

# 種類株式の活用について

～資本調達が多様化と個人株主対応など



平成29年9月5日  
株式会社資本市場研究所きずな

## 種類株式を巡る動向

種類株式に対する関心がそれぞれの立場で高まっている。ベンチャー企業、地方中堅企業、上場企業の発行する側だけではなく、金融機関や投資家側のニーズ、企業買収のスキームとして、そして取引所での取扱いなど、多岐に渡って利用の可能性を探る動きが出ている種類株式について取り上げたい。

普通株式は、株主平等の原則に則り、株主の権利内容を限定しないのに対して、種類株式は配当や議決権の行使・会社による強制的な買取などを特別な条件を別途定款に定めて発行する株式だ。この種類株式を巡る最近の動向は、次の様なものだ。

地域金融機関や彼らが関与する地域ファンド(地域活性化、地域ベンチャーキャピタル、地域再生など)において、地元企業を支援する名目で議決権のない種類株式で出資するケースが目立ってきたが、これは企業経営者の自主的な経営を後押しすることと共に、銀行の一般企業株式

保有を制限する5%ルールにも配慮したものだ。

同じように、種類株式が上場企業などの企業再生に利用される場合があり、現在再生策を模索している東芝においても、ウエスタンデジタルが独禁法審査回避を目的とした種類株式を利用した買収スキームを検討していることが報じられている。シャープや東京電力などでも、上場維持の為に親会社や大株主の一部の出資を種類株式で行っているが、ユニチカのように企業再生が順調に進んだ場合、この種類株式を買い戻しているケースもある(投資ファンド出資分の100億円を買入消却、メガバンク分275億円は残存)。なお、この企業救済型の無議決権の種類株式を、優先株と呼称するケースが多いが、これは議決権がない代わりに剰余金の配当や残余財産の分配権利を普通株式より優先させる仕組みとする為だ。

一方、種類株式に関する上場の話題は海外からのものが多いが、3月にニューヨーク証券取引所に上場したスナップ(写真・動画共有アプリ「スナップチャット」の運営会社)は、議決権のない株式を発行してこれを新規株式公開(IPO)している。同社の経営者は通常の10倍の議決権を

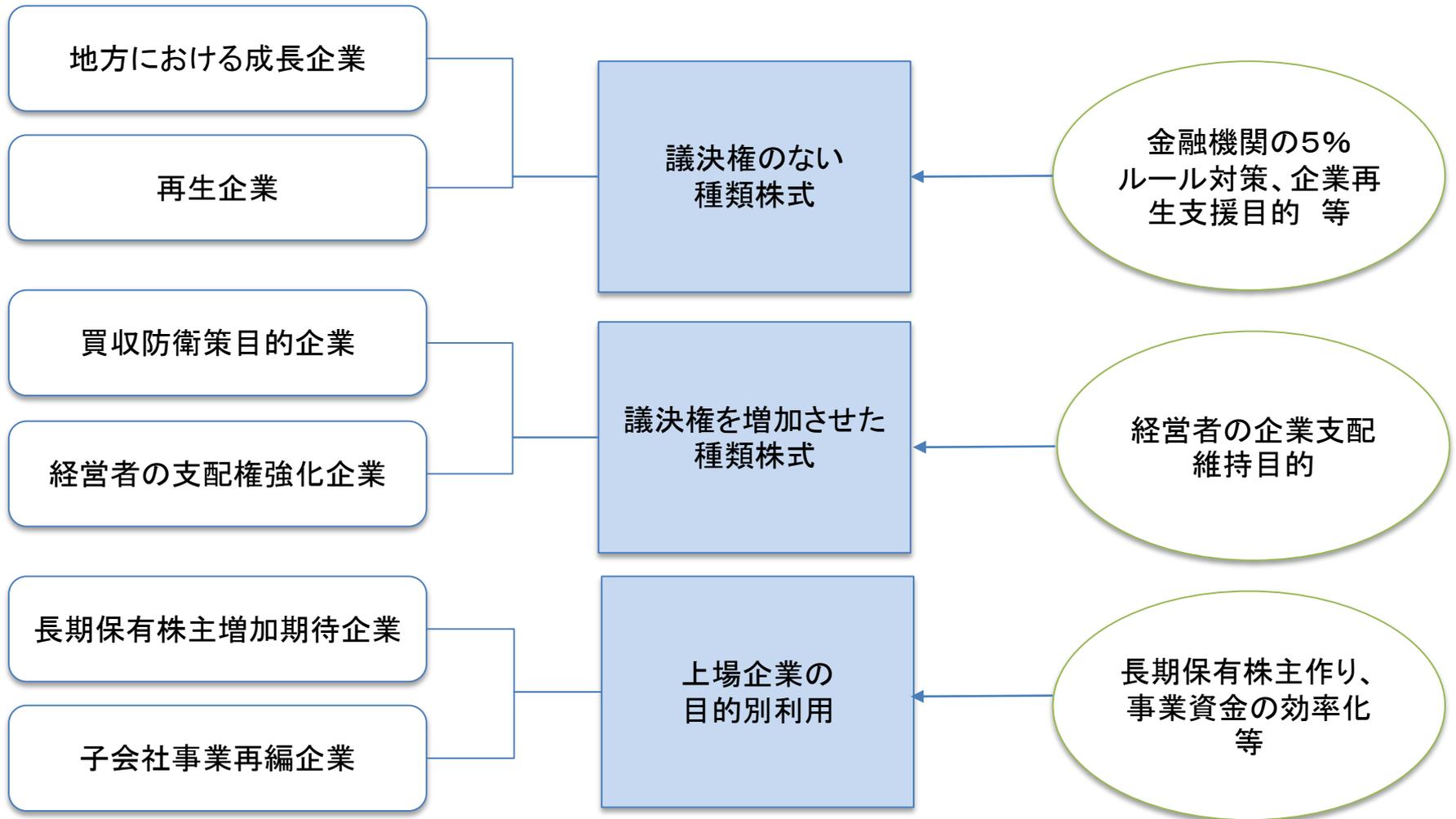
持つ種類株を保有し続けると報じられており、2014年のアリババ上場も同じ様なスキームで行われていて、Facebookなど成長著しいIT・ネット関連の米国上場企業では、議決権に大きな影響を与える種類株式の経営者保有が流行りの様になっている

この様な動きを受けて、シンガポール取引所や香港取引所では種類株そのものの上場や普通株より議決権の多い種類株式を発行する特殊な統治構造を持つ企業の上場解禁が検討されている。日本では、普通株式より議決権が多い種類株式を発行している場合の、取引所上場は原則認められず、上場時に普通株式の10倍の議決権を持つ種類株式の新株予約権を役員などに割り当てることを検討していたLINE(東証1部、3938)は、上場時にこのスキームを断念している。但し、2014年3月にマザーズに上場したCYBERDYNE(7779)は、同社の技術が軍事転用されないことを理由に、普通株式の10倍の議決権を保有する種類株式(議決権全体の55%超)の発行が認められての上場となっている。

また、一般の上場企業においても、長期保有の個人株主

増加を目論んだ実質的元本保有のトヨタ自動車のAA型種類株式(2015年7月発行)、伊藤園が発行した普通株より25%配当を増やしなが議決権のない配当優先株(2007年9月)、ソニーが子会社のソニーコミュニケーションネットワーク(So-Net)の業績に連動させた配当やソニーの議決権行使を付与して設計して発行したトラッキングストック(2001年6月)などがある。

# 種類株式利用の概況



## 普通株式と何が違うのか

種類株式の定義は、会社法第108条(異なる種類の株式)において、下図に示した事項に関し普通株式と異なる定めの種類株式を発行することができることとされている。その各事項の内容と、実際の利用や投資家の問題認識について、少し詳しく見ていきたい。

◇剰余金の配当＝配当を普通株式より優先させたり劣後させたりすることが出来る。しかし、その代わりに議決権がなかったり、一部を制限するのが普通だ。例えば、伊藤園(2593)が発行した配当優先株は、配当が普通株の125%で未払いの部分は累積されて払われるが議決権はない。この優先株(25935)は東証1部に上場されており、市場での評価は普通株式が4,125円(7月28日終値)に対して優先株の方は2,100円に留まっている。また、金融機関などが企業の再建・再生時に利用する種類株式も、議決権がない代わりに配当を普通株式よりも優先させる配当優先株が多い。

◇残余財産の分配＝会社を清算するような場合、会社資産から債務を返済した残余財産については株主に分配

されるが、議決権がない代わりに普通株式よりも分配順位を優先させるスキームは、企業の再建・再生時によく利用される。前述の配当を優先させる事項と合わせて優先株として金融機関などが利用するのが一般的だが、反対に配当や残余財産の分配を劣後させるのは、企業再建時にオーナーや経営者などが経営責任をとって劣後株として引き受ける場合がある。

◇議決権行使事項＝株主総会での決議事項に対する議決権行使を全部制限するものは、無議決権株となるが、一部を制限することも出来る(議決権制限株式)。例えば、取締役の選任・定款の変更・重要な財産の処分などが考えられるが、種類株式を割り当てる株主と企業や経営者との関係において事業遂行上必要であれば、一部の事項の議決権制限することも想定される。

◇譲渡制限＝上場株は譲渡制限が付されていない。しかし、伊藤園のように優先株を上場する場合を除いて、上場企業が発行する種類株式では譲渡制限を付するのが、一般的だ(議決権制限株式)。これは、種類株式を発行する目的に沿って割当先を決定しているの、その他の者

が保有するメリットが会社側ではないためだ。例えば、長期保有株主を作るという目的のトヨタ自動車が発行するAA型種類株式も譲渡制限は付されている。

◇請求権付＝種類株主が会社側に取得(買取り)を請求できる権利がついている種類株式(取得請求権付株式)で、この条項は会社側からすると資本が減少するリスク(自社で買い取った時点で、その部分は資本から減じられる。)があり不利だが、種類株主側の要求で付されることもある。

◇取得条項付＝一定の事由が生じたことを条件に会社が強制的に取得することができる種類株式(取得条項付株式)で、例えば種類株主とは直接関係ない企業とのM&Aや企業再編を発生事由として、種類株主総会の開催を不要とする為に、会社が買い取ってしまう場合などがある。また、特定の種類株主からの買取りも可能となる。

◇全部取得条項付＝株主総会の特別決議により会社が全部を取得することができる株式(全部取得条項付株式)で、上場会社で買収された会社が利用するケースが多い。例えば、TOBが実施され買収者が2/3以上の普通株式を

取得している場合、株主総会での特別決議により残っている少数株主に対してこの種類株式を元の普通株式対価で割当て、強制的に現金で買取り、買い手の完全子会社とすることができる。

◇拒否権付＝一定の事項について、種類株主総会の決議が必要とする旨の定めがある株式(拒否権付株式)で、上場会社であれば買収防衛策や投資家に受け取られないような工夫も必要となる。

※取締役・監査約の種類株主総会での承認が必要な選任権付株式もあるが、指名委員会等設置会社及び公開会社は発行できない。

# 異なる種類の株式(会社法第108条)の各事項

## 普通株式と異なる事項

剰余金の配当  
(配当を優先・劣後)

残余財産の分配  
(分配を優先・劣後)

議決権行使事項  
(全部または一部事項の議決権なし)

譲渡制限  
(譲渡は会社承認必要)

請求権付  
(会社に取得を請求)

取得条項付  
(一定事由で会社が取得)

全部取得条項付  
(株主総会特別決議で会社が強制取得)

拒否権付  
(一定の株主総会決議事項の内、種類株主総会決議が必要)

取締役・監査役選任  
(選任内容が異なるもの  
※公開会社は不可)

## 例えば長期保有の株主の為に

上場企業にとって、安定的に会社を支持してくれる長期保有株主の育成・増加は重要な資本政策だ。しかし、日本の会社法では短期保有であろうが、長期保有であろうが、株主として基準日に登録されていれば株主権利は平等に行行使することができる。つまり、株主総会時に当該株式を保有していなくても、議決権は行使できるが、その様な議決権行使が企業価値向上を目指すような株主判断に繋がるか議論があるところだ。日本の会社法では、保有期間によって株主の権利に差をつけることはできないが、フランスでは長期株主優遇により企業価値向上を目指す為、2年以上保有された株式の議決権を2倍以上にすることが定められている(フロランジュ法2014年3月)。

日本においても、コーポレートガバナンス・コード(原案)において、ガバナンスの改善が実を結ぶまで待つことができる中長期保有の株主は、会社にとって重要なパートナーとなり得る存在とされているが、株主平等原則の対象とならない株主優待策以外では、保有期間による株主権利の差をつけることは難しいとされてきた。しかし、2015年7月

にトヨタ自動車が発行したAA型種類株式は明らかに中長期保有株主作りを目指したものだ。同社は、EVや自動運転など中長期の視点で研究開発を行う資金調達として中長期保有を志向する新たな株主づくりをすることで、以下の内容でAA型種類株式を発行した。

- ・発行株式数=4,710万株 (2017年3月末時点では300株減、同時期の普通株式32億6,020万株。なお、会社側は今後の追加発行もあるとしており、1回5000万株程度で上限は普通株式の5%程度と表明。)
- ・議決権=普通株式と同様に1単元(100株)について1議決権
- ・発行価格=10,598円(2015年7月2日の終値の130%)、調達した総額は4,991億円
- ・普通株式と異なる配当=配当率(発行価格に対する)は1年目0.5%で順次5年間は毎年0.5%ずつアップするが5年目以降は2.5%固定、3年目の今季は1.5%となる。なお普通株式の予想配当利回りは7月28日時点で3.37%となっている。
- ・流動性=譲渡制限があり上場もしないので流動性は無いが、TOBなどの応募や相続は可能

- ・普通株式への転換＝約5年間は転換できないが、2021年9月以降、年4回(3・6・9・12月) 原則AA型種類株式1株に対して、普通株式1株に転換請求することが可能(転換請求権)

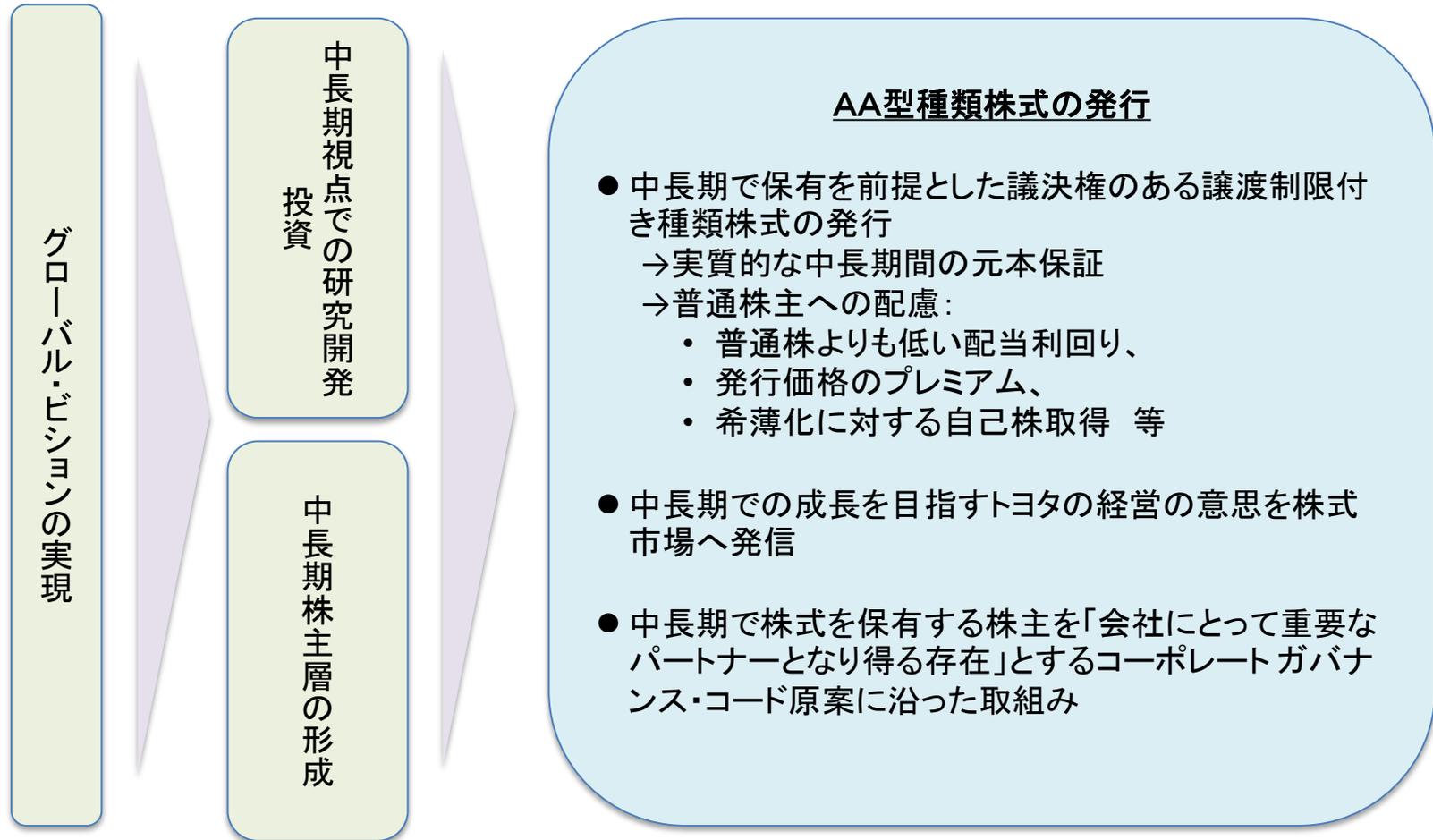
- ・現金での償還請求＝2020年10月以降、年2回(4月・10月) 発行価格での買取請求が可能

- ・現金償還の可能性＝2021年4月以降、年1回(4月) 原則発行価格をもって、会社が買い取ることが可能

以上の様な発行内容だが、投資家視点から見直せば、5年以上は実質的元本保証(発行価格での買取)を会社が行っており、例えば2021年6月満期の第15回の社債の利回りが0.13%(7月28日、証券業協会公社債店頭売買参考統計値表より)なのに対し、AA型種類株の現時点での配当利回りは1.5%だ。また、普通株主への配慮として、配当利回りは普通株式より低く抑えられていて、発行価格も普通株式に3割のプレミアムを付したものだ。また、希薄化に配慮して普通株式に対して6,000億円の自己株式取得を決定している。なお、現在このAA型種類株主は92千名おり、普通株主の575千名の16%のあたるが、その内訳は個人が61%、金融機関が12%、その他法人が26%と

なっていて海外投資家はいない。AA型種類株式発行直前の2015年3月期の普通株主数が469千人であったことを見直すと、普通株式で22%、種類株式と合算すると42%も株主数が増加している。

# トヨタ自動車AA型種類株発行の背景・目的



※会社側資料  
より作成

## 個人投資家にとっての種類株

前章ではトヨタ自動車のAA型種類株式を見たが、伊藤園の配当優先株（議決権なし）も個人株主増加には役立つ。配当優先株発行直前期の2007年4月末の普通株主は49千人だったが、発行後の2008年4月末では普通株式が66千人、配当優先株が27千人にそれぞれ増加し、2017年4月末では普通株式55千人、配当優先株が49千人となっている（同社の株主優待内容は、普通株式も配当優先株も同じ）。なお、株価については、配当優先株の上場時の2,795円（2007年9月3日終値、普通株式終値2,930円に対して95.3%）だったものが2,106円（2017年7月31日終値、普通株式51.6%）と普通株式に比べて低迷している。

種類株式は会社法第108条の項目だけでも9つ（上場会社が可能なのは8つ）あり、其々を組み合わせや、その新株予約権も加えると、多様な資本政策を会社がとることが可能となっている。但し、種類株式の内容は定款で定める必要があるので、普通株主の承認が必要となる。また、上場している場合は普通株式の株価がついているので、種類株式発行そのものが有利発行の対象（発行条件が

有利な場合、株主総会決議）となる。つまり、会社（経営者）が種類株式の目的としたことを株主や投資家が理解または合意し、会社側はその目的に沿って株主に対して情報を開示していくことが求められ、特に個人投資家の理解が重要だ。

前述したトヨタ自動車や伊藤園では、種類株式発行後、個人株主が増加しているが、個人投資家にとっての上場会社の種類株式のメリット・デメリットを考えるポイントは次の様なものがある。

○配当優先株＝配当を優先させる種類株式は個人投資家に分かり易い仕組みだが、その分だけどこかを劣後させなければならない。普通は、無議決権とするのが一般的な考え方だが、この議決権の価値をどう考える本来は投資家それぞれの立場の問題だ。しかし、この配当優先株に流動性（上場）を与えて発行価格を決定することは、その時の議決権価値に関する基準を会社側も持つということに等しい。つまり、会社側は其々の株主に対して、その価格差について説明をし、配当優先株発行後についても株主から説明を求められることとなる。また、普通株式

そのものが投資家からみて配当を重視するような株式であることが前提だが、どの程度配当を増加させるかについては、普通株主の理解も必要で、発行後の配当政策や株式分割など資本政策全般にも影響する。例えば、種類株式発行後に自己株式取得を行う場合、この取得資金も配当可能利益から差し引くので、両株式で同じ割合で行うというのが個人投資家には分かり易い。

○実質的元本保証株＝個人投資家にとって元本保証する金融商品への投資ニーズは強い。その代わり、配当を劣後させたり、種類株式の取得時に一定のプレミアム(普通株式に比して)払わせたり、一定期間売却できず非常としたことで流動性を与えていない。同じ様な元本保証の金融商品として、金融機関などが発行する劣後社債があるが、こちらは社債の満期で元本が返済されることを会社が保証しており、また流動性はない訳ではなく、個人に販売した分は販売者した証券会社が満期前での買い取りを行ってる。ただし、トヨタ自動車が発行したものは、一定期間後、普通株式に変えることができるので、その期間中会社が成長していれば株主として成長のメリットを受けることも出来る。そういう意味では、トヨタ自動車の発行したもの

は明らかに株式の利点を生かしている。

○実質的期限付株式＝M&Aの際にTOB(公開買付)に応じなかった少数株主をスクイーズアウトする目的で利用されるのが一般的だが、その際に問題となるのは取得価格で、また買収発表から完全子会社化までの一連をプロセスにおいて、個人投資家が適正な投資判断ができるよう、適時な情報開示が重要となってくる。

以上の様な上場会社の種類株式の特徴に対して、会社側は発行時においては情報開示を行っているが、むしろ重要なのは、種類株式発行後においてその目的が完了するまでに、目的の遂行状況や種類株式の情報に関して、個人投資家に理解できる内容を、積極的に行っていくべきではないかと考える。

# 個人にとっての種類株式特徴

