

米国で活発化する議決権種類株式の上場に関する議論

吉川 浩史

■ 要 約 ■

1. 米国では近年、ITセクターを中心に議決権を制限した種類株式の活用が広がっている。2017年3月には、ベンチャー企業のスナップが無議決権の株式のみを上場した初の事例として注目を集め、議決権種類株式の上場に関する議論を活発化させている。
2. 一般に、議決権種類株式は、イノベーションが活発な分野等で創業者のリーダーシップが重要な企業や、株主からの短期的な株価上昇の圧力を回避して中長期的な企業価値向上を図る企業にとって有用との意見がある。一方、株主の権限が制限されてガバナンスが弱まるとの懸念もあり、大手機関投資家は1株1議決権の原則を主張している。
3. 無議決権株式の上場という特徴的な事例を受け、大手機関投資家の中にはインデックス・プロバイダーに対し、議決権種類株式を指数から除外するように要請したところもあり、FTSE ラッセルや S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは指数構成銘柄に採用しない方針を表明している。
4. 今後は議決権種類株式の発行体に求められる十分な情報開示や説明責任、一定の要件で議決権の差異を解消する条項（サンセット条項）といった論点について具体的な検討が進むと考えられる。投資家と発行体等の双方にとって望ましい議決権種類株式を模索する動きが注目される。

I. 米国株式市場における議決権種類株式の活用

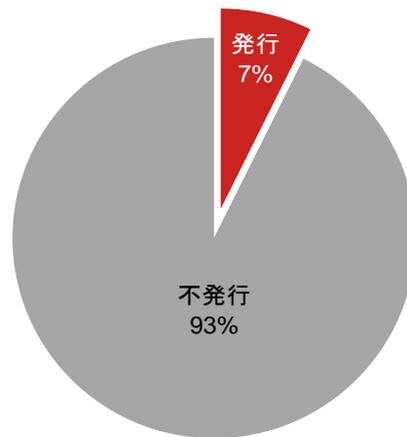
米国では、1株に付与される議決権数が異なる議決権種類株式が以前から活用されている。一般に、株主の権利として、①利益配当請求権、②残余財産分配請求権、③株主総会における議決権が挙げられるが、①と②は同一でありながら、③のみに差を付けた普通株式¹が発行され、ニューヨーク証券取引所（NYSE）やナスダックで取引されている。大手米国企業による利用状況はラッセル3000指数構成銘柄（時価総額上位3,000社で構成）のうち220社（約7%）と限定的ではあるが（図表1）、近年は情報技術（IT）セクター等で急成長するベンチャー企業を中心に採用されており、議決権種類株式の上場が全IPO件数

¹ 一般に、米国では議決権数が異なる場合でも、経済的な権利に差異がない株式を common stock と称する。

に占める比率も上昇傾向にあることから注目度が高まっている（図表2）。

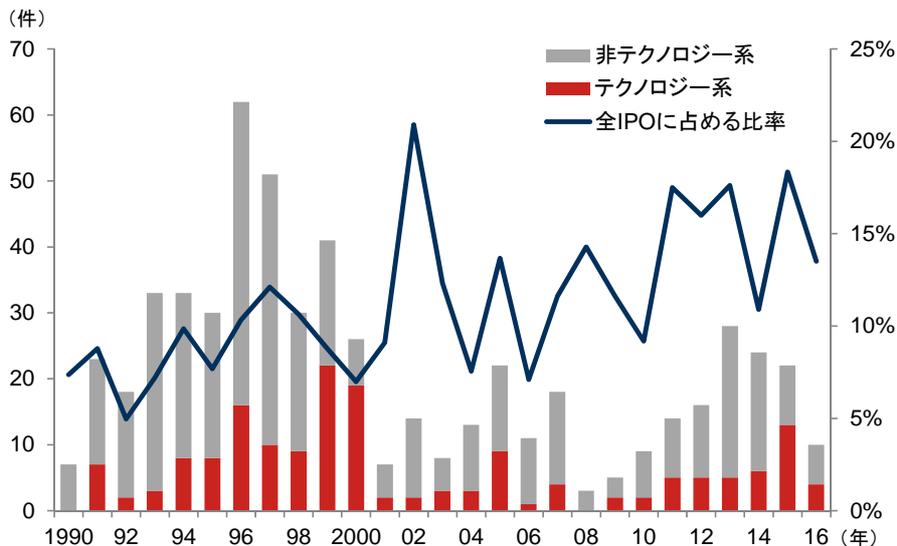
特に、2017年3月に初めて無議決権種類株式のみを上場する事例（後述）が現れると、大手機関投資家が同株式を保有しても発行体企業の経営に参画できないとの懸念を表明し、さらに株価指数の算出会社が指数の対象から議決権種類株式を除外するという動きに発展するなど、議決権種類株式に関する議論が活発化している。

図表1 米国企業の議決権種類株式の活用状況（2017年3月時点）



（注） ラッセル 3000 指数（米株式市場の投資可能銘柄の 98% をカバー）で調査。
（出所） Council of Institutional Investors（CII）資料より野村資本市場研究所作成

図表2 米国株式市場における議決権種類株式の上場件数と全 IPO 件数に占める比率



（出所）フロリダ大学のジェイ・リッター教授の資料より野村資本市場研究所作成

Ⅱ. 議論の端緒となったスナップ社による無議決権株式の上場

1. スナップ社が上場した議決権種類株式の概要

インターネット上でやり取りするメッセージや画像が受け手の閲覧後に消えるという「サービス」で注目される米国のベンチャー企業のスナップ (Snap) は 2017 年 3 月、無議決権の種類株式を NYSE に上場し、34 億ドルを調達して話題となった²。従来、グーグルやフェイスブックなど、創業者が率いて急成長するベンチャー企業を中心に、議決権に差を付けた種類株式を発行・上場するケースは存在していた。しかし、米国市場における無議決権の種類株式の上場は初のケースと言われている³。

スナップは 3 種類の株式を発行しており、①議決権の無い株式 (Class A common stock、クラス A 普通株式)、②1 株に 1 議決権が付与された株式 (Class B common stock、クラス B 普通株式)、③1 株に 10 議決権が付された株式 (Class C common stock、クラス C 普通株式) で構成される。ただし、同社はデラウェア州の会社法に基づいて設立されており、同法に基づき、無議決権のクラス A 普通株式の所有者も、授權資本の変更、他のクラスの株式に対して不利になる弁済順位の変更等の議題に対しては議決権を有する⁴。また、配当等の経済的な権利 (Economic rights) については、クラス A、B、C 普通株式の間で同等となっている。

同社の議決権ベースの株主構成はクラス C 普通株式を多く保有する創業者 2 名が合計 88.5% を占めるため、上場して株主が分散しても、創業者が同社の経営に対して引き続き強い影響力を保持できる仕組みとなっている。他方、同社のクラス A 普通株式を保有する投資家は、基本的にスナップの経営に参画できず、経済的な利益 (毎期の株主還元、会社清算時等の残余財産) のみを得る。

2. スナップのケースの注目点

スナップのケースは、無議決権株式の上場案件として注目されたが、具体的な種類株式の設計、背景、上場の目的等にも特徴がある。IPO 時以降にクラス A 普通株式を取得する場合、投資家にとって留意すべき事項が複数ある。

第一の留意点として、同社は議決権の「濃度」に差を付けたクラス A、B、C の普通株式 3 種類を発行しているが、議決権以外の権利 (剰余金配当請求権、残余財産分配請求権等) は同等に設計され、同じ普通株式として扱われている点である。そのため、議決権のあるクラス B 及び C 普通株式の株主、現時点では創業者 2 名が了承すれば、(クラス A を含む) 普通株式を追加的に発行することができ、同社が増資後に発行済み株式数の増加率を上回る時価総額の上昇を達成できない場合、既存株主の保有株式において「希薄化」が

² 初日終値ベースの時価総額は 283 億ドル。“Snap's shares pop after year's biggest IPO,” *Reuters*, March 2, 2017.

³ 同社は、米証券取引委員会 (SEC) に提出した目論見書で無議決権株式を公開する初めてのケースと説明。

⁴ 詳しくは、デラウェア州会社法 (The Delaware Code, Title 8 - Corporations, Ch. 1 General Corporation Law) を参照。

生じることとなる。クラス A 普通株式の保有者においては、議決権行使という手段がない中で、株主に属する利益や資産が減少しうる状況と言えよう。

第二に、限定された株主還元方法である。同社は上場時の目論見書において、現金配当は当面 (foreseeable future) 行わないと明記しているため、株式配当または株価上昇時の売却で得られる譲渡益 (キャピタル・ゲイン) しか期待できない点である。株式配当に関する意思決定も議決権が付与されたクラス B、C の株主が行う。

第三に、限定的な情報開示である。同社は無議決権のクラス A 普通株式のみを上場するため、株主総会の議案等が説明された株主総会招集通知 (proxy statement) を SEC に提出せず、JOBS 法の新興企業 (emerging growth company) に該当するために開示義務も緩和された状態にある。経営陣や従業員に対する株式型報酬の付与等の情報は年次報告書 (10-k) 等に掲載されているが、制度上で義務付けられる情報開示が限定的となっている。

なお、同社は目論見書において、IPO での調達資金は事業拡大等に用いるが特定はせず、目先に大きな投資資金等の需要を抱えている様子はいかたがえない。その一方で、クラス A 普通株式の上場により、同社の従業員にとっては保有する自社株式の売却・換金が容易となる。同社において、クラス A、B 普通株式は株式型報酬としても活用されてきた。具体的には、管理職を中心にクラス A、B の普通株式を組み合わせてストック・オプションとリストラクテッド・ストック・ユニット (RSU) の形式で付与し、より幅広い従業員向けには自社株式の購入制度 (ESPP : Employee Stock Purchase Plan) を通じたクラス A 普通株式への投資機会を提供している。そのため、今般の IPO 後、クラス A 普通株式を保有する同社従業員は NYSE 上場銘柄として売却することも可能となった。さらに、同社の目論見書によると、クラス B 普通株式は 1 対 1 の比率でクラス A 普通株式に転換できる仕組みとなっており、過去にクラス B 普通株式を報酬として受領した従業員等も無議決権株式に転換した上で売却・換金できるようになった。

議決権の分散を抑制しつつ、IPO によって経済的な持分の分散 (売却) を可能にしたことで、発行体のスナップと従業員には自社株式が流動性の高い資産となったが、他方で上場したクラス A 普通株式の特殊性により、IPO 以降に新たに保有する投資家においては上述のような懸念も生じうる状況になり、大手機関投資家からは同社に対して 1 株 1 議決権の原則を遵守することを求めるレターが送付されるまでに至った。

Ⅲ. 議決権種類株式に対する賛否

1. 議決権種類株式に対する肯定的な意見

今般のスナップは極めて特徴的な事例となっているが、もとより議決権種類株式は、市場参加者や研究者から賛否両論が出ているテーマである。

議決権種類株式を支持する意見として、ベンチャー企業等で創業者のリーダーシップが

活かされるとの主張がある⁵。実際に、アルファベットやフェイスブックといった米国を代表するベンチャー企業で創業者に議決権を集中する事例がみられ、上場後も事業拡大に成功して企業価値の増加を実現している。IT分野等、イノベーションが活発で迅速かつ大胆な経営戦略・事業運営が求められる業界で活用されるケースが増えているが、もし両社の議決権が普通株式の株主分布と同じように「薄く」広がっていた場合、大規模な合併・買収を活発に行って現在のような成長を遂げることは難しかった可能性がある。

また、イノベーションの活発な産業に限らず、成熟産業の企業においても、議決権種類株式を活用することで短期的な投資収益を求めるアクティビスト等の圧力を緩和し、経営陣が四半期ごとの収益や株主還元を意識し過ぎなくなり、その結果、長期的視野に立った企業経営と企業価値向上が実現されやすくなるとの意見もある⁶。例えば、自動車業界やメディア業界といった産業で議決権種類株式の採用事例がみられる。その種類株式の内容も、単純に1株に付与される議決権数に差があるだけでなく、長期保有によって付与される議決権数が増加するもの、クラスごとに議決権が付与される割合が定められているもの、クラスごとに取締役会メンバーを選任できる人数が規定されるものもある（図表3）。

NYSE やナスダックも上場企業による種類株式の活用に理解を示している。特に、ナスダックは2017年5月、市場改革に関するレポートを公表し⁷、その中で上場企業や投資家の長期主義（Long-Termism）を促すことを目的に、上場企業による議決権種類株式の活用について支持する基本姿勢を明確にしている。投資家にとって同株式の内容の透明性が高く、発行体企業による十分な情報開示が行われるのであれば、企業による種類株式等を用いた議決権構造の設計に柔軟性を認めるべきとの考えである。

証券取引所が上場企業の種類株式の利用に寛容である背景として、欧州でも長期保有す

図表3 主な議決権種類株式のタイプと導入企業例

議決権種類株式のタイプ		導入企業例
1	1株に付与される議決権数に差異が設けられているケース 例) クラスAには1株当たり1議決権、クラスBには同10議決権を付与	・アルファベット ・フェイスブック ・ラルフローレン ・VISA
2	長期保有によって1株に付与される議決権数が増加するケース 例) 4年以上保有する株主には1株あたりの議決権数が1から10に増加	・アフラック ・カーライル (建材・部品等製造)
3	クラスごとに議決権のシェアが割り当てられているケース 例) クラスAに全体で議決権の60%を付与、クラスBには同40%を付与	・フォード・モーター ・コムキャスト
4	クラスごとに選任できる取締役会メンバー数が割り当てられているケース 例) クラスAは取締役9人のうち4人、クラスBは同5人を選任	・ナイキ ・ニューヨーク・タイムズ

(注) 導入企業例は、2017年3月時点で確認された内容に基づく。

(出所) CII資料より野村資本市場研究所作成

⁵ Lucian A. Bebchuk and Kobi Kastiel, "The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock," *Virginia Law Review*, Vol. 103, June 2017.

⁶ 前掲脚注5論文参照。

⁷ Nasdaq, "The Promise of Market Reform: Reigniting America's Economic Engine," May 4, 2017.

る株主に多くの議決権を付与する種類株式が用いられ、アジアでも香港やシンガポールにおいて議決権種類株式の解禁に向けた動きがみられており、グローバルな市場間競争の観点から、一定の要件の下で議決権種類株式の容認が重要と判断した可能性が挙げられる。また、米国において、1997年以降の20年間で上場企業数が約8,000社から約4,000社に半減しており⁸、証券取引所として上場企業数を増やすべく、上場に伴う負担を軽減しメリットを拡大することが重要な課題となっている点も指摘できる。

2. 議決権種類株式に対する否定的な意見

その一方で、機関投資家や学術研究の分野では、株主間の公平性やガバナンス等の観点から「1株1議決権」の原則を重視し、議決権に差を付ける種類株式に対する否定的な意見や分析も少なくない。背景には、コーポレート・ガバナンスにおいて、株主には企業とその経営陣の規律付けという役割があり、株主が議決権行使を通じて経営に参画することで効果的なガバナンスが実現するとの考えがある。すなわち、投資家が株式を取得した際に議決権が制限されていると経営陣に対する影響力が弱まり、経営陣の非効率経営を招くと考えられており、経済学の分野ではエージェンシー問題と呼ばれる⁹。学術研究の中には、議決権種類株式を採用した企業では、経営陣がより高い報酬を得て、企業価値を毀損するような買収や設備投資を行う傾向にあるという実証分析も存在する¹⁰。

そのため、資産運用会社では議決権行使ガイドライン(proxy voting guidelines)において議決権種類株式の導入に対して基本的に反対する方針を明記しているケースが多い¹¹。また、年金基金も1株1議決権の原則の支持をガバナンスに関する原則の一つとして明記するところが多い。議決権行使助言会社のISS(Institutional Shareholder Services)の調査によると、上場企業において議決権種類株式の活用は不適切と回答する投資家は43%に上り、また認めるとしても期限付き等の条件が必要との回答も43%と高く、全体的に同株式の導入に消極的であることがうかがえる(図表4)。実際、同株式を採用した企業では、機関投資家による投資が少なくなっているとの分析結果も複数存在する¹²。他方、企業や企業向けのコンサルティング会社等では、同株式の自由な活用を企業に認めるべきとの回答が半数に達しており、引き続き議決権種類株式の採用の是非をめぐる議論は続くと考えられる。

以前から、機関投資家はSECに同株式の規制を求めており、ブラックロックやバンガード等の大手運用会社、カリフォルニア州教職員退職年金基金(CalSTRS)等のアセット・オーナーといったグローバルに展開する38の大手機関投資家で構成されるISG(Investor

⁸ フロリダ大学ジェイ・リッター教授の資料から引用。NYSE、ナスダックに上場し、実際に運営されている企業数の集計で、上場ファンド等を除く。

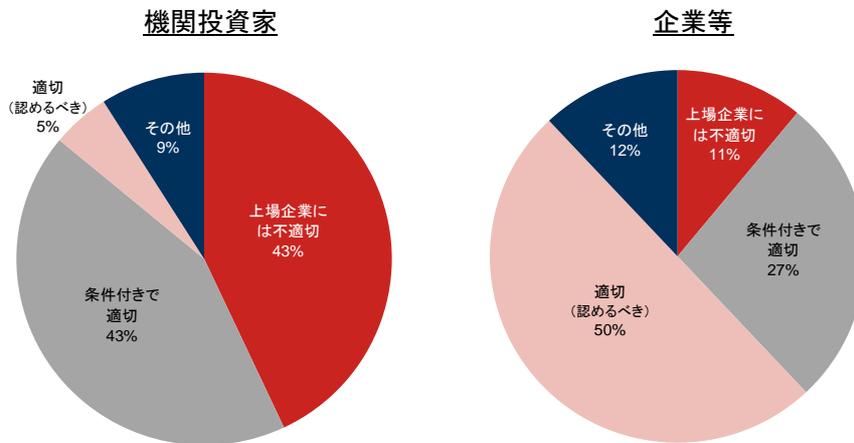
⁹ Ronald W. Masulis, Cong Wang and Fei Xie, "Agency Problems at Dual-Class Companies," *The Journal of Finance*, Vol. 64, August 2009.

¹⁰ Ekkehart Boehmer, Gary Sanger and Sanjay Varshney, "The Effect of Consolidated Control on Firm Performance: The Case of Dual-class IPOs," *Empirical Issues in Raising Equity Capital*, 1996.

¹¹ フィデリティやバンガードは自社のウェブサイトに議決権種類株式や経営者報酬等への対応方針を明示。

¹² Kai Li, Hernan Ortiz-Molina and Xinlei Zhao, "Do Voting Rights Affect Institutional Investment Decisions? Evidence from Dual-Class Firms," *Financial Management*, Vol. 37, Winter 2008.

図表4 投資家・企業による議決権種類株式に対するスタンス



(注) 2017年実施の調査結果に基づく。企業等には、企業向けコンサルタントを含む。
(出所) ISS 資料より野村資本市場研究所作成

Stewardship Group) は、投資先企業における議決権行使等の判断基準、行動基準とするためのコーポレート・ガバナンス原則を策定している。その中で、上場企業に1株1議決権の原則の遵守を求め、既存の議決権種類株式の採用企業に対しては定期的な見直し、または廃止に向けた行動を求めている¹³。

また、議決権種類株式が短期的な株価上昇を期待する株主からのプレッシャーを緩和し、長期的な企業価値向上につながるのと主張に対しては、短期的な投資収益を求める機関投資家は一部であり、多くは長期的な取り組みを評価するとの反論が存在する¹⁴。実際に、2016年7月には大手機関投資家、大手金融機関、大手企業の13社が、連名で共通コーポレート・ガバナンス原則 (Commonsense Corporate Governance Principles) を公表し、長期的な企業価値向上を目指すためのガバナンスの原則を示している。株主の権利に関する部分では、議決権種類株式が最善の手法 (best practice) ではないと明記され、企業が同株式を導入する場合には議決権の不平等が解消する条件 (時限的な導入、トリガー・イベント発生による廃止など) を検討すべきと主張している¹⁵。

さらに、最近の研究では、ベンチャー企業において創業者の能力とリーダーシップの重要性と議決権種類株式の意義を認めつつも、10年後や20年後には状況が変わる可能性が十分にあり、同株式がガバナンス上の問題となる可能性もあるため、議決権種類株式の性質を時限的なものとして「1株1議決権」に収斂する時期をあらかじめ決めておく (条項を発行時に盛り込む) 方法も注目されている (サンセット条項)¹⁶。

¹³ ISG ウェブサイト参照。ISG は、同原則を2018年度の議決権行使から適用するとしている。

¹⁴ 前掲脚注5論文参照。

¹⁵ 資産運用会社ではブラックロック、バンガード、パークシャー・ハザウェイ等、発行体企業ではゼネラル・エレクトリック、ベライゾン等、金融機関としてはJPモルガン・チェースが名を連ねている。同原則が掲載されたウェブサイト参照 (<http://www.governanceprinciples.org/>)。

¹⁶ 前掲脚注5論文参照。

3. SEC 会合における議論

SEC では、投資家保護や証券市場の整合性の観点から規制のあり方等について議論し SEC 委員に提言する委員会（Investor Advisory Committee）¹⁷が設置されているが、2017年3月9日に開催された同委員会の会合において議決権種類株式がテーマの一つとして取り上げられた。そこでも、議決権種類株式の有用性を認める意見が出された一方、米国の年金基金を中心とする機関投資家で構成される CII（Council of Institutional Investors）は1株1議決権の原則の重要性を改めて主張した¹⁸。特に、同会合の直前に発行されたスナップ社の無議決権株式について、機関投資家は優先株式やデリバティブに近い証券であると指摘し、普通株式の重要な要素である議決権が欠落している証券が普通株式として上場されたことに懸念を表明した。また、取引所が議決権種類株式の上場に寛容な背景として、グローバルな取引所間競争によって上場基準に関する過度な緩和競争が生じている点も指摘し、取引所には議決権種類株式を制限するインセンティブが乏しいとして、改めて同株式の発行に対する規制を SEC に要請した。引き続き賛否両論の意見が対立しているが、前述のサンセット条項等の付与を義務付けるといった条件付きで議決権種類株式の発行を認める案も議論されており、その行方が注目されている。

IV. 議決権種類株式をインデックスから除外する動き

1. インデックス・プロバイダー（指数の算出・提供会社）の対応

大手機関投資家はさらに、主要なインデックス・プロバイダーである FTSE ラッセル、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス（以下、S&P）、MSCI に対して無議決権株式を指数から除外することを要請した¹⁹。

それを受け、ロンドン証券取引所傘下で多くの指数を提供する FTSE ラッセルは、指数の利用者を中心にコンサルテーションを行い、約70%の投資家から議決権を制限した株式を条件付きで指数から除外することに賛同を得た²⁰。調査結果を踏まえ、同社は2017年7月に議決権種類株式の取扱いの見直しを発表した²¹。新規の組入銘柄に対しては、2017年9月以降、同社の定義による浮動株の株主（free-float shareholders）の議決権が5%超となることが要件となる。既存の組入銘柄には、5年間の移行期間を設けて2022年9月から同要件を適用することを発表し、該当するスナップ等にはそれまでに資本構成の見直しが求められる（図表5）。なお、5%という閾値は、その水準の妥当性が毎年検討される。

S&P は2017年7月31日、同社の一部の主要な指数（S&P コンポジット 1500 指数、S&P

¹⁷ ドッド=フランク法に基づいて設置。

¹⁸ Ken Bertsch, “Remarks to the SEC Investor Advisory Committee,” March 9, 2017. “State Street asks SEC to block non-voting shares,” *Financial Times*, June 18, 2017.

¹⁹ “State Street asks SEC to block non-voting shares,” *Financial Times*, June 18, 2017.

²⁰ FTSE Russell, “FTSE Russell Voting Rights Consultation Results,” July 2017.

²¹ 同社プレスリリース（2017年7月26日及び28日、同8月4日及び25日）参照。

図表 5 浮動株主の議決権割合の低い議決権種類株式の採用企業の例

企業名（業種）	浮動株主の議決権割合	議決権種類株式 (1株当たりの議決権)
スナップ（IT）	0.00%	A株（0）、B株（1）、C株（10）
UHS（医療サービス）	10.52%	A株（1）、B株（0.1）、C株（100）
エスティ・ローダー（化粧品）	13.08%	A株（1）、B株（10）
ラルフローレン（衣料）	17.81%	A株（1）、B株（10）
ハーシー（食品）	18.32%	Common株（1）、B株（10）
パイアコム（メディア）	20.20%	A株（1）、B株（0）
CBS（メディア）	20.23%	A株（1）、B株（0）
バイドゥ（IT）	27.28%	A株（1）、B株（10）
UPS（物流）	27.78%	A株（10）、B株（1）
タイソン・フーズ（食品）	28.11%	A株（1）、B株（10）

（注） 「Common株」はハーシーの付した名称。バイドゥは中国企業。

（出所） FTSE ラッセルのコンサルテーション資料より野村資本市場研究所作成

500 指数、S&P 中型株 400 指数、S&P 小型株 600 指数）において、複数の種類株式を発行する企業、または株主議決権が制限されている（無議決権を含む）株式を発行する企業を新たに組み入れないことを発表した²²。即時適用となるが、発表時点で同指数を構成する企業に影響はなく、世界の株式を対象とする S&P グローバル BMI 指数と S&P トータル・マーケット指数では引き続き議決権種類株式を発行する企業も採用対象になりうる。

さらに MSCI も 2017 年 11 月 2 日、追加的な通知までの暫定的な措置として、一部の株価指数（MSCI ACWI IMI、MSCI US Investable Market 2500 指数）において議決権種類株式を不適格にすると発表した²³。

こうした動きを歓迎する機関投資家も出ており、例えば、CaSTRS は 2017 年 8 月 4 日、1 株 1 議決権の原則の重要性を改めて主張するとともに S&P の対応を支持するとの声明を公表した²⁴。

2. 背景として米国株式市場の構造変化

スナップによる無議決権株式の IPO が機関投資家等の懸念表明を招き、インデックス・プロバイダーの取扱う株価指数の対象からの除外にまで発展して大きな注目を集めた背景として、米国株式市場における 2 つの構造変化が影響している可能性を指摘することができる。

一つは株式の保有構造の変化である。米国株式市場の時価総額は、リーマンショック等を経験しつつ拡大してきたが、個人投資家による直接保有の金額の伸びに比して、投資信託による保有金額が顕著に増加している。保有シェアでは、前者が 60%弱から 40%まで減少し、後者は 10%弱から 30%近くまで増加している（図表 6）。多くの個人投資家の間に分散された保有構造から、相対的に少数の機関投資家に集約された保有構造に変化するこ

²² 同社プレスリリース（2017 年 7 月 31 日）参照。

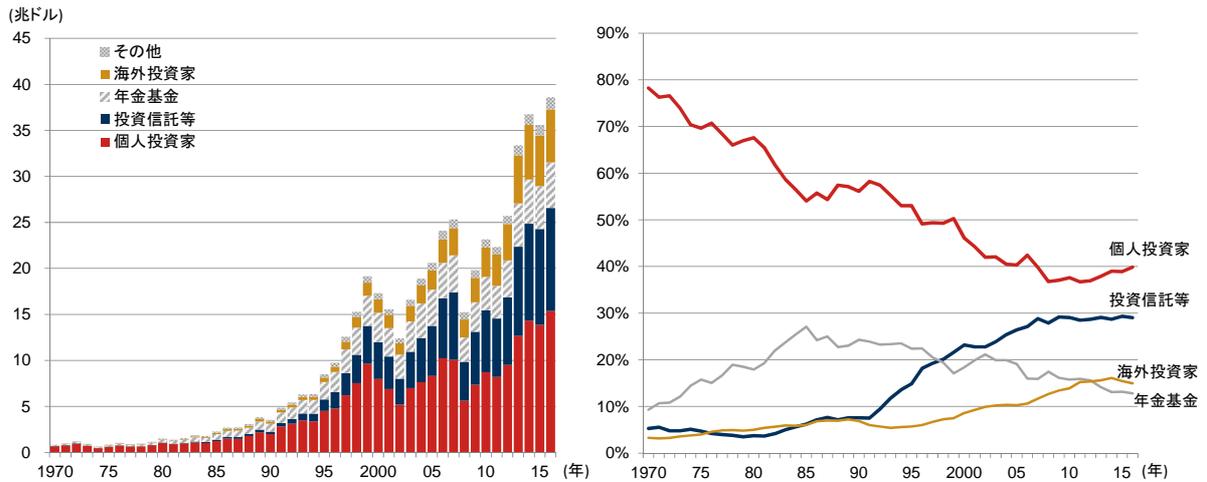
²³ MSCI, “Temporary treatment of unequal voting structures in the MSCI equity indexes,” November 2017.

²⁴ 同基金プレスリリース（2017 年 8 月 4 日）参照。

とで、各（機関）投資家による議決権行使の影響力が高まっている。

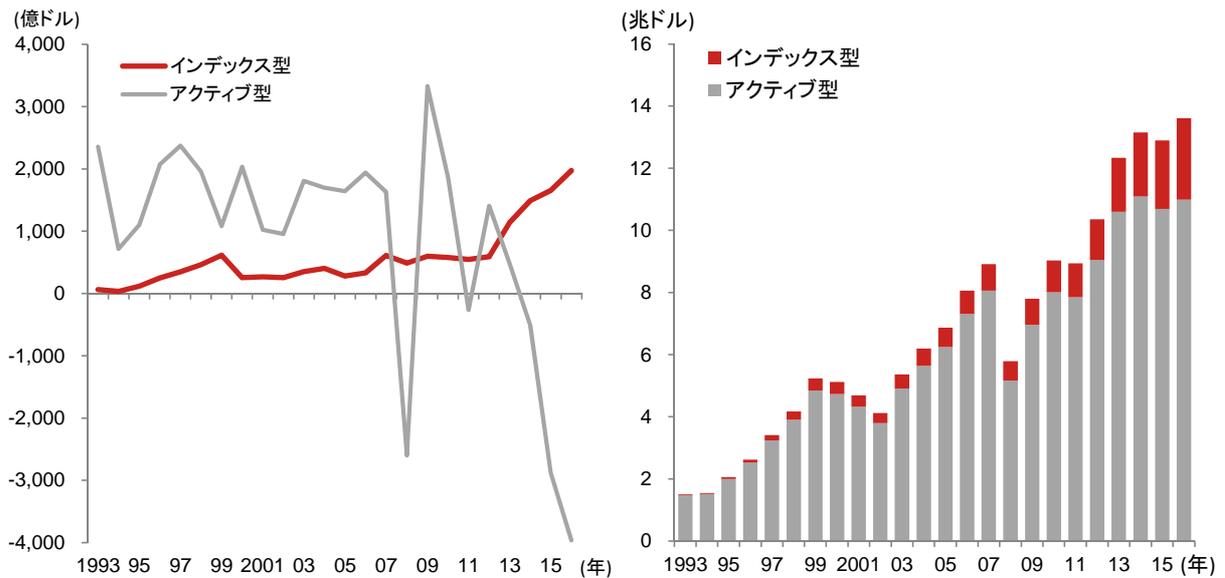
もう一つの変化は、米国の投資信託市場において、資金流入先がアクティブ運用からインデックス型の投資信託に移っている点である。運用資産残高では依然としてアクティブ型が圧倒的な規模となっているが、資金流入の変化によってインデックス型の運用資産残高も増加している（図表7）²⁵。一般に、インデックス連動の運用では、指数構成銘柄となっている投資先企業において収益性やガバナンスに問題が生じた場合でも、アクティブ運

図表6 米国株式市場における投資部門別の保有金額と保有シェア



（出所）FRB より野村資本市場研究所作成

図表7 米国投資信託におけるアクティブ型とインデックス型の資金フローと運用資産残高



（出所）ICI より野村資本市場研究所作成

²⁵ グローバルにアクティブ運用からの資金流出とパッシブ運用への資金流入が生じており、詳しくは神山哲也「アクティブ運用会社の逆境と取り組み」『野村資本市場クォーターリー』2017年秋号を参照。

用のように売却という手段を選択できないため、保有し続けて、株主として当該企業の経営陣に対して改善を働きかける方法を探ることになる。

こうした背景から、大手機関投資家の間でスナップの無議決権株式の IPO に対する問題意識が高まり、議決権種類株式を含む株価指数にも注目し、インデックス・プロバイダーに指数からの除外を働きかけるまでに至ったと考えられる。

V. 今後の展望

議決権種類株式に対して賛否両論の状況は続いているが、足元では米国のベンチャー企業等による活用が増えつつあり、そうした企業の業績や企業価値は拡大している。また、少なくとも米国では主要な取引所である NYSE とナスダックが支持しており、グローバルな取引所間競争において議決権種類株式の容認が重要なポイントになり得るともみられていることから、今後も米国企業による議決権種類株式の上場は続く可能性が高い²⁶。米国の財務省が 2017 年 10 月に公表した資本市場改革の提言書「経済的機会を創出する金融システム：資本市場編 (A Financial System That Creates Economic Opportunities: Capital Markets)」においても、IPO 件数や上場企業数の減少を憂慮して「上場することの魅力」を高める施策が検討されており、当局や取引所に議決権種類株式そのものを否定する気配は感じられない²⁷。

しかし、同株式の発行の際に機関投資家を中心に株主から反対されるケースは増えることとなろう。実際に、フェイスブックは無議決権の種類株式の発行計画を発表し、2016 年 6 月の定時株主総会で承認されていたが、その後の一部の株主による提訴を受け、最終的に同社は原告と和解して計画を撤回した²⁸。また、主要な株価指数に採用されないことで流動性が低迷する可能性を発行体が懸念し、議決権種類株式を利用しないという判断もありえよう。

今後は、投資家と発行体等の双方に望ましい議決権種類株式について議論が一層深まるとみられる。特に、上場株式として認める場合、発行体の義務として、議決権の構造に関する十分な情報開示や説明責任、株主の権利への影響に関する事前の検証といった手続き、またサンセット条項等の必要性について検討が進むと考えられる。金融・資本市場と経済の発展に資する議決権種類株式のあり方を模索する動きは注目に値しよう。

²⁶ “Hong Kong risks losing listings crown to New York,” *Financial Times*, December 7, 2017.

²⁷ 同提言書について詳しくは、岡田功太、吉川浩史「米財務省による資本市場の包括的な規制・制度改革提言」『資本市場規制改革アップデート』(No.17-14)を参照。

²⁸ 同社が 2017 年 9 月 22 日に SEC に提出した書類 (8-k) 及び各種報道に基づく。