

Title	議決権種類株式上場に関する取引所規則の検討
Author(s)	松尾, 健一
Citation	阪大法学. 2014, 64(3-4), p. 317-340
Version Type	VoR
URL	<a href="https://doi.org/10.18910/71527">https://doi.org/10.18910/71527</a>
rights	
Note	

*Osaka University Knowledge Archive : OUKA*

<https://ir.library.osaka-u.ac.jp/>

Osaka University

# 議決権種類株式上場に関する取引所規則の検討

松 尾 健 一

## 一 はじめに

二〇一四年九月一九日、中国の電子商取引最大手であるアリババ・グループ (Alibaba Group Holdings Ltd.) は、NYSE (ニューヨーク証券取引所) にその株式を上場した。当初、同社は香港証券取引所に株式を上場する予定であったが、上場後も同社の創業者らによって構成されるアリババ・パートナーシップが、株式の過半数を保有することなく同社の取締役の過半数を指名 (場合によっては選任) する権利を保持する計画であったところ、香港証券取引所の上場規則では、一般株主の議決権を制約することとなる仕組みを採用することが認められなかったことから、同取引所への上場を断念したと報じられている。<sup>1)</sup>

アメリカでは、NYSE・NASDAQともに、特定の株主に保有株式数に比例しない議決権を付与する仕組みを採用する会社の株式の上場を一定の条件のもとで認めている。最近では、グーグル社 (GOOGLE INC.) やフェイスブック社 (Facebook, Inc.) が、創業者に複数議決権付株式を保有させて会社の支配権を維持させつつ、議決権の少ない株式をNASDAQ上場している。IT企業を中心に、議決権の異なる株式を利用して支配権を維持し

つつ、株式を上場して資金調達および創業者らの有する株式の現金化を実現する仕組み (dual class stock structure、以下、DCSという) が注目されている。<sup>(2)</sup>

他方で、とりわけ機関投資家の立場からDCSに反対する意見も多い。たとえば、ISS (Institutional Investors Services) は、DCSによって支配権を有する経営者が私的利益を追求し、上場されている株式の株主の利益が害されるおそれが高くなると批判しており、CII (Council of Institutional Investors) も、DCSは株主に対する経営陣の責任を低下させるとして、DCSを採用する会社に対してその廃止を要求している。<sup>(4)</sup>

DCS、より広く一株一議決権の原則あるいは会社におけるリスク負担と支配の比例については、多くの理論的な検討が行われ、<sup>(5)</sup> またDCS等が株価や企業業績等に与える影響に関する実証的研究も行なわれている。<sup>(6)</sup> しかし、いずれの研究においても、DCSに関する規制について一定の方向付けをするに足りる成果は出ていないようである。DCSを採用している会社 (あるいは一株一議決権原則を採用していない会社) といってもその実態は多様であり、すべての (上場) 会社に対して一株一議決権原則からの逸脱を禁止するといった画一的なルールは、あらゆるケースに最適な結果をもたらすとは限らないとの指摘もある。<sup>(7)</sup>

このような状況において、各国の証券取引所は、DCS・一株一議決権原則に関する態度決定を迫られている。前述のように機関投資家からはDCSに対する強い懸念が示されているが、取引所として一株一議決権原則の遵守を厳格に求めると、アリババ・グループの例のように上場先を変更されてしまうおそれもある。アリババ・グループの件がきっかけとなったかは定かではないが、香港証券取引所は、特定の株主に保有株式数に比例しない議決権を付与する仕組みを採用する会社の株式の上場を認めるか否かについて意見を求めることを公表した。<sup>(8)</sup>

日本では、東京証券取引所 (以下、東証という) の二〇〇八年の規則改正によって議決権の異なる株式 (議決

権種類株式)を発行する会社がその株式を上場することを可能にするための環境整備がされた。二〇一四年三月二六日には、ロボットベンチャー企業であるCYBERDYNE株式会社(以下、C社という。)がマザーズ市場に上場し、議決権種類株式発行会社の初の上場事例として注目された。<sup>(9)</sup>さらに同年、東証は議決権種類株式発行会社の上場審査の内容を明確化するため、上場審査等に関するガイドライン等を改正した。本稿は、この改正後の議決権種類株式の上場審査基準・上場審査体制の内容を、DCSをめぐる議論を参照し、他の証券取引所における議決権種類株式の上場審査基準等と比較しながら、検討するものである。

## 二 日本における議決権種類株式の上場

### 1 東証における議決権種類株式上場制度の整備

東証が、議決権種類株式の上場に向けた議論を本格的に開始したのは二〇〇六年九月に組織された上場制度整備懇談会においてである。同懇談会は、企業行動に関する制度の整備の一環として種類株式の上場制度について議論し、二〇〇七年三月に中間報告を公表し、<sup>(10)</sup>これを受けて東証は、報告内容の実行計画として「上場制度総合整備プログラム二〇〇七」を公表した。さらに、中間報告およびプログラム二〇〇七に基づいて、議決権制限株式や単元株制度を利用した複数議決権株式類似の構造<sup>(11)</sup>など議決権に関する種類株式の上場制度について具体的な検討を行うため、種類株式の上場制度整備に向けた実務者懇談会が設置され、同懇談会は二〇〇八年一月に報告書を公表した。<sup>(12)</sup>同年四月には東証が、議決権種類株式の上場に関する制度要綱を公表し、<sup>(13)</sup>有価証券上場規程が改正された。

改正後の上場規程二〇五条九号の二は、複数の種類の議決権付株式を発行している会社が、株主総会において一個の議決権を行使することができる数の株式にかかる経済的利益を受ける権利の価額等が他のいずれの種類の議決

権付株式よりも高い種類の議決権付株式、すなわち一個の議決権を行使するために必要となる株式数（単元株式数）が最も大きい（したがって同数の株式では議決権が最も少なくなる）議決権種類株式を上場することを認めている（複数議決権方式と呼ばれている）。この場合、単元株式数が小さい（同数の株式では議決権が多くなる）議決権種類株式を同時に上場することは認められていない。

## 2 C社による議決権種類株式の上場

C社は、複数議決権方式を採用し、議決権が少ない方の議決権種類株式（普通株式）を上場した。C社は、この普通株式のほか非上場のB種類株式を発行している<sup>(14)</sup>。剰余金の配当・剰余財産の分配に対する権利については両者に差はないが、普通株式の単元株式が一〇〇株、B種類株式が一〇株とされていたため、同数の株式で比較すると後者には前者の一〇倍の議決権を付与されることとなる。B種類株式は、C社の代表取締役である山海嘉之と、同氏が代表理事を務める一般財団法人がその全部を保有しており、山海氏は普通株式も保有している。この結果、山海氏と財団法人の保有分を合わせると、株式数では発行済株式総数の四三・四％、議決権数では総株主の議決権の八八・一％に相当する株式を保有することになる。

### 三 議決権種類株式の上場にかかる取引所規則の検討

議決権種類株式の上場に関して、東証は、有価証券上場規程のほか「上場審査等に関するガイドライン」および「新規上場ガイドブック」において上場審査の内容を解説し、上場審査実務の運用の明確化を図っている。以下では、これらに記載された内容をもとに、議決権種類株式の上場審査において重要となるいくつかの項目について検

討する。

## 1 議決権種類株式の上場が認められる範囲

東証の有価証券上場規程六〇一条一項一七号、それを受けた同施行規則六〇一条一四項五号は、上場されている株式より議決権の多い株式の発行にかかる決議または決定を行なうことを上場廃止事由としている。したがって、複数議決権方式を利用できるのは、議決権の少ない株式を新規に上場する場合に限られる。これは、既上場の会社が、上場している株式より議決権の多い株式を発行すると、上場されている株式の株主の権利を害するおそれがあるとの考えにもとづくものである。新規上場時であれば、そのような株主の権利に配慮する必要がないと考えられている<sup>(15)</sup>。新規上場の場合、投資家は、議決権の多い株式が特定の株主によって保有されていることを前提として、そのことを反映した価格で議決権の少ない株式を取得することになるから、株主の権利が不当に害される可能性は小さいといえる<sup>(16)</sup>。

NYSEも、既上場の株式より多い議決権を有する株式の発行は、既上場の株式を保有する株主の議決権を縮減させ、制限するものであるとして、原則としてこれを禁止している<sup>(17)</sup>。他方で、前述のようにDCSを採用する会社が、議決権の少ない株式を新規に上場する例は多数みられる。また、既上場の株式より多い議決権を有する株式の発行についても、会社の資金難を乗り切るための資金調達にそれが必要である場合などには、例外的に認められている<sup>(18)</sup>。東証は、既上場の株式より多い議決権を有する株式の発行が上場廃止事由となるのは、それが株主および投資者の利益を侵害するおそれ大きいと東証が認めた場合に限られるとしており、上場後に議決権の多い株式を発行することが認められる場合もあると考えているようである。もともと、どのような事情があれば、投資者の利益

を侵害するおそれが大きくないといえるのかは、明らかではない。

## 2 議決権種類株式を利用する必要性

DCSを採用する会社では支配権の移転が起こりにくくなるため、経営者の保身目的で利用されるのではないが、経営者に対する株主からのプレッシャーが弱まり株主の利益が軽視されるのではないかといった疑念がもたれていくことは前述のとおりである。<sup>(19)</sup> 東証も、議決権種類株式は、より少ない出資割合で会社の支配権を維持する手段として利用することが可能であり、コーポレート・ガバナンスにゆがみをもたらす可能性が高いものであることから、必ずしも望ましいものとはいえないとしている。<sup>(20)</sup> そこで東証は、議決権種類株式の上場審査において議決権種類株式を利用することが必要であると認められなければならないとしている。必要性は大きく二つの観点から審査される。

### (1) 議決権種類株式の利用目的

まず、議決権の多い株式を用いて特定の者が経営に関与し続ける状況を確保することが、株主共同の利益の観点から必要であるといえなければならない。<sup>(21)</sup> 具体的には、ビジネスプラン遂行上、必要不可欠な属人的能力を有する特定の者が経営に関与し続けることが、株主共同の利益につながるかが審査される。<sup>(22)</sup> 特定の者の属人的能力がビジネスプランの遂行に必要かどうかは、その者が事業展開、研究開発、人材採用等にどのように関与しているか、必要性の根拠をその者の過去の実績等をふまえて具体的に説明可能か、といった点から審査される。このことから上場申請者は、議決権種類株式を利用する目的を、特定の者に一定の議決権を保持させる必要性と関連させつつ、説

明しなければならぬ。

C社の例をみると、議決権種類株式を利用する目的として、山海氏が経営に安定して関与し続けることによる企業価値の向上をあげている。<sup>(23)</sup> C社は、人間の身体機能を改善・補助・拡張するロボット・スーツを医療・介護福祉・災害復旧等において活用することを事業目的としており、事業の核となるロボット・スーツは筑波大学教授でもある山海氏によって研究・開発されてきたものである。このように山海氏がC社の今後の事業に不可欠であり、同氏が議決権の多い株式を保有して安定的に経営に関与し続けることが企業価値の向上につながり、株主の利益に資することは比較的説明しやすかったと考えられる。<sup>(24)</sup>

他方で、C社は議決権種類株式の利用目的として、技術の平和利用の確保もあげている。C社のロボット・スーツ技術を兵器開発に用いるなど軍事目的で転用することを防止する趣旨である。山海氏とともにC社のB種類株式を保有する財団法人は、C社の先進技術の平和利用が妨げられる形で経営が行われると判断される場合には、B種類株式について反対の議決権行使をする旨のガイドラインを定めており、財団法人によるB種類株式の保有目的はC社の技術の平和利用の確保にあることがうかがわれる。

前述のように東証は、議決権種類株式を利用する必要性は、ビジネスプラン遂行上、必要不可欠な属人的能力を有する特定の者が経営に関与し続けることが、株主共同の利益につながるかという観点から審査されるとする一方で、これ以外の観点からみた必要性を一律否定するものではない<sup>(25)</sup>として<sup>(26)</sup>いる。技術の平和利用といった株主の利益と直結しない、場合によっては株主の利益と対立するとも考えられる目的をもって、議決権種類株式を利用する必要性があると認められるかは明らかではない。かりに、このような目的によっては必要性が認められないと判断されるとすると、C社において、山海氏が経営を退いたのち、技術の平和利用の確保のみを目的として財団法人



にB種類株式を保有させつつ、普通株式を上場することは認められなくなる可能性がある。

もつとも、議決権種類株式の利用が株主の利益に資するか否かは究極的には株主が判断すべきものであると考えられる。後述のようにC社は、継続的に議決権種類株式を利用する必要性について株主に意思確認を行ない、株主によって必要性がなくなつたと判断された場合には議決権種類株式を利用したスキームを解消する仕組みを採用している。<sup>(28)</sup> そうであれば、取引所の上場審査においては、議決権種類株式を利用する主要な目的が経営者の保身以外にあることを確認すれば足りるようにも思われる。<sup>(29)</sup>

## (2) 普通株式のみによって目的を達成することが困難であること

(1) で検討した観点からの審査において、特定の者が安定的に支配権を保持して経営に関与し続けることが必要であると認められたとしても、それだけでは議決権種類株式を利用する必要性があるというには不十分であるというのが東証のスタンスである。普通株式のみを発行している場合でも、特定の者がその過半数を保有し続けることにより、支配権を保持しつつ市場から資金調達を行なうことは可能だからである。

もつとも、普通株式のみを発行している場合、会社が、上場後に株式の発行による大規模な資金調達を実施すると、特定の者が支配権を維持するためには新たに発行される株式の相当部分を引き受けなければならず、それには多額の資金が必要となる。資金が不足して株式を引き受けることができなければ、特定の者に支配権を保持させることによって達成しようとした目的が達成できなくなるおそれがある。これに対し、議決権種類株式を利用すれば、大規模な株式発行による議決権比率の低下の度合いを小さくすることができ、特定の者がより少ない資金で支配権を維持することが可能となる。

東証は、このような観点からも議決権種類株式の利用が必要であるといえることを求めている。具体的には、事業計画の遂行の過程で資金調達が必要であると見込まれ、その資金調達によって議決権の希薄化が見込まれることを確認するとしている。その審査においては、議決権種類株式を利用しない状態で必要な資金調達を行なうと、特定の者の議決権比率が五〇%を下回ることになるかどうかが目安となると説明されている。<sup>(30)</sup>このように、東証は、議決権種類株式の利用を認めることに慎重であり、議決権種類株式が望ましくない形で利用されることに強い懸念を有していることがうかがわれる。

### 3 議決権種類株式を利用したスキームの相当性

議決権種類株式を利用する必要性があることに加えて、東証は、議決権種類株式を利用したスキームが、その利用目的に照らして相当なものであり、特定の株主を不当に利するものでないことを上場審査において確認するとしている。そして、相当性の審査において確認すべき事項として、具体的には次の三つの事項をあげている。<sup>(31)</sup>

#### (1) 議決権種類株式利用の必要性が消滅した場合のスキーム解消の見込み

まず、議決権種類株式を利用する必要性が消滅した場合に、特定の者に議決権の多い株式を保有させるスキームを解消できる見込みがあることが確認される。議決権種類株式導入の目的が終了した場合、目的を逸脱した場合、目的を達成することができないことが確定した場合等にスキームを解消する方策はサンセット条項と呼ばれている。<sup>(32)</sup>サンセット条項としては、まず特定の者が取締役を退任した場合等にスキームを解消する方策がある。<sup>(33)</sup>具体的には、議決権の多い種類株式に取得条項（会社法一〇八条一項六号）を付し、取得事由（同条二項六号イ、一〇七条二項

三号イ)として「特定の者が取締役を退任したこと」と定めておき、取得対価として議決権の多い種類株式一株につき議決権の少ない株式一株と定めておくことが考えられる(会社法一〇八条二項六号ロ)。DCSを利用してゐるグーグル社やフェイスブック社も、複数議決権株式を保有する創業者が死亡した場合、その者(およびその者の資産管理会社等)が保有している複数議決権は、すべて普通株式に転換される旨を定款に定めており、スキームを解消する措置の参考になりうる。

東証は、サンセット条項の具体例として、スキーム継続の意思を株主に問う株主意確認手続きを実施し、継続の必要なしと判断された場合にはスキームを解消する仕組みを設けることも想定している。<sup>(35)</sup> C社も、山海氏の取締役退任時、および退任後五年毎に株主意確認手続きを実施し、議決権総数の三分の一以上を有する株主の意思が確認でき(株主総会決議における定足数要件に相当する)、意思を確認できた株主が有する議決権の三分の二以上に相当する株主がB種類株式を普通株式に転換することに賛成した場合には、すべてのB種類株式が普通株式に転換される旨のサンセット条項を設けている。この株主意確認手続きにおける議決権は、普通株式・B種類株式とも単元の株式数が一〇〇株であるとみなして計算されるため、いずれの株式の株主も保有株式数が同じであれば同数の議決権を有するものとして計算される。<sup>(36)</sup> このような議決権の計算方法をとることにより、株主意確認手続きの実効性を高めることができる。<sup>(37)</sup>

東証の想定する株主意確認手続きは、スキーム導入時において議決権の多い株式を保有していた者が経営を退いた後も、スキームを継続する余地があることを前提とするものようである。<sup>(38)</sup> C社も、山海氏が保有するB種類株式を財団法人に移し、山海氏が取締役を退任した後も財団法人がB種類株式を保有し続け、スキームを継続することを前提として前述の株主意確認手続きを設けている。<sup>(39)</sup> このことから東証は、株主意確認手続きが実施され

ている限り、スキーム継続の必要性にかかる判断は株主に委ねられるというスタンスをとっているものと推察される。<sup>(40)</sup> そうであるとすれば、株主意思確認手続きが実施される時間的間隔やスキーム継続に必要な賛成の意思の数等が相当なものとなっているか否かも、そのことを前提に審査されるものと考えられる。

## (2) 極めて小さい出資割合での会社支配の防止

議決権種類株式を利用して特定の者に保有株式数に比例しない議決権を保持させるスキームは、株主が有する経済的権利の割合と会社支配権の割合に乖離を生じさせる。この乖離の度合いが大きくなると、支配株主が、会社との間で会社に不利な条件で取引を行なう等の方法によって、会社（ひいては支配権を有しない株主）の利益を犠牲にして私的な利益を得ることが容易になり、支配株主とそれ以外の株主との間の利益相反が生じやすくなる。<sup>(41)</sup> これを防止するため、経済的権利と支配権の乖離に一定の歯止めを設けることが考えられる。

東証は、議決権種類株式を利用したスキームの相当性の審査において、極めて小さい出資割合で会社を支配する状況が生じた場合にスキームが解消される旨が定款等に適切に定められていることを確認するとしている。具体的には、一定の割合の数の株式を取得した者が現れた場合に議決権種類株式を利用したスキームが解消される仕組みを設けることが考えられるとしている。<sup>(42)</sup> このような仕組みはブレイクスルー条項と呼ばれている。<sup>(43)</sup> また、サンセット条項の導入も考えられるとしている。<sup>(44)</sup> この場合のサンセット条項としては、議決権の多い株式を保有している株主の保有株式数（議決権の多い株式と議決権の少ない株式の保有数の合計）が、一定の割合を下回ったときに、議決権の多い株式が少ない株式に転換される旨定めることが考えられる。

ブレイクスルー条項にせよ、サンセット条項にせよ、それが発動される基準（支配株主以外の取得すべき株式の

数、あるいは支配株主が保有すべき最低限の株式の数）をどのように定めるかが重要な課題となる。東証は、条項が発動される基準については、一定の数値基準を設けることはせず、議決権種類株式のスキームや議決権の多い株式等の利用の必要性、支配株主の状況なども踏まえて検討する必要があるとしている。<sup>(45)</sup> さらに、ブレイクスルー条項の発動基準としては、会社法一一五条の趣旨などに鑑みると、発行済株式総数の七五％という目安もありうるが、<sup>(46)</sup> それより小さい割合を設定することが適切と判断する場合もあるとしている。<sup>(47)</sup> C社もブレイクスルー条項を設けており、C社の株式を対象とする公開買付けの結果、公開買付者の保有する株式の数が発行済株式総数の七五％以上となった場合には、公開買付報告書提出日から九〇日の間に、B種類株式はすべて普通株式に転換されることとなる。<sup>(48)</sup>

### (3) 議決権の多い株式の譲渡・承継時の転換条項

議決権種類株式を利用したスキームを利用する会社の議決権が少ない株式に投資する者は、議決権の多い株式が、その会社の事業遂行上不可欠の属人的能力を有する経営者等によって保有されることを前提として投資をしている。そうすると、議決権の多い株式が、そのような経営者等から別の者の手に渡った場合にも、なお議決権が多い株式として存続し、スキームが継続されることは、議決権の少ない株式に投資する者の期待に反する可能性が高い。<sup>(49)</sup>

そこで東証は、相当性の審査において、議決権の多い株式について、原則として、その譲渡等が行われるときに議決権の少ない株式に転換される旨が定款等に適切に定められていることを確認している。共同創業者がともに議決権の多い種類株式を保有しているスキームにおける共同創業者間の譲渡等、譲渡後に議決権の多い株式のまま存続させることがスキームの目的に反しない場合には、譲渡等による転換の例外を認める余地も残されている。<sup>(50)</sup>

他方、譲渡以外の方法による株式の移転についても転換条項が発動されるべきであり、東証は、とくに相続による承継について転換条項の例外が認められるのは極めて限定的であるとの考えを示している。<sup>(51)</sup> グーグル社やフェイスブック社の定款においても、議決権複数株式の譲渡等（相続を含む）がされた場合には、当該議決権複数株式は普通株式に転換される旨が定められている。<sup>(52)</sup>

C社も、B種類株式に譲渡制限条項（会社一〇八条一項四号）および取得条項を付し、その譲渡承認請求（会社一三六条、一三七条）がされた場合には、その譲渡承認の対象とされているB種類株式について取得条項が発動し、B種類株式一株につき普通株式一株が交付されることとしている。また、B種類株主が死亡した日から九〇日が経過した場合には、そのB種類株主が保有していたB種類株式の全部について、取得条項が発動し、B種類株式一株につき普通株式一株が交付されることとしている。<sup>(53)</sup>

C社のケースのように、法人が議決権の多い株式を保有している場合、その法人の支配権が移転することにより、譲渡等がされることなく議決権の多い株式の実質的な保有者が変更される事態が起こりうる。東証は、このようなケースに慎重に対応することを求めている。<sup>(54)</sup> グーグル社の定款をみると、自然人たる複数議決権株主が支配権を有している法人は複数議決権株式を保有できるものとされているが、自然人たる複数議決権株主がその法人に対する支配権を失った時点で、その法人が保有する複数議決権株式は普通株式に転換されることとなっている。<sup>(55)</sup> すくなくとも、特定の自然人が経営を退いた時には議決権種類株式を利用したスキームが解消されることとなっているケースで法人に議決権の多い株式を保有することを認めるのであれば、グーグル社の転換条項と同趣旨の条項を設けるべきであろう。

#### 4 議決権種類株式にかかる情報開示

議決権種類株式を利用したスキームにおいて、議決権の少ない株式に投資する者にとって、スキームの内容、とくにこれまで検討してきたスキーム利用の目的・必要性やスキームの相当性といった事項は、投資判断をする上で重要な判断材料となる。<sup>(56)</sup> 東証は、議決権の多い株式等の利用の目的、必要性、ブレイクスルー条項・サンセット条項を含む各株式の内容が適切に開示されることを求めている。<sup>(57)</sup> 具体的な開示の方法として、「新規上場申請のための有価証券報告書（Iの部）」の【事業等のリスク】、【株式等の状況】や、有価証券届出書の【新規発行株式】等に記載することが考えられるとしている。<sup>(58)</sup> 株式の種類ごとに異なる数の単元株式数を定めているときは、有価証券届出書にその旨およびその理由を記載しなければならないとされており、スキームの利用目的もこの理由として記載するものと解されている。<sup>(60)</sup>

C社の例をみると、有価証券届出書の証券情報の【新規発行株式】、企業情報の【事業等のリスク】【コーポレート・ガバナンスの状況】において、議決権種類株式を用いたスキームの利用目的・必要性、株主意思確認手続き、ブレイクスルー条項といったスキームの内容について、スキームがC社の業績に与える影響とともに詳細に、かつ分かりやすく記載されている。さらに有価証券報告書においても、これらと同じ情報が記載されている。<sup>(61)</sup>

#### 5 種類株主間の利害が対立する場面における株主の保護

議決権種類株式を発行する場合、各種類の株主の権利内容に影響を及ぼす会社の行為等をめぐって種類株主間に利害対立が生じる可能性がある。このことから会社法三二二条一項は、問題となる会社の行為等によって損害を被るおそれのある種類の株式の株主のみによって構成される種類株主総会の承認決議がない限り、そのような行為等

の効力は発生しないこととして、種類株主間の利害対立の調整手段としての種類株主総会について定めている。もともと、種類株主の権利内容に影響を及ぼしうる行為のうち、株式分割や組織再編については、定款の定めによつて種類株主総会を不要とすることができるとされている（会社法三三二条二項・三項）。

東証は、議決権種類株式を利用したスキームにおける議決権の少ない株式の株主が不当に害されることのないよう、種類株主間の利害が対立する場面における株主保護の方策をとることを求めている<sup>(62)</sup>。具体的な方策として、まず株式の併合・分割等において、すべての種類の株式について同種・同割合での株式分割等を行う旨をあらかじめ定款に規定することにより、各種類株主を平等に取扱うことが示されている<sup>(63)</sup>。このような定款の定めは種類株主間の権利調整の定めと呼ばれてきたものであり、あらかじめ定められた通りの取扱いをする限り、種類株主総会決議が要求されることはない<sup>(64)</sup>と解されてきた。

つぎに議決権種類株式発行会社が消滅会社となる組織再編については、種類株主総会決議を不要とする定款の定めをおかないか、定款の定めによつてこれを不要とするのであれば、議決権の多い株式に取得条項を付し、組織再編が株主総会で承認されたことを取得事由として議決権の多い株式一株につき議決権の少ない株式一株を交付する（議決権の多い株式を議決権の少ない株式に転換する）こと等を定款に規定することが求められている<sup>(65)</sup>。

C社では、種々の場面で普通株主による種類株主総会決議が要求されると、議決権種類株式を利用したスキームの意義が減退する可能性があるとの考慮から、会社法三三二条二項・三項にもつぎ普通株式による種類株主総会決議を不要とする定めを定款にしている。その一方で、普通株式・B種類株式について同一の割合で株式の併合・分割等を行なうことを定款に定め、また、C社が消滅会社となる合併等については、その議案がすべての当事会社の株主総会（または取締役会）で承認された場合に、B種類株式の全部を普通株式に転換する旨の取得条項



が定められている。<sup>(66)</sup>

## 6 支配株主と会社との間の利益相反が生じる場面での株主の保護

前述のとおり、議決権種類株式を利用して特定の者に保有株式数に比例しない議決権を保持させるスキームによって、株主が有する経済的権利の割合と会社支配権の割合の乖離の度合いが大きくなると、支配株主が、会社との間で会社に不利な条件で取引を行なうなど、支配株主と会社との間の利益相反が生じやすくなる。東証は、議決権種類株式発行会社がその支配株主等との間で取引を行なう際に少数株主保護の方策をとることを求めている。具体的には、支配株主と会社との間の取引については、独立の立場の取締役、独立委員会等が関与して取引の妥当性を確保する仕組みを採用することが考えられる。<sup>(67)</sup>

C社は、山海氏、山海氏が代表理事を務める財団法人、その財団法人の評議員・理事・監事とC社との間の取引については、社外取締役および社外監査役で構成される委員会の事前承認を得ることとしている。さらに山海氏が筑波大学教授でもあることから、C社と筑波大学との間の取引については、筑波大学関係者を除いた取締役（かつその半数以上は独立取締役）によって意思決定を行なうこととしている。このようにC社は東証が要求している範囲より広い範囲の取引について、利益相反を監視する仕組みを採用している。<sup>(68)</sup>

東証は、支配株主と会社との取引について利益相反を防止する措置の内容を、コーポレート・ガバナンスに関する報告書において開示することを求めている。有価証券届出書においても、利益相反防止措置の具体的内容を記載することが求められており、C社も上記の措置の内容を開示している。<sup>(69)</sup>

## 四 おわりに

これまでみてきたように、東証は、上場審査に関するガイドラインおよび新規上場ガイドブックにおいて、議決権種類株式の上場要件を詳しく定めている。NYSEやNASDAQと比較すると細かい点にまで立ち入った規制を課しているように見えるが、アメリカでは取引所規則等においては明示されていないものの、近年のDCSを利用して上場した会社の例をみると、いずれも議決権の多い株式の内容としてサンセット条項や譲渡時の轉換条項等、東証が求めているものと同趣旨の仕組みが定められており、実務慣行としてDCSのモデルが形成されるように見受けられる。このような実務慣行が確立されていない日本においては、取引所が主導して望ましい議決権種類株式の上場のあり方を形成していくことにも一定の合理性が認められよう。

東証は、議決権種類株式を利用したスキームは、コーポレート・ガバナンスに歪みをもたらす可能性が高いとの認識を前提として、同スキームにおける議決権の少ない株式の上場に対して非常に慎重な姿勢をとっている。主として機関投資家からはDCS等の議決権種類株式を利用したスキームに対して強い懸念が表明されている現状では、そのように慎重な姿勢をとらざるを得ないことも確かである。他方で、議決権種類株式を利用したスキームの採用の条件が厳しすぎると、創業者等の特定の者に安定的に経営に参与することを可能とし、経営の自律性を確保するというスキームの効用が減殺されかねず、創業者等もスキームの利用をためらうおそれがある<sup>(70)</sup>。そうなれば、その会社には市場から資金を調達する途が開かれず、事業の展開が遅れるといった事態になりかねない。また、創業者が上場によって会社の持分をキャッシュに変える機会を保障することは、起業のインセンティブを高めることになり得る。投資家から見ても、企業家が株式の上場をためらうことは投資対象の選択肢が増えないことを意味し、必ずし

も望ましいとはいえない。

このように難しいかじ取りが求められる中で東証は、入念な検討を行ないつつ議決権種類株式上場に向けた制度の整備を続けてきており、ついにC社がその制度を利用して議決権種類株式の上場を果たした。C社の議決権種類株式を利用したスキームの内容は、東証の意向を十分に汲んだものとなっており、開示資料においても詳細かつ分かりやすい説明がされていることから、現時点では議決権種類株式上場制度は幸先の良いスタートを切ったと評価できようである。もともと、C社のスキームの今後の運用、とりわけ山海氏が経営を退いた後の株主意確認手続きが期待通りに機能するかについては、注意深く見守る必要があるように思われる。C社に続いて議決権種類株式を上場する会社が現れることを期待しつつ、観察を続けたい。

- (1) 二〇一三年九月二六日付日本経済新聞朝刊三画。
- (2) アリババ・グループがSEC（アメリカ証券取引委員会）に提出したフォームF-1によると、同社が採用する予定のスキームは議決権の異なる複数種類の株式を利用するものではないようであるが、実質的にはこれと同様の効果をもつものと解される。
- (3) Institutional Shareholder Services, *The Tragedy of the Dual Class Commons* (2012). Available at: <http://online.wsj.com/public/resources/documents/facebook0214.pdf>.
- (4) [http://www.cit.org/dualclass\\_stock](http://www.cit.org/dualclass_stock)
- (5) E.g., Mike Burkart & Samuel Lee, *The One Share - One Vote Debate: A Theoretical Perspective*, EGCI, Finance Working Paper No. 176/2007 (2007); OECD Steering Group on Corporate Governance, *Lack of Proportionality Between Ownership and Control: Overview and Issues for Discussion* (2007). 森田果「種類株式」江頭憲治郎編『株式会社法大系』(有斐閣、二〇一三) 一三五頁以下を参照。
- (6) E.g., Renée Adams & Daniel Ferreira, *One Share, One Vote: The Empirical Evidence*, EGCI, Finance Working Paper

- No. 177/2007 (2007). 森田・前掲注(5)一四四・一四五頁も参照。
- (7) OECD, *supra* note 5, at 35.
- (8) 二〇一四年八月二十九日付香港証券取引所ニュース・リリース (<http://www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/hkexnews/2014/140829news.htm>) 参照。
- (9) これ以前にも議決権のない優先株式が上場された例や、当時の国際石油開発株式会社が経済産業大臣に拒否権付種類株式(いわゆる黄金株)を保有させつつ、普通株式を上場した例はあった。詳細については、澤口実「戸嶋浩二」議決権種類株式の上場」ジュリ一四七〇号(二〇一四)三五・三六頁参照。
- (10) 「上場制度整備懇談会中間報告」(<http://www.se.or.jp/listing/sebi/b7gi60000052c9-art/houkoku.pdf>)。戸嶋浩二「種類株式の上場制度に関する検討状況——中間報告の方向性と今後の課題」商事一八〇〇号(二〇〇七)一一頁も参照。
- (11) 会社法のもとでは複数の議決権を有する株式の発行は認められないと解されている(江頭憲治郎「株式会社法」(第五版)〔有斐閣、二〇一四〕一四六頁)。しかし、剰余金配当や残余財産分配については同じ権利をもち、譲渡制限や取得請求権等の有無のみが異なる二種類の株式を発行することとし、それぞれの単元株式数を一〇株と一〇〇株と定めることにより、同じ株式数で前者は後者の一〇倍の議決権を有することになる。このような仕組みを利用すれば、複数議決権株式を利用する場合と同様に、株主の有する経済的権利(会社が生み出すキャッシュ・フローに対する権利)と支配権とが比例しない状態を創り出すことができる。単元株について定める会社法一八八条の文言からはこのような仕組みも適法と解されている(相澤哲「葉玉匠美」郡谷大輔編著『論点解説新・会社法』(商事法務、二〇〇六)一一六頁、加藤貴仁「株主間の議決権配分」(商事法務、二〇〇七)三二頁)。
- (12) 「議決権種類株式の上場制度に関する報告書」(<http://www.se.or.jp/listing/sebi/b7gi60000052ht-art/shunni.pdf>)。
- (13) 宇都宮純子「議決権種類株式の上場に関する制度要綱について」商事一八三四号(二〇〇八)一五頁参照。
- (14) C社が採用した複数議決権方式のスキームについては、二〇一四年二月一九日に提出した有価証券届出書五三頁以下に記載されている。戸嶋浩二「複数議決権方式による種類株上場の実務と展望」商事二〇三三三号(二〇一四)八一頁も参照。
- (15) 前掲注(12)「議決権種類株式の上場制度に関する報告書」一一・一二頁参照。

- (16) このようにいうためには議決権種類株式を利用したスキームの構造等について十分な情報が投資家に提供されていることが必要となる(三4参照)。
- (17) NYSE, Listed Company Manual Para. 313.00 (A).
- (18) See NYSE, PARA. 313.00 Interpretation No. 96-03; No. 96-05.
- (19) 前掲注(3)とそれに対応する本文参照。
- (20) 新規上場ガイドブック八三頁。
- (21) 上場審査等に関するガイドラインII 6(4) a。
- (22) 新規上場ガイドブック八五頁。なお、この部分は、C社の上場後に公表された二〇一四年版において新たに追加された。
- (23) 有価証券届出書五三頁。
- (24) アメリカでは、NYSE・NASDAQともに明示的にはDCSを利用する必要性の説明を求めているが、DCSを採用している会社は、一般的に、特定の者に議決権の多い株式を保有させる必要性を説明している。たとえばグーグル社が二〇〇四年のIPOの際に提出した有価証券届出書には、DCSを利用して創業者である現経営者に支配権を維持させることにより、一時的な株価の変動による株主からの圧力に煩わされることなく、長期的な観点から革新的な経営を続けることができると記載されている。
- (25) 新規上場ガイドブック八五頁。
- (26) アメリカでは、ニューヨーク・タイムズやワシントン・ポスト等のメディア企業もDCSを用いて議決権の少ない株式を上場している。これらの会社がDCSを利用する目的としてあげているのは、メディアとしての独立性を維持することであり、これは必ずしも株主の利益と調和するとは限らないとも考えられる。たとえば、ニューヨーク・タイムズのコラムは、新聞産業に退潮の傾向が見られ、金融工学を身に着けた者たちがニュースの質を犠牲にして利益を上げるプランをもってドアをノックしに来ている今日、DCSによってもたらされる保護の重要性はますます際立ってきていると述べている (Joe Nocera, How Punch Protected the Times, The N. Y. Times, Oct. 1, 2012)。
- (27) C社は、医療・介護福祉・災害復旧以外の事業領域に進出する際、技術が兵器等に利用される可能性を検証する平和

倫理委員会を設置しており、同委員会の検証結果が、短期的には同社の業績向上に必ずしも資さないことがあることを認めている(有価証券届出書五一頁)。

(28) もっとも、C社における株主意思確認手続きは山海氏が取締役を退任して初めて実施される設計になっている(山海氏が取締役にどどまっている間は意思確認手続きを通じたスキームの解消は起らない)ことに留意する必要がある。

(29) 上場審査等に関するガイドラインでは、議決権種類株式を利用する必要性とは別の項目として、議決権の多い株式等を利用する主要な目的が、取締役等の地位を保全することではないと認められることを要求している(Ⅱ6(4)b)。

他方、新規上場ガイドブックにおける必要性の項目の説明では、「家族経営などによる経営の安定が株主共同の利益の観点から必要である」という理由のみでは必要性があるとはいえないとしている。必要性の項目と取締役の地位保全目的でないことという項目は、いずれも議決権種類株式の利用目的に関するものであり、密接に関連する。

(30) 新規上場ガイドブック八六頁。

(31) 上場審査等に関するガイドラインⅡ6(4)a。

(32) 前掲注(12)「議決権種類株式の上場制度に関する報告書」一五頁参照。

(33) 新規上場ガイドブック八六頁。

(34) グーグル社定款四条二項(f)(iv)、フェイスブック社定款四条三・八(b)、四・一一参照。

(35) 新規上場ガイドブック八六頁。

(36) 有価証券届出書五七頁。戸嶋・前掲注(14)八七・八八頁。

(37) 前掲注(12)「議決権種類株式の上場制度に関する報告書」一五頁においても、株主意思確認手続きにおいては一株一議決権として各株主の議決権数を計算することが示唆されている。

(38) 新規上場ガイドブック八六頁は、特定の法人が議決権の多い株式等を保有する場合、必要性が失われた後も法人が無条件に議決権の多い株式等を保有し続けるスキームではないかどうかを確認するとしている。

(39) 有価証券届出書五七頁。

(40) もっとも、C社の場合、山海氏の退任後も「技術の平和利用の確保」というスキームの利用目的は存続することに留意する必要がある。

(41) 前掲注(12)「議決権種類株式の上場制度に関する報告書」一八頁参照。

(42) 新規上場ガイドブック八七頁。

(43) 前掲注(12)「議決権種類株式の上場制度に関する報告書」一四頁参照。

ブレークスルー条項はEU公開買付け指令二一条を参考にしたものである(同報告書一四頁注一九参照)。しかし、EUでは、指令に定められたブレークスルー条項を完全な形で国内法化した加盟国はエストニアのみなのである(The Takeover Bids Directive Assessment Report 195 (2012))。多くの加盟国でこの条項が国内法化されなかった原因は必ずしも明らかではないが、EU指令におけるブレークスルー条項は、新たに議決権種類株式等のスキームを導入する会社だけでなく、条項が国内法化される前からスキームを導入している会社にも適用される。そのため条項が発動されると、既存のスキームのもと少ない株式数で支配権を保持していた者の特別な権利が無効化されることから、その者は相当な補償を受けることができる(同指令二一条五項)。この「相当な補償」の額をどのように算定すべきかが困難な問題であることも、ブレークスルー条項の導入が見送られている理由の一つとなっているようである(10)。

東証が示しているブレークスルー条項は、上場申請時の株主の同意の上で設けられるべきものであるから、EU指令における同条項の導入とは、前提となる状況が異なることに留意する必要がある。

(44) 新規上場ガイドブック八七頁。

(45) 新規上場ガイドブック八七頁。

(46) 会社法一一五条は、議決権制限株式の発行数の上限を発行済株式総数の二分の一と定めている。これにより、議決権制限株式を上限いっぱいまで発行している状況では、完全な議決権のある株式の過半数、すなわち議決権制限株式を合わせた発行済株式総数の二五%超を保有することで会社支配権を保持することが可能となる。

なお、前掲注(12)「議決権種類株式の上場制度に関する報告書」一四頁注二九では、会社法一一五条およびEU公開買付け指令におけるブレークスルー条項を参考にして、条項の発動基準となる数値を七五%とすることが考えられるとされている。

(47) 新規上場ガイドブック九六頁(Q&A9)。

(48) 有価証券届出書五六頁、戸嶋・前掲注(14)八七頁。

なお、前述のとおりC社は、株式数ベースで発行済株式総数の三分の二以上の賛成によって議決権種類株式を利用したスキームが解消される株主意思確認手続きを設けている。株主意思確認手続きは、山海氏の取締役在任中は実施されず、同氏の退任後も五年毎にしか実施されないため、株主意思確認手続きとは別に本文のようなブレイクスルー条項を設ける意味があるものと解される。

(49) 新規上場ガイドブック八七頁。See also OECD, *supra* note 5, at 33-34.

(50) 新規上場ガイドブック九六頁 (Q & A 10)。

(51) 新規上場ガイドブック九六頁 (Q & A 11)。

(52) グーグル社定款四条二項 (f) (i) (四)、(ii) (四)、フェイスイスブック社定款四条三・八 (b)、四・一一参照。なお、いずれの定款においても創業者間の譲渡等、強制転換の例外が定められている。

(53) 有価証券届出書五五頁、戸嶋・前掲注 (14) 八六頁。なお、B種類株主間におけるB種類株式の譲渡、B種類株主が相続人・受遺者となる場合等は、取得条項は発動しないものとされている。

(54) 新規上場ガイドブック九六頁 (Q & A 10)。

(55) グーグル社定款四条二項 (f) (ii) (二) e 参照。

(56) 新規上場ガイドブック八八頁。OEC D報告書は、DCS等の仕組みを利用する会社に対しては、そのような仕組みの目的および効果について納得できる説明を提供する義務を負わせるべきであり、そのような仕組みの受益者たる特定の株主に対しては、株式保有の状況及び議決権の行使の方針等を明らかにすることを要求すべきであるとしている (OECD, *supra* note 5, at 39)。

(57) 上場審査等に関するガイドラインII 6 (4) c。

(58) 新規上場ガイドブック八八頁。

(59) 企業内容等の開示に関する内閣府令第二号様式、記載上の注意 (8) f 等。

(60) 戸嶋・前掲注 (14) 八四頁。

(61) C社第一〇期有価証券報告書【事業等のリスク】【株式の総数】【コーポレート・ガバナンスの状況】参照。なお、有価証券報告書には、株式の種類ごとに異なる数の単元株式数を定めている場合で、株式の保有またはその議決権行使につ



いて特に記載すべき事項があるときは、その内容を記載することとされている。

(62) 上場審査等に関するガイドラインⅡ6 (4) e。

(63) 新規上場ガイドブック九二頁。

(64) 江頭・前掲注(11) 一四一頁参照。

(65) 新規上場ガイドブック九二頁。なお、前掲注(12)「議決権種類株式の上場制度に関する報告書」一八頁では、このほかに定款の定めによる種類株主総会決議を排除しつつ組織再編等について事前に特別委員会等の利害関係のない第三者の意見を聴取するという方策もあげられていた。これに対しては、適切な利害調整がされているかを第三者が判断することとは困難であり、事前に定款に定めておく方法で対応するほかはないかとの指摘がされていたことから、新規上場ガイドブックでは株主保護の方策の具体例として例示されなかったものと推察される。

(66) 有価証券届出書三頁、戸嶋・前掲注(14) 八八頁参照。

(67) 新規上場ガイドブック九二頁。前掲注(12)「議決権種類株式の上場制度に関する報告書」一八・一九頁も参照。

(68) 有価証券届出書八〇頁、戸嶋・前掲注(14) 八九頁参照。

(69) 企業内容等の開示に関する内閣府令第二号様式、記載上の注意(57) h。

(70) See OECD, *supra* note 5, at 37.

本稿は、(財)全国銀行学術研究振興財団の助成を受けた研究の成果の一部である。