

一株一議決権原則は貫徹されるべきか

— 欧州委員会による「EU 上場企業の資本と支配の均整」に関する調査報告 —

岩谷 賢伸

■ 要 約 ■

1. 2007年6月4日、欧州委員会が「EU 上場企業の資本と支配の均整」に関する調査報告書を発表した。同報告書は、欧州委員会のマクリービー委員が、EU 上場企業に一株一議決権原則を義務付けるための足がかりにすると見られていた。だが、意外にも、一株一議決権原則からの乖離が、企業価値を破壊したり、コーポレート・ガバナンスを悪化させたりするとは一概には言えない、という結論が導かれた。これにより、欧州委員会の改革機運はやや後退すると見られている。
2. 実際、欧州では依然として、ピラミッド構造、複数議決権株、議決権行使の上限設定など、経済的持分よりも多い議決権持分の保有によって、特定の株主が支配権を強化できる仕組みが活発に用いられている。また、制度的にも、合法とされている場合が多い。
3. 一方で、機関投資家は、これらの仕組みに対して、基本的には否定的な評価をしており、仕組みの活用は投資判断に負の影響を及ぼす。だが、無議決権優先株など、ほぼ中立的な評価を得ている仕組みもある。
4. 現在、東京証券取引所は、種類株式の上場制度について、基準整備に取り組んでいるが、わが国でも議決権に関する種類株の活用が盛んになる際には、一株一議決権原則貫徹の是非について、深い議論が必要になるだろう

I 一株一議決権原則を巡る議論

2007年6月4日、欧州委員会が「EU 上場企業の資本と支配の均整」に関する調査報告書（Report on the Proportionality Principle in the European Union）を発表した¹。同調査は、2006年9月に欧州委員会が ISS Europe、European Corporate Governance Institute（ECGI）、Shearman & Sterling LLP（法律事務所）に委託したものである。

欧州では、伝統的に Control-Enhancing Mechanisms（以下 CEMs）が上場企業の間で活発に用いられてきた。CEMs とは、会社の資本（経済的持分）と支配（議決権持分）の均

¹ http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexb_en.htm

整を崩して、経済的持分よりも多い議決権持分を与えることにより、特定の株主が支配権を強化することを可能にする仕組みである。具体的には、複数議決権株、無議決権優先株、ピラミッド構造などがある。これらの仕組みの多くは、ファミリー企業における創業一族などの支配株主が、経営の安定性を維持するために主に用いてきた。

だが、株主によるコーポレート・ガバナンス強化の流れから、近年、欧米の機関投資家の間では、一株一議決権原則を重視する流れが定着し、CEMs に対しては批判的な見方が強くなっている。また、EU 企業買収指令が 2004 年に採択される過程で、欧州委員会で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が、彼らは「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²。欧州委員会域内市場・サービス担当のマクリービー委員は、これらの流れを受けて、一株一議決権原則を強く支持した。将来的に同原則を EU 上場企業に義務付けることを念頭に、その第一歩として、同委員が、EU 上場企業の CEMs の活用実態や制度的枠組みの調査、理論的分析などを指示したのが、この調査の発端である。

だが、意外にも、調査団の報告は「(資本と支配の)均整原則からの乖離と、上場企業の経済パフォーマンスやコーポレート・ガバナンスの間には、因果関係の決定的な証拠は見られない。」というものであった。すなわち、一株一議決権原則からの乖離が、企業価値を破壊したり、コーポレート・ガバナンスを悪化させたりするとは一概には言えないということであり、マクリービー委員が期待したような一株一議決権原則を推進するような結論には至らなかった。本稿では、同報告書のポイントを紹介する。

II 報告書の構成

報告書は添付資料も入れて 216 ページで構成される。5 章立てになっており、第 1 章で CEMs の種類をリストアップをした後、第 2 章で資本と支配の均整に関する理論分析と、過去に行われた実証研究の分析を行っている。次に、第 3 章では、EU 諸国における CEMs に関する制度的枠組みを、第 4 章では、CEMs の EU 上場企業における活用実態をそれぞれ整理している。そして、第 5 章では、アンケート調査を元に、機関投資家の CEMs に対する評価をまとめている。

² EU 企業買収指令導入の経緯や、欧州の無議決権優先株市場の現状について、詳しくは、岩谷賢伸・神山哲也「欧州無議決権優先株の現状とわが国への示唆」『資本市場クォーターリー』2007 年春号参照。

III 報告書のポイント

1. CEMs の分類

報告書では 14 種類の CEMs を採り上げて分析している。これらの CEMs は以下の 3 種類に大別される。

① 議決権を利用して支配権を強化するもの

以下のうち、最初の 3 つは全て種類株式の一形態で、一株一議決権の普通株式とは別に発行されるものである。

- ・複数議決権株：1 株につき 10 議決権などが一般的。
- ・無議決権株
- ・無議決権優先株：議決権がない代わりに、優先配当が行われる。
- ・ピラミッド構造：子会社及び実質的に支配している企業を通じた株式保有によって、間接的にその会社を支配すること。この関係が多くの会社の間でピラミッド構造に拡がっているため、こう呼ばれる。

② 支配権を固定するもの

- ・プライオリティ・シェア：経済的持分に関係なく特定事項の決定権や拒否権を持つ株式。
- ・預託証書：財団に預託された株式を裏付けに発行される証書で、経済的権利を持つが、議決権を持たない。議決権は財団が行使する。主にオランダで用いられている。
- ・議決権行使の上限：定められた上限を超えた経済的持分を保有していても、上限までしか議決権を行使できない。
- ・株式移転制限：代表的な例は、株式の保有上限の設定である。
- ・スーパーマジョリティ条項：特定の重要事項を決定する場合には、過半数の株主の承認を義務付ける条項。

③ その他

- ・株式合資会社³：無限責任のジェネラル・パートナーが経営を支配し、有限責任のリミテッド・パートナーの権利はモニタリングに限定される。リミテッド・パートナーの持分（株式）は、市場で売買可能。フランスの Societes en Commandite par Actions やドイツの Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) が該当する。
- ・黄金株：買収などを拒否できる特別な株式で、主に政府が民営化企業への影響力を保持するために用いる。

³ Partnerships limited by shares の訳。

- ・ 株式持合い
- ・ 株主間合意：公式、非公式の株主間の取り決め。

2. 理論分析と実証研究

1) 理論分析

一株一議決権原則に関する理論分析は、同原則からの乖離が、支配権の移転やエージェンシー問題にどのような影響を与えるかという観点からなされている⁴。

(1) TOB への影響

支配権市場を最も効率化する経済的持分と議決権持分の関係は、一義的には決まらず、ターゲット企業の保有構造によって異なる。

まず、分散保有されている会社では、経済的持分と議決権持分の組み合わせについて唯一最適の解はない。経済的持分と議決権持分の均整は、買い手が競合する際には、最も効率的な買い手が買収競争を制することを保証するが、競争がない際には、企業価値を向上させる TOB を思いとどまらせる恐れがある。競争がない場合は、逆に経済的持分と議決権持分が乖離している方が TOB は活発になる。なぜなら、例えば、議決権株と無議決権株の両方がある時、買い手は本来なら議決権確保のために議決権株のみ得られればよいが、通常は両方の株式に TOB をかける。このことが、ターゲット企業の株主の TOB 価格の期待値を下げるため、買い手の TOB コストが下がり、買い手の私的利益が増大する。その結果、買い手が TOB をかけるモチベーションが高くなるという仕組みである。また、経済的持分と議決権持分の組み合わせについて、社会的に最適な組み合わせと、ターゲット企業の株主にとって最適な組み合わせとは異なることも述べている。例えば、買い手が競合する場合、ターゲット企業の株主は、より高い支配権プレミアムを引き出すために、一株一議決権原則からは乖離した二重の株式構成（普通株と優先株など）を好む。

次に、支配株主が存在する会社では、経済的持分と議決権持分の均整が、他のどの組み合わせよりも効率的に企業価値を増大させるような支配権の移転を促進し、企業価値を損ねるような支配権の移転を思いとどまらせる効果があるが、一般的に効率的な支配権の配分を行うことを保証するものではない。なぜなら、支配株主は少数株主の富に対する支配権移転の衝撃を吸収しないからである。買収競争になった場合は、一株一議決権原則からの乖離が、買い手からのより高い買収条件を引き出し、全てのターゲット企業の株主の便益にとって最適となる。

⁴ 理論分析は、Mike Burkart & Samuel Lee, “The One Share – One Vote Debate: A Theoretical Perspective”, *ECGI Finance Working Paper*, May 2007 に拠っている。

(2) 利益相反問題への影響

利益相反問題については、株主と経営陣との間のいわゆるプリンシパル・エージェント問題と、支配株主と少数株主の間の株主間利益相反問題の両方を検討する必要がある。

まず、大株主がいる場合を考えると、経済的持分と議決権持分を乖離させ、大株主に経済的持分よりも多い議決権を与えることで、大株主による経営陣への影響力が高まり、プリンシパル・エージェント問題が緩和される。だが、その反面、大株主がより私的利益を追求することによって、株主間の利益相反が高まる恐れがある。

次に、経営陣にどの程度の経済的持分と議決権持分を配分するかという観点に立った場合、①議決権持分（支配権）を TOB の脅威が残る程度に留めることと、②経営陣が株主価値の最大化により努めるように、彼らの経済的持分を高めていくことの両方が、プリンシパル・エージェント間の利益相反を和らげる。一株一議決権原則では、経済的持分と議決権持分が同時に増減するため、①と②の2つのメカニズムが同時には働かない。一方で、これは現実には多いケースだが、経営陣に複数議決権株が付与された場合、少ない経済的持分により高い議決権が確保されるため、①と②のどちらのメカニズムも弱められる。これに対し、経営陣に無議決権株が付与される場合、議決権持分なしに経済的持分を増やせるので、両方のメカニズムが強化される。

(1) と (2) より、一株一議決権原則の遵守が、支配権市場の効率性促進や、利益相反問題の解決に必ずしも最適な方法ではないことがわかる。この他にも、TOB の脅威が強くなると、一株一議決権原則の下では、株式公開意欲が削がれる可能性があることや、EU 上場企業に一株一議決権原則を義務付ける場合、政府や規制当局は実施レベルで大きな困難に直面することが指摘されている。例えば、特定の CEMs のみを規制すると、他の CEMs の手法に企業が鞍替えし、規制が部分的で実効性のないものに終わる恐れがある。

2) 実証研究

「一株一議決権原則からの乖離は企業価値を破壊するか？」という問いに答えることを目標に、過去の実証研究の分析が行われたが、現時点ではその明確な答えが得られないというのが調査団の結論である⁵。

従来の実証研究は、①一株一議決権原則を乖離した構造から創出される「余剰な」支配権と時価総額に関するバリュエーション・スタディ、②二重の株式構成を使った再資本化 (Dual class reunifications) 等の取引と株価の関係に関するイベント・スタディに大別され、それぞれ多くの実証研究があるが、研究の結果は一株一議決権原則からの乖離に肯定的なものと否定的なものが混在しており、決定的なものがない。データや実証分析の技術にも改善の余地があるとし、今後の研究に期待している。

⁵ 実証分析は、Renee Adams & Daniel Ferreira, "One Share, One Vote: Empirical Evidence", *ECGI Finance Working Paper*, May 2007 に拠っている。

3. EU 諸国の制度的枠組み

EU 諸国で CEMs が制度上どの程度認められているのか、EU16 カ国と、参考に米国、日本、オーストラリアについて調査している。結果を見ると、全ての CEMs を禁止している国はない。大抵の国では、CEMs に対して、極端に規制するとか全く規制しないというよりも、中間的な立場を取っている。無議決権株、黄金株、預託証券などの手法は、半分以上の国で禁止されている一方、ピラミッド構造、株式持合い、株主間合意を禁止している国はない（図表 1）。図表 2 は、各国別にどの CEMs を制度上使えるのか（使えないのか）示している。

図表 1 CEMs が EU 各国の制度上どの程度認められているか

CEMsの種類	合法	不明確	CEMsの種類	合法	不明確
複数議決権株	53%	-	株式保有の上限	42%	16%
無議決権株	42%	-	スーパーマジョリティ条項	89%	11%
無議決権優先株	84%	-	黄金株	42%	5%
ピラミッド構造	100%	-	株式合資会社	42%	5%
プライオリティ・シェアズ	63%	5%	株式持合い	100%	-
預託証券	32%	11%	株主間合意	100%	-
議決権行使の上限	58%	11%			

（出所）報告書 20 ページより野村資本市場研究所作成

図表 2 EU 各国別の CEMs の制度上の取り扱い

	ベルギー	デンマーク	ドイツ	エストニア	ギリシャ	スペイン	フランス	アイルランド	イタリア	ルクセンブルグ	ハンガリー	オランダ	ポーランド	フィンランド	スウェーデン	英国	米国	日本	オーストラリア	
複数議決権株	X	○	X	X	X	X	○	○	X	X	○	○	X	○	○	○	○	○	○	X
無議決権株	X	X	X	X	X	X	○	○	○	X	X	X	X	○	X	○	○	○	○	○
無議決権優先株	○	X	○	○	○	○	○	○	○	○	○	X	○	○	X	○	○	○	○	○
ピラミッド構造	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
プライオリティ・シェアズ	○	○	○	○	X	X	○	○	NA	NA	X	○	X	X	○	○	○	○	○	○
預託証券	○	○	X	X	X	X	X	NA	X	○	X	○	X	X	NA	X	X	X	X	NA
議決権行使の上限	○	○	X	X	X	○	○	○	X	NA	○	○	○	○	○	○	○	X	NA	X
株式保有の上限	○	○	X	X	X	X	X	○	○	NA	NA	○	NA	X	X	○	○	○	X	○
スーパーマジョリティ条項	○	○	○	○	○	○	NA	NA	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
黄金株	○	○	X	○	X	X	○	X	○	NA	X	○	○	X	X	X	X	X	○	X
株式合資会社	○	X	○	X	X	○	○	○	○	○	X	X	X	X	X	X	○	X	X	NA
株式持合い	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
株主間合意	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○

（出所）報告書 21 ページより野村資本市場研究所作成

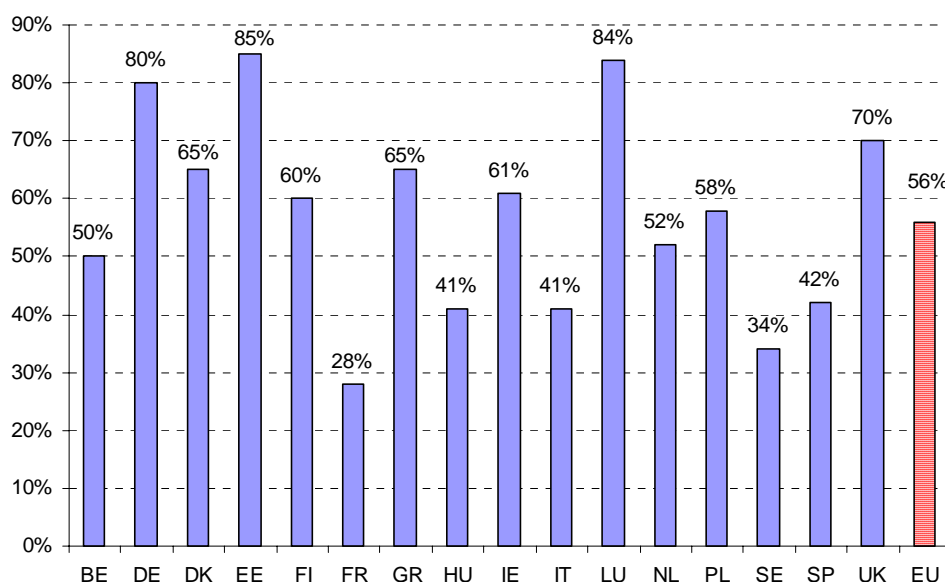
4. EU 上場企業における活用実態

EU 上場企業における CEMs の活用実態は、EU 域内 16 カ国の 464 企業（各国の時価総額トップ 20 企業と最近上場した 20 のスモール・キャップ企業）⁶をサンプルに調査している。

結果を見ると、多くの EU 上場企業が依然として CEMs を活用している実態が確認できる。全く CEMs を用いていないのは、サンプル企業全体の 56%で、4 割以上の企業は 1 つ以上の CEMs を用いている。国別に見ると、全く CEMs を活用していない企業の割合は、フランスで最も低く（28%）、次いでスウェーデン（34%）、ハンガリー（41%）、イタリア（41%）、スペイン（42%）の順となった（図表 3）。時価総額トップ企業では、半分以上（52%）の企業が何らかの CEMs を活用しているのに対し、最近上場した企業の 72%が全く CEMs を利用していなかった。これより、新たに CEMs を採り入れる企業の数は減ってきていることがわかる。

CEMs の中でも最も利用されているのはピラミッド構造で、活用されている CEMs 全体の 27%を占める（図表 4）。ピラミッド構造は、スウェーデン、ベルギー、ギリシャ、ルクセンブルグ、ハンガリー、イタリアで広く活用されている。次に利用されているのは、複数議決権株式である（24%）。複数議決権株式は、スウェーデン（エリクソン、ボルボ

図表 3 CEMs を全く利用していない企業の割合（各国別）

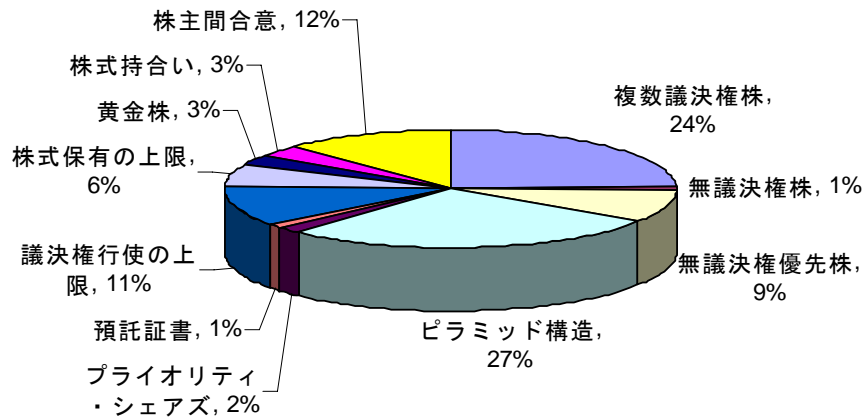


(注) BE：ベルギー、DE：ドイツ、DK：デンマーク、EE：エストニア、FI：フィンランド、FR：フランス、GR：ギリシャ、HU：ハンガリー、IE：アイルランド、IT：イタリア、LU：ルクセンブルグ、NL：オランダ、PL：ポーランド、SE：スウェーデン、SP：スペイン、UK：英国

(出所) 報告書 35 ページより野村資本市場研究所作成

⁶ 時価総額トップ企業は、時価総額 20 億ユーロ以上の企業を対象。加えて、期間中に 20 社以上の上場がなかった国も多く、サンプル数がこの数字になっている。

図表 4 CEMs 別の活用度



(出所) 報告書 37 ページより野村資本市場研究所作成

など)、フランス (アクサ、カルフル、ダノンなど)、オランダ (ABN アムロ、ING、ユニリーバなど)、フィンランドなどでポピュラーである。その後は、株主間合意 (12%)、議決権行使の上限 (11%)、無議決権優先株 (9%) と続く。章の後半では、CEMs 及び各国別の詳細な調査結果の分析が続くが、ここでは割愛する。

5. 機関投資家の評価

CEMs 活用に対する機関投資家の評価を、アンケート調査結果の分析を中心に報告している。アンケート調査は、世界中の 7792 の機関投資家に送られ、445 の投資家から回答を得た。回答者のおよそ 6 割が投資信託会社などの資産運用会社、1 割がヘッジファンド、1 割が年金基金であった。

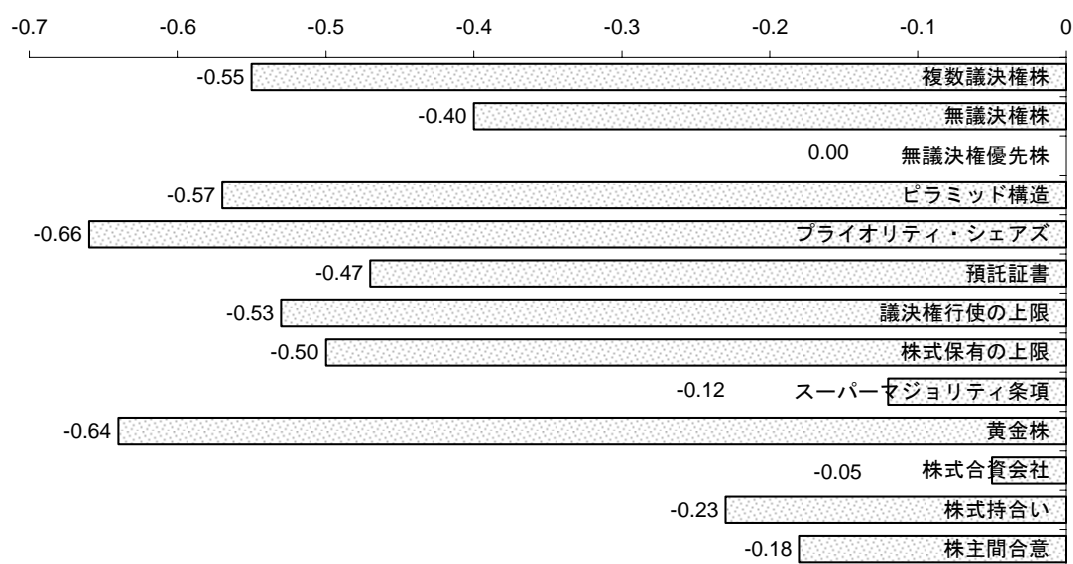
まず、機関投資家が CEMs をどのように認識しているかであるが、全体的には予想された通り否定的な評価が多かった (図表 5)。特に否定的な評価が強かったのは、プライオリティ・シェアズ、黄金株、ピラミッド構造、複数議決権株などであった。一方で、CEMs の中でも無議決権優先株などは、ほぼ中立的な評価を得ている。

次に指摘できるのは、CEMs を活用しているか否かは投資判断に影響を及ぼすと回答した機関投資家が多いことである。ただし、CEMs を利用している企業には投資しないと決めている投資家は非常に少なく、ケース・バイ・ケースで判断するという答えが多数であった。

さらに、CEMs 利用企業のバリュエーションについては、8 割の機関投資家が、株価はディスカウントされると回答している。ディスカウントの程度については、10-30%と回答した投資家が 6 割以上を占めた。

図表 5 機関投資家による CEMs の評価

	非常に肯定的(+1)	肯定的(+0.5)	中立(0)	否定的(-0.5)	非常に否定的(-1)	わからない	評価(投資家数加重平均)	評価(運用資産額加重平均)
複数議決権株	10	24	24	89	92	13	-0.48	-0.55
無議決権株	6	14	54	80	82	16	-0.46	-0.40
無議決権優先株	9	40	104	55	28	16	-0.11	0.00
ピラミッド構造	5	10	48	87	90	12	-0.51	-0.57
プライオリティ・シェアズ	5	15	28	81	110	13	-0.58	-0.66
預託証書	4	19	72	81	52	24	-0.35	-0.47
議決権行使の上限	4	13	43	81	99	12	-0.54	-0.53
株式保有の上限	6	14	54	81	86	11	-0.47	-0.50
スーパーマジョリティ条項	14	72	62	55	36	13	-0.06	-0.12
黄金株	4	11	35	85	99	18	-0.56	-0.64
株式合資会社	16	35	81	60	34	26	-0.13	-0.05
株式持合い	5	7	84	94	47	15	-0.36	-0.23
株主間合意	15	34	106	56	23	18	-0.08	-0.18



(注) 同項目に対するサンプル数は 252。下のグラフは、運用資産額で加重平均を取った場合の評価値である(上の表の最右列)。

(出所) 報告書 135 ページより野村資本市場研究所作成

IV 今後の展望

同報告書によって、一株一議決権原則を EU 上場企業に貫徹させようとする欧州委員会の改革機運はやや後退すると見られている⁷。実際に CEMs を活用する企業は、報告書の内容に胸を撫で下ろしたにちがいない。だが、多くの機関投資家が、CEMs を否定的に捉えていることは、今回の報告書でも明らかになっており、CEMs 利用企業は、自らが用いている CEMs について情報開示を充実させ、透明性を高めるべきだと思われる。

一方、わが国では、株式持合い、株主間合意といった CEMs は伝統的に用いられているものの、複数議決権株や無議決権優先株などの種類株を上場企業が利用するケースは、これまでほとんどなかった。だが、発行体の多様な資金調達手法のニーズや、投資家の多様な利益配当、議決権に関するニーズに応えるべく、近年、種類株制度の改革が進んできている。また、現在、東京証券取引所は、種類株式の上場制度について、基準整備に取り組んでいる⁸。そして、一部に、新たな種類株を発行できるように定款変更を行う企業も出てきている⁹。わが国でもこれらの動きが広まり、新たに CEMs を利用する会社が増える際には、一株一議決権原則貫徹の是非について、深い議論が必要になるだろう。今後の EU での議論の行方が注目される。

⁷ “McCreevy steps back from big push for ‘One-share, one-vote’”, *Financial Times*, June 6, 2007

⁸ 2007年3月27日に東証が公表した有識者による「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採り上げられている。

⁹ 例えば、2007年6月5日、伊藤園は、7月の定時株主総会に、無議決権優先株式を新たに発行できるようにするための定款変更に関する議案を提出すると発表している。