

## 個人投資家のニーズを踏まえて進展する種類株式の多様化 —社債型種類株式の発行とその意義—

橋口 達

### ■ 要 約 ■

1. 2023年6月20日、ソフトバンク株式会社の株主総会において、「社債型種類株式」の発行に向けた定款の一部変更が可決された。本件社債型種類株式は、議決権や配当などに関して普通株式の保有者に配慮しつつ、個人投資家を含めた幅広い投資家層のニーズに応えるべく高水準の利回りと限定的な値動き、一定程度の流動性を目指す設計がなされている。
2. 近年、海外諸国では種類株式が積極的に活用されている。米国ではスタートアップ企業が迅速な経営判断を継続するために多議決権種類株式を発行しているのに対して、欧州では伝統的企業の創業家一族などが支配力を維持するために無議決権優先株を発行している例が多い。
3. 一方、日本における近年の種類株式活用例においては、特に個人投資家による保有を念頭に置いた商品設計が意識されている。
4. 日本の個人金融資産を見ると、その過半が現金・預金に滞留している。個人の資産運用を後押しするには、普通株式より限定的な値動きと、普通社債より高水準のインカムゲイン、ある程度の流動性といった特性を持つ金融商品は有力な選択肢となり得る。具体的には、個人が投資可能な種類株式を拡充することも検討されてよいのではないだろうか。
5. 発行体にとっては、脱炭素化などの昨今の潮流の中で、資金調達の手法を多様化する重要性は今後ますます高まってくる可能性があり、種類株式の活用も候補になり得ると思われる。より多様な種類株式が存在することで、発行体と投資家の潜在的なニーズをつなぎ合わせられるかどうか、また国民の資産形成をさらに促せるかどうか、今後の展開が期待される。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・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。
- ・吉川浩史「米国で活発化する議決権種類株式の上場に関する議論」『野村資本市場クォーターリー』2018年冬号（ウェブサイト版）。

## I 新型の種類株式の登場

2023年6月20日、ソフトバンク株式会社（以下、ソフトバンク）の株主総会において、「社債型種類株式」の発行に向けた定款の一部変更が可決された<sup>1</sup>。本件社債型種類株式は、いわゆるハイブリッド証券の一種であり、個人投資家を含めた幅広い投資家層のニーズに応えるべく、議決権や配当などに関して普通株式の保有者に配慮しつつ、高水準の利回りと限定的な値動き、一定程度の流動性を提供し得る設計がなされている。

種類株式は、議決権や剰余金の配当、残余財産の分配などに関して普通株式とは異なる権利内容を盛り込むことで、柔軟な設計が可能であり、発行体・投資家双方の多様なニーズに応えることができる。これまで、様々な狙いとそれに応じた特性を持つ種類株式が発行されてきた（図表1）。

図表1 種類株式あるいは類似のハイブリッド証券の事例

	米国の議決権種類株式の一例	欧州の無議決権優先株の一例	トヨタ AA 株	伊藤園優先株	信金中央金庫優先出資証券	ソニー子会社連動株式	ソフトバンク社債型種類株式
主な狙い	迅速な経営判断の継続	創業家の支配力維持	中長期での資金調達 中長期保有を望む株主層の開拓	資金調達手段の選択肢拡大 新たな投資対象の提供	会員(信用金庫)以外からの資本調達	子会社の支配権維持 子会社の価値の顕在化	成長投資と高水準の株主還元 の両立
議決権	経営陣に多議決権	なし	あり	なし	なし	あり	なし
配当	普通株と同等	普通株に優先参加型	普通株に優先非参加型	普通株に優先参加型	普通出資に優先参加型	子会社配当に連動非参加型	普通株に優先非参加型
残余財産	普通株と同等	普通株に優先	普通株に優先	普通株に優先	普通出資に優先	子会社を対象	普通株に優先
上場/非上場	上場	上場	非上場	上場	上場	上場	上場
発行体のコール条項	なし	なし	あり	なし	なし	あり	あり
投資家のプット請求	なし	なし	あり	なし	なし	なし	なし
個人投資家にとっての意義	成長企業への投資	普通株式より高い配当	発行価格での取得請求 経営への関与	普通株の125倍の配当 優先株主優待	安定した配当 優先出資者優待	非公開子会社へのアクセス	安定した配当 限定的な値動き
既存普通株主への主な影響	議決権希薄化	EPSの分子から優先配当分が減少	議決権希薄化 EPSの分子から優先配当分が減少	EPSの分子から優先配当分が減少	EPSの分子から優先配当分が減少	議決権希薄化 EPSの分子から子会社連動株式配当分が減少	EPSの分子から優先配当分が減少

(注) 1. 略語は次の通り。トヨタ AA 株は、トヨタ自動車第1回 AA 型種類株式。伊藤園優先株は、伊藤園第1種優先株式。EPSは、一株当たり当期純利益。

2. 配当の参加型/非参加型は、所定の優先配当金以外に普通配当を受け取れるか否かを示す。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> ソフトバンク株式会社「第37回定時株主総会」2023年6月20日。

種類株式の発行にあたっては、発行体の狙いに基づき、既存の普通株主への影響、投資家にとっての魅力などを考慮した設計がなされる。例えば、経営陣の支配権を維持しながら資本調達を行いたい場合は、議決権の無い、或いは少ない種類株式を発行することで、既存の普通株主の議決権の希薄化を避けることができる。他方、新たに発行される種類株式の条件が不利にならないよう、議決権の無い場合には優先配当を与える、非上場であるなど換金性に乏しい場合は一定期間が経過したのちに発動可能なプット条項を付ける、などの調整がしばしばなされる。

こうした中、従来のもとは異なる特性を有する種類株式の発行により、多様な投資ニーズを有する家計の資産形成を支援することが期待される。本稿では、図表 1 に掲載した種類株式を概説したうえで、社債型種類株式の特性を踏まえつつ、種類株式の今後の可能性について考察したい。

## II 海外にみられる種類株式の活用

日本では、上場企業による種類株式の利用は活発といえる状況にはないが、海外諸国では種類株式が積極的に活用されている。大まかにいえば、米国ではスタートアップ企業が迅速な経営判断を継続するために多議決権種類株式を発行しているのに対して、欧州では伝統的企業の創業家一族などが支配力維持のために無議決権優先株を発行している例が多い。

### 1. スタートアップ経営に活用される議決権種類株式

米国では、1株に付与される議決権の数が普通株式とは異なる議決権種類株式が以前から活用されてきた<sup>2</sup>。創業者や経営陣が多議決権種類株式を保有することで、より迅速な経営判断が可能になるため、逸早い成長を志すスタートアップ企業などにとって、議決権種類株式を有したまま上場できることは魅力的となる。成熟産業の企業においても、議決権種類株式の活用により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、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指摘もある<sup>3</sup>。一方で、コーポレートガバナンスの観点からは機関投資家を中心に議決権種類株式を批判する声もある。このため、所定の年数が経過すると議決権種類株式を1株1議決権に転換するなど、一定の要件で議決権の差異を解消するサンセット条項を導入する企業は増加傾向にある<sup>4</sup>。

過去数十年にわたり、米国では議決権種類株式を有したまま多くの企業が上場してきた。

<sup>2</sup> アルファベット社やフェイスブック（現メタ）社がその代表例である。米国の議決権種類株式に関する議論の詳細は、吉川浩史「米国で活発化する議決権種類株式の上場に関する議論」『野村資本市場クォーターリー』2018年冬号（ウェブサイト版）を参照。

<sup>3</sup> 前掲脚注2の論文を参照。

<sup>4</sup> Subodh Mishra, “Dual Class Share Structures: Is the Sun Setting Too Slowly?,” December 19, 2022.

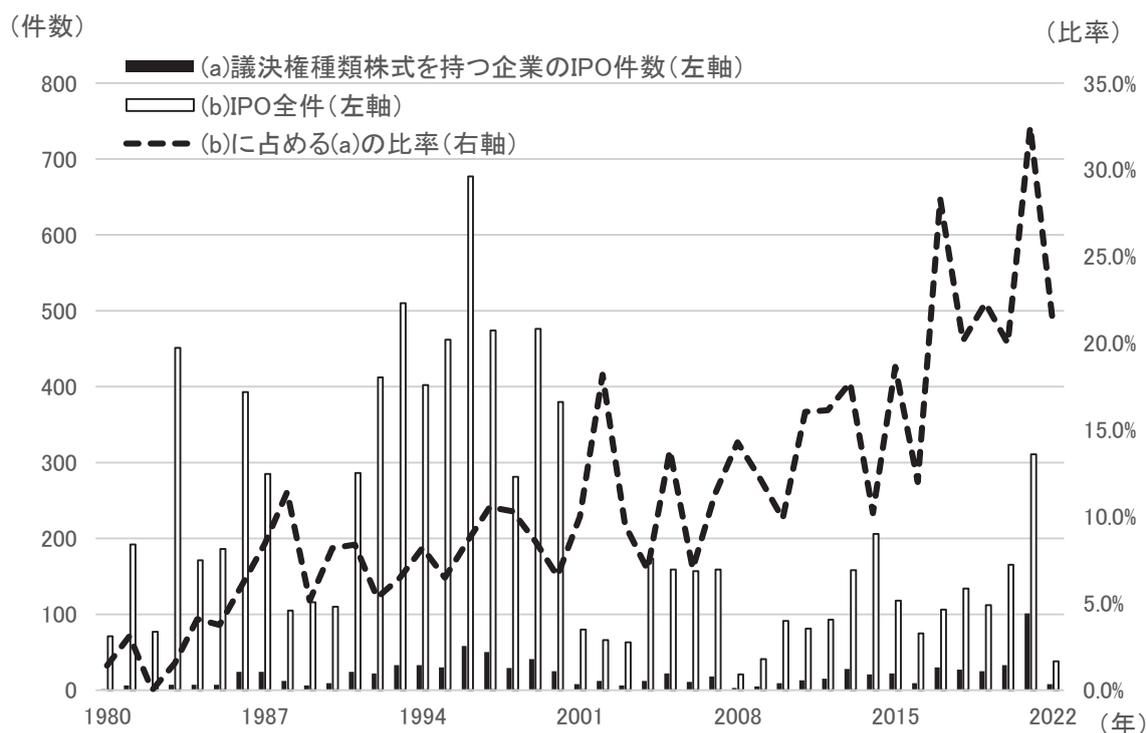
議決権種類株式を持つ企業の IPO 件数が IPO 全件に占める比率は、中長期的に上昇しており、近年は特にテクノロジー企業を中心に利用が活発である（図表 2）<sup>5</sup>。

ユニコーン企業を数多く輩出する米国に倣い、スタートアップ企業の誘致のため、議決権種類株式を発行する企業に関する上場規則を緩和する海外諸国もある。

アジアでは、香港取引所が 2018 年 4 月に、革新的な企業の誘致を目的に、所定の条件を充足した企業が、議決権種類株式を発行したままメインボードに上場できるよう、上場規則を修正した。シンガポール取引所も、2018 年 6 月に同旨の上場規則の改正を行っている。

英国では 2021 年 12 月に、金融行為監督機構（FCA）が、議決権種類株式を発行する企業のプレミアム・セグメント上場を容認した<sup>6</sup>。さらに FCA は、2023 年 5 月に議決権種類株式の活用に関する更なる規制緩和を含めた、上場規則修正を提案する市中協議文書を公表している。具体的には、種類株式に付与できる議決権数の制限撤廃、多議決権を行使できる議案の制限の撤廃、多議決権種類株式の最長有効期間の 5 年間から 10 年間への延長、が盛り込まれている。

図表 2 米国における議決権種類株式を持つ企業の IPO 件数と IPO 全件に占める比率



(出所) フロリダ大学ジェイ・リッター教授の資料より野村資本市場研究所作成

<sup>5</sup> ジェイ・リッター教授によれば、テクノロジー企業において議決権種類株式を用いて IPO した企業の比率は、2021 年には 45.5% に達した。（Jay R. Ritter, “Initial Public Offerings: Updated Statistics,” June 22, 2023）

<sup>6</sup> ①上場から 5 年間の限定、②議決権種類株式の普通株式に対する議決権のウェイトは最大で 20 倍、③多議決権種類株式の保有を取締役に限定、④多議決権の行使を取締役の解任や支配権の変更に限定、という条件が付されている。

なお、日本においても、普通株と比べて議決権に差をつけた種類株式を活用した上場企業の事例がある。2014年に上場したサイバーダインは、上場する普通株式と比較して、剰余金の配当及び残余財産の分配については同一の権利を有するものの、単元株式数が異なるB種類株式を設け、創業者が保有した。具体的には、普通株式の単元株式数を100株、B種類株式の単元株式数を10株とすることで、B種類株式の議決権数を、同数の普通株式に比べて10倍にした。創業者が経営に安定して関与することで企業価値向上につなげること、同社の持つ先進技術の平和的な目的での利用を確保することなどが目的とされた。

## 2. 欧州における伝統的企業による優先株の活用

欧州では、中央政府や州政府、創業者一族、親会社が支配権を維持しつつ資金調達をするために無議決権優先株が活用されてきた歴史がある<sup>7</sup>。株価指数の採用基準の変更や1株1議決権の原則の浸透を背景に普通株への統合が進んできたものの、現在もドイツでは、フォルクスワーゲンやBMW、ヘンケルといった伝統的企業が、普通株式とは別に無議決権優先株を上場させている。

最近では、高級自動車メーカーのポルシェAGによるIPOにおいても、優先株が活用された。2022年9月に実施された本件は、普通株については上場させずに創業者一族であるポルシェ家とピエヒ家が多くを所有することで支配権を強固にしつつ、無議決権優先株の25%を売り出すというものであった。カタール投資庁、ノルジェス・バンク・インベストメント・マネジメント、Tロウ・プライス、アブダビの政府系投資会社ADQがコーナーストーン投資家として参加したほか、個人投資家からの需要も旺盛であった。なお、IPO初日の同社の時価総額は750億ユーロに達し、本件は過去10年間で欧州最大のIPOとなった<sup>8</sup>。

### III 日本における種類株式の実績と今後の可能性

米国や欧州では、創業者やその一族などが、迅速な或いは安定的な経営を目指しながら資本調達することを主目的として、上記のような種類株式が発行されてきたが、日本の種類株式においては、近年、特に個人投資家による保有を念頭に置いた商品設計が意識されていると言える。以下では、これまで日本で登場した、個人投資家が参加可能な種類株式等をいくつか紹介したうえで、日本における個人投資家にとっての種類株式の可能性について考察することとする。

<sup>7</sup> 詳細は、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年春号を参照。

<sup>8</sup> Monica Raymunt and Swetha Gopinath, “Porsche Set for Bold Trading Debut After Pricing at Top End,” *Bloomberg*, September 29, 2022.

## 1. 一般個人が投資可能な種類株式等の具体例

### 1) トヨタ自動車の第1回 AA 型種類株式

日本で一般募集された種類株式の代表例として、2015年7月に発行されたトヨタ自動車の第1回 AA 型種類株式（以下、トヨタ AA 株<sup>9)</sup>）がある。トヨタ AA 株は、中長期視点での研究開発投資に必要な資金を調達すること、中長期保有を志向する新たな株主層を開拓することを目的に発行された<sup>10)</sup>。

トヨタ AA 株は、普通株式と同じ議決権を有するが、譲渡に際しては同社の取締役会の承認が必要な譲渡制限付き株式であるため、発行してから概ね5年間は原則として売却できない。しかし、当該期間が経過すると、トヨタ AA 株の保有者は、種類株式のまま継続保有できる一方で、普通株式への転換または同社に対する発行価格での取得請求を選択できる機会がそれぞれ定期的に提供される。配当年率に関しては、初年度の0.50%から5年度目以降は2.5%へと段階的に上昇する仕組みを採用した。2021年4月には、トヨタ自動車も発行価格での取得権利を有するようになり、現在では同社は全てのトヨタ AA 株の消却を完了している。

### 2) 伊藤園の上場優先株式

現在、日本で唯一上場している優先株は、2007年9月に上場した伊藤園第1種優先株式である（現在は東証プライム市場に上場）。同株式は、資金調達手段の選択肢を広げることや、株主に新たな投資対象を提供することなどを目的に発行された。上場に際して、普通株式の保有者に対して、普通株式1株につき優先株式0.3株が無償で割当てられた。なお、パッシブ運用を行う機関投資家の中には、割り当てられた優先株式を運用対象外として売却する動きもあったとみられている<sup>11)</sup>。

伊藤園優先株式の特徴として、配当金が普通株式に対して1.25倍であること<sup>12)</sup>、原則として議決権と株主の意向による普通株式への転換権がないこと、上場しているため一定程度の流動性が確保されていること、等があげられる。加えて、優先株式保有者への優待制度が普通株式保有者への優待制度とは別に用意されている。

<sup>9)</sup> トヨタ AA 株の名称は、同社初の量産乗用車の名前に由来している。

<sup>10)</sup> トヨタ AA 株の発行に向けた定款変更の議案においては、議決権行使助言会社のグラス・ルイスとインスティテューショナル・シェアホルダー・サービシーズとで意見が分かれた。前者が資金調達の手法を多様化できるなどとして賛成した一方、後者は安定株主の増加により経営の規律が失われるとして反対を表明した。ロイター「トヨタ株主総会、種類株発行の議案を可決」2015年6月16日。

<sup>11)</sup> 「伊藤園の優先株 2795 円、上場初日終値、普通株より割安に、議決権ない分評価低く。」『日本経済新聞』2007年9月4日。

<sup>12)</sup> 普通株式への配当が無配の場合でも、優先株式に対して1株当たり15円が優先配当として支払われる。

### 3) 信金中央金庫の優先出資証券

東京証券取引所には、出資者に対して優先的に配当を支払う優先出資証券<sup>13</sup>が上場しており、株式と同様に売買することができる。優先出資証券の売買単位は1口であり、少額投資非課税制度（一般 NISA）の対象商品でもある。優先出資証券とは、協同組織金融機関が自己資本の充実を図るために、会員からの普通出資の他に、会員外からも出資を募るために発行する有価証券である。優先出資者に対しては、普通出資者に対する剰余金の配当に先立って、配当が優先的に支払われるが、普通出資者総会（株式会社の株主総会に相当）での議決権や普通出資への転換権は付与されない。

現在、東京証券取引所に優先出資証券を上場させているのは信金中央金庫のみである。信金中央金庫の優先出資証券は、将来にわたり安定的な配当を実施することを基本方針としており、出資者への優待制度もある。

### 4) ソニーの子会社連動株式

2001年に東証1部に上場したソニーの子会社連動株式は、当時ソニーの完全子会社であったソニーコミュニケーションネットワーク（以下、SCN）の経済価値に連動することを企図して設計された種類株式であり、1980年代に米国で登場したトラッキング・ストック<sup>14</sup>の仕組みが日本で導入された事例であった。

ソニーは、SCN 普通株式を全て保有しつつ、ソニー自身の種類株式として子会社連動株式を発行することで、SCN への支配権を維持しながら、SCN の企業価値を顕在化し、資金調達することができた。一方、ソニー子会社連動株式の株主には、SCN のソニーに対する配当に連動した配当を受取る権利や、SCN でなくソニーへの議決権などが与えられた。しかし、ソニーは2005年にSCNの独立性をより高めることなどを目的にSCN 普通株式の株式公開を決定し、これに伴い全ての子会社連動株式はソニー普通株式に転換された。なお、子会社連動株式に関しては、親会社が子会社と競合するような事業を新たに始める可能性もあるなどの問題を指摘する声もあった<sup>15</sup>。

### 5) 米国のトラスト型優先証券

日本では1990年代後半から2000年代前半にかけて、日本の個人投資家向けに米国のトラスト型優先証券を投資対象とした投資信託が人気を博した<sup>16</sup>。トラスト型優先証券とは、優先株等と同様の目的で発行される証券の一種である。発行体は、投資家

<sup>13</sup> 優先出資証券とは、協同組織金融機関の優先出資に関する法律に基づき、協同組織金融機関が発行する金融商品取引法上の有価証券である。協同組織金融機関は株式を発行できないため、出資証券という形態をとっている。

<sup>14</sup> トラッキング・ストックの詳細は、橋本基美「部門業績に連動するトラッキング・ストック」『資本市場クォーターリー』1999年夏号。なお、米国では、現在、娯楽事業やフォーミュラワン（F1）事業などを抱えるリバティ・メディア・コーポレーションがトラッキング・ストックを活用している。

<sup>15</sup> 「ソニーSCN株、25日上場廃止、消える子会社連動株——商品性、利益相反など課題。」『日本経済新聞』2005年11月23日。

<sup>16</sup> トラスト型優先証券の詳細は、藤木宣行「米国のトラスト型優先証券市場」『資本市場クォーターリー』2003年春号を参照。

との間にビジネス・トラストを介在させてトラスト型優先証券を発行することで税制、銀行資本規制において有利な扱いを享受できたため、主に銀行持株会社が活用した<sup>17</sup>。

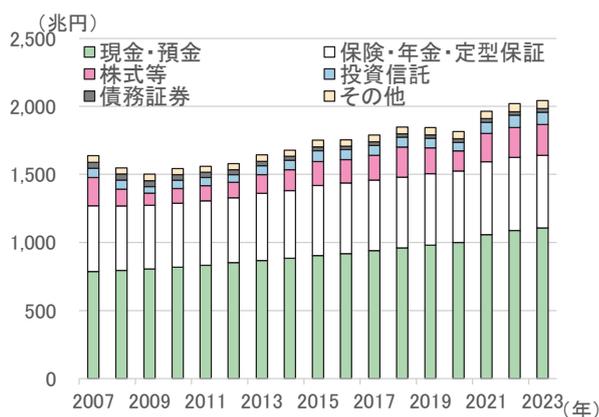
米国の個人投資家にとって、トラスト型優先証券は普通社債などと比較して最終利回りが高いこと、株式や債券との相関が低く分散投資に適していることなどが魅力であった。日本の個人投資家もそうした特性に着目し、米国トラスト型優先証券をパッケージ化した投資信託を購入した。

## 2. 個人の新たな投資機会としての種類株式の可能性

日本では、長きにわたり、個人金融資産に占める現金・預金の割合が高いことが課題とされてきた（図表 3）。2023 年 3 月末時点で、個人金融資産は 2,042 兆円に上るが、そのうち約 54%に相当する 1,106 兆円が現金・預金に滞留しており、多くの個人が長期・分散投資の恩恵を十分に享受できていないのが実態である。一方で、ここ 10 年余りで個人は流動性資産（現金と流動性預金の合計）の割合を高めてきた（図表 4）。定期性預金の金利が極めて低い状況が続く中で、個人は資金の置き場に困っているように見受けられる。

預金以外のインカムゲインの獲得手段には公社債の金利、株式配当などがある。個人向け社債については、2022 年度の 5 年満期の平均利率は 0.74%程度となり<sup>18</sup>、2022 年度の発行額は約 2.2 兆円と過去最高に達するなど<sup>19</sup>、かつては機関投資家向けであった社債の小口化を通じて家計の資産形成に寄与してきた。また、足元の東証プライム市場の上場企業の子平均配当利回りは 2.33%<sup>20</sup>である。しかし、これまではこの両者の中間に相当する

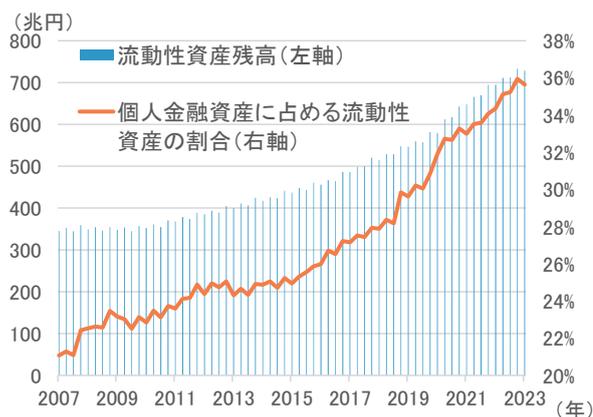
図表 3 個人金融資産の推移



(注) 各年の 3 月末の値を表示。

(出所) 日本銀行より野村資本市場研究所作成

図表 4 個人が保有する流動性資産の推移



(注) 流動性資産は現金と流動性預金の合計。

(出所) 日本銀行より野村資本市場研究所作成

<sup>17</sup> ドッド・フランク法によりトラスト型優先証券は Tier1 資本の扱いが受けられなくなったため、米銀の中には Tier1 資本に算入可能な優先株を代わりに発行し、トラスト型優先証券を償還する動きがみられた。(Danielle Robinson, "US Bancorp leads way on exchanging TruPS," Reuters, April 19, 2012)

<sup>18</sup> 日本証券業協会の資料より、個人向けと分類されている、2022 年 4 月から 2023 年 3 月までに発行された 5 年満期の社債 12 本の発行時の利率を単純平均した値。発行価額はいずれも 100 円。

<sup>19</sup> アイ・エヌ情報センター「2023 年 7 月特集版 (個人向け社債) INDB 発行市場レポート」2023 年 7 月 20 日。

<sup>20</sup> 2023 年 8 月 10 日時点。日本経済新聞社ウェブサイト参照。

ようなリスク・リターンが期待される金融商品は多くなかったと思われる。そこで、リスク回避性向の強い個人投資家や投資未経験者の資産運用を後押しするためには、普通株式より限定的な値動きと、普通社債より高水準のインカムゲインや流動性といった特性を兼ね備えた金融商品を拡充することも検討されてよいのではないだろうか。

そうした中、低リスクの金融商品を選好する個人投資家のニーズに対応するには、個人が投資可能な種類株式に新たな選択肢を追加することが考えられる。例えば、株式でありながらも、①議決権・普通株式への転換権が無い<sup>21</sup>、②優先配当に関しては非参加型<sup>22</sup>である、など社債に類似した側面を有する種類株式は有力な選択肢となろう。発行から一定期間経過後に配当が変化し、かつ発行体による発行価格での取得が可能になるコール条項を付するといった商品設計も考えられよう。

また、日本では、これまでも社債としての特性を有する種類株式が第三者割当により発行されてきたが<sup>23</sup>、多くの個人の参加や、投資家に対して一定の換金機会の提供を目指すのであれば、より大規模な発行や取引所上場などの特性を併せることも有力な選択肢となろう。

## IV おわりに

発行体である日本企業にとっては、中長期的な企業価値向上を要求する声や脱炭素化の推進など、昨今の潮流の中で、資金調達的手法を多様化する重要性は今後ますます高まってくる可能性があり、その際、種類株式の活用も候補になり得るとと思われる。そうした中で、社債としての特性を有する種類株式は、成長投資や既存株主への還元を維持するため大規模な資金を必要とするものの、既に有利子負債を多く抱えているために資本性資金の調達を望む企業や普通株主の議決権の希薄化や財務指標への影響を抑制したい企業、国内個人投資家を通じて安定的な資金調達を図りたい企業、などによる活用が想定されよう。

一方、議決権がなく、普通株式への転換権も持たないという種類株式の場合、特に機関投資家からは、経営陣や支配株主による既得権益の維持を図る資本調達とも見られかねないため、市場に対して十分に商品性の意義を説明することが求められる。また、個人投資家に対しては、一般的な株式や社債と異なるリスクを有していることなどについての丁寧な発信が必要になってくると考えられる。

日本では、これまでも様々な種類株式が発行され、個人の資産形成を後押ししてきた。より多様な種類株式が存在することで、発行体と投資家の潜在的なニーズをつなぎ合わせられるかどうか、また国民の資産形成をさらに促せるかどうか、今後の展開が期待される。

<sup>21</sup> 信託協会の調査によれば、2021年7月から2022年6月における個人株主等による議決権行使率（株主数ベース）は38.3%、議決権行使率（議決権ベース）では43.0%であった。一般社団法人信託協会「上場企業の株主総会における個人株主等の議決権行使状況について」2022年11月1日。

<sup>22</sup> 参加型の場合、普通株式と同様に発行体の業績によって合計の配当金変動し得る一方、非参加型の場合は配当金変動しないため社債に近い性質を持つこととなる。例えば、伊藤園の優先株式は参加型に該当する。

<sup>23</sup> 例えば、メイコー、森ビル、九州電力などに発行事例がある。