



# 武藤泰明の 経営者目線で読む 景気動向

連載  
第108回

## 政府系企業の種類株式上場



むとう やすあき  
武藤 泰明

1955年生まれ。1980年、東京大学大学院修士課程修了。株式会社三菱総合研究所の主席研究員を経て、2006年から早稲田大学スポーツ科学学術院教授。専門はマネジメント。「スポーツファイナンス」(大修館書店)、『人手不足時代の人事戦略』(日本能率協会マネジメントセンター)など著書多数。

労働市場のトレンド  
未来予測の羅針盤!

東京メトロが上場を予定しているようなので、種類株式について整理しておきたい。はじめに結論を書く。政府系企業が上場するとき、種類株式を上場してはどうか。

企業は上場する際、新株を発行して資金調達するのと同時に、既存株主が保有株の一部または全部を放出(売却)する。売却益がいわゆる「創業者利得」である。これがあるのでベンチャーの創業者は富豪になる。この仕組みは一般企業でも政府系企業でも変わらない。政府はベンチャーの創業者とは違って富豪にはならないが、売却益は歳入として国庫に入る。

念のためにいえば、政府に入るのは売却「益」だけではなくて売却「総額」である。たとえば民営化(株式会社化)に際して1株1万円を出資していたとすると、これが上場に際して5万円で売れたとすると、売却総額は5万円で、売却益は5万円マイナス1万円の

議決権の量が異なる複数の株式が発行されることはガバナンスの歪みを生むと解説されるのだが、大株主が政府であれば、いろいろな意見がありそうだが、まあ問題はないのではないか。

外国の事例を紹介しておきたい。まず、フォルクスワーゲンが上場しているのは種類株式である。もともとは地方政府が大株主だったのだが、欧州にEUが生まれ、政府保有はEU法に抵触するので、若干の紆余曲折を経て普通株式はピエヒ家(ボルシェのオーナーでもある)に保有してもらい、種類株式で上場を維持した。この例の面白いところは、政府ではない富豪が政府なりに信頼されているところだろう。

4万円である。国から見ると、売却益4万円を得られるだけでなく、株式会社化のときに出資した1万円もキャッシュで戻ってくる。

では、種類株式とは何か。株式には普通株式と種類株式とがある。普通株式は、とても説明がしにくいのだが文字通り「普通の株式」である。これに対して、種類株式は、普通株式以外のすべての形態・条件の株式を指す。したがって、種類株式のバリエーションは無限である。これも説明したことにならないと思われるかもしれないが、制度上はこうなっていて、典型としては(配当)優先株というのがある。一般的には普通株式の株主総会より前に優先株の株主総会を開催し、配当する。そのかわり、議決権はきわめて小さいことが多い。株主権の中でとくに重要なのは「配当を受け取る権利」と「株主総会での議決権」だと言ってよいのだが、優先株は配当を重視するということだ。参考までに、1990年

もう一つの例はイングランド・サッカーのプレミアリーグの強豪、マンチェスター・ユナイテッドである。このチームは米国の実業家であるグレイザー一族がオーナーだが、資金調達のためにニューヨーク証券取引所で種類株式を発行した。議決権は普通株式の10分の1である。なぜロンドンではなくてニューヨークなのかというと、米国で2012年にJ O B S 法(Jumpstart Our Business Startupsという法律の通称)が成立し、中小企業の株式公開が容易になったからである。グレイザー氏がマンU株を保有しているのは、もちろん公益的な目的によるものではない。簡単に言えば「投資と道楽」ということになるのだろう。そして種類株式は上場を果たし、ちゃんと売買されているようだ。

つまり、種類株式だけを上場するというのは、びっくりするようなことではないのである。○大物が残っている

さてでは、政府系企業の今後の上場はどの程度の規模になるのだろうか。表は、すでに上場している企業の株式時価総額と、未上場で政府等が株式を全額保有している会社(すべてではない)の純資産を見たものである。未上場の政府系企業には時価総額が存在しない。とはいえ資本金(政府等の出資額)では過小なので、純資産を比較対象にした。念のために言えば、株式時価総額を純資産で割ったものがP B Rである。つまり、右欄の政府

代後半からの金融危機に対応するため国は銀行等に対して公的資金注入をしたのだが、その方法の一つとして、銀行はこの資金の見返りに優先株を発行して国が保有した。なぜ普通株ではなかったのかと言うと、普通株を保有すると議決権があるため、国がその銀行のオーナーになってしまいうからである。健全なほうの例としては、トヨタが2015年に種類株式を発行していた。金額は5000億円弱。譲渡制限のあるリスクの小さいもので、議決権の制約はなかったように思う。

○種類株式発行は国のガバナンスを保つ  
つぎに、なぜ種類株式を上場したほうが良いと考えるのかと言うと、念頭に置いているのは議決権の小さい種類株式である。議決権が小さければ、その発行額が大きくなっても、国が一定量の普通株式を持っていれば国のガバナンス機能は維持される。一般論としては、

系企業は、このまま上場してP B R 11の場合、表に記載した純資産の金額が株式時価総額になる。東京地下鉄を例にとれば、資本金は581億円だが純資産は6333億円である。

東京地下鉄より規模が大きいのは金融機関である。政府系金融機関の議決権を部分的にせよ手放すためには熟慮が必要であろう。しかし議決権がない、あるいはきわめて小さければこの点はあまり気にしなくてよい。手順としては、会社が新規に発行する種類株式を政府が引き受けるか、一定の手順で保有株式の一部を普通株式から種類株式に切り替える。そして上場時に政府が種類株式を売却する。こうしておけば、政府は普通株式の保有シェアを100%のまま維持できる。

○種類株式で株式市場は活性化する  
株式市場に普通株式と種類株式とが上場されていると混乱するのではないかという意見があるかもしれない。しかし前述のとおり、フォルクスワーゲンは種類株式を発行している。トヨタは普通株式を上場しているが、並行して種類株式を発行した。証券会社やアナリストにとっては面倒かもしれないが、投資家の見解はおそらく多様である。

そして重要なのは、日本の個人金融資産が株式に向かっていないという現実である。政府系であれば安心して種類株式を買う人が出てくるはずで、N I S A をがんばって普及浸透させるより効果が高いのではないか。

# 景気動向

武藤泰明の  
経営者目線で読む



労働市場のトレンド  
未来予測の羅針盤!

表 政府系企業の株式時価総額・純資産 (億円)

上場会社	時価総額	非上場会社	純資産
NTT	16兆8423	日本政策金融公庫	15兆2864
JT	7兆6220	国際協力銀行	2兆9493
JP	4兆8316	東京地下鉄	6333
JR東	3兆1438	東日本高速道路	2401
JR東海	3兆7244	西日本高速道路	2335
JR西日本	1兆4837	中日本高速道路	2572
JR九州	4988	JR貨物	960

注1: NTT, JT, JP については国が株式の3分の1以上を保有しなければならない。  
注2: 非上場会社については政府または準ずる機関が100%保有している。東京地下鉄は国と東京都が株主である。  
注3: 道路三社については道路を保有せず、(独)日本高速道路保有・債務返済機構から借りる形であるためバランスシートと純資産が小さい。なお当該独立行政法人の純資産は14兆円余である。