

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

有価証券上場規程の具体的検討（7）

—議決権種類株式の上場—

2019年12月27日（金）15:00～16:59

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者（五十音順）

飯田	秀総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学大学院法学研究科教授
片木	晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
小出	篤	学習院大学法学部教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
白井	正和	同志社大学法学部教授
洲崎	博史	京都大学大学院法学研究科教授
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
若林	泰伸	早稲田大学大学院法務研究科教授

有価証券上場規程の具体的検討（7）

—議決権種類株式の上場—

同志社大学法学部教授

白 井 正 和

目 次

- | | |
|-------------------------|-----------------------------|
| I. 本日の報告で扱う対象 | 2. 上場審査基準——形式審査 |
| II. 前提知識 | 3. 上場審査基準——実質基準 |
| 1. 種類株式の上場をめぐる取引所ルールの変遷 | IV. 上場管理 |
| 2. 東京証券取引所の基本的なスタンス | 1. 議決権種類株式を上場する会社に特有の上場管理項目 |
| III. 上場審査 | 2. 上場廃止事由 |
| 1. 上場制度の枠組み | 討論 |

○伊藤 それでは、定刻になりましたので、12月の日本取引所グループ金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

本日は、「有価証券上場規程の具体的検討（7）—議決権種類株式の上場—」というテーマで白井先生からご報告をいただきます。よろしくお願いいたします。

○白井 同志社大学の白井です。よろしくお願いいたします。

本日、私に割り当てられましたテーマは、「有価証券上場規程の具体的検討」のうち、「議決権種類株式の上場」制度です。

それでは、本日の報告を始めさせていただきます。

I. 本日の報告で扱う対象

本日の報告で扱う対象としましては、議決権種

類株式の上場に関する東証のルールに加え、上場審査等に関するガイドライン（以下「ガイドライン」という）を中心に検討を加えていきたいと思っています。

ここで、議決権種類株式とは、端的には議決権に関する種類株式をいい、会社法 115 条にいう議決権制限株式のほか、単元株制度を利用した複数議決権株式も含まれます。

本日の報告は、次の順序で進めてまいりたいと考えています。

まずⅡでは、議論の前提となる知識を確認する観点から、議決権種類株式の上場をめぐる取引所のルールの変遷について確認したうえで、議決権種類株式の上場に関する東証の基本的なスタンスを指摘したいと思います。

次のⅢでは、2014年の東証の規則改正を踏まえた、議決権種類株式の上場に関する現在の市場審査の内容について確認をしていきます。そのうえ

で、Ⅳでは上場管理について確認をしたいと考えておりますが、報告時間が足りない場合には、このⅣは省略をさせていただければと存じます。

Ⅱ. 前提知識

1. 議決権種類株式の上場をめぐる取引所ルールの変遷

(1) 2008年の規則改正前

日本では、法令上、複数議決権株式の発行が少なくとも正面からは認められてこなかったことを背景として、東証は、伝統的には、議決権の数に差のある種類株式を発行する会社の上場を想定していませんでした。そのため、後に紹介する2008年の規則改正前は、上場会社による種類株式の利用については、以下のような規定を有していたのみでした。

まず、既に株式を上場している会社が、利益配当に関する優先株や子会社連動配当株、これらをあわせて「優先株等」といいますが、優先株等を新たに上場する場合を対象とする規定がありました。これらの規定は、現在も有価証券上場規程（以下「上場規程」といい、同規程施行規則は以下「規程施行規則」という）の第3編に存在しています。

近年の事例としましては、ソニーによる子会社連動配当株の上場の事例（既に上場廃止）や、伊藤園による無議決権優先株の上場の事例（現在も上場している）などが挙げられます。

もう一つ、2008年の規則改正前の規定の内容としまして、既に株式を上場している会社が新たに非上場の種類株式を発行することに対して、制限を設ける規定がありました。例えば、上場会社が拒否権付種類株式（会社法108条1項8号）を発行することは、買収防衛策に関する上場制度整備の一環として、一定の条件を満たす場合には上場廃止事由に該当する旨の規定があります（上場規程601条1項17号、規程施行規則601条14項3号）。

なお、例外的に上場が認められている例として、

国際石油開発（現在の国際石油開発帝石）の株式が拒否権付種類株式を発行した状態で上場されていますが、これは特殊な政策目的に基づくもので、同社の拒否権付種類株式は経済産業大臣に対して発行されています。

また、上場株式を議決権制限株式に変更すること及び上場株式よりも議決権の多い株式を発行することは、一定の条件を満たす場合には上場廃止事由に該当するという規定も存在します（上場規程601条1項17号、規程施行規則601条14項4号・5号）。

(2) 2008年の規則改正とその経緯

こうした状況の中、東証は、平成14年（2002年）の商法改正により設計の自由度が高まった種類株式をどのように上場制度の中で受容するかという課題に取り組む観点から、議決権種類株式の上場に関する制度整備に着手します。改正の経緯につきましては、レジュメ2ページ以降を御覧いただければということでも省略させていただき、次に、レジュメ2ページの改正の概要の部分を説明させていただければと思います。

まず、2008年の改正では、上場することが許される議決権種類株式の範囲が定められました。東証に株券等が上場されていない発行者が株券等の新規上場を申請する場合の当該発行者を新規上場申請者といいます。新規上場申請者には、(a) 無議決権株式のみを上場すること、(b) 無議決権株式と議決権付株式を同時に上場すること、(c) 複数議決権方式を利用したうえで議決権の少ない株式のみを上場することの三つの選択肢が、2008年の改正で認められることになりました。

これに対しまして、既に東証に株式を上場している上場会社には、新たに無議決権株式を上場するという、これのみが選択肢として認められました。

このように、新規上場申請者の場合と既に株式を上場している会社の場合とで上場することが許される議決権種類株式の範囲が異なるのは、新規

上場時にはいまだ一般株主がおらず、投資者は議決権種類株式が発行されていることを前提に投資判断を行うことが可能であることが理由であると考えられます。

これに対しまして、既に株式が上場されている会社の場合には、既に発行されている上場株式を保有する一般株主の利益保護という視点が不可欠となりますので、そうした一般株主の利益を害さない形での発行しか認められないということになるわけです。

以上の話は、逆から見ますと、次のような議決権種類株式は上場が認められないということの意味します。

まず、新規上場申請者の場合であっても、複数議決権方式を利用する場合には、議決権の多い株式と少ない株式を同時に上場することは認められていません。その理由として、東証の方が書かれた文献を読みますと、次のようなことが理由として書かれています。具体的には、複数議決権方式は、①単元株制度を利用するため投資者にとって分かりにくいという懸念があるということ、②売買単位を100株1単元に集約する取組みとの整合性を考慮する必要があること、③銘柄間違いなどの混乱を避ける必要があることが理由として指摘されています（宇都宮純子「議決権種類株式の上場に関する制度要項について」（旬刊商事法務1834号（2008年）16頁ほか））。

次に、無議決権株式を単独上場している会社について、その後に議決権付株式を追加で上場することは認められません。その理由として、これも東証の方が書かれた文献の中で説明されている内容ですが、無議決権株式を購入した投資者は、無議決権株式にしか投資できないから投資する場合のほか、議決権のある株式を保有している大株主を信頼して投資することが考えられるわけですが、いずれの場合であっても、議決権付株式が後に上場することでその投資の際の前提が崩れるということが指摘されています。

2008年改正の概要の2点目としまして、上場審

査に当たり、議決権種類株式の利用が「株主の権利を尊重したもの」と言えるかについて実質審査をすることとしたうえで、「株主の権利を尊重したもの」と言えるためには、次の要件を満たす必要があると整理されました。レジュメ4ページは要件として(a)から(f)まで記載しておきましたが、各要件の具体的な内容につきましては、後ほど現在の規定とともに確認をしますので、ここでは省略をさせていただければと思います。

(3) 2014年の規則改正

改正の経緯につきましては、レジュメ5ページを見ていただければということで、ここでは一言触れるだけとし、主に改正の概要について説明をしていきたいと思います。

改正の経緯についてですが、2013年に入ってCYBERDYNEによるマザーズ市場への新規上場の申請を受けたことを契機として、上場審査の明確化の観点から規則改正を行ったというものです。それを受けての改正の概要ですが、2014年の規則改正によって、(a)新規上場申請者が無議決権株式の上場を申請し議決権付株式の同時上場の申請は行わない場合、又は議決権の少ない株式の上場を申請する場合と、(b)新規上場申請者が無議決権株式と議決権付株式の上場を同時に申請する場合、又は既に上場している会社が無議決権株式の上場を追加で申請する場合とで、実質審査の対象となる事項が区別されることになりました。

このうち(a)の場合、すなわち新規上場申請者が無議決権株式のみの上場を申請する、又は議決権の少ない株式の上場を申請する場合について、実質審査の対象となる事項が次のとおり明記されました。

どのように審査対象事項を整理したかといいますと、まず一つ目の事項として、議決権種類株式（無議決権株式を発行する場合の議決権付株式及び複数議決権方式を採用する場合の議決権の多い株式）を利用することの必要性和相当性の審査が明記されることになりました。そして、このうち

の必要性の審査につきましては、株主共同の利益から確認をすることとされ、必要性を審査する際の視点・観点も明記されています。次に、相当性の審査について、規則改正前の審査事項の一部であった 2008 年規則改正による審査事項の(a)と(d)の項目(レジュメ4頁)は、相当性の有無を審査する際の確認事項として整理されることになりました。

2014年改正の二つ目の事項としまして、議決権種類株式を利用する主たる目的が買収防衛策ではないこと等(ガイドラインⅡ6.(4)b~dの事項)が、実質審査の対象となる事項に加えられました。

以上の(a)の場合の審査に対しまして、(b)の場合の審査につきましては、現在のガイドラインではⅡ6.(5)という項目になりますが、2014年の規則改正前に用意されていた審査事項がそのまま引き継がれています。

以上が、改正の大まかな流れです。

2. 東京証券取引所の基本的なスタンス

議決権種類株式の上場に関する東証の基本的なスタンスは、次のようなものであると整理できるように思われます。

最初に指摘しておくべき点として、議決権種類株式の上場は、上場会社の支配権が制約されることにより、一般株主が有利な価格で保有株式を売却する機会を減少させ、潜在的な企業買収の可能性による経営者への規律付けの効果が低下するという問題や、出資によるリスクの負担の割合と議決権による支配の割合とが比例しないため、コーポレート・ガバナンスに歪みをもたらし、少数株主の利益が侵害される可能性が高まるとの問題が指摘されており、必ずしも望ましいものとは言えないと東証は考えているようです。

このように、東証は、原則として議決権種類株式の上場については慎重な姿勢を示していることがうかがえます。

もっとも、議決権種類株式の上場は、種類株式の自由な設計が認められ、これを利用した資金調

達のニーズが確実に存在し、魅力のある新たな投資対象物件の投資者への提供が可能になるとのメリットも存在します。東証はこのことを指摘したうえで、議決権種類株式の上場を一律に制限することは適当ではないということも同時に確認しています。

そこで、個別具体的な事例において、そのようなメリットがデメリットを上回り、かつ、株主の権利を尊重したスキームであることが確保されているのであれば、東証として、そのような議決権種類株式の上場を認める積極的な意義が存在するという立場を表明しています。

このように、議決権種類株式の上場に関する東証の基本的なスタンスとしては、議決権種類株式の上場については必ずしも望ましいものとは言えない、すなわち問題が少なくないとの基本姿勢を堅持しつつ、議決権種類株式を利用するメリットがデメリットを上回り、かつ、株主の利益を尊重したスキームであることが上場審査の場面における実質審査を通じて十分に確認することができた案件に関して、いわば例外的に上場を認めるという方向性が示されています。

こうした東証のスタンスは、例えばニューヨーク証券取引所(NYSE)のように、新規公開の場面であれば議決権種類株式の上場であっても原則として特別の審査を課さないといったスタンスを採用している取引所と比較すれば、議決権種類株式の上場について確かに慎重な姿勢を堅持するもの、言い換えますと消極的なスタンスをとるものと言うことができるのではないかと思います。

そのようなスタンスの是非については賛否のあるところだと思われませんが、ここで留意しておかなければならない点として、米国では、支配株主等に対する信託義務違反の訴訟や複数議決権方式に反対する機関投資家の委任状争奪戦に代表される様々な活動等を通じて、議決権種類株式について、たとえ取引所が特別の審査を課さなくても、株主の利益を少なくとも一定程度は尊重したスキームを採用する実務慣行が形成されると考える余

地がある点を指摘する必要があります。

これに対しまして、日本では、米国と同様の実務慣行が取引所の関与なしに形成されるとは、当然には考えられないことからしますと、議決権種類株式の上場について慎重な姿勢を堅持する東証のスタンスは、少なくとも少数株主の利益保護という観点からは合理的なものと評価する余地はあるのだろうと思われまます。

ただし、この問題はなかなか難しい問題でして、議決権種類株式の上場制度のあり方につきましては、前述の少数株主の利益保護という観点のみを考慮すればよいわけではなく、取引所間の国際的な競争、すなわち有望な株式の上場の誘致をめぐる競争という観点も無視することはできません。そうした観点も加味して考えるということになりますと、どのようなスタンスが望ましいのかという問題は、容易には結論の出ない難しい問題であると言わざるを得ないように思われます。単純に一つの評価軸でのみ制度を評価することができない難しさというのが、そこにはあるのではないかと考えているところです。

Ⅲ. 上場審査

それでは、具体的な上場審査の中身について見ていきたいと思います。

1. 上場制度の枠組み

東証の上場制度は、大きくは次の二つに分類されます。第1に、株券等に関する上場制度（上場規程第2編）があり、第2に、上場会社の発行する優先株等に関する上場制度（上場規程第3編）があります。

ここで「優先株等」というのは、現在では、非参加型優先株又は子会社連動配当株をいうと整理されています。

そして、優先株等に関する上場制度を利用するためには、当該優先株等の発行者が既に議決権付株式を東証に上場させている会社であることが必要です。言い換えますと、非参加型優先株のみを

東証に上場することはできないということになります。

それでは、本日の報告の対象である議決権種類株式の位置付けはどのようになるのだろうかということですが、2008年の規則改正により、議決権種類株式についても、原則として株券等の枠組みの中で規定を設けることにしています。したがって、議決権種類株式の上場に対応する規定を、株券等に関する上場制度である上場規程第2編の中に用意するという形になっています。

ただし、優先配当を交付する議決権種類株式のうち非参加型優先株については、その経済的性質が社債に近いものとして別途取り扱うこととし、株券等に関する上場制度（上場規程第2編）ではなく、従来の優先株等による上場制度（上場規程第3編）により上場を認める形をとっています。

以下では、2008年及び2014年の規則改正を通じて導入・整備された株券等に関する上場制度（上場規程第2編）における議決権種類株式の取扱いを具体的に確認し、その内容を検討していきたいと思います。

2. 上場審査基準——形式審査

上場申請を行うに当たって求められる審査には、形式要件の審査と実質要件の審査がありますが、そのうちの形式要件の審査につきましては、上場規程205条に定める形式審査の項目によります。

レジュメ8～9ページでは、形式審査の項目のうち、議決権種類株式の上場審査の場面に特有のものを抜粋しました（上場規程205条9号の2）。これらの審査項目について、上場申請に係る銘柄ごとに審査基準を満たす必要があります。

具体的には、新規上場を申請する株券等は、次の(a)～(c)のいずれかに該当する必要があります。

(a) 議決権付株式を1種類のみ発行している会社における当該議決権付株式

議決権付株式とは、取締役の選解任その他の重要な事項について株主総会における議決権が制限

されていない種類の株式をいい（上場規程 2 条 27 号の 2）、普通株式のみを発行している会社が当該普通株式を上場申請する場合の当該普通株式というのがまさにその典型になります。

なお、議決権付株式の上場を申請する会社が議決権付株式としては 1 種類のみを発行しているとしても、別途、無議決権株式を発行していて、この無議決権株式は上場申請をしないという可能性は存在するところです。この場合、上場規程 205 条 9 号の 2 の文言からしますと、非上場の無議決権株式の発行を維持したままの状態、唯一の議決権付株式である株式を上場することは許容されると言えそうです。すなわち、上場規程 205 条 9 号の 2 (a) は、議決権付株式を 1 種類のみ発行している会社がその議決権付株式を上場することを認める旨の規定ですので、別途、無議決権株式を発行したままの状態、唯一の議決権付株式を上場させることは許容されると言えそうです。もっとも、実務家の書いた文献を見ますと、この場合、実務上は、主幹事証券会社の指導等によって、無議決権株式を全て普通株式に転換したうえで上場することが一般的であるとされています（宮下央・松尾和廣「上場制度と種類株式」（旬刊商事法務 2123 号（2017 年）26 頁））。

(b) 議決権の少ない株式

次に、(b) として、議決権の少ない株式が挙げられます。ここで留意する必要がある点として、上場規程は、議決権の少ない株式についての定義規定として、「複数の種類の議決権付株式を発行している会社において、取締役の選解任その他の重要な事項について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係る剰余金の配当請求権その他の経済的利益を受ける権利の価額等が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」というものを採用しています。

要するに、議決権一個当たりの剰余金配当請求権等の価値、すなわち経済的利益を受ける権利の

価値の大きさによって、議決権の多い、少ないを判断する基準のようです。単元株制度を利用した複数議決権株式を主に念頭に置いて用意された定義規定であるように思われます。

もっとも、このような定義規定を採用する場合には、例えば普通株式のほかに議決権のある（配当に関する）参加型優先株を発行しているような会社では、当該優先株は参加型ですので、この定義規定からは、議決権の少ない株式に該当することになりそうです。そうすると、議決権の多い株式である普通株式を新規に上場させることはできないという結論が導かれそうです。

このように、以上の定義規定は、当初の思惑を超えて、議決権の多い株式・少ない株式に該当する場合というのを、やや広く捉え過ぎてしまう懸念のある定義規定であると言えないこともないわけです。そしてこのことは、新規上場の場面のみならず、上場廃止事由との関係でも問題となりうるように思われます。

すなわち、先述のように、上場株式よりも議決権の多い株式を発行することは、「株主の権利の不当な制限」として、一定の条件を満たす場合には上場廃止事由に該当するからです（上場規程 601 条 1 号 17 号、規程施行規則 601 条 14 項 5 号）。

例えば、トヨタ自動車の AA 種類株式について言いますと、上場株式であるトヨタ自動車の議決権付株式——トヨタ自動車の普通株式と呼んでもいいかもしれませんが——と比べて議決権が多いのか、少ないのかを以上の定義規定から判断することは、優先配当の額が徐々に増加するスキームであることとを踏まえますと、必ずしも容易ではない可能性があります。そして、仮に AA 種類株式の議決権が多いと判断されますと、上場株式であるトヨタ自動車の議決権付株式（普通株式）は上場廃止事由に該当するおそれがないとは言えないことになりそうです。もちろん、上場廃止事由に該当するのは、株主及び投資者の利益を侵害するおそれが大きいと東証が認める場合に限られて

はいるわけですが、不確実性が残るといふ点は否めないのではないかと思います。

なお、議決権の少ない株式を上場させる場合には、「当該株券以外に新規上場申請を行う銘柄がないこと」が要件とされていまして、議決権の多い株式との同時上場申請は認められません。さらには、同時上場申請が認められないのみならず、東証の新規上場ガイドブックによりますと、既に上場会社となっている会社が議決権の少ない株式を追加で上場申請することも認められないとされています。このあたりは、上場規程 205 条 9 号の 2 の規定をどのように読むのかに関して若干の疑問の余地があるところではありますけれども、少なくとも東証の立場としては以上の点が示されています。

(c) 無議決権株式

最後に、(c)として、無議決権株式が挙げられます。無議決権株式とは、取締役の選解任その他の重要な事項について株主総会における議決権が制限されている株式をいいます。無議決権株式については、議決権付株式との同時上場申請も認められており、また、既に議決権付株式を上場している会社が無議決権株式を追加で上場させることも可能です。

ただし、無議決権株式を利用する場合の制限としては、これは東証の規則ではなく会社法の規定が根拠になりますけれども、会社法 115 条がありますので、無議決権株式は、発行済株式総数の 2 分の 1 を超えることはできません。

以上、ここまでは形式審査について見てきましたが、次に、実質審査について見ていきたいと思ひます。

3. 上場審査基準——実質基準

議決権種類株式の上場に関する実質審査についても、形式審査と同じく、原則として従来の内国株券等と同様の審査項目について審査が行われ、具体的には上場規程 207 条 1 項各号に定める事項

について審査が行われます。

そのうえで、議決権種類株式の上場につきましては、先ほど言及しました様々なガバナンス上の問題があることを踏まえ、上場規程 207 条 1 項 5 号「その他公益又は投資者保護の観点から当取引所が必要と認める事項」につきまして、ガイドラインに基づく踏み込んだ審査が行われます。

その内容が、レジュメの 12~14 ページにかけて抜粋しておきましたガイドライン II 6. の項目になります。その各項目について説明していきたいと思ひます。

上場申請に係る株券等が議決権の少ない株式又は無議決権株式の単独上場である場合には、ガイドライン II 6. (4) に定める各基準に適合する必要があります。以下、それぞれの項目を確認して参ります。

これらの項目は、前述の上場規程 207 条 1 号 5 号の「その他公益又は投資者保護の観点から当取引所が必要と認める事項」の審査という位置付けになります。具体的には a から h までありますが、a から順に見ていきます。

〔上場審査等に係るガイドライン II 6. (4) a : 必要性〕

ガイドライン II 6. (4) a では、議決権種類株式の利用が株主共同の利益の観点から必要であると認められるかどうかに加え、設計された議決権種類株式の具体的なスキームが同株式の利用の必要性に照らして相当なものであると認められるかどうかについて審査を行うものとしています。要するに、必要性と相当性についての審査が行われるということです。

このうち、必要性につきましては、議決権種類株式の利用に伴う特定の経営者による安定的な経営への関与が株主共同の利益の向上に資するか否かを確認することとされています。

具体的には、①ビジネスプランの遂行上、必要不可欠な属人的能力を有する特定の者が経営者として経営に関与し続けることが株主共同の利益に

つながるのかといった観点や、②特定の株主に議決権を集めることが普通株式では困難であるのかといった観点から、審査が行われます。

そして、必要性に関する①の点を審査するに当たりますと、レジュメ 14～15 ページに記載の点を確認することとされています。各項目につきましては読み上げを省略させていただきますが、4点ほど示されています。

このように、必要性に関する①の審査をクリアするためには、典型的には、議決権の多い株式を保有する経営者の属人的な能力によって、当該上場会社の事業の成長や発展が実現されてきた実績が存在し、かつ、将来のさらなる成長や企業価値の向上のためには、当該経営者の能力やビジネスプラン等が不可欠であると評価されることが求められます。少なくとも、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った抽象的な理由のみでは、必要性に関する①の審査をクリアすることはできないようです。

実際に議決権種類株式の上場が認められた CYBERDYNE の例を見ますと、そこでは、議決権種類株式を利用する目的として、企業価値の向上を実現するためには、経営者である山海氏が安定して経営に関与し続けることが必要であるということがかなり詳細かつ具体的に示されています。レジュメ 15 ページの注 56 で同社の有価証券届出書の記述を一部抜粋しておきましたが、CYBERDYNE 社で行っている事業、そしてその技術の中核部分に山海氏が必要不可欠であるということが丁寧に記述されています。

次に、必要性に関する②の点、つまり普通株式では困難であるという点の審査をするに当たりますと、特定の株主に議決権を集めることが普通株式では達成困難な理由を確認するようです。

具体的には、ビジネスプラン遂行の過程で資金調達が必要であり、将来的に議決権の希薄化が認められるかどうかを確認することとしています。

なお、多額の資金調達が必要であって、将来的な株式の希薄化が見込まれる場合であっても、例

えば、増資の都度、議決権の多い株式の株主が株式を引き受けることが可能であるような場合や、投資計画の主な内容が将来的な M&A である場合など実施の蓋然性が不透明な場合については、必要性に関する②の審査をクリアすることはできないとされています。

以上見てきましたように、この①、②の点に基づく必要性の審査、すなわち議決権種類株式の利用が株主共同の利益の観点から必要であると認められるかどうかの審査は、かなり踏み込んだ事実関係の説明を必要とする厳格な基準に基づくものであると評価することができそうです。申請者の個別具体的な事情に関する詳細な説明が求められ、例えば、単に経営の安定の必要性があるといったことや、将来的な資金調達の可能性があるといったことを挙げるだけでは、①、②の点に基づく必要性は認められないと解されているようです。

そして、こうした必要性の審査における厳格な基準の採用は、議決権種類株式の上場については必ずしも望ましいものとは言えないとする東証の基本的なスタンスを反映したものであると考えられるところです。

[上場審査等に係るガイドラインⅡ 6. (4) a : 相当性]

次に、ガイドラインⅡ 6. (4) a では、設計された議決権種類株式の具体的なスキームが同株式の利用の必要性に照らして相当なものであると認められるかどうか、すなわち相当性についても審査を行うものとしていまして、具体的には、次の (a)～(c) の事項を中心にスキームの相当性を確認することとしています。

(a) 必要性が消滅した場合に無議決権株式又は議決権の少ない株式にスキームを解消できる見込みのあること

議決権の多い株式等の利用の必要性が消滅した場合——具体的には、特定の個人が経営に関与し続けることがスキームの導入の必要性であるとき

れているような事例では、その個人が取締役を退任し経営に関与しなくなった場合ということになります。このような場合に、無議決権株式又は議決権の少ない株式のスキームが無条件に継続することを防止するための方策を導入していることが求められます。

方策の例としては、ガイドブックによりますと、スキームを解消させる、又はスキームの継続の意思を株主に問うといったものが挙げられています。

CYBERDYNE の事例では、山海氏が退任した場合であっても、同氏が保有していた議決権の多い株式は、同氏と同様に議決権の多い株式の株主である財団法人に譲渡され、スキームは存続することが想定されていますが、そのことが株主の意思と合致しない可能性を踏まえ、山海氏が退任した場合には、5年ごとに株主の意思確認手続を実施する旨がCYBERDYNEの定款に規定されています。

このガイドラインII 6.(4) aの(a)の相当性の審査ですけれども、若干の疑問点がありまして、そこで検討事項として問題提起をさせていただければと考えているのですが、経営者の退任後も経営の意思確認手続を実施することでスキームを継続することを認めるという取扱いは、議決権種類株式の上場をめぐる東証の基本的なスタンス又は他の審査基準、とりわけ必要性に関する審査基準と整合的なのだろうかという疑問を紹介させていただければと思います。

議決権の多い株式を保有する経営者が退任した場合には、議決権種類株式を利用することの株主共同の利益という観点からの必要性は、通常は消失することになると考えられます。

CYBERDYNE の事例に関しましても、山海氏が退任した後は、届出書に書かれていた「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」という目的は当然に消失することになり、おそらくは技術の平和利用の確保という目的のみが残ることになると考えられそうです。そうであるにもかかわらず、定期的に株主の意思確認手続を実施することを条件にスキームの継続が認めら

れるとすることは、上場審査の場面一般における議決権種類株式の上場をめぐる東証の基本的なスタンスからは、やや異質な取扱いであるようにも思われるところです。私個人としては、厳しい方に寄せるべきなのか、それとも緩やかな方に寄せるべきなのかについて、立場はまだ明確に定まっていはいないのですけれども、少なくとも東証のスタンスの一貫性という観点からすると、ここは若干凹凸があるといえますか、異質な取扱いではないかと感じた次第です。

すなわち、上場審査の場面では、たとえその株式の購入を望む投資者が多数いることが見込まれるとしても、株主共同の利益という観点からの必要性が認められない以上は、東証は上場を認められないという慎重な姿勢、言い換えますと、投資者の自由な判断に委ねることはしないというある意味パターンリスティックな姿勢を示しているわけですが、そうであるとすれば、経営者が退任し、株主共同の利益という観点からの必要性が消失した場合には、株主の意思にかかわらず速やかにスキームの解消を求めることが、姿勢としては一貫しているように思われるからです。

もちろん、新規上場の申請の場面における投資者の判断、つまり株式の価格付けには、スキームの継続に関する意思確認の場面での株主の判断以上に信頼を置くことができないというのであれば、以上の対応の違いは理屈上説明可能であるとも言えそうなのですが、株主（投資者）の判断に対するそのような区別は、十分な説得力を有するとは言いがたいのではないかと思われるところです。

(b) 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無議決権株式又は議決権の少ない株式の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

いわゆるブレイクスルー条項やサンセット条項の導入を促すものであると言われていています。

ブレイクスルー条項とは、発行済株式総数のうち一定割合の株式を取得した者が現れた場合に、

議決権種類株式の構造を解消するスキームをいいます。

次に、サンセット条項とは、議決権種類株式の導入の目的が終了した場合、同目的を逸脱した場合若しくは同目的を達することができないことが確定した場合、又はこれらの事由が生じたときとみなすことができる場合に、スキームを解消させる方策をいいます。

東証のガイドブックなどにはこのようなサンセット条項についての説明がありますが、以上を内容とするサンセット条項は、現在では、むしろガイドラインⅡ 6. (4) a の(a)の方で見るべき内容であるとも考えられそうです。

CYBERDYNE の事例についてですが、同社の発行する株式について上場後に公開買付けが実施された結果、公開買付け者の保有する株式の数が発行済株式総数の75%以上を占めることとなった場合に、議決権の多い株式の全てを普通株式に転換する旨のブレイクスルー条項が定款に定められています。

(c) 新規上場申請に係る内国株券等が議決権の少ない株式である場合には、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

この要件は、議決権の少ない株式に投資する投資者は、非上場の議決権の多い株式が特定の経営者等により保有されていることを前提として、すなわち特定の経営者等の能力を信頼したうえで投資を行っていると考えられるため、当該経営者等が保有する議決権の多い株式が譲渡される場合には、スキームが解消されることが望ましいという考え方に基づくものです。譲渡された場合にまでスキームが継続されとすることは、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からではないかと思われます。

なお、(c)の要件に関しまして、相続の場合について言及したいと思っておりますけれども、相続の場合に転換条項の例外を認めることは基本的にはで

きないというのが、東証の立場として示されています。特定の経営者に対する投資者の信頼という観点からしますと、相続の場合に転換条項の例外を認めることの必要性は通常は認められないと考えられますので、こうした取扱いは妥当ではないかと思われるところです。

以上の転換条項に関しましては、法人が議決権の多い株式を保有する場合には、若干悩ましい問題が生じ得ます。この場合、当該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という事態が生じ得るからです。

この問題につきまして、東証は、一般にこのような事態に対して慎重に対応することを議決権種類株式の発行者に求めています。何か具体的な対策の例が示されているわけではないようです。学説上は、松尾健一先生のご見解ですけれども、自然人たる複数議決権株主（議決権の多い株式の株主）が支配権を有する法人は、当該自然人と同様に議決権の多い株式を保有することは認められてよいが、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議決権の多い株式は議決権の少ない株式に転換される旨の転換条項を設けるように求めるべきであるとする見解があります（松尾健一「議決権種類株式上場に関する取引所規則の検討」（阪大法学 64 巻 3・4 号（2014 年）955 頁））。私自身もこの見解に賛成でして、レジュメ 19 ページの脚注 79 でその理由を書いておりますが、問題の状況を正確に捉えた妥当な見解であるように思われます。

それでは、CYBERDYNE の事例ではどのようになっていたかということですが、(i)議決権の多い株式について同株式の株主以外の者が譲受人となる譲渡の承認請求がされた場合、又は(ii)議決権の多い株式の株主が死亡した日から 90 日が経過した場合には、譲渡承認請求が行われた株式及び死亡した株主が保有していた株式の全部について、取得条項が発動し、議決権の少ない株式に転換さ

れる旨が定款に規定されています。

その一方で、法人の支配権が移った場合の規定等は、CYBERDYNE の事例ではどうやら設けられていないようです。

〔上場審査等に関するガイドラインⅡ 6. (4) a〕

最後に、以上 (a)～(c) の事項以外に、相当性を検討するうえで考慮することが考えられそうな事項について、やや蛇足の感はありますが、考えてみたいと思います。

ガイドラインⅡ 6. (4) a では、(a)～(c)まで項目が具体的に挙がっていますが、それ以外に「その他の事項」というものがありますので、この「その他の事項」として考えられそうな事項ということになります。

幾つか考えられそうなものはありますが、ここでは、議決権倍率について取り上げて見たいと思います。ガイドラインでは、議決権倍率については明示的な制限はないようです。なお、複数議決権方式を採用した議決権種類株式を上場している唯一の例である CYBERDYNE の事例では、10 倍の議決権でした。

したがって、上場株式については 100 株 1 単位であることに基づいて、100 株を超えて差を設けることができないという事実上の制約があるのみだと考えることができそうです。

もっとも、議決権倍率は (a)～(c) の事項では審査事項とはされていないわけですが、例えば 10 倍を大きく超えるような議決権倍率を採用しようとする案件がもし出てきた場合には、相当性との関係で審査の対象となり得るのではないかと予想されます。すなわち、「その他の事項」としてやはり審査の対象とする余地があるのではないかと考えます。

〔上場審査等に関するガイドラインⅡ 6. (4) b〕

ガイドラインⅡ 6. (4) b では、議決権の多い株式を利用する主要な目的が、新規上場申請者の取締役等の地位の保全又は買収防衛策ではないと認

められるかどうかを審査します。大前提として東証は、議決権種類株式の利用の目的が何であるのかというのは、株主共同の利益の観点から利用の必要性が認められる点が確保される以上は、原則として問わないという姿勢を示しており、著しく不合理な目的や公序良俗に反する目的でない限りは、上場審査において利用の目的自体を問題視することは想定していないとされています。

そのうえで、東証は、取締役の地位の保全や敵対的買収への防衛のみを目的とする場合にまで議決権種類株式の上場を認めることに合理性はないと整理し、議決権種類株式の濫用を牽制するという観点から、ガイドラインⅡ 6. (4) b に基づく審査を行うこととしています。

CYBERDYNE の事例では、議決権種類株式の利用について、株主共同の利益の観点で必要性が高いとするとともに、同時に先進技術の平和的な目的での利用の確保がその動機として挙げられていますが、東証は、先進技術の平和的な目的での利用という動機については、その可否を上場審査に際して考慮しているわけではないと明確に述べています。

〔上場審査等に関するガイドラインⅡ 6. (4) c〕

ガイドラインⅡ 6. (4) c では、議決権種類株式を利用する目的やその必要性、少数株主保護のための弊害防止措置を含むスキームの内容が有価証券届出書等において適切に開示されているかどうかを確認します。これらの情報は、議決権の少ない株式に投資をする者にとって重要な投資判断材料となるからです。

〔上場審査等に関するガイドラインⅡ 6. (4) d〕

ガイドラインⅡ 6. (4) d では、議決権の多い株式の株主が同株式の発行者の取締役等ではない場合の取扱いについて定めます。この場合には、議決権の多い株式の株主が経営者による経営への安定的な関与を実現する際の協力者であることが求められるとともに、同株主が少数株主の利益を侵

害するリスクを軽減するという観点から、次の(a)、(b)の要件を追加的に満たすことが必要となります。

まず、(a)では、議決権の多い株式の株主の議決権行使について、議決権種類株式を利用する必要性に沿った議決権行使がなされるかどうかという点を確認します。具体的には、議決権の多い株式の株主がどのような目的や方針で議決権行使を行うのか、また、当該目的や方針と議決権種類株式の利用の必要性との関係を確認します。

そのうえで、議決権の多い株式の株主の議決権行使の目的や方針について、投資者がその内容を理解できるように適切に開示されるかどうかという点も、審査の対象となっています。

次に、(b)では、新規上場申請者の企業グループが、議決権の多い株式の株主の企業グループとの間に、原則として事業内容の関連性、人的関係及び取引関係がないことを確認します。(b)の審査事項は、議決権の多い株式の株主が親会社等の法人である場合、すなわち子会社上場に該当する場合を想定した規定であると考えられます。

東証では、子会社上場の場合について、親会社等との間の不利な条件による取引や、親会社等の経営方針に基づく事業活動が制約されることにより、子会社の少数株主の権利や利益が不当に損なわれないよう、一般に、上場審査に際して親会社等からの独立性の確保を求めています。この点は、先月の本研究会で舩津先生がご報告された内容です。

そのうえで、議決権種類株式を利用した子会社上場の場面では、相対的に少ない出資により多くの議決権を有することになるため、少数株主の利益が侵害されるリスクが高まる面があることから、本審査項目に基づき、原則として、上場申請者の事業内容と親会社等の事業内容に関連性がないことに加え、人的関係も取引関係もないことを求めるなど、親会社等からの独立性についてはより慎重に検討するものとしています。

例えば、通常の子会社上場の審査でも、上場申

請者である子会社が親会社等の事業活動の一部機能を担うだけの存在ではないことを確認はしているわけですが、議決権種類株式を利用した子会社上場の場面では、原則として、事業内容に密接な関連性がないことまで求めているわけです。

このような独立性の審査について、実務家の見解として、(b)の審査事項が満たされるような状況は具体的に想定しづらいと指摘する見解もあります。この点に関しまして、議決権種類株式を利用した子会社上場に対する東証のスタンスとしては、通常の子会社上場と比較して問題が大きいことから、原則認められるものではないという厳しい姿勢が示されています。

〔上場審査等に関するガイドラインⅡ 6. (4) e〕

ガイドラインⅡ 6. (4) e では、種類株式主間の利害が対立する場面における株主保護の方策について確認をします。

具体的には、次のような観点を踏まえての対応が例として示されています。

まず、株式の併合・分割等の割合的な権利の変動が行われる場合においては、全ての種類の株式につき同種・同割合での併合・分割等を行う旨をあらかじめ定款に規定するという対応例が示されています。

次に、議決権種類株式の発行会社が消滅会社となる組織再編の場面では、議決権の多い株式の全てを議決権の少ない株式に転換することなどをあらかじめ定款に規定するという対応例が示されています。仮にこのような定款の規定が設けられることになると、議決権の多い株式と少ない株式とで買収の対価を異なるものとするのが果たして許されるのだろうかという問題が生じないことになり、買収対価は同一であることが求められることとなります。また、こうした対応例のほかにも、議決権種類株式の発行会社が消滅会社となる組織再編の場面では、そもそも種類株式主総会決議を不要であると定款に規定することはしないといった対応例も示されています。

〔上場審査等に関するガイドラインⅡ 6. (4) f〕

ガイドラインⅡ 6. (4) f では、支配株主との取引における利益相反の弊害の防止の観点から、支配株主との間で取引がある場合の少数株主の保護の方策を確認します。東証では、一般に、上場会社に支配株主が存在する場合には、支配株主と上場会社との間で取引等を行う場合における少数株主の保護の方策に関する指針をあらかじめ定め、その内容を継続的に開示するよう求めています。

そのうえで、議決権種類株式を利用した上場の場面では、相対的に少ない出資により多くの議決権を有することになるため、少数株主の利益が侵害されるリスクが高まる面があることから、本審査項目に基づき、少数株主の保護の方策を実施するための実効的な体制が整備されているのか、また、当該方策に係る指針の内容が適切に開示されているのかについて、上場審査において評価することとしているわけです。

すなわち、議決権種類株式を上場させる会社については、開示にとどまることなく、支配株主との取引において、その取引条件が経営陣の恣意的判断により決定されないための仕組みの整備を要求し、これを東証が審査することとしているわけです。

具体的には、支配株主との間で取引がある場合には、独立の立場の社外取締役等で構成された独立性の高い委員会などにより、支配株主との取引内容や取引条件の妥当性が検討される仕組みが整備されることや、取引の重要性等に応じて議決権の少ない株式の株主の意思確認手続を実施することなどが例として挙げられています。

CYBERDYNE の事例では、社外取締役及び社外監査役で構成される委員会の事前承認を要求するという仕組みが採られているようです。

〔上場審査等に関するガイドラインⅡ 6. (4) g〕

ガイドラインⅡ 6. (4) g では、議決権の少ない株式に優先配当が交付されることとなっている場

合には、当該優先配当を実際に行うために必要な利益を計上する見込みがあることを審査します。この審査項目は、議決権種類株式に該当しない非参加型優先株の上場の際に、同様に要求されています。

〔上場審査等に関するガイドラインⅡ 6. (4) h〕

最後に、ガイドラインⅡ 6. (4) h では、これまで見てきた a ～ g で述べられているような具体的な審査項目のほかに、議決権種類株式の発行目的や発行会社のコーポレート・ガバナンスの形態等を勘案し、少数株主の権利を尊重したものと言えるかといった観点から、議決権種類株式のスキームを総合的に検討することになります。いわゆるキャッチオール条項として設けられているものです。

レジュメ 25 ページ下に飛びます。新規上場申請者が無議決権株式と議決権付株式の上場を同時に申請する場合、又は上場会社が無議決権株式の上場を追加で申請する場合には、ガイドラインⅡ 6. (5) が定める各基準に適合する必要があります。

ただし、その内容ですけれども、具体的には、これまで見てきたガイドラインⅡ 6. (4) が定める基準のうち、a (b)、e ～ h の各審査項目と同内容の項目について審査をすることになります。各審査項目につきましては既に検討済みですので、ここでは省略したいと思います。

IV. 上場管理

最後に、上場管理について簡単に述べさせていただきます。

1. 議決権種類株式を上場する会社に特有の上場管理項目

議決権種類株式を上場する会社の上場管理については、基本的には内国株券等と同じ取扱いがされますが、次の点で若干の違いがあります。

まず、議決権種類株式を上場する会社に独自の

適時開示事項として、議決権種類株式のスキームを変更した場合の開示が要求されます。これは、議決権種類株式のスキームの変更によって上場廃止となる場合があることから、開示事項とされているわけです。

また、企業行動規範（上場規程第2編第4章第4節）について、無議決権株式を上場させている会社に対しては、議決権付株式の株主に交付する株主向け書類を無議決権株式の株主にも交付することが望まれるとされています。これは、上場無議決権株式の株主に対する情報提供のための制度と位置付けることができそうです。

2. 上場廃止事由

次に、上場廃止事由について確認します。議決権種類株式を上場する会社の上場廃止事由についても、原則として内国株券等と同様に、上場規程601条が適用されますが、次の点で若干の違いがあります。

第1に、議決権種類株式と無議決権株式を同時上場している場合、無議決権株式については、内国株券等の上場廃止事由に加えて、議決権付株式が上場廃止となる場合が上場廃止事由として追加されています。その理由として、無議決権株式を後から発行して、その資金によって議決権付株式を買い取り、同株式を上場廃止にするような、資金調達目的とは無関係な上場を認めることは望ましくないということが指摘されています。

第2に、議決権種類株式のスキームを変更したり、当初のスキームを遵守しなかったりすることによって、株主の利益を尊重するものと言えなくなったような場合には、「株主の権利の不当な制限」（上場規程601条1項17号、規程施行規則601条14号）に該当するものとして、上場されている議決権種類株式は上場廃止となる可能性があります。

以上で報告を終えたいと思います。大変雑駁な報告ではございますが、ご指導のほど、何とぞよろしくお願いたします。

~~~~~

### 【討 論】

○伊藤 ありがとうございます。

ご報告の内容についてまとめて議論をさせていただければと思います。ご質問、ご意見をいただけますでしょうか。

### 【普通株式に転換するタイミングの問題】

○飯田 二つ質問です。

1点目は、今日は報告されなかった話かもしれませんが、ベンチャー企業がベンチャーキャピタル等に優先株等の種類株式を発行している場合に、種類株式を普通株式に転換して上場すると思います。この場合、実務家の方がよくおっしゃる問題として、上場申請する段階で普通株式に転換する必要があるという指導を受けるのが一般であるということが言われています。

その指導の根拠が必ずしもよく分からないので、ご存じだったら教えていただきたいのですが、ガイドライン等でそういうことが求められているのでしょうか。あるいは、東証の審査基準や運用としては、上場申請時に普通株式に転換せずとも、上場の効力発生日の直前に普通株式に転換されていけば構わないにもかかわらず、主幹事証券会社が、ある意味では東証の一株一議決権を重視する立場を付度して、上場しやすくするために勝手にそういう指導をベンチャー企業等に対してしているようにも思われます。

転換のタイミングを上場申請時としなければいけないとなりますと、仮に上場申請したけれども上場が認められなかった場合には、普通株式に転換した種類株式を元の種類株式の状態に戻したいということになると思われるわけですが、普通株式に転換してしまっているから、それを戻すには一手間かかってしまうから、問題ではないかと私は考えています。上場規則に通底する、一株一議決権原則を墨守するようなスタンスには、

このような予期せぬ問題を生じさせる副作用があるといえるかもしれません。

この問題を解決するには、東証の方から、そこはきちんと上場効力発生日のタイミングで転換すればいいのですよというメッセージを出せばよく、そうすれば主幹事証券会社の付度のような指導も必要なくなると私は考えています。この点について、もし何かご意見があれば伺いたいというのが1点目です。

2点目は、支配株主の忠実義務の仕組みがなければ、複数議決権株式のある会社の上場は広く認めてはいけないとお考えでしょうか。例えば、東証一部では一株一議決権の形しか認めないけれども、マザーズでは複数議決権株式ももう少し緩やかに認めるとか、そういった差は認められないでしょうか。白井先生のお考えでは、支配株主の忠実義務の考え方など、支配株主の行動を規律する仕組みの状況が米国と日本では違うので、認められないというお考えでしょうか。

端的に言うと、取引所の経営裁量というか経営判断的な話として複数議決権方式の種類株式の上場を認めるということにつき、白井先生はどういう評価をされるのかというあたりについて、雑駁ですが、ご意見があれば教えてください。

つまり、支配株主の忠実義務などの仕組みがないと、複数議決権方式の種類株式の上場というのは余り広く認めるべきではないという法的な問題として考えるのか、それとも、単に取引所の裁量の問題として、複数議決権方式は投資家にとって魅力のあるマーケットとはならないから認めていないというだけであって、取引所の経営裁量の中で複数議決権方式を広く認めることは可能とお考えでしょうか、ということです。

○白井 飯田先生、ご質問ありがとうございます。

1点目のご質問は、具体的な審査実務に関するもので、私でお答えできる部分はほとんどないのかもしれませんが、上場申請の段階で普通株式に転換することがガイドライン等で求められている

わけではないと認識しております。上場審査基準及びその背後にある考え方との関係では、上場申請時に全て普通株式になっている必要はなく、実際に上場の効力が生じる日までの間にそのような対応が採られていれば、一般株主に不測の損害をもたらす恐れはないわけですから、飯田先生のおっしゃるように、上場申請時に既に転換されている必要があるとする現在の実務が新規上場申請者に過度の負担を生じさせているのであれば、そのような負担は取り除くことが望ましいのではないかと思います。もっとも、実際の上場審査実務に関する内容なので、私が予期すらしていない問題等もあるのかもしれませんが、この点につきまして、実際に上場審査を担当されている東証の方から、補足・ご説明等をお願いすることはできませんでしょうか。

○菊池（東証上場部統括課長） ※ 当該回の研究会に傍聴者として出席

東証上場部の菊池と申します。

飯田先生のご質問は、特殊な議決権付種類株式を発行している場合には、申請前の時点で既に転換や消却を終えていないといけないのかという点について、上場が承認されない可能性もあるのだから、承認されるまでの間は残しておいてもいいのではないかという趣旨と理解いたしました。

基本的には私どもも、上場申請の時点で株主間契約ですとか、そういった種類株式といったものは解消していただくというのが原則とは言っているのですが、上場が承認されることを停止条件としてそういった株式をなくすということであれば、それを確認したうえで認めるという運用をしています。

【市場区分に応じた審査基準の違い】

○伊藤 飯田先生のご質問の1点目はそれでしょうか。

2点目がまだ残っていたのですね。市場の区分に応じて何か違いを設けることは政策的にはどう



かというお話でしたよね。

○白井　まず、市場ごとに差を設けることは認められるのかという点ですが、合理的な理由があるのであれば、東証の上場政策としてあってもよいのかもしれないと思います。つまり、株式を上場する会社や投資者の属性等を考慮して、議決権種類株式を利用するニーズやメリットは東証一部よりもマザーズの方が高いと考えられるのであれば、マザーズでは複数議決権方式の種類株式の上場をもう少し緩やかに認め、その一方で、東証一部では今の厳しい基準を維持するという考え方は、あってもよいのだらうと考えます。そこでは、支配株主の忠実義務といった弊害防止措置の有無で区別するのではなく、ニーズやメリットの違いに基づいて区別するという発想が根底にあります。

次に、飯田先生が最初の方で質問されていた、支配株主の忠実義務といった仕組みがないので、日本では複数議決権株式を広く認めるべきではないという価値判断は成り立つのかという問題についてお答えします。支配株主の忠実義務のみが弊害防止措置というわけではないと思いますが、一般に、私はそのような価値判断、すなわち（上場審査基準以外の）弊害防止措置が備わっているかどうかで上場審査における厳格さの程度を変え得るという価値判断は成り立つと考えておまして、その意味では、飯田先生のお言葉でいうところの「法的な問題」として考えなければならない面はあると理解しております。こうした観点からは、少なくとも日本で今東証が採っている上場審査のスタンスについては、私は基本的には賛成という立場で、その理由として、米国のようなアクティビストの活動や支配株主の信託義務訴訟等を通じて一般株主の利益保護を図る実務が徐々に形成され、それが実務慣行となって定着するということが、日本の場合は想定することが必ずしも容易ではないと思うからです。ですから、東証が詳細なガイドラインを用意して議決権種類株式に関する健全な実務を促していくというやり方は、私自身は基本的に賛成です。

なお、弊害防止措置が備わっているかどうかで上場審査における厳格さの程度を変え得るという価値判断を支持する点と、合理的な理由があれば市場ごとに差を設けることを認め得るという点は、矛盾するのではないかと思われるかもしれませんが、私自身は、後者の点に関しては、先ほども申しましたように、（弊害防止措置の有無という点では違いはないのかもしれませんが）ニーズやメリットの違いに基づいて区別するという発想が根底にありますので、両立してもよいと考えています。

#### 【利用の必要性と利用目的の関係】

○小出　詳細なご報告をいただきまして、大変勉強になりました。ありがとうございます。

基本的なところで私の不勉強かと思うのですが、レジュメ 12～13 ページにガイドライン II 6. が掲げられていまして、それぞれの要件について詳細にご説明いただきましたが、ちょっと私が混乱してしまったところがあります。(4) a で必要性・相当性基準があると書かれており、他方で b では取締役の地位の保全ないしは買収防衛策ではないということが要件となっていて、双方を満たす必要があるということだったと思うのですが、私には、a を満たしつつ b も満たすというのがよく理解できなかったのです。すなわち、a の時点で特定の者が経営に関与するという状況を確保することが必要である、それが目的であるというふうにはっきりと言っているにもかかわらず、それが取締役の地位を保全するものでもなく、買収防衛策でもないという状態はあり得るのだろうかというのがよく分からなくなりました。

私の中では、a の要件を満たせば、まさに防衛策という観点で複数議決権株式を上場してもいいということにすればと思っていたのですが、本当はその関係はどうなるのか。言い方を変えると、a を満たしつつ b を満たさないということがあるのかどうかというのが、ちょっとよく分からなくなりました。

レジュメ 20～21 ページに CYBERDYNE の事例が書いてあります。CYBERDYNE の事例が悪いというのでは全くなくて、これについて私自身が評価するというわけでは全くないのですけれども、CYBERDYNE の事例のところでは白井先生が挙げておられる、先進技術の平和的な目的の利用の確保の動機というものについて、東証はその可否を審査しているわけではないというふうに書いてあるのですが、ここは本当に b の問題なのかというのがよく分からないわけです。b はあくまでも地位の保全ないしは買収防衛策でないかどうかということの認定だと思うのですけれども、その関係で、技術の平和的な利用という目的があることが地位の保全、買収防衛策ではないということ、その可否を審査をしないということが、ここに関連する話なのかということもちょっとよく分かりませんので、この二つについて教えていただければと思います。

○白井　まず 1 点目のご質問で、a を満たしつつ b を満たさないということがあるのかということですが、私も小出先生と同じ考えで、そのようなことはほとんど想定できないのではないかと考えております。基本的に a の必要性の審査というのはかなり厳しい審査内容になりますので、それを満たしたうえで、利用の主要な目的が買収防衛や取締役等の地位の保全に該当するケースは、基本的には考えにくいと思います。ですので、実例としては、a の必要性・相当性を満たせるのであれば、b を満たせないというケースはほとんどないのではないかと考えています。

ただし、a と b の二つの要件を並列的に挙げている理由を推察しますと、a の部分では、株主共同の利益という観点から利用が必要であることを立証してもらう。その一方で、複数議決権株式や無議決権株式を発行する動機や目的に関しては、株主共同の利益を図るといった目的以外の目的が併存している可能性がありますので、その後者の併存する目的について、東証は基本的には審査の対象としないけれども、買収防衛や取締役等の地位

の保全の目的が併存し、かつその目的が主要な目的である場合には、b の審査で排除するという仕組みを用意しているのではないかと考えます。

次に、小出先生の 2 点目のご質問についてですが、CYBERDYNE のケースで、レジュメ 20～21 ページについて、b の方で挙げるのが適切なのだろうかということですが、それは確かにおっしゃるとおりかもしれません。

ただし、私の理解では、a の必要性のところでは、株主共同の利益という観点からの必要性を申請者が積極的に示さないといけないというもので、それ以外に併存的に示されている利用の目的については、取締役等の地位の保全のものや買収防衛のものが挙げられている場合にのみ、上場審査を満たさない場合があるというのが b の方の審査になると整理しています。ですので、CYBERDYNE の事例のような技術の平和的な利用というのは、例外的に b の要件によってはじかれる買収防衛や取締役等の地位の保全の目的には該当しないという位置付けになるのではないかと考え、文言からはやや遠いのですが、レジュメでは b の方で挙げました。

○小出　ありがとうございます。

○川口　レジュメ 20 頁では、b の趣旨について、「取締役等の地位の保全や敵対的買収の防衛のみを目的とする場合にまで、議決権種類株式の上場を認めることに合理性がない」と整理されています。私も、「のみ」に意味があるように思いますね。

○白井　一応、ガイドラインの文言によれば、「主要な」目的が買収防衛等でないと認められることとされています。「のみ」というのは、レジュメ 20 ページ注 83 の東証の方の解説で出てくる表現なのですが、あくまでガイドラインの文言上は「主要な」目的かどうか基準になります。

○川口　確かに、ガイドラインでは、「主要な目的」と書かれていました。いずれにしても、b では「主要な」目的でなければ、外れるのですね。

○白井　その点はおっしゃる通りで、ほかの目的があり、買収防衛等が主要な目的でなければ、

bの審査はクリアすることになると思います。

○川口 もう一つは、先進技術の話です。これは、公益という視点からは審査されなかったということでしたか。

○白井 東証の方が書かれた文献によれば、公益という観点からその当否を審査したわけではないと明言されています。

○川口 しかし、上場規程 207 条 1 項 5 号では、「公益又は投資者保護の観点から当取引所が必要と認める事項」について審査するとされています。株主共同の利益というのは、確かに投資者保護の観点から説明がつくのかもかもしれません。CYBERDYNE の件では、「議決権種類株式の利用について、株主共同の利益の観点から必要性が高いとするとともに、先進技術の平和的な目的での利用の確保」がその動機とされています（レジメ 20 頁）。これは、まさに、公益の視点からの審査を意識して主張されているのではないのでしょうか。それなのに、なぜ、あえて、その当否を上場審査に際して考慮しないと切り切るのでしょうかね。

○白井 そうですね。大もとの上場規程の方では、「公益又は投資者保護」の観点から必要な事項を審査するという作りになっているのですが、それを受けて作られたガイドラインの方では、利用の必要性に関しては株主共同の利益という観点で審査をするという視点が示されているようです。

そのうえで、ガイドラインに基づく現在の審査実務では、公益目的の有無・当否を上場審査に際して考慮しているわけではないとされていますが、もちろん、そのことの妥当性については議論の余地があると思います。すなわち、株主共同の利益の観点からのみ審査し、それ以外に何か公益に資するような目的があろうがなかろうが、その目的が買収防衛のような特殊なものでない限りは、審査に当たって考慮しないと切り切ることが妥当かどうかというところは、議論の余地があるとは思いますが、今の審査基準としては、恐らく

は株主共同の利益という観点から判断して、それ以外の目的は例外的に拒絶事由として考慮されるという枠組みになっているのではないかと思います。

○川口 ありがとうございます。

#### 【株主意思の尊重と上場審査基準】

○前田 上場審査基準のうち、必要性の要件については、東証が相当に踏み込んだ実質的な審査を行うというお話でした。議決権種類株式の利用は、先ほどのように買収防衛策目的のものは除外されているにしても、会社の支配の所在にかかわるものですから、その必要性については、東証が直接に判断するのではなくて、株主の意思を尊重するというやり方もあり得ると思いますし、その方がむしろ会社法の平時の買収防衛策の適法性に関する議論とは整合するようにも思われるところでは。

白井先生のお話にもありましたように、東証は基本的に議決権種類株式の上場は認めないというスタンスだということなのですが、余りに厳格なようにも感じます。これについて、白井先生はどのようなご感触をお持ちでしょうか。

○白井 前田先生、貴重なご指摘を誠にありがとうございます。先生のおっしゃるとおり、会社の買収防衛の場面では、防衛策の必要性に関して、株主総会を通じた株主の判断があれば基本的にはその判断を尊重するというのが判例の枠組みだと言えるのですが（最決平成 19 年 8 月 7 日民集 61 卷 5 号 2215 頁）、議決権種類株式の上場に関しては、確かに東証の立場はかなりパターンリスティックなものであると言えそうでして、たとえ多くの投資者が受け入れるような内容のものであっても、株主共同の利益の観点から強い必要性が認められなければ、そもそも上場を認めないという立場を採っているわけです。

こうした違いをどのように説明するか。一つの考え方としては、IPO の場面で適切に投資者による価格付けができるのであれば、東証のような立

場を採る必要はないと言えるのかもしれませんが、そのあたりの株式の価格付けを通じた市場のメカニズムがどの程度有効に働くと評価できるかが、議論の分かれ目ではないかと思えます。仮に有効に働くとと言えるのであれば、不適切な、すなわち株主の利益を不当に害するようなスキームの議決権種類株式については、投資者はあまり買わないという行動に出るでしょうから価格が下がるわけです。その一方で、きちんと株主利益にも配慮がされており、かつ企業価値という点で採用することのメリットも大きい複数議決権株式なり無議決権株式の発行であれば、買い手も多くなりますから高い価格がつくことが予想されます。このように、株式の価格付けが有効に機能するのであれば、市場メカニズムを通じて株主利益に配慮したスキームが実務において標準になっていくでしょうから、東証のような厳格な立場を採る必要はないと言えると思うのですけれども、日本の IPO 市場において果たしてそのような評価が可能かどうか、議決権種類株式のスキームは複雑なものが多くて情報コストも高いことから、個人的には疑問を感じています。

○前田 ありがとうございます。私は、上場審査基準に株主の意思という要素も加わっているような気がしたのです。例えば、圧倒的多数の株主が、ある特定の株主の議決権を強化することに賛同しているときに、東証が、いや、そのような株主の議決権を強化することは株主共同の利益に反します、というようなことを言える仕組みが果たして適切なのか、というようにも感じたのです。

○白井 前田先生の今のご指摘の点に関連して、ということになりますが、株主の意思というものをどのように積極的に活用していくことが考えられるか。議決権種類株式を導入する場面では、一般株主は通常おりませんので、先ほどの IPO を通じた価格付けという仕組みにならざるを得ないわけですが、導入した議決権種類株式のスキームを継続するかどうかをめぐっては、株主の意

思を有効活用する余地はあるのではないかと考えています。実際、議決権種類株式を使って特定の経営者の能力を最大限活用しようとするとしても、経営者の能力というのは常に一定というわけではありませんので、年をとるにつれて能力や意欲が衰えていくということは当然考えられます。そのことを踏まえたうえで、複数議決権方式のメリットとデメリットを考えていくと、前述のようにメリットは時間とともに減少する一方で、潜在的なコスト・デメリットについては、時間とともに増加するという可能性があり、こうした点は、近年の米国の論文でも強く指摘されているところ（Lucian A. Bebchuk & Kobi Kastiel, *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, 103 VA.L.REV. 585 (2017)）。潜在的なコスト・デメリットが時間とともに増加する可能性があるというのは、具体的には、議決権種類株式を通じて経営を委ねられた経営者が高齢化して能力や意欲が衰えるとか、又は議決権種類株式の導入企業が IT 企業であれば、導入当初は経営者のみが持っていた技術的な優位性が時間とともに失われていくといったことが考えられるところです。

以上の分析を踏まえると、これは東証の上場審査基準で採用されているわけではないのですけれども、例えば特定の経営者が退任するまでの間ずっと議決権種類株式のスキームの維持を認めるというやり方は果たして適切なのだろうかという疑問が生じそうです。そこで、こうした疑問に対処する観点からは、前田先生がご指摘くださった株主の意思というものをスキームの中にうまく取り込んで、退任するまでずっと自動的にスキームの維持を認めるのではなく、例えば導入から 10 年又は 15 年経ったところで一度、議決権の少ない株主の意思を問い、同経営者の下でスキームを継続するかどうかを判断する機会を設けることが望ましいのではないかという提案が、米国では学説上されているところ（Lucian A. Bebchuk & Kobi Kastiel, *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, 103 VA.L.REV. 585

(2017))。そこでは、株主の意思を尊重しつつ、議決権種類株式というものをよりよく活用できないかということが議論されているものと認識しております。

#### 【議決権種類株式の期間制限の是非】

○洲崎 今、白井先生が言われたことに関連して、この種類株式が経営者の個人的能力を最大限発揮するための制度だとすると、例えば、その経営者が病気になって能力を発揮できないような状態になった場合にも居座ってしまうことはデメリットになります。経営者が適切な経営を行えないのに居座るのは、取締役等の地位の保全のためにこの株式が使われている状態と言えますから、先ほど白井先生が海外での提言として紹介されたように、bの要件を満たすかどうかの上場審査の際に、このデメリットを封じ込めるような仕組みが採用されているかどうかを判断基準とすることも考えられるのではないかとというのが私の質問です。

○白井 洲崎先生のおっしゃるとおり、私も、東証が上場審査基準の中で期間制限の有無を確認するという事は、十分に考えられると思いますし、そこまですることが東証のスタンスとして理論的には一貫するように思います。最初に本日のレジュメを用意したときに、そのあたりの議論も少しだけ書こうかとも思ったのですが、もともと日本では、複数議決権方式のスキームがCYBERDYNE以降一件も使われていないということもあり、かつ、世の中の一般的な評価としては、東証の上場審査基準はかなり厳しいと言われていて、より厳しくしていくという方向の議論が果たして受け入れやすいものかどうか若干の悩みで、レジュメからは最終的に落とすことにしました。

ただし、先ほども申しましたように、株主共同の利益の見地から経営者の能力を最大限活用して企業価値の向上に資するという観点から、例外的に複数議決権株式の上場を認めるという東証のスタンスからすると、洲崎先生がご指摘くださった

ような審査の枠組みが、本来は上場審査基準の中にあってもよいのではないかと私は考えます。

○志谷 その点ですけれども、白井先生のご報告の中で、そういった有力な経営者、能力の高い経営者がいらっしゃって、だからその人に議決権を集めるということで複数の種類株式を認めて、普通株式を上場させるというのはオーケーだということですが、しかし一方で、そういう人が病気になられたか、あるいは能力が落ちたということになったときに、サンセット条項ではなくて、定期的という形で株主の意見を聞くという方がやはりよろしいのでしょうか。

もう複数議決権方式はやめて一株一議決権の原則に戻ってしまうというようなサンセット条項ではなくて、複数議決権方式を制度としては残したまま、株主の意見を定期的に聞くという方がまだ穏便でいいというご見解かなと思ったのですが、そのときに、経営者とは関係のない人たちだけで意見を聞く会みたいなのを開くというのは、会社法上どのようなスキームにしたらいいのかということも、もしご意見があったらお聞きしたいというのがまず一点です。

○白井 志谷先生、大変貴重なご指摘をありがとうございます。

サンセット条項は確かにあるのですけれども、仮にサンセット条項しかない場合の問題として、目的が達せられない状態になったということの評価を誰がどのように下すのかという問題があるように思います。例えば、経営者が病気になり経営を担うことが困難な状態になっていても、当該経営者からすぐ回復してまた自分が経営を担うのだと言われてしまうと、「目的が達せられない状態」になったかどうかについて疑義や反論の余地が生じてしまうことになり、そこが、実際には、サンセット条項はあったとしても、経営者が実際に退任するまでは、なかなか同条項を発動することができない要因になっているのではないかと思います。そうした点を踏まえたと、一定の期間、例えば10年とか15年のタイムスパンで、スキーム

の継続について一度株主の意思を問うという仕組みは、サンセット条項が設けられている場合であっても、独自の意義を有し得るのではないかと考えます。

もともと、それでは、そのような意思確認手続を会社法上どのように位置付けるかというのは、これがまた難しい問題でして、会社法上は、複数議決権方式について単元株制度を利用して実現する場合には、ある決議事項についてだけ単元をやめますということは恐らくできません。ですので、会社法上の株主総会として決議するというのは難しくなるのではないかと思います。そうだとしますと、意思確認手続を実現するとすれば、勧告的決議の形をとり、その場合にだけ単元株制度をやめて、一株一議決権で議決権行使をして判断してもらうという場を設けないといけないように思われるのですけれども、勧告的決議であることを前提にするのであれば、次に、経営者がなぜその決議に拘束されるのかという問題が生じそうです。もちろん、勧告的決議による株主の意思に素直にしたがって、スキームを解消して全ての株式について議決権の大きさを同じにするということを自発的に経営者がやってくれば問題は起こらないのですけれども、仮にその場面で、経営者が、勧告的決議に過ぎないものになぜ従わないといけないのかという形で争い始めた場合には、いろいろと難しい問題が生じ得るように感じているところです。

#### 【議決権の少ない株式の定義】

○志谷 もう一点、全く別の話ですけれども、10ページの「議決権の少ない株式」の定義のところが、私はずっと頭に入らなかったのですけれども、たくさん配当がもらえることが、議決権が少ないという評価になるということなのですか。

○白井 私の理解がもし間違っていれば、東証の方に訂正いただければありがたいのですが、恐らく発想としては、議決権という会社の支配に関する権利の大きさと会社から受ける経済的利益の

大きさを比較して、議決権の多い、少ないを判断する枠組みなのではないかと思います。ですので、同じ議決権の大きさなのに、会社からもらえる経済的利益（配当等）が大きい株式であれば、議決権は少ない株式という評価になります。

○志谷 あ、小さいという評価になりますか。

○白井 議決権の大きさと経済的利益の大きさのバランスで見るということですので、議決権の大きさが同じであれば、経済的利益を多く受け取ることができる株式は議決権が少ない株式ということになりそうです。

○志谷 本来は同じものだと考えておいて、しかし配当が多いと、議決権が相対的に小さいというふうになる、こういう発想……。

○白井 そういう発想だと理解しています。ですので、その発想で議決権の多い、少ないを判断してしまうと難しい問題が生じ得ると感じているのが、参加型優先株です。

○志谷 そうですね。

○白井 参加型優先株では、仮に議決権の大きさが同じであっても、参加型であって配当が多くなることから、議決権の少ない株式という評価になってしまうのではないかと思います。

○北村 私も志谷先生と同じように、ここはよくわからなかったのですけれども、なぜ端的に単元株式数の多い方としなかったのかが疑問です。

このあたりは、CYBERDYNE の事例をもとに制度を整備したということですね。もし配当についてほとんど違いがなくて単元株式数だけ違うという場合は確かに単元株式数の多い方が議決権当たりの配当は高くなるのですけれども、それを狙っているのだったら、最初から単元株式数を基準にすべきではないでしょうか。ここで問題となる会社は公開会社ですから、半数を超えて議決権制限株式とすることができないので、議決権は全く制限されていないという状況で、単元株式数のみ違いを設けているという形にしているわけです。その場合に、単元株式数が多い方だけしか上場できないということですね。制度を設ける際に、なぜ単

元株式数に着目しなかったのかというのが第一の質問です。

第二は、9ページの(a)のところですが、ここでは、「議決権制限株式とは、取締役の選解任その他の重要な事項について株主総会における議決権が制限されていない……」と書かれていますので、議決権付株式を1種類のみ発行しているという状況であれば、そもそも株主総会における議決権は、事項に関係なく制限されていないのではないのでしょうか。

○白井 2点目のご質問の方は、すみません、私のレジュメの書き方が悪かっただけだと思うのですが、ここでは、議決権付株式の定義として、上場規程の一般的な定義規定を持ってきて説明してしまっています。あくまでレジュメ9ページの(a)の場面では、議決権付株式を1種類しか発行していない場面なので、北村先生のおっしゃるとおりです。

なぜ端的に単元株式数を変えるという定義を採用しなかったのかという1点目のご質問の方は、ちょっと私のお答えすることができる能力を超えるものであるようにも思うのですが、確かに私も、単元株式数が違うということだけを書けば定義として簡便ではないかと思っていました。

完全に推測に基づく話ですが、ひょっとしたら東証としては、100株1単元の採用を決めてしまっていましたので、100株1単元が基本である以上、単元株式数が違うというのを定義規定としては書きづらかったのかなと。もちろん、上場株式については100株1単元にしておいて、非上場の株式について100株よりも単元株が少ないようにすることは可能であり、そうであれば、定義規定として単元株式数を基準にするということはありません。そうはいい、100株1単元に整理統合していくという流れの中で、単元株式数が多い、少ないといったことを定義規定として正面からは書きにくかったのかなと推測するところなのですが、すみません、完全に推測なので、東証の方からご説明いただけるとあ

りがたいです。

○菊池 そのような方法も検討されたのですが、例えば、配当は普通株式の100分の1で議決権は普通株式と同様に100株で1単元という種類株式の場合、普通株式と種類株式とは、単元株式数は同じ100でも、普通株式の方が配当をたくさんもらえて種類株式の方の値段はすごく安くなるということになります。そのような場合でもカバーできるように、ちょっと分かりにくいかもしれませんが、今の表現になっています。

#### 【複数議決権方式の会社法上の位置付け】

○片木 上場規則のところから少し外れた問題というか、会社法の問題かもしれないのですが、種類株式制度を平成13、14年に拡充させたときに、複数議決権株式は設けなかったわけですね。その時点で既に、単元株制度を使えば実質同じことはできるという指摘は確かにあったと思うのですが、これでいきましょうという積極的な評価をしていたわけではないと思うのです。

そういう可能性はあるという話はあったわけですが、それが後になってCYBERDYNEが本当にこれをして、しかも上場までやり遂げたという話になるわけですが、先生としては、評価というか、今見たときに、やはりそういう単元株という枠内でのみこういうものを認めるということに積極的な意義を持たれるか、それとも端的に、こういう状況であれば、むしろ複数議決権株式というのを種類株式として考えた方がいいというふうにお考えか、もしご見解があればお聞かせください。

○白井 片木先生のおっしゃるように、種類株式制度を導入した時点では、種類株式として複数議決権株式というものが正面から認められたわけではなかったということは、私もそのとおりだと思います。ただし、恐らくはそのときに正面からは導入されなかった理由として、複数議決権株式がけしからんから入れるべきではないということまではコンセンサスはなかったのではないかと

と思います。そうというよりはむしろ、複数議決権株式を積極的に利用するニーズについて、あまり認識されていなかったというところが大きかったのではないかと理解しています。

この複数議決権株式が実務上大きく認識される契機となったのが、2004年に米国でグーグルが上場したときに、10倍の大きさの議決権のある株式を創業メンバーに発行したという事例で、その後の米国では、IT企業を中心として、複数議決権株式が実務上利用されるようになってきました。こうした海外の事例を参照し、複数議決権株式の実務上のニーズが徐々に認識されるようになってきた中で、2000年代の後半に入って、日本でも複数議決権株式というものをどう評価したらいいのかという問題意識が生じ始め、東証でも実際に上場を認めるという流れになったのだと思います。

その意味では、会社法では確かに正面から種類株式として複数議決権株式が採用されているわけではないのですけれども、かといって、複数議決権株式はけしからんから絶対やってはいけないというコンセンサスもなかったように理解しておりますので、実務上、複数議決権株式に意義が認められて合理的なニーズがあるのであれば、禁止する必要性はないのではないかと感じている次第です。

今後の在り方として、それでは、複数議決権株式を今のように単元株制度のまま維持していくのがよいのか、それとも新たな種類株式として、会社法108条に規定を設けるのがよいのかという方向性については、いろいろと議論のあるところなのかしれませんけれども、個人的な感想としては、仮に今後、複数議決権株式を採用する実務上のニーズが高まるのであれば、法的な確実性を高める観点から、会社法108条の種類株式の一つとして規定を設けてもいいのではないかと思います。

#### 【外国会社と複数議決権方式の採用】

○梅本 最初の飯田先生の質問の二つ目と関係するのですけれども、市場によっては、この複数

議決権株式について東証のスタンスを変えることはあり得るのかという点に関してです。今日、先生はあえて時間の関係上省かれたと思いますが、外国会社については上場規程206条が定めていますね。ここでは複数議決権株式に関する定めはないと思うのです。

先生が7ページの注で、少数株主の利益保護以外にも、市場間競争、国際的な競争という見地も無視することはできないと書いておられて、まさにそのとおりだと思うのですけれども、これは恐らく外国企業の日本の市場での上場ということ念頭に置いて、外国会社であれば、おっしゃるようにグーグル、あるいはアリババのような重複上場をする大型案件を日本に持ってくるという話もあり得ると思うのです。これについては、上場規程206条にはどうやら上場規程205条9号の2のような規定はないようですので、少なくとも外国企業については、日本ではこういった複数議決権株式の上場というのは許容されているという理解でよろしいのでしょうか。先生が省略されたところでお聞きするのも失礼なのではけれども。

上場規程206条の重複上場のある場合とない場合を1項、2項で書き分けていますけれども、重複上場をしている2項の場合などはかなり緩い要件で日本での上場を認めているようです。ですから、外国企業の日本での上場については、市場間競争の見地からは、少なくとも複数議決権株式について否定的なスタンスは適用されていないのかなと思ったのですけれども、そういう理解でいいのかなというところです。

○白井 上場規程206条2項の外国株券等の重複上場の場合について、上場規程205条9号の2に相当するものがないというところまでは私も認識していたのですが、今回の報告の対象外ということでしたので、それ以上は詳しく調べておりません。そのことが、重複上場の場合には特段の審査なくして複数議決権株式を上場してよいということになるのかが、自信がないところでして、申し訳ありませんが東証の方に教えていただければ



幸いです。

○菊池 外国会社の場合に関しましては、本国等の法制度を勘案するというような規定もありまして、日本式のやり方にぴったり合わないといけないということにはなっていないというのがまず大前提としてあります。重複上場の場合は、本国の市場においてきちんと上場審査がされている、投資者保護上問題がないかどうかというのは判断されているという前提のもとで、単独上場の場合よりも上場しやすいような制度は設けております。

ただ、本国で上場していれば複数議決権株式は何でも認めてよいかというと、やはり個別に中身を見て判断をしていく必要はありますので、一律にいいとか悪いとか、白黒をはっきりつけるような規定にはなっておりません。

○白井 ご説明ありがとうございます。勉強になりました。

#### 【議決権の少ない株式の定義に関する東証の説明】

○洲崎 先ほどの議決権の少ない株式の定義に関して、菊池さんのご説明によれば、クラスAとクラスBを作って、クラスBはクラスAの10倍の剰余金配当がもらえるようにすると、クラスBの実質的な株式価値は恐らくAの10倍近くになる。しかし、一株一議決権のままなら、クラスBの方は、実質的にクラスAの10分の1の議決権しか行使できないことになる。このようなケースも含めるために、単元株制度云々ではなくて、議決権と配当請求権の関係で見ることにしたのだという趣旨の説明をされたものと理解いたしました。

このような形でクラスAとクラスBを作った場合には、クラスBの方が議決権の少ない株式として扱われ、現在の市場規程でも、クラスBだけなら上場することは可能であるというのが東証のスタンスだと考えてよろしいでしょうか。

○菊池 はい。議決権の少ない株式を上場対象にするというのは、簡単に言いますと、普通株式と複数議決権株式があるとしたら、普通株式の方を上場させますということの意味しているのです。

分かりにくい表現ですが、簡単に言うとそういうことになります。

○洲崎 議決権の少ない方を上場させるということは、先ほどのケースで言うと、配当が10倍のクラスBの方を上場させることになるのですね。

○菊池 そうです。

○洲崎 ともかく現在の市場規程のもとでも、配当10倍の株式を上場させ、配当1倍の方は経営者が持つておくことも可能であると。確認になりますけれども、そういうことですね。

○菊池 10倍というか、10分の1というかというのは相対的なことかと思しますので、そのように理解しております。

○洲崎 ありがとうございます。

#### 【東証の上場審査スタンスの評価】

○志谷 最初に白井先生から、現在の東証のスタンスというのは、パターンリスティックというのでしょうか、基本的にはそういうものは望ましくないという姿勢で臨まれているというご紹介があったと思うのですが、もしも優れた能力のある方がいらっしゃって、その方がスタートアップとして優れた企業を創設されたら、そこへエンジェルとかファンドが応援に来られて、そちらの方が議決権が少ない株であると。で、議決権の多い方を経営者がお持ちになっている。そういう仕組みのもとで高い能力のある方を守りつつ、その企業が繁栄していくということと、その企業を支援したエンジェルやファンドが、さあ投資を回収しようと思って、手っ取り早く上場しようやというふうに考えることとは、ちょっとやはり次元が違うのではないのかというのが私の個人的な感覚です。

そうすると、そこでちょっと待ってと、東証が来るのだったら、一旦そこでしっかり審査させてもらいますよというのは、私個人的としてはそれなりにじっくりくるような感覚がありまして、守り育てたいということと、それを上場させて一般の投資家が買いますということは、やはり違うの

ではないのかなと思ったもので、これは全くの個人的な見解なのですが、白井先生もやはりそういうふうにお思いなのか、いや、それは間違っていて、別の感覚だということなのか、その点を少し教えていただけたらと思って質問させていただきました。

○白井 志谷先生のご見解に私も同感です。志谷先生のおっしゃるとおり、株主構造が分散しておらず、1人、2人のスポンサー株主、すなわちエンジェルや投資ファンドが議決権の少ない株式を保有したまま、優れた能力のある経営者を近くで監視しながら資金面でサポートをしていく段階と、エンジェルや投資ファンドがやっていた役割を分散した一般投資家に担ってもらう段階とでは、私も次元が違うのではないかと思います。確かに、IPOの段階で投資家は、株式の価格付けはできますけれども、複雑な議決権種類株式のスキームを適正に価格に反映させることが容易に行われるとも限りませんので、一度、東証の方でしっかりと審査をする機会を設けるとするのは、私もじっくり来る考え方だと思います。

#### 【東証の上場審査の実態】

○小出 冒頭に私の申し上げた質問の、12~13ページのガイドラインⅡ6.(4)の(a)と(b)の関係ですけれども、私が言いたかったことは、(a)を満たすものは常に(b)を満たさないのではないかと思ったということです。つまり、(a)を満たすということは、基本的にこれは株主共同の利益の観点から特定の者が経営に関与し続けるためのスキームだということなので、そうすると常に(b)を満たさないことになってしまわないかというふうに思ったということでした。

それともう一点は、先ほど前田先生がおっしゃったことで、株主の意向みたいなものを反映させる余地はないのだろうかというようなご指摘があったかと思うのですけれども、上場の場面ということなので、株主の意向を反映させるのだとすると、要するに上場させて一般投資家を買ってくれ

るかどうかということなのかと。つまり、買ってくれば、それは同意して買っているということだというふうに思うのですね。

その意味で、今日のご報告の中では、基本的に東証は必要性和相当性をパターンリスティックにかなり厳格に見ているというご指摘で、もしかして思想はそうなのかもしれないと思いつつ、他方で、例えばレジюме15ページの注56にあるようなCYBERDYNEの事例は、確かに詳細に書いてはあるものの、何を言っているのかというのは、よくよく読んでみると、要するに山海社長がこの会社の企業価値には必要ですということ以上のことは言っていないような気がします。ただ、これが開示されるということが非常に大事で、開示されたものを見たら株主は買うということなのだと思いますから、こういったことを開示させるということは、実はこのシステム全体で担保されている気はするのですが、果たして本当にそこまでパターンリスティックに見ているのだろうか、あるいは東証は見られるのだろうか、そのような能力があるのだろうかというところについては、ちょっとよく分からないという気がします。

ただ、私は、実はCYBERDYNEの事例は悪いと全然思っていないし、東証が厳格に見ることがいいことかどうかというところは、私自身もちょっと留保があるので、それが悪いということは全然ないのですけれども、果たして本当にそこまでパターンリスティックになれているのかなというのが、感想かもしれませんが、二つ目のコメントです。

○伊藤 今の小出先生のおっしゃった点は、私も気になっていました。白井先生のご報告では16ページに、必要性の審査が「かなり踏み込んだ事実関係の説明を必要とする厳格な基準に基づくものと評価することができる」と書かれているのですが、そう評価できる根拠が知りたいわけです。東証は、14ページに書かれている「経営者が事業展開、研究開発、人材採用等にどのように関与し、影響を与えているか」といった点を、上場申請の

時点で、いろいろな資料を出させて、時間もかけて評価されているということなのでしょうか。

後で出てきた有価証券報告書などの説明自体は、小出先生のおっしゃったとおり長々書いていますけれども、大したことは書いていませんので、上場申請のときにここをどこまで見られているかで、パターンリスティックにきちんと評価されていると言えるかどうかが決まるかと思うのですけれども、その辺、差し支えない範囲で教えていただけたらありがたいかなと思います。

○菊池　　まだ1銘柄しか事例がなく、特に最初の銘柄ということですので、丁寧にヒアリング等してきたかとは思いますが、まだ事例も蓄積されておきませんので、それで十分なのかどうかというところは、今後の事例が蓄積されていく中で改めて検討していくということかと思えます。

○伊藤　　確かに、いろいろな細かいことまで公表させてしまうと、まさにその会社の機密を公表させることとなりますので、まずいというのは重々承知はしております。

#### 【拒否権付種類株式の審査】

○片木　　事案で非常に問題になったのは、いわゆる実質的な複数議決権株式ですが、種類株式としては拒否権付種類株式の上場というのも実際に行われているわけですよね。恐らく拒否権付種類株式の上場審査のときに、これが株主の共同の利益を著しく害するかどうかの判断はできるだろうとは思いますが、拒否権付種類株式を上場することが株主の共同の利益に資するという言い方が果たして適切かどうか。もちろん、上場審査基準は全然違うのだろうと思うのですが……。

○白井　　拒否権付種類株式それ自体は上場することができませんので、株式を上場している会社が、上場株式のほかに非上場の拒否権付種類株式を発行している場合ということでしょうか。

○片木　　すみません。会社が拒否権付種類株式

を発行している場合です。拒否権付種類株式を発行している会社の上場というときに、その拒否権付種類株式が株主の共同の利益を害するかどうかという判断をしたうえで、著しくは害しない、大きく害することはないという判断で、そういう株を持っている会社でも上場を認めるという仕組みになると思うのですね。

日本の上場の例におきましても、恐らく海外での例にしましても、明らかに一種の国策的な観点といたしましうか、海外やその他いろいろなどところからの買収をいわば防衛するという国策的な観点から、拒否権付種類株式を持っているような会社の上場を認めているということだろうと思うのですが、こういう株について必要性という観点から見ていくのだとおっしゃったのですけれども、本当にそれが貫けるのかなと。

実際には、平和産業に徹するというような例の議論というのも、一応は上場審査においては正式には考慮しないという形にはなっているのですけれども、やはりそこが考慮されていた余地も見受けられないことはないように思うのですね。平たく言えば、正面切って国防というか、あるいは国益という観点から見るのだという議論をしてもいいような気もしたのですけれども、という感想みたいな話なのですが。

○白井　　片木先生のおっしゃった拒否権付種類株式の上場というのは、株式を発行・上場している会社がそれとは別に拒否権付種類株式を発行するということですよ。

○片木　　日本で言えば、拒否権付種類株式を発行したままで上場されていますよね。

○白井　　そうであるとすれば、上場している株式について、非上場の拒否権付種類株式を発行することが上場廃止基準に当たらないかどうかということが議論になりそうですけれども、その際の基準（規程施行規則 601 条 14 項 3 号）と、本日の報告でご紹介した議決権種類株式を新規上場する場合の基準とは、やはり違うのではないかと思います。

【経営者が取締役として残る場合の扱い】

○川口 最後に、少し時間があるようですので、本日の報告とすこしずれるかもしれませんが、上場審査において、属人的な能力を重視するという点で、お尋ねします。先日、米国で、グーグルの創業者でトップである2人が退くという報道がありましたね。ただ、取締役には残るそうなのですね。報道によれば、プラウドペアレンツ、すなわち、「誇り高き両親」とかかって、監視の目は光らせるようなのです。おそらく、そのためには、議決権は保持したままなのでしょうね。米国ではこれが許されるようなのですが、日本ではどうなるのでしょうか。

例えば、創業者が会社経営を後継者に譲るとして、代表取締役社長は辞めるけれども、取締役会のメンバーとしては残るのです。この場合、その人は属人的な力を発揮して会社をリードしていくというふうに見えるのか。取締役として監視するというのと、事業の中核で業務に携わるのとでは違うような気もするのです。この場合でも、事実上の複数議決権株式を認め続ける必要があるのでしょうか。ガイドラインにいう「必要性に照らして相当なもの」と言えるのかということですね。レジュメ 14 ページにある「ビジネスプランの遂行上、必要不可欠な属人的な能力を有する特定の者が代表取締役等（経営者）として経営に関与し続ける」に当てはまるのでしょうか。

○白井 日本の場合はどうなるかということですが、恐らくはケース・バイ・ケースであって、複数議決権株式を導入している会社がどのような内容の規定を設けているのか次第であるように思います。とりわけサンセット条項が問題になりそうですが、サンセット条項において何をトリガーとして規定しているのか次第のところが大きいに思うのですけれども、もし取締役として退任するというのがスキーム解消のトリガーだとすると、代表取締役社長は辞めたけれども、取締役として残って後継者を指導・監視する場合でも、当

然にはスキームは解消されないことになると思われます。

○川口 取締役としての監視であれば、別の人も可能な気もするのです。あえて、例外的に支配権を維持するスキームを継続することが必要なのか。取締役としての監視に属人的な能力が必要かというのが論点でしょうかね。

○白井 経営から退き、監視の役割を担うだけの元経営者に議決権の多い株式を引き続き保持させることを可能にする規定が妥当かどうかについては、議論の余地があるところだと思います。個人的な感想としても、議決権種類株式を新規に上場する際の東証の必要性の審査では、この経営者のこうした能力が具体的にこの事業との関係で必要だからということまで見ているのに、上場申請の段階では認識されていなかった後継者に譲りたいのでスキームを継続することを認めるということは、東証のスタンスの一貫性という観点からは、なかなか説明が難しいとは思いますが、恐らくは東証の現在の上場審査の運用としては、代表権を失った場合にはたとえ取締役として残っていてもスキームの解消を求めるといった厳しい運用はされていないように思われます。

実際に、CYBERDYNE のケースを見ますと、取締役の退任がトリガーになっていますし、しかも、退任後若しくは亡くなった後も議決権の多い株式を財団法人に譲渡してスキームを継続することに株主が賛同すれば、もう少し正確に申しますと3分の2以上の議決権を有する株主がスキームの継続に反対しなければ、スキームは継続することになっています。事例としては CYBERDYNE のケースしかありませんので、それのみを踏まえて確定的なことを述べるのは避けた方が良いでしょう。川口先生のご指摘の問題に対しては、どちらかという、東証の審査は比較的緩やかであるといえるのかもしれませんが。

○伊藤 それでは、時間になりましたので、本日の研究会を終わらせていただきたいと思います。ありがとうございました。