

種類株式について

～多様な調達ニーズと投資ニーズへどう応えていくか



令和6年1月31日
株式会社資本市場研究所きずな

種類株式の利用と基本的な構成について

ソフトバンク株式会社による「社債型種類株式」が2023年11月に1,200億円発行され、東証プライム市場に上場された。

日本での上場企業が発行する公募の種類株式としては、ソニー、伊藤園、トヨタに次いで4事例目となるものの、4社其々の発行目的が異なっており、種類株の発行スキームは多様だ。

また、第三者割当て発行される上場企業の種類株式については、2022年は8社、2023年は5社あるが、いずれも資本毀損をカバーしたり財務基盤強化を目的にしたものが多く、政府系のファンドや取引先に対して発行されている。

一方、世界中から投資資金を集める米国市場においては、Alphabet(グーグル)やMeta(フェイスブック)のように複数の種類株式を発行している企業もあり、ITやテクノロジー事業を営むTech企業のIPOの3割以上が、種類株式の一種である複数議決権株式を経営陣などに発行していて、

種類株式に対する扱いは国際的な市場間競争にも影響しているといわれている。

先ず、我が国の種類株式スキームにおける構成要素についてみていきたいが、会社法108条で種類株式として、次の規定があり、各規程を組み合わせると多様な種類株式を発行することが出来る。

①剰余金の配当:配当金について普通株式とは異なる方法で決定することが可能。配当優先株式は同規定によるが、反対に配当金支払いを普通株式に対して劣後させるものもある。

②残余財産の分配:株式会社が解散・清算する場合、負債を返済した後の残余財産分配について、優先または劣後させるもの。無議決権株式では優先させる場合が多く、救済型の種類株式では劣後もある。

③議決権制限規定:株主総会で議決権を行使する事項を制限するもの。無議決権株式も可能。なお、海外でTech

企業が利用する**複数議決権種類株式**は、単元株数を普通株式と変えることで発行される。

④譲渡制限:他への譲渡について、株式会社若しくは種類株式株主総会の承認を要するという規定。

⑤取得請求権:種類株主が、現金、普通株式、新株予約権、社債などを取得することを可能とする規定。普通株式であれば**転換型種類株式**となる。事前に定款で算定方式等を定めておく必要がある。

⑥取得条項:株式会社が一定の事由が生じたことを条件としてこれを取得することができる規定。対価としては上記の取得請求権と同様に現金、普通株式などが可能だが定款で算定方式等を定めておく必要あり、**社債型種類株式**や**転換型種類株式**、**トラッキングストック**においても利用される。

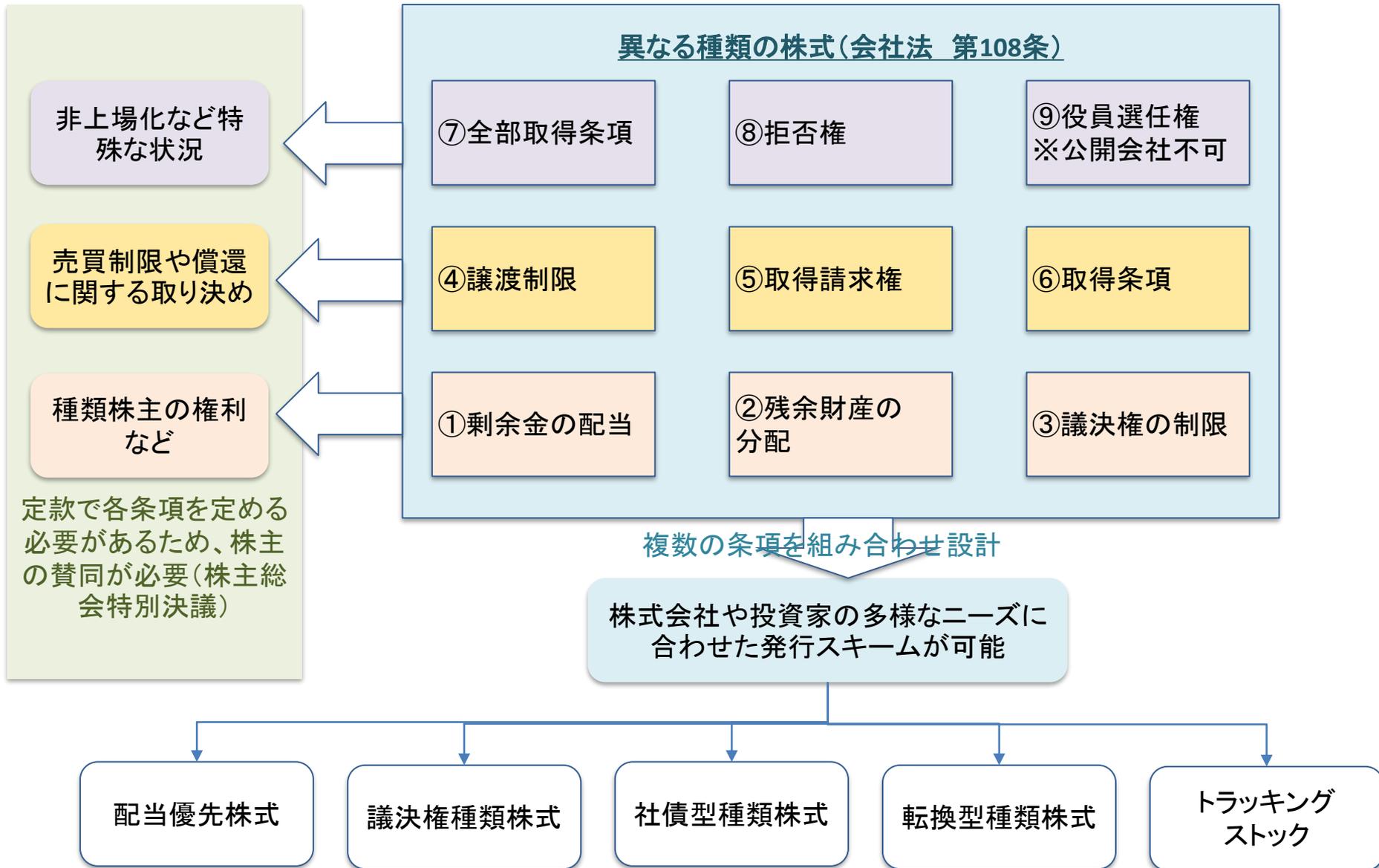
⑦全部取得条項:株主総会の決議によってその全部を取得することができるが、M&AやMBOで完全子会社化

を目的とする場合の少数株主対策のスクイーズアウトに利用される。

⑧拒否権:株主総会の決議する特定の事項のうち、種類株主総会の決議が必要とする規定。黄金株など。

⑨役員選任権:種類株主総会において取締役又は監査役を選任することができる内容だが公開会社は利用不可。

種類株式の構成とその利用について(概要)



主な公募種類株の発行事例

過去国内で発行された公募の種類株式は、東京証券取引所に上場され発行後の流動性は確保される場合もあるが、次の様な発行目的とスキームになっている。(※カッコ内は、第1章で説明した会社法第108条条項)

◇ソフトバンクの社債型優先株式(①、②、③、⑥)：

親会社のソフトバンクグループは劣後特約付きの期間35年のハイブリット債を複数発行しており、2023年4月に主に個人投資家向けに募集された2,220億円では当初5年の固定利率は4.75%だった。子会社の同社も社債を発行しているが親会社より格付けは高い。今回の発行目的については、資本の充実と財務基盤の強化として、ROE や EPS を含む当社財務指標への影響に、より配慮しハイブリット債に類似させたとしている。種類株式ではあるが、発行に際して格付けが取得(R & IがA-、JCRがA)されており調達資金の50%が資本性の認定を受けた。また、固定配当は募集時のブックビルディングで発行価格に対して2.5%とされ東証に2023年11月2日に上場され、概ね発行価格の4,000円近辺で株価推移している。

◇トヨタのAA型種類株式(①、⑤、⑥)：

2015年7月に長期保有の個人株主づくりを目的として5,000億円が発行され、同時に普通株式は相当金額分を自社株式取得・消却された。普通株式であれば保有期間に応じて異なる配当を行うことはできないが、同種類株式の年間配当率は、発行価格に対して1年目が0.5%で、毎年0.5%アップして5年後以降は2.5%となる。議決権は普通株式と同様にあり、普通株式への転換権も5年後以降、発行価格を時価相当で割った普通株式に転換出来る。取得請求権や取得条項、譲渡制限もあり非上場であった。なお、2021年4月にトヨタは同種類株式を調整後発行価格で取得・消却した。

◇伊藤園の配当優先株式(①、②、⑥)：

資金調達手段の多様化を目的に、2007年11月に無議決権の種類株式が発行され東証に上場された。優先配当は、普通株式の125%とされており、普通株式に配当がない場合も15円が優先配当金となり、普通株式への取得条項が付された。種類株式は普通株式への転換権はないが、株主優待については普通株式と同様に受け取れる。また、種類株上場に際して、種類株式の公募以外に、普通株式

の株主には1株に対して0.3株の種類株式が割当てられた。

◇ソニーの子会社連動株式(①、⑤、⑥)：

成長ステージにある子会社の価値顕在化によるグループ資金調達として2001年6月に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(以下、SCN)の業績に連動して配当する子会社連動株式(トラッキングストック)を発行し、東証に上場した。但し、当初はSCNは成長優先の為無配当だった。調達資金は、SCNの事業資金に利用されたが、2005年12月に同トラッキングストックはソニーの普通株式に一斉転換されて終了した。米国では1990年代の企業分割やM&Aでの既存株主への割り当て、ベンチャー企業の資金調達手段としても利用された。

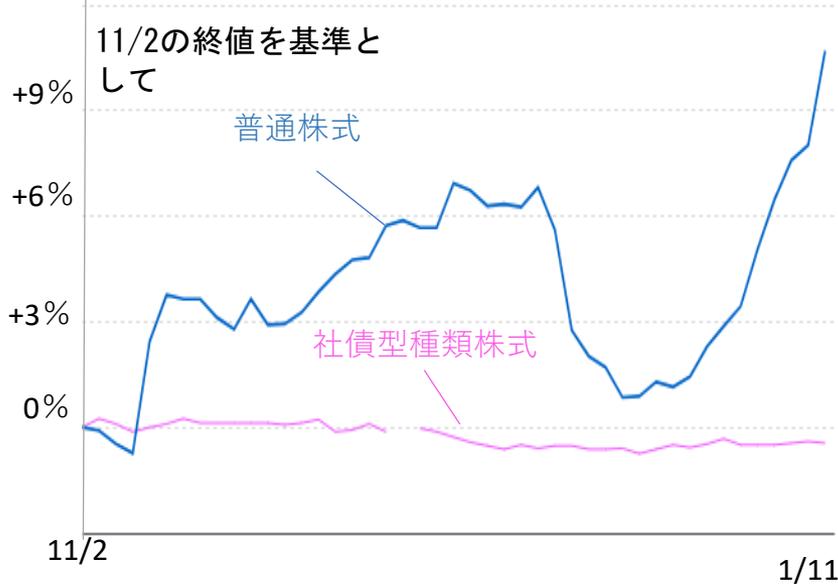
上記の事例のほかに、上場する際に複数議決権株式を発行していた事例として以下がある。

◇CYVETDYNEの複数議決権株式：

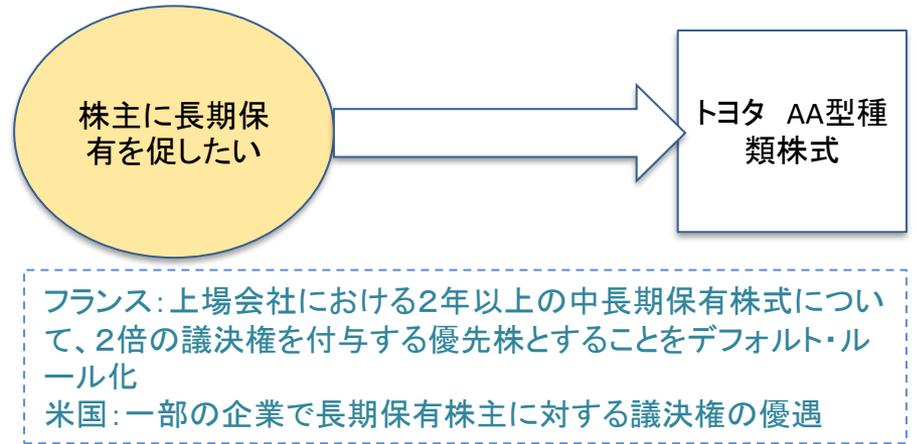
2014年3月にマザーズに上場したCYVETDYNEは、上場時に普通株式の10倍の議決権を持つB種類株式を経営者に

対して発行している。発行理由としては、経営者に集中させることにより、同社の先進技術の平和的な目的での利用を確保し、人の殺傷や兵器利用を目的に利用されることを防止することとしている。

普通株式と社債型種類株式の株価推移比較 (ソフトバンク)



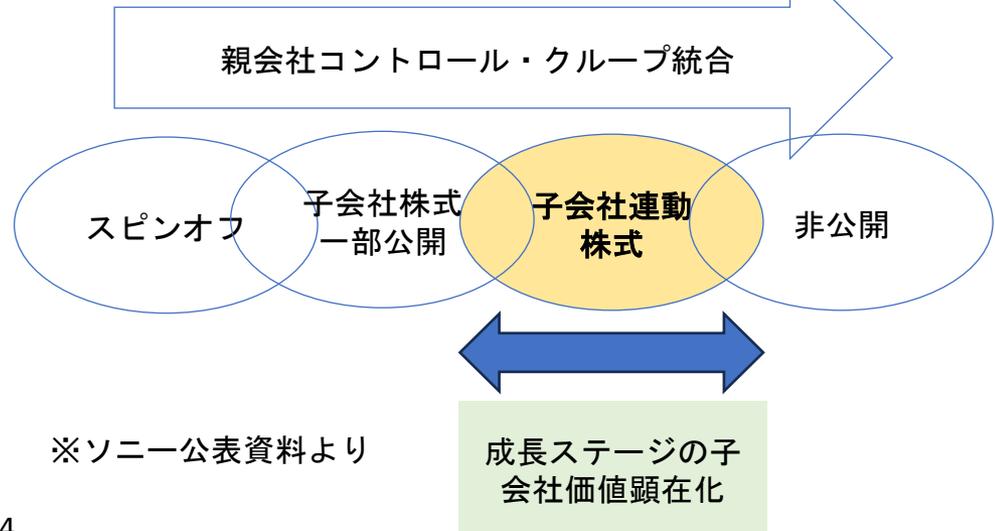
長期保有株主への優遇策について



普通株式と配当優先株の株価 (伊藤園 過去10年間)



子会社連動株式のポジショニング (ソニー トラッキングストック)



種類株式の発行プロセスと論点について

種類株式の発行プロセスについては、普通株式や社債などの一般的なファイナンスと大きく異なるが、その概要を下図に示した。

まず、異なる種類の株式を発行する場合は、その内容を定款に定める必要がある。その為、定款変更を目的とする株主総会が開催され、議決権数の半数以上の出席と三分の二以上の賛成が必要な特別決議で承認されることが求められる。

取締役会の決議だけで発行される普通の株式・社債とは異なるが、定款まで変更しなければならない理由については、既存の株主の権利に大きく影響するからだ。

例えば普通株式に優先若しくは劣後する事項として、議決権、配当金の分配、残余財産の分配などがあり、普通株式への転換権も将来のダイリューションに影響する。

実際の発行スキームについては、発行の目的に従って本稿第1章で述べた会社法第108条の各項目を複数利用して設計していくが、既存株主の合意を得るためには、

発行の正当性も説明する必要があり、場合によってはスキームに対する法律意見書を準備する場合もある。株主や投資家への情報提供としては、株主招集通知、有価証券届出書の法定開示や、取引所の適時開示があるが、いずれに対しても、発行目的を分かりやすく伝える必要があり、ファイナンスとしては会社側の負担が重い。

しかし、資本政策や株主構成を大きく変化させる目的の中でファイナンスを行うのであれば、種類株式は有効な手段と考えられており、上場企業においても多様な資金調達スキームを検討する上で有効だろう。なお、種類株に係る上場企業の資本政策上の論点として次のようなものがある。

◆複数議決権種類株式：

敵対的な買収による事業の軍事利用等を避ける目的で複数議決権株式を発行するCYVETDYNEの上場が認められたが、日本市場では原則上場できない。米国市場では10倍の議決権を発行するAlphabetやMetaは業績が好調で企業価値を増加させており、普通株主もメリットを受けている。また、IPOでTech企業の3割以上が複数議決権を発行して

いる状況が続いており、香港やシンガポール、英国などの各市場においても近年は市場間競争の視点から複数議決権種類株式発行を認める方向に転換している。しかし、複数議決権種類株式発行企業のIPOは未だしも、既上場企業の発行に関しては既存株主の権利に大きく影響するし、これまで日本において取り組まれてきたコーポレートガバナンス上も問題だろう。

◆長期保有株主への優遇:

長期保有の株主を増やしたいという上場企業側にニーズは多くあるが、現行の制度であれば期末基準日に株主名簿に記載された株主の1单元当たりの権利は平等だ。但し、一部の上場企業では、長期間保有する株主に対して株主優待等を使って報いようとする動きがある。フランスでは、2年以上の中長期保有株式について2倍の議決権を付与する優先株とすることをデフォルト・ルール化したが、長期保有株主優遇策についてはコーポレートガバナンスを低下させるという反対意見もある。

◆子会社の資本政策への関与:

トラッキングストックを発行した際のソニーの子会社に

対するポジショニングは前章の図に示したが、日本市場での子会社価値顕在化の現状はIPOに偏重している。

例えば、子会社がIPO時に調達した資金が、親会社の事業資金に利用され、その後、親会社が上場子会社を吸収するようなケースもあり、グループ全体の中での子会社の位置づけや財務情報を開示するトラッキングストックの方が投資家からは分かりやすい。

種類株式の発行プロセス

普通株式の希薄化せず資本充実

長期保有の株主を増やしたい

経営者の支配権を維持したい

多様な資本調達手段の確保

種類株式独自の発行プロセス

発行会社側
財務・資本政策上のニーズ

合致

種類株式の
スキーム確定

定款の
変更案策定

株主総会
での承認

必要な株主・投資家
への説明

投資家側

投資ニーズ

発行決議
(取締役会)

有価証券
届出書

募集・払込

譲渡制限がなければ、
発行目的に応じて流通市場をどうするか検討

発行目的に沿って優先条項と劣後条項を設計

社債や普通株式等と同様の発行プロセス

資本政策全体から見た種類株式

種類株式は、複数の条項を盛り込むことが可能なので、企業の多様な資本政策ニーズに応えることが出来るが、上場企業であれば多くの株主がいて不特定多数の投資家にも対応しなければならないので、発行目的を明確に示すことと、発行自体の影響について正確に示す必要がある。また、種類株式が買い手の投資家等ニーズにどう応えているかも重要だ。

企業が取る得る資本政策としては、定款変更の必要な種類株式以外に、取締役会で発行できる、普通株式、社債、新株予約権、新株予約権付社債があり、発行方法としては公募、第三者割当、株主割当(ライツオファリングを含む)、私募などがある。これらの方法が、種類株式発行の目的にある程度まで合致しているのであれば、機動性のある代替手段となることが考えられる。

代替手段のイメージは下図の中に示したが、特に権利行使の対価や行使の条件などのスキーム設計の自由度が高い新株予約権の活用が有望で、次の様に種類株式

の代替となる。

・複数議決権株式

⇒米国市場では同株式は経営陣が企業の長期的なビジョンを維持し短期的な利益追求から解放されるために許容されているが、新株予約権を使った買収防衛策も、ある程度同様の機能を果たすことが可能だ。但し、企業価値向上について経営陣が明確なビジョンを持ち、それを公表する必要がある。

・長期保有株主への優遇

⇒株主向けストックオプションとして、保有年数に応じて段階的に新株予約権の行使可能とするスキームで長期保有株主に報いることが可能だ。但し、株主に長期保有してもらう目的は経営陣が明確化することが必要でもある。

・トラッキングストック

⇒成長性のある子会社が事業拡大の為の資金調達が必要であれば、親会社が発行する新株予約権付社債の発行が考えられ、新株予約権は子会社株式への権利行使

とする。子会社財務情報の定期的開示は必要だが、EXITについてはIPO、M&A、親会社吸収など多様な事業戦略が可能となる。

なお、種類株式の特殊な事例として、INPEXが経済産業大臣に発行した黄金株があるが、これは株主総会決議への拒否権を付したもので、国策として資源確保の為に外国企業からの敵対的買収を防ぐため発行された。このような国策に係る場合は、個別企業防衛としてその根拠を法律で定めることになる。

種類株式は上場企業の多様な資本政策として有効な資金調達だが、企業側の負担が重いためファイナンスとしての機動性を重視した場合には、通常ファイナンス手法を用いスキーム内容を工夫して上場企業の多様な調達ニーズに答えることも可能だ。また、種類株式を含めて資本政策を有効に活用して行くためには、多様な調達ニーズに適合した投資ニーズを喚起していく証券会社や投資銀行などの市場仲介者の役割が重要になる。

最近では、IPOにおける公開価格決定方式の見直しやSPAC導入議論、グロース市場上場企業のセカンドファイナンスの在り方など既存の市場仲介業者の在り方も問い直されている。

通常の発行市場においても、親会社やVCの売出しに偏ったIPO、育たない低格付け社債市場、海外発行に偏った新株予約権付社債の発行など、既存の市場仲介業務について、種類株式の活用を含め仲介者の工夫が問われているのではないだろうか。

資本政策全体から見た種類株式

