード》 435社中19社	《ゼネラル・スタンダード》 399社中21社
Ahlers	Froehlich Bau
Biotest	Mineralbrunnen Ueberkingen-Teinach
BMW	Moebel Walther
Dyckerhoff	WMF Wuerttembergische Metallwarenfabrik
Fresenius	AXA Konzern
Fresenius Medical Care	KSB
Fuchs Petrolub	Walter Bau
Henkel	Wella
Hugo Boss	Vogt Electronic
Man	Ehlebracht
Metro	Sto
Prosiebensat.1 Media	Berentzen Gruppe
RWE	Creaton
Sartorius	Jil Sander
Sixt	Schuler
Volkswagen	Garant Schuh & Mode
Westag & Getalit	Porsche
Dragerwerk	Maschinenfabrik Berthold Hermle
Villeroy & Boch	Hans Einhell
	BBS Kraftfahrzeugtechnik
	Koegel Fahrzeugwerke

(注) 2006年末。網掛けのある企業は優先株のみ上場、それ以外は普通株、優先株の両方上場。  
(出所) ドイツ取引所資料より野村資本市場研究所作成

図表5 ドイツ無議決権優先株発行企業（2）（DAX30採用企業）

会社	業種	株式数(百万株)			ディスカウント (プレミアム)率	時価総額 (百万€)	DPS(€)			売買高(千株)		
		普通株	優先株	優/合計			普通株	優先株	優/普	普通株	優先株	優/普
RWE	電力	523	39	7%	-12.3%	42,662	3.5	3.5	100%	3,662	108	2.9%
Volkswagen	自動車	284	105	27%	-33.2%	33,795	1.25	1.31	105%	4,937	2,891	58.6%
BMW	自動車	602	52	8%	-0.6%	27,715	0.7	0.72	103%	3,011	239	7.9%
Metro	小売	324	3	1%	6.0%	17,340	1.02	1.112	109%	1,684	1	0.1%
Henkel	化学	87	59	40%	13.4%	14,146	1.44	1.50	104%	65	457	699.9%
MAN	機械	141	6	4%	-8.2%	11,696	2.0	2.0	100%	1,626	12	0.8%
Fresenius Medical Care	ヘルスケア	97	1	1%	-6.7%	10,481	1.41	1.47	104%	488	2	0.4%

(注) 株式数：RWEとHenkelについては2006年末。その他については2006年9月末。  
ディスカウント(プレミアム)率：(貯蓄株価-普通株価)/普通株価、2007年3月6日を基点に過去6ヶ月平均(日次)。時価総額：2007年3月6日終値に基づく。DPS：直近期  
売買高：2007年3月6日を基点に過去6ヶ月平均(日次)  
(出所) 各社ウェブサイト、ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

ヘンケルは、ドイツのデュッセルドルフに本拠を置く洗剤や化粧品等の化学品メーカーで、世界76カ国に拠点をもち、従業員数5万人を超えるドイツを代表する企業の一つである。1876年創業で、代々ヘンケル一族が支配してきた。現在も、一族が合計で過半数の議決権を持ち、2016年まで普通株を売却

しない(一族の持分が過半数を割らない)ことを一族内で合意している。

同社は1985年に無議決権優先株のIPOを行った。無議決権優先株発行の理由は、成長戦略のために資金調達が必要だったが、一族の議決権持分を希薄化させ支配権を失うことを避けたかったからである。その後1989年

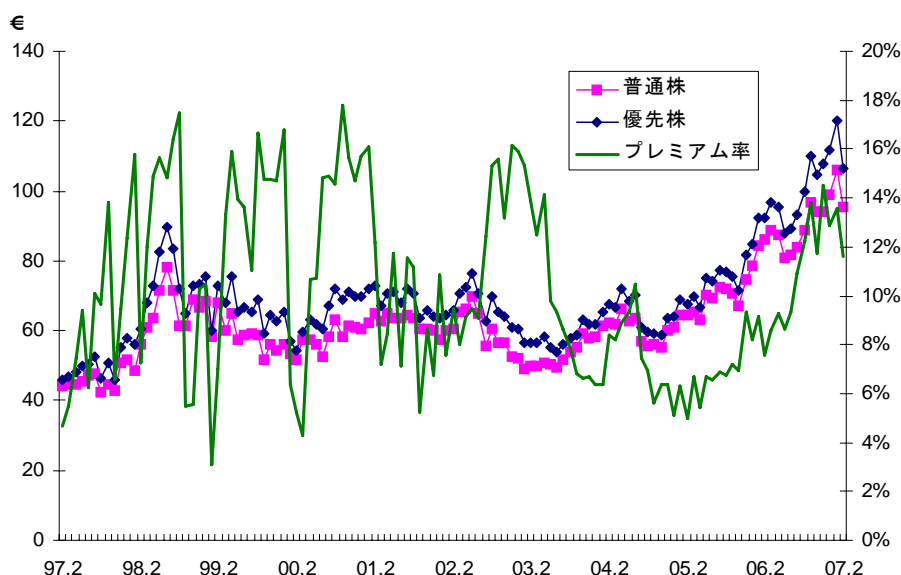
に2回と1995年に1回、無議決権優先株で公募増資を行っている。同社は1990年代以降欧米で積極的なM&Aを繰り返し、事業規模を拡大した。議決権のある普通株については長年未公開であったが、1996年に一族の換金ニーズに応えることなどを目的に上場した。これと同時に10%の無議決権優先株を普通株に転換している。その後現在に至るまで、資本移動はなく、普通株約8,700万株、優先株約5,900万株が発行されている。

同社の過去10年間の株価推移を見ると、優先株の株価の方が普通株の株価よりも常に高く、3~18%程度のプレミアムになっている(図表6)。そのため、優先株の配当金額は普通株よりも0.06ユーロ高く設定されるが、配当利回りは大抵の場合若干普通株の方が高くなる。優先株がプレミアムになっている理由としては、一族で議決権の過半数を握っているため買収の恐れが小さく、議決権の価値が小さいことと、優先株の流動性が高いことが指摘できる。売買高の推移を見ると、普通株の売買高は優先株の5~20%に過ぎない

(図表7)。DAX30に採用されているのは優先株の方であり、多くの機関投資家は流動性の高い優先株に投資していると見られる。

同社が二重の株式構成を持つことに関しては、一部のアナリストから企業価値のディスカウントが起きているという批判を受けることがある。これに対して同社は、一族が支配株主になっていることで、長期的な視野に立った成長戦略を実行できるので、結局は長期的な企業価値の最大化につながると考えている。それから、一株一議決権の原則を遵守する投資家(主に英米の機関投資家)からは無議決権の株式は嫌気されることが多い。これに対して同社は、確かに二重の株式構成を持つことは一株一議決権の原則からは乖離するが、同社の場合、優先株と普通株の両方を上場しており、投資家はどちらに投資するか選択できるため問題ないと考えている。そして、大抵の投資家は議決権がないことを気にせず、流動性の高い優先株に投資を行うということである。

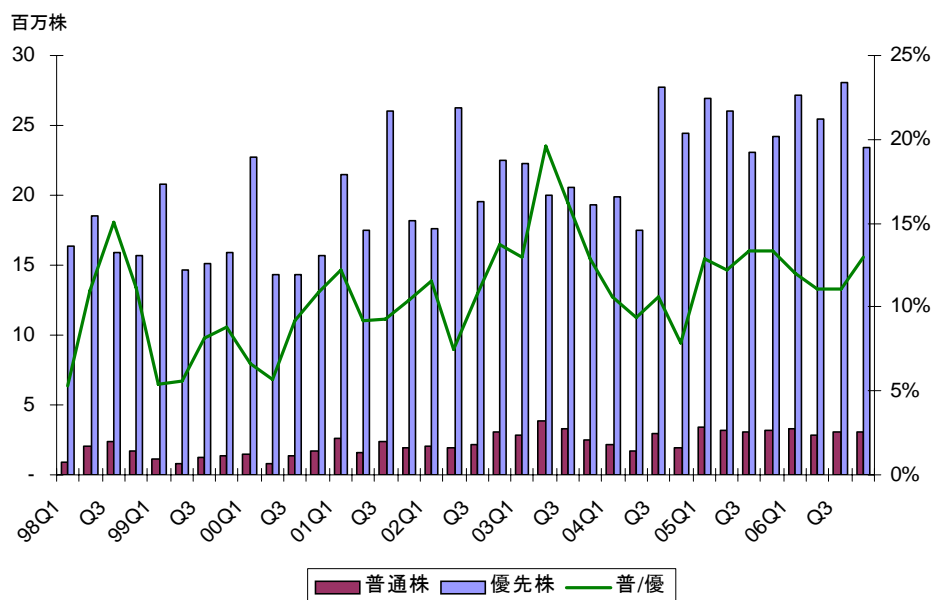
図表6 ヘンケルの普通株と優先株の株価推移



(注) プレミアム率: (優先株価-普通株価) / (普通株価)

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

図表 7 ヘンケル普通株・優先株の売買高推移



(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

## 2. イタリア

### 1) 貯蓄株の失敗

貯蓄株の新規の発行は近年ほとんど見られない。貯蓄株発行企業数は 1990 年代後半から減少し始め、2006 年末現在、上場企業の 10%強の 33 社となっている (図表 8)。ミラノ取引所によれば、1998 年以降約 60 社が貯蓄株を普通株に転換したという。筆者がイタリアで行ったヒヤリングにおいて、「貯蓄株は (政策として) 失敗だった」というコメントが何度か聞かれた。

図表 9 はイタリアの代表的な株価指数である S&P/MIB 採用企業 40 社の中で貯蓄株を発行している会社のリストである。様々な業種からイタリアの大企業 10 社が貯蓄株を発行しているが、ユニクレディ (銀行) やサイペム (機械) などのようにほとんど普通株に転換してしまっている会社も含まれる。テレコム・イタリア (テレコム)、フォンディアリア (保険)、イタルセメンティ (建設)、ブズィ・ユニセム (建設) などでは、発行済み株式数全体に占める貯蓄株数の割合が比較

的高く、売買もある程度行われているが、普通株の売買高の半分以上の売買規模を持つ貯蓄株は存在しない。

また、貯蓄株のディスカウント率については、貯蓄株数の割合が低い場合に低くなる傾向があり、普通株への転換に対するスペキュレーションが働いていると言われている。

以上のように貯蓄株が衰退した理由としては、ドイツの優先株のケースと同様に、一株一議決権の原則を支持するアングロ・サクソン系などの外国人投資家から敬遠されたこと、流動性が低かったことに加えて、以下の 3つが指摘されている。

第一に、議決権のない分を優先配当で補おうとした割には、あまりにも配当の水準が低く、投資家にとって魅力のあるものとならなかったことが挙げられる。普通株に対する配当の上乗せ部分を額面を元に計算するようになったため、時価に対しては僅かな金額になってしまった。加えて、イタリアでは 1990 年代にインフレ率が上昇し、優先配当の金額はさらに魅力のないものとなった。



図表 8 イタリア貯蓄株市場の推移

	1997	2001	2005	2006
貯蓄株発行企業数	61	52	35	33
上場企業に占める割合	26.0%	18.1%	12.7%	11.6%
全資本に占める貯蓄株式の割合 (平均)	19.3%	19.7%	17.1%	11.1%
上場企業時価総額合計に占める貯蓄株の割合	3.8%	3.6%	3.4%	3.2%
議決権プレミアム (平均)	54.9%	19.7%	6.5%	6.2%

(注) 議決権プレミアム：(普通株価－貯蓄株価) / (貯蓄株価)

(出所) CONSOB 資料より野村資本市場研究所作成

図表 9 イタリア貯蓄株発行企業 (S&P/MIB 採用企業、2006 年末)

会社	業種	株式数 (百万株)			ディスカウント (プレミアム)率	時価総額 (百万€)	DPS (€)			売買高 (千株)		
		普通株	貯蓄株	貯/合計			普通株	貯蓄株	貯/普	普通株	貯蓄株	貯/普
Unicredito Italiano	銀行	10,417	22	0.2%	-0.8%	71,178	0.22	0.235	107%	62,787	97	0.2%
Intesa Sanpaolo	銀行	6,016	932	13.4%	-3.8%	69,399	0.22	0.231	105%	57,560	4,226	7.3%
Telecom Italia	テレコム	13,381	6,026	31.1%	-14.9%	39,778	0.14	0.151	108%	143,121	30,667	21.4%
Fiat	自動車	1,092	80	6.8%	-5.9%	22,018	-	-	-	23,096	538	2.3%
Saipem	機械	441	0.2	0.0%	1.5%	8,952	0.19	0.22	116%	4,300	0	0.0%
Fonditalia	保険	134	43	24.4%	-25.1%	5,704	0.95	1.002	105%	540	116	21.4%
Italcementi	建設	177	105	37.3%	-36.7%	5,636	0.33	0.36	109%	726	323	44.4%
Buzzi Unicem	建設	165	41	19.8%	-32.0%	4,201	0.32	0.344	108%	425	118	27.8%
Pirelli & C	化学	5,233	135	2.5%	-4.7%	4,097	0.021	0.0364	173%	51,338	1,015	2.0%
Seat Pagine Gialle	メディア	8,193	136	1.6%	-14.7%	3,824	0.005	0.0101	202%	39,161	983	2.5%

(注) 株式数：2006 年末 ディスカウント (プレミアム) 率：(貯蓄株価－普通株価) / 普通株価、2007 年 3 月

6 日を基点に過去 6 ヶ月平均 (日次) 時価総額：2007 年 3 月 6 日終値に基づく

DPS：直近期 売買高：2007 年 3 月 6 日を基点に過去 6 ヶ月平均 (日次)

(出所) ミラノ取引所、CONSOB、ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

第二に、普通株に対するディスカウント率が大きく、投資家にとってリスクが高いと同時に、発行体にとってはコストの高い資金調達方法であったことが指摘できる。Zingales (1994)<sup>9</sup>によれば、1987 年から 1990 年までの 3 年間の平均議決権プレミアムは 81.5%と非常に高い数字であった。背景には、イタリアの少数株主保護やコーポレート・ガバナンスに関する制度の整備が進んでいなかったことが挙げられる。1998 年に大幅な制度改革が実施され、株主承認なしに経営陣が敵対的買収提案に反対することが禁止されたり、株主総会の招集権限を持株比率 10%以上の株主に認めたりするなど少数株主保護のレベルが向上した結果、議決権プレミアムは縮小した。

第三に、無配が続いた場合に認められる配当繰越が 2 年までであることに加えて、無配が続いても議決権が復活しないため、経営陣に対するガバナンスが利きにくい点が指摘できる。

## 2) ケーススタディ～フィアット社

フィアットはイタリアのトリノに本拠を置く自動車メーカーであり、世界 190 カ国以上に拠点をもち、従業員数 17 万人を越えるイタリアを代表する企業の一つである<sup>10</sup>。1899 年創業で、代々アニェッリ族の支配が続いており、現在も 30%超を同一族が IFIL インベストメントを経由して保有している。

フィアットは現在、普通株、優先株、貯蓄株の 3 種類の株式を発行している。何れも額面 5 ユーロであり、ミラノ取引所に上場している。また、ADR をニューヨーク証券取引所に上場している。

優先株は 1960 年に従業員向けの株式型インセンティブ・プランの一環として導入したものである。フィアットの優先株は、年次株主総会での議決権は持たないが、臨時株主総会での議決権はある。また、配当については、普通株と同額の一株 0.31 ユーロまでとされている。

それに対し、貯蓄株は 1986 年に資金調達手段の多様化を目的に導入された。貯蓄株は、年次株主総会、臨時株主総会の何れにおいても議決権を持たない<sup>11</sup>。配当については、一株 0.465 ユーロまでとされており、普通株及び優先株より額面の 3.1% 高く設定されている。また、ある年度で貯蓄株への配当が 0.31 ユーロを下回った場合、不足額は翌 2 期まで繰り越される。

フィアットの株価推移を見ると、ほぼ一貫して普通株が優先株及び貯蓄株よりも高い水準で推移している（図表 10）。直近 3 年間では、とりわけ貯蓄株の普通株に対するディスカウント率の縮小が目立つが、その背景として同社は配当の復活を挙げている。即ち、フィアットは業績不振のため 2002 年以降無配が続いていたが、業績回復により 2007 年に配当が復活するとの見方が市場関係者の間で広まり、その場合、貯蓄株への配当額は通常の 3 倍となるため、それを織り込んでのディスカウント率の縮小だという。なお、フィアットは 2007 年 1 月に配当の復活を発表しており、同年 4 月に株主総会の承認を得る予定となっている。

フィアットは、同社の資本構成について、欧州における資本構成の単純化のトレンドを受け、今後、優先株及び貯蓄株を発行する予定はないとしている。実際、同社は 1997 年を最後に優先株及び貯蓄株を発行しておらず、1997 年 7 月時点で発行済株式総数に占める優先株及び貯蓄株の割合はそれぞれ 18.8%、14.5% だったが、2005 年 9 月時点では 8.1%、6.3% まで低下している。

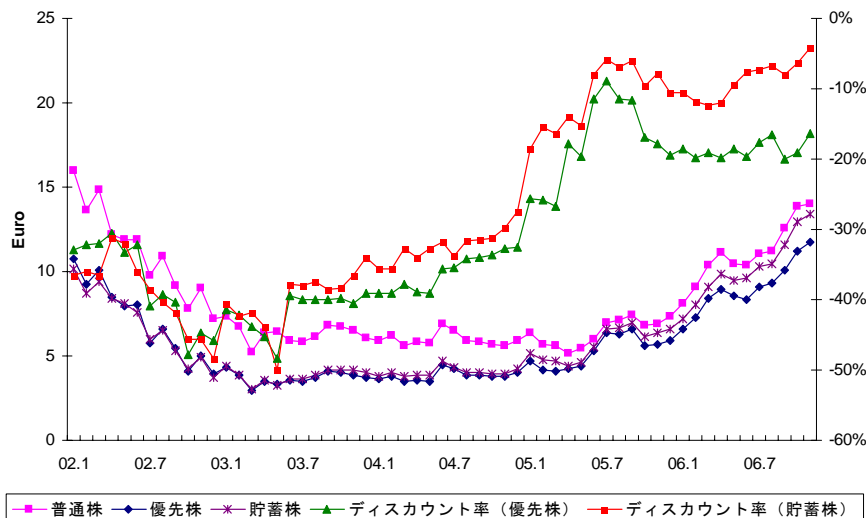
フィアットは、最近投資家から同社の資本構成に関するコメントはほとんどないとしており、イタリアにおける貯蓄株市場の低迷を背景に、投資家の関心も低くなっているものと思われる。

### 3) 新たな無議決権優先株の構想

イタリアでは 2003 年の会社法改正により、従来よりも多様な種類株を柔軟に発行することが可能となった。例えば、無議決権で優先配当なしといった商品設計も制度上は可能である。

そこで、現在ミラノ証券取引所、イタリア起業家協会、メディオバンカ<sup>12</sup>などが中心となって、貯蓄株の失敗を反省に、貯蓄株の欠

図表 10 フィアット株価推移



(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

陥を克服するような新たな無議決権優先株として発展株 (Development Shares; Azioni Sviluppo) の創設を検討している<sup>13</sup>。

発展株は上場会社、非上場会社の両方が発行できることとする。商品設計に関しては、①少数株主保護の観点から、強制公開買付け (Mandatory Offer) の際に、普通株だけではなく発展株にも買付けの提案が義務付けられること、②発展株の配当を普通株の配当より高くするとともに、配当を「純利益の何%」としたり配当利回りのコミットメントを定めたりすることにより、投資家への魅力を高めること (配当の方法については定款で柔軟に定められるようにする)、③(a)買収など支配権の変動があった場合 (change of control)、(b)特定の財務指標を特定期間連続で達成できなかった場合 (3年連続赤字など) は、発展株主に普通株への転換権を与えること、などが検討されている。

少数株主保護の手当てがなされ、かつ高い水準の配当が支払われるならば、個人投資家を含むより多くの投資家に発展株は受け入れられる可能性が高い。特定のハードルがクリア出来なかった場合の普通株への転換は、発行体にとっては厳しい条件になりうるが、市場に経営陣のコミットメントを示す手段になるとも言える。

発展株は、中小規模の同族会社の多いイタリアの現状に合った財務手法であり、また成長機会が多く資金調達を必要とするが、支配株主の持分を希薄化させたくないような新興企業にとっても魅力的な資金調達手段となる可能性がある。ただし、二重の株式構成を採ることによって流動性が分散される恐れは依然としてあり、その課題をどのようにクリアするかが残された問題となる。

#### IV. 機関投資家の無議決権優先株の評価

##### 1. 一株一議決権の原則の浸透

EU 企業買収指令が 2004 年に採択される過程で、欧州委員会は会社法の専門家によるハイレベル・グループを設置した。一株一議決権原則の議論が盛り上がるきっかけを作ったと言われるのは、彼らが発表したレポート “Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids” (Jan 10, 2002) である。

そもそも EU 企業買収指令の目的は、第一に、企業のリストラクチャリングを容易にするため、公開買付に関する EU 諸国の法制度の調和を図ることであり、第二に、会社の支配権の変更に際し、衡平価格 (equitable price) による残存株式の買付けを義務付けることにより、少数株主の保護を図ることであった<sup>14</sup>。だが、敵対的買収に対する防衛策を取りにくくなることに反発した北欧や大陸欧州諸国の働きかけにより 2001 年 7 月に欧州議会で指令案は否決され、それを受けて懸案事項を再検討するためにハイレベル・グループが設置されたわけである。

ハイレベル・グループはレポートの中で、①公開買付において、最終決定は常に株主によってなされなければならないという原則と、②経済的リスク負担に比例した支配権を株主は持たなければならないという原則を主張した。そして、これら二つの原則がそれぞれ、①公開買付けの対象企業が株主の承認を得ずに買収防衛策を導入することを禁ずる企業買収指令第 9 条 (取締役会の中立義務) と、②公開買付けが公表された後、買収防衛策の導入の可否を決める株主総会においては、対象企業の定款に定められた議決権の制限に関する条項は全て無効になるとする同第 11 条 (ブレイクスルー条項) となった。第 11 条によれば、複数議決権株式、無議決権株式、

議決権行使の期限、議決権のキャップなどが無効となる<sup>15</sup>。結局、第 9 条と第 11 条に関しては、加盟国が国内法化する際に適用しないことを選択（オプト・アウト）できることになり、ほとんどの加盟国がブレイクスルー条項をオプト・アウトした<sup>16</sup>。従って、公開買付においても、複数議決権株式や（優先配当のない）無議決権株式など、議決権に何らかの制限を定款で定める企業に対する影響はない<sup>17</sup>。

EU 企業買収指令は、公開買付以外のいわゆる平時における議決権の制限に関して、その是非を明確には述べていない。ただし、第 10 条で全ての上場企業に対し、上場・非上場に関わらず発行している株式の権利関係や発行割合などを開示するよう義務付けている。

EU 企業買収指令が採択された後も、機関投資家などの間で一株一議決権の原則（議決権の制限の是非）に関する議論が引き続き活発に行われている<sup>18</sup>。欧州委員会是一株一議決権の原則を徹底していく方針であるが、欧州議会や大陸欧州・北欧諸国は概ねこの方針

に反対の立場であり、また、現時点であまりにも多くの種類株が欧州各国で発行されているため短期的に収束するような議論ではないと考えられる。

## 2. 欧州機関投資家の見方

欧州の機関投資家の間では、一般的に、一株一議決権の原則が重要視されており、普通株と優先株の二重の株式構成には総じて否定的である。しかし、それは飽くまでも一般論・原則論であり、図表 11 にあるように、実際の投資活動において欧州の機関投資家が無議決権優先株に投資しないわけではない。

欧州では、米国と異なり、資産運用会社による議決権行使ガイドラインの公表は義務付けられておらず、英国でも議決権行使ガイドライン公表の義務付けは議論されている最中である<sup>19</sup>。その中であって、ハーミーズ、フィデリティ、F&C インベストメンツなどの大手資産運用会社は、自主的に議決権行使ガイドライン（若しくはそれと同列のもの）を公表している（図表 12）。それらガイド

図表 11 欧州優先株、貯蓄株の投資家

	運用会社名	国	保有銘柄数	投資額 (100万ユーロ)
1	Fidelity Investment Services Ltd.	英国	17	1,117.5
2	Capital Research & Management Company	米国	4	464.3
3	Pioneer Investment Management Ltd.	アイルランド	10	453.1
4	CEA	フランス	1	428.2
5	DWS Investment GmbH	ドイツ	15	396.6
6	Morgan Stanley Investment Management Ltd. (UK)	英国	5	323.6
7	Arnhold and S. Bleichroeder Advisers, LLC	米国	3	292.6
8	Fidelity Management & Research	米国	11	292.1
9	Grantham, Mayo, Van Otterloo & Co., L.L.C.	米国	19	286.0
10	Union Investment Group	ドイツ	11	262.2
11	Cominvest Asset Management GmbH	ドイツ	14	238.4
12	Schroder Investment Management Ltd. (SIM)	英国	13	235.8
13	BNP Paribas Asset Management S.A.S.	フランス	13	218.7
14	Deka Investment GmbH	ドイツ	14	171.4
15	dit Allianz Dresdner Global Investors	ドイツ	12	169.2
16	JPMorgan Asset Management U.K. Limited	英国	21	156.2
17	Universal-Investment-Gesellschaft mbH	ドイツ	36	143.7
18	OppenheimerFunds, Inc.	米国	6	135.7
19	Templeton Investment Counsel, LLC	米国	3	135.1
20	Deutsche Asset Management Investmentgesellschaft	ドイツ	13	132.4

(注) 2006年5月時点

(出所) トムソン・フィナンシャル、ブルームバーグよりノムラ・インターナショナル Plc 作成

図表 12 欧州機関投資家の議決権行使ガイドライン

ハーミーズ	企業の発行する株式は原則として一議決権を持つべきである。一株一議決権の原則は、株式の保有即ち経済的リスクの負担と議決権とが対応することを確保する。この原則からの乖離は、特定の株主に持株比率に対応しない議決権を付与することになり、他の株主の不利益になるため、望ましくない。このような原則からの乖離は、全て開示され、説明されなければならない。我々は通常、議決権制限株式若しくは無議決権株式の発行を支持しない。また、異なる株式を持つ資本構造を有する企業による資金調達にも反対するであろう。
フィデリティ・インターナショナル	我々は、既存株主の議決権行使を阻害する買収防衛策の導入及びその他の企業側の提案に反対する。我々は原則として、株主から取締役会への意思決定権の委譲に反対であり、また、議決権制限株式若しくは議決権の異なる株式の発行にも否定的である。
F&Cインベストメンツ	全ての株式に平等な議決権を付与する資本構造に肯定的である。議決権が制限された、若しくは議決権が複数付いた株式の発行は支持しない。不平等な議決権を含む資本構造を有する企業の資金調達については支持を保留するであろう。
ABNアムロ・アセットマネジメント	企業の保有構造は、それぞれの株式について一議決権の特性を有するべきである。企業は株主の議決権を確保するよう努めなければならない。一株一議決権の原則からの乖離は、拠出資金の構成価値に対応しない議決権を特定の株主に付与するため好ましくなく、企業にとっても不利益になり得る。この原則からの乖離を意味するあらゆる取決めは開示され、説明されなければならない。敵対的買収に対する防衛策を目的とするものであってはならない。

(出所) 各社資料より野村資本市場研究所作成

ラインにおいては、無議決権優先株に関する明確な記載はないものの、そこから欧州機関投資家の無議決権優先株に対する基本スタンスを読み取ることができる。

例えば、米系大手資産運用会社で英国でも大きなプレゼンスを持つ A 社は、議決権行使ガイドラインにおいて、無議決権株式や複数議決権株式に対して否定的な見解を打ち出している。筆者が同社のファンド・マネージャーにインタビューを行った際も、一株一議決権の原則を重視しており、議決権行使ガイドラインに基づき、社の方針として二重の株式構成には反対とのことであった。

しかし A 社は、欧州の無議決権優先株に最も多く投資している機関投資家の一つである。この点について、上記インタビューでは、同社が投資している無議決権優先株のほとんどは歴史的経緯から来るものであり、新規に発行された無議決権優先株であれば投資しないとのことであった。しかし、その例外として、①オーナー企業が新規株式公開時に無議決権優先株を発行する場合、②ドイツ企業に見られるような無議決権優先株以外に選択肢がない場合、には無議決権株式にも投資する

という。

英国大手資産運用会社である B 社も、議決権行使ガイドラインにおいて、A 社同様、無議決権株式や複数議決権株式に対して否定的な見解を打ち出している。

ただし B 社も、無議決権優先株に投資する可能性を完全に否定しているわけではない。筆者が同社ガバナンス担当者に行ったインタビューでは、投資先が無議決権優先株の発行を議題として提出してきたら基本的に好ましく思わないものの、①株主割当で行い、普通株主と無議決権優先株主に等しく割当てられる場合、②同じ比率で普通株と無議決権優先株を発行する場合は、発行体の提案を支持するとしていた。また、無議決権優先株を発行するのであれば、様々な場面で何が起るか投資家が理解できるよう、明確な条件を提示するべきとのことであった。

以上から、欧州の機関投資家は、原則として無議決権優先株に対して否定的なスタンスを採っているものの、状況に応じてその原則を柔軟に解釈し、無議決権優先株にも投資している姿が窺える。

## V. わが国における無議決権優先株活用の可能性

### 1. わが国の無議決権優先株制度

わが国では、発行体の多様な資金調達手法に関するニーズや、投資家の多様な利益配当または議決権に関するニーズに応えるべく、発行可能な種類株式を拡充する方向で、過去数次に渡り制度改革が行われてきた。

無議決権優先株に関する事項では、1990年の商法改正において、利益配当優先株の配当額について、従来は発行の都度株主総会で定款変更決議が必要であったところ、優先配当額はその上限のみを定款に記載し、具体的金額は取締役会の決議事項にできることとされた。また、無議決権株の発行限度については、発行済株式総数の四分の一から三分の一に上げられた。この改正により、企業はより柔軟に無議決権優先株を発行できるようになった。

しかし、1990年の改正商法では、議決権がないもののできる株式は利益配当優先株に限られており、また、優先配当額の支払いが行われなかった場合には議決権が復活することとされていた。そこで、2001年の商法改正では、議決権のない、若しくは決議事項の一部についてのみ議決権を有する株式（議決権制限株式）が種類株として規定されることとなった。また、議決権制限株式の発行限度も発行済株式総数の二分の一とされた。この改正により、中小企業の共同経営者間やベンチャー・キャピタルとその他の株主間で、個々の事情に応じた支配権の分配などが可能となった。

2005年に制定された会社法では、種類株式の種類が拡充されたほか、種類株式の内容に係る一定の事項について定款で「内容の要綱」だけを定め、具体的な内容の決定は株主総会若しくは取締役会に委ねることができる

ようになるなど<sup>20</sup>、種類株式制度について一層の拡充・整備が図られた。

現行の会社法で種類株の内容として認められている事項は、①剰余金の配当、②残余財産の分配（①②の一方若しくは両方について優先的な地位を与えられるのが優先株、劣後的な地位を与えられるのが劣後株式）、③株主総会において議決権を行使できる事項（議決権制限株式（議決権を一切与えられないものが無議決権株式））、④譲渡制限（譲渡制限株式）、⑤株主による会社への取得請求権（取得請求権付株式）、⑥一定の事由の発生に基づく会社による取得（取得条項付株式）、⑦株主総会決議に基づく全部取得（全部取得条項付株式）、⑧種類株主総会の承認（拒否権付株式）、⑨種類株主総会における取締役・監査役の選任（選任権付株式）、がある。

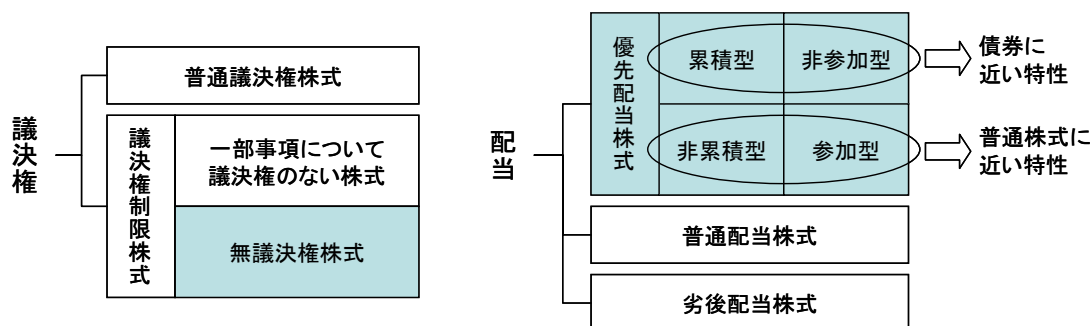
通常、わが国で「無議決権優先株」と呼ばれるのは、①における優先配当と③における無議決権の特性を併せたものである。優先配当については、更に、（1）優先配当支払い後の残余の配当について普通株と同じく支払われる参加型と優先配当のみ支払われる非参加型、（2）配当の未払い分が翌期以降に繰り越される累積型と繰り越されない非累積型、に分類できる。無議決権優先株は、参加型・非累積型の特性を持つことで普通株に近い性質を持つ（即ち、理論的には普通株の株価への連動性が高まる）ことになり、非参加型・累積型の特性を持つことで債券に近い性質を持つことになる（図表13）。

### 2. 東証による上場制度見直しの検討

東京証券取引所は2006年6月22日に公表した上場制度総合整備プログラムに基づき、上場諸基準の整備に取り組んでいる。2007年3月27日に公表された有識者による上場制度整備懇談会中間報告では、種類株式の上場制度についても検討がなされている。

現在、東証では、優先株及び子会社連動配

図表 13 わが国における無議決権優先株の類型



(注) 参加型と累積型、非参加型と非累積型の組み合わせも可能  
 (出所) 野村資本市場研究所作成

当株については上場制度が独立して設けられており、無議決権優先株もその枠組みの中で上場が可能だと考えられる。報告書では、この点に付き「優先株式の上場については、優先株式は後述のリスク負担をしていないので、議決権のない優先株式であっても従来どおり一定の条件で上場を認めるべきと考えられる。<sup>21)</sup>」と述べている。

その一方で、現行の優先株の上場制度では、発行会社の株式が既に上場していることが前提となっており、優先株の上場はできない。だが、報告書ではこの点に付き、「議決権種類株式の上場を認める場合には、優先株式の上場についても認めるべきかを検討することが必要となる。」と述べて、優先株の上場実現に含みを残している。

### 3. わが国における無議決権優先株活用の条件

わが国における無議決権優先株は、これまで専ら銀行の BIS 規制対策やデット・エクイティ・スワップ、ベンチャー・キャピタル出資など、限定的な局面での利用に留まっており、ドイツやイタリアのように無議決権優先株を上場し、エクイティ・ファイナンスに用いた事例はこれまでのところ存在しない。では、今後どのようなケースで無議決権優先株の活用が進む可能性があるだろうか。

わが国で無議決権優先株の活用が最も有力なケースは、発行体の資金需要が明確で、投資家からの理解も得られやすいと思われる IPO のケースであろう。新興企業、オーナー系の非上場企業が普通株と優先株を同時、もしくは優先株のみ IPO することによって、議決権の希薄化を防ぎ、経営の安定性を維持しながら成長キャピタルを獲得することができる。また、MBO/LBO などを通じて非公開化した企業の再上場のケースにも適しているであろう。一方、上場企業であっても創業一族など支配株主が存在する場合や外資の議決権保有規制のある業種などでは、無議決権優先株は有効な資金調達手段となる。加えて、その他の上場企業でも、無議決権優先株に高配当を付ければ、議決権行使よりも高配当により興味のある個人投資家や投資信託など、従来とは異なる投資家層を開拓することができ、投資家層の多様化につながるであろう。

ただし、わが国において無議決権優先株を活用するに当たっては、ドイツやイタリアの教訓を踏まえ、いくつかの留意点がある。

第一に、十分な流動性を確保することである。会社法では、無議決権株式を含む議決権制限株式の発行限度が発行済株式総数の二分の一と定められているが、流動性確保のためには普通株に対してある程度以上の割合で無議決権優先株を発行する必要がある。また、



ヘンケルの事例に見られるように、株価指数に採用されることも無議決権優先株の流動性を確保するためには有効である。もしくは、将来的にわが国の取引所で優先株の上場が認められれば、ドイツのポルシェのように無議決権優先株のみを上場し、流動性を集中させるということも考えられる。

第二に、無議決権優先株の発行を市場から単なる支配株主や経営陣による既得権益保持の手段と見られないようにすることである。長期的な戦略を支持してくれる大株主の下で、経営権の安定性を維持しながら企業価値を向上させていくことは他の少数株主にとっても望ましい。問題は、安定した支配権の下で大株主や経営陣が権力を私用・濫用することであり、それを防ぐ仕組みを確保しておくことこそが重要である。そのためには、社外取締役の積極的採用などコーポレート・ガバナンスの向上や、少数株主保護の徹底に努めることが重要である。また、中長期的に業績が悪化した際に、無議決権優先株主が経営に何らかの影響力を持つような仕組みを構築しておくことも検討に値する。例えば、無議決権優先株の商品設計を、一定の場合（3年連続無配など）に議決権が復活するようにするといった現経営陣を規律付ける工夫も考えられる。

第三に、十分な情報開示により透明性が確保されることである。無議決権優先株の発行による一株一議決権の原則からの乖離は、常に市場に対してレピュテーション・リスクを負っていることを発行体は意識するべきである。無議決権優先株に関する情報開示を綿密に行うことによって、市場からの信頼を得ることが肝要である。

無議決権優先株はわが国の投資家に新たな投資商品の選択肢を提供するという面でも意義があり、今後わが国でも活用する企業が現れ、新たに無議決権優先株市場が形成されていくことが期待される。

- <sup>1</sup> 歴史的記述の部分は、Alexander Aganin & Paolo Volpin, "The History of Corporate Ownership in Italy", *ECGI Finance Working Paper No. 17/2003* を参考にした。
- <sup>2</sup> 子会社及び実質的に支配している企業による株式保有によって、間接的にその会社を支配すること。この関係が多く企業の間にピラミッド構造に広がっているためこう呼ばれる。近年ピラミッド型の企業支配は減少してきているものの、依然として続いている。
- <sup>3</sup> 当時は上場企業にしか貯蓄株の発行が認められなかったが、2003年の会社法改正により、非上場会社にも貯蓄株の発行が認められるようになった。ちなみにイタリアでは、1942年の民法改正で複数議決権株式の発行は禁止されている。
- <sup>4</sup> イタリアには貯蓄株に加えて別の種類の優先株（azioni privilegiate）があるが、マイナーな存在である。優先株は議決権制限株式であり、年次株主総会での議決権はないが、臨時株主総会での議決権はある。
- <sup>5</sup> Luigi Zingales, "The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience", *The Review of Financial Studies, Spring 1994 Vol.7*
- <sup>6</sup> DAX はフランクフルト証券取引所のプライム・スタンダードに属するドイツのブルーチップ企業30社（時価総額と売買高で選定）で構成される代表的な指数である。MDAX は、同じくプライム・スタンダードに属する企業で、DAX の次に大きい50社で構成される指数である。
- <sup>7</sup> Ingolf Dittmann & Niels Ulbricht, "Timing and Wealth Effects of German Dual Class Stock Unifications", *European Financial Management Journal, Forthcoming* サンプルは1989年から2002年までに無議決権優先株の普通株への統合を発表したドイツ企業29社。
- <sup>8</sup> プライム・スタンダード及びジェネラル・スタンダードは、ドイツ取引所の公式市場における市場区分であり、プライム・スタンダード上場企業の方がより厳格な開示規制を課される。
- <sup>9</sup> 同注5
- <sup>10</sup> 自動車以外にも、金融や出版も手掛けるなど、業務の多角化を進めている。自動車ではフィアット以外でアルファ・ロメオなども製造・販売し、マセラッティ（100%）、フェラーリ（85%）も保有する。なお、社名のFIATはFabbrica Italiana Automobili Torino（トリノのイタリア自動車製造所）に由来する。
- <sup>11</sup> ただし、貯蓄株主の利益に関する事項については貯蓄株主総会で議決権を行使できる。
- <sup>12</sup> 1946年に戦後の産業復興のために設立された国営の投資銀行で、多くのイタリア企業の株式を保有し、影響力を持つ。1999年に民営化した。
- <sup>13</sup> 2007年3月14日に発展株構想に関するプレゼンテーションを実施。今後、発行体、投資家、投資銀行などの意見を聞きながらさらに商品内容を詰めていく予定である。
- <sup>14</sup> 末岡晶子「EU 企業買収指令における敵対的買収



防衛策の位置づけと TOB 規制」『商事法務』No. 1733 の 35 ページから引用。

- <sup>15</sup> 一方で、EU 企業買収指令のコメンタリーには、配当や残余財産の請求に関して何らかの優先権が与えられている場合、無議決権株式は議決権の制限に当たらないという趣旨の記述がある。つまり、仮にブレイクスルー条項をオプト・インしたとしても、同条項は無議決権優先株には及ばないと解される。
- <sup>16</sup> EU 企業買収指令の国内法化は 2006 年 5 月 20 日が期日とされていた。欧州委員会が 2007 年 2 月に発表した EU 企業買収指令の実施状況 (Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids) によれば、イタリアを含む 8 つの加盟国が 2007 年 1 月現在国内法化を終えていない。ブレイクスルー条項については、エストニア、ラトビア、リトアニアを除く全ての加盟国がオプト・アウトした。
- <sup>17</sup> ただし、加盟国の企業がブレイクスルー条項を自主的に適用 (オプト・イン) することは出来る。
- <sup>18</sup> 2006 年 8 月、欧州委員会は、ISS Europe、ECGI (European Corporate Governance Institute)、Shearman & Sterling (法律事務所) に対し、一株一議決権の原則を巡る欧州企業の現状調査を委託した。
- <sup>19</sup> 英国では、会社法の改正により、機関投資家に対して政府が議決権行使ガイドラインの公表を義務付ける権利が留保されることとなったが、本稿執筆時点では、資産運用業界が自主的に議決権行使ガイドラインの公表に関するガイドラインを策定する方向で議論が進んでいる。
- <sup>20</sup> 一定の事項とは、配当優先株の配当優先金額、その他法務省令で定める事項。また、精算人設置会社の場合、種類株式の具体的な内容の決定は株主総会若しくは精算人会に委ねられることになる。
- <sup>21</sup> 意思決定の最終的な効果は、リスクを負担する者 (利益分配又は残余財産の分配に参加する権利を有する者) に帰属する以上、リスク負担と支配は比例すべきであるという見解 (普通(配当)株式に関する「一株一議決権の原則」) が中間報告で紹介されている。これより、「優先株がリスク負担をしていない」というのは、優先株においては普通株よりも配当が優先される点を指していると思われる。従って、仮に優先株に議決権がなくても、議決権の不存在は優先配当によって補填されるという見解だと思われる。