

令和 5 年 6 月 22 日現在

機関番号：34601

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2017～2022

課題番号：17K03496

研究課題名（和文）長期保有株主に対する優遇策

研究課題名（英文）Preferential treatment for long-term shareholders: tenure voting, loyalty share or time phased voting

研究代表者

福本 葵（Fukumoto, Aoi）

帝塚山大学・法学部・教授

研究者番号：40388880

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 1,500,000円

研究成果の概要（和文）：短期主義批判から各国では中長期投資促進策の導入が検討されている。そのうち、中長期保有株主の株式に一株一議決権より多くの議決権を付与するというものがある。このような制度をtenure votingという。米国のLTSEは、計画当初はtenure votingの採用を上場条件としていた。また、欧州では改正案の段階では、株主権利指令に中長期株主に対する優遇策の採用を各国に義務付ける条項が存在していた。フランスやイタリアでは、長期株主に対し、2倍の議決権を付与する法律が成立するなど中長期保有の株主に対する優遇策の例は多い。本研究では、金融危機後の各国の長期保有株主優遇策を比較研究したものである。

研究成果の学術的意義や社会的意義

株式投資における行き過ぎた短期主義への批判から長期保有株主に対する優遇策導入が議論されている。フランスのフロランジュ法に見られるような、長期に保有する株式に複数の議決権を付与するtenure votingの制度は、偏った短期主義傾斜への歯止めとなる策の一つであると考えられる。

しかし、長期保有株主優遇策の導入には賛否があり、今後も議論は継続すると考えられる。フランスやイタリアのように法制する場合、アメリカのアフラックのように各企業が個別の策として導入する場合など今後も検討されるであろう。どのような制度を設計するかに際し、本研究がその一助になるのではないかと考える。

研究成果の概要（英文）：Because of the criticism of short-termism, many countries consider to introduce of the measures to promote medium to long term investment. One of these measures is a tenure voting which is a voting scheme wherein the investor voting rights increase with the length of time that they hold the shares.

In US, The LTSE was made the adoption of tenure voting a condition for listing at the beginning of the plan. In Europe, at the stage of the proposed revision, there was a provision in the Shareholders' Rights Directive requiring each country to adopt preferential measures for medium- to long-term shareholders. In France and Italy, there are preferential measures for medium- to long-term shareholders, such as the enactment of laws granting twice as many voting rights to long-term shareholders.

This study is a comparative study of preferential measures for long-term shareholders in various countries after the financial crisis.

研究分野：会社法、証券市場

キーワード：長期保有株主 tenure voting loyalty share time-phased voting LTSE ロングターム証券取引所
フロランジュ法 複数議決権株式

様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19 (共通)

1. 研究開始当初の背景

研究開始当時、金融危機を契機に、株式投資における行き過ぎた短期主義(ショート・ターミズム)への批判から、国際的に長期保有株主を優遇すべきであるという議論が高まっていた。2012年7月、ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス(LSE)のジョン・ケイ教授は、イギリスの株式市場を分析した最終報告書を発表した。ここでは、短期主義に偏重し、市場が機能しなくなっていることや株式保有構造、ガバナンスなどの問題を考察している。このレポートはケイ・レビューと言われ、各国が参考とした。また、EUでは欧州法務委員会において、株主権利指令の改正案に、中長期保有株主に対する優遇策の採用を2年以内に各国に義務付ける3ea条が、10対13の僅差で導入された。優遇策には、複数議決権株式や配当優遇政策、ロイヤルティ株式、ロイヤルティ配当などが列挙されていた。最終的に、2015年7月8日の欧州委員会で3ea条は削除されたが、長期保有を促す文章が冒頭に記載されることとなった。

具体的な長期株主に対する優遇策として、種類株式を活用すること、株式の長期保有者に対する優遇税制、長期保有株主に対して多くの議決権を付与するtenure-based voting等の導入の議論が俎上に載せられるようになっていた。また、フランスやイタリアでは、株式を2年以上保有する長期保有株主に対し、2倍の議決権を付与する法律が成立するなど、中長期保有の株主に対する優遇策の例は、各国で見られるようになっていた。長期保有株主優遇策は、会社法に関する国際的な政策討論の最前線に来ており、近年、議論は白熱していると指摘するものもあった(Jeroen Delvoie and Carl Clottens (2015) "Accountability and short-termism: some notes on loyalty shares" Law and Financial Markets Review, 2015 Vol. 9, No. 1, 19-28)。

2. 研究の目的

議論の高まりを見せるテーマである長期保有株主優遇策であるが、これを導入するか否か、賛否が分かれている。そもそも、短期投資家を株主構成から排除することは、本当に望ましいか。発行会社の経営陣が持ち合い株主にかわる安定株主を確保するために、長期保有株主優遇策を選択するというのではないか。短期で「売る」(exit)投資家は、議決権を行使して取締役役に声を上げる(voice)投資家よりも企業価値を高める行動を採らないかなど、長期保有株主を導入する議論を行う前に考察する必要がある。しかし仮に、短期投資家を排除することは望ましいことではなく、長期保有株主優遇策の導入は必要ないと考えとしても、実際に、長期保有株主優遇策導入の議論が国際的な高まりを見せている。このような現状を考えると、長期保有株主優遇の具体策はどのようなものか、なぜ必要ではないのかを明らかにする必要がある。

そこで、本研究では、まず、長期保有株主優遇策の必要性についての議論を検討し、次にその具体策である種類株式、優遇税制、ロイヤルティ株式等を個別に考察することを目的としていた。この分野では、欧州を中心とした諸外国での議論が先行しているが、日本に長期保有株主優遇策を導入することは、望ましいか、株式の持ち合い等日本の株主構造の特殊性は、これらにどう影響するか検討することを目的としていた。

3. 研究の方法

本研究は、証券実務との関係が密接であるため、国内外の資料を分析し、実務関係者に対するインタビューを行うことを予定していた。しかし、期間中の新型コロナ感染禍の影響を受け、国内外の移動の制限の影響から、長期保有優遇策を実施している企業などからの資料、公表されている論文を分析することにより研究を行った。

4. 研究成果

研究成果をテーマごとにまとめると以下ようになる。

(1) 長期保有株主を優遇する議決権行使制度

2019年6月、公益財団法人日本証券経済研究所の発行する『証研レポート』に「長期保有株主を優遇する議決権行使制度 : tenure voting または time-phased voting」と題する論文を掲載した。また、上記の研究をさらに調査を進め、2020年3月、公益財団法人日本証券経済研究所の発行する『証券経済研究』に「長期保有株主を優遇する議決権行使制度 tenure voting, loyalty share または time-phased voting - 」と題する論文を発表した。

ここでは、米国企業で採用されている tenure voting の実例を挙げて紹介し、フランスのフロランジュ法の採用の経緯その他、各国の制度を調査、分析した。また、アメリカにおいて開設が予定されていた LTSE についても言及した。

(2) 議決権に関する研究

研究の範囲をやや拡大したものであるが、議決権に関連するものとして、2017年9月、公益財団法人日本証券経済研究所の発行する『証券レビュー』に「株主総会プロセスの改革」と題する論文を発表した。また、2023年4月、公益財団法人日本証券経済研究所の発行する『証研レポート』に「米国の Universal Proxy (ユニバーサル・プロキシー) の導入」を掲載した。

(3) 伝統的 IPO の代替手段

・ダイレクトリスティングに関する NYSE の規則改正

2018年6月、公益財団法人日本証券経済研究所の発行する『証研レポート』に「スポティファイの行った Direct Listing(直接上場)」を掲載した。また、2020年5月、公益財団法人日本証券経済研究所の発行する『証券レビュー』に「ダイレクトリスティングに関する NYSE の規則改正案と題する論文を発表した。

・SPAC (特別買収目的会社) とは何か

2022年3月、公益財団法人日本証券経済研究所の発行する『証券経済研究』に「SPAC (特別買収目的会社) とは何か」と題する論文を発表した。

研究開始当初は、“Lean Startup”(リーン・スタートアップ)の著者である起業家のエリック・リースがその著書の中で提案していたロングターム証券取引所(Long term stock exchange)開設が公表され、その中では、LTSEの上場条件に長期保有株主優遇策を導入することが予定されていた。LTSEは2019年5月10日、米証券取引委員会(SEC)によって登録承認されたが、当初上場条件に挙げていた保有期間が長いほど、多くの議決権を取得するいわゆる tenure voting は採用されなかった。tenure voting を代表とする長期保有株主優遇策については、反対意見も多く未だ議論の途中である。アメリカにおいては、これらの優遇策の採用は個別の企業において見られるところではあるが、新に採用する会社もあれば、採用していたものの廃止するものも見られる。各国の長期保有株主優遇策は種類や内容の変化も見られ、それに伴って引き続き議論されることが予想される。今後もこのテーマについての研究を継続して行きたい。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計9件（うち査読付論文 9件/うち国際共著 0件/うちオープンアクセス 7件）

1. 著者名 福本 葵	4. 巻 1737
2. 論文標題 米国のUniversal Proxy（ユニバーサル・プロキシー）の導入	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 証研レポート	6. 最初と最後の頁 40 54
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

1. 著者名 福本 葵	4. 巻 32号
2. 論文標題 SPAC（特別買収目的会社）とは何か	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 帝塚山法学	6. 最初と最後の頁 37-53
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 福本 葵	4. 巻 117
2. 論文標題 SPAC（特別買収目的会社）とは何か	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 証券経済研究	6. 最初と最後の頁 21-35
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

1. 著者名 福本 葵	4. 巻 60巻第5号
2. 論文標題 ダイレクタリスティングに関するNYSEの規則改正案	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 証券レビュー	6. 最初と最後の頁 1-15
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 福本 葵	4. 巻 1714
2. 論文標題 長期保有株主を優遇する議決権行使制度 - tenure votingまたはtime-phased voting -	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 証研レポート	6. 最初と最後の頁 57 - 70
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスとしている (また、その予定である)	国際共著 -

1. 著者名 福本 葵	4. 巻 109
2. 論文標題 長期保有株主を優遇する議決権行使制度 - tenure voting, loyalty shareまたはtime-phased voting -	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 証券経済研究	6. 最初と最後の頁 13 - 29
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスとしている (また、その予定である)	国際共著 -

1. 著者名 福本 葵	4. 巻 1708
2. 論文標題 スポティファイの行ったDirect Listing	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 証研レポート	6. 最初と最後の頁 47-61
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスとしている (また、その予定である)	国際共著 -

1. 著者名 福本葵	4. 巻 57巻9号
2. 論文標題 株主総会プロセスの改革	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 証券レビュー	6. 最初と最後の頁 79-96
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスとしている (また、その予定である)	国際共著 -

1. 著者名 福本葵	4. 巻 101号
2. 論文標題 日米の証券決済期間T+2への短縮	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 証券経済研究	6. 最初と最後の頁 13-27
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスとしている (また、その予定である)	国際共著 -

〔学会発表〕 計0件

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

日本証券経済研究所、出版物・研究成果等、証券経済研究 第109号 (2020年3月) http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1714/1714_04.pdf 日本証券経済研究所、出版物・研究成果等、証研レポート、2019年度 http://www.jsri.or.jp/publish/research/109/109_02.html

6. 研究組織

氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------