

2019 年 12 月 27 日

## 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 白井 正和

#### 一 本日の報告で扱う対象

- 本日の報告では、議決権種類株式の上場に関する東京証券取引所の規程・規則・ガイドラインを中心に検討を加える。  
→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る<sup>1</sup>。
- 本日の報告の順序は、次の通りである。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ルールの変遷について確認した上で、議決権種類株式の上場に関する東京証券取引所の基本的なスタンスを指摘する。次のIII では、2014 年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上場審査の内容について検討する。その上で、IV では、上場管理について確認する。

#### 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 年の規則改正以前

- 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、東京証券取引所は、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なかった<sup>2</sup>。  
→そのため、後に紹介する 2008 年の規則改正以前は、上場会社による種類株式の利用について、以下のような規定を有していたのみである<sup>3</sup>。
- 既に株式を上場している会社が新たに（利益配当に関する）優先株や子会社連動配

<sup>1</sup> 種類株式については、議決権種類株式のほか、剰余金の配当・残余財産の分配といった経済的権利に関する種類株式、ならびに取得条項付株式、全部取得条項付株式および譲渡制限株式などその他の種類株式に分けて考えることができる（東京証券取引所・種類株式の上場制度整備に向けた実務者懇談会「議決権種類株式の上場制度に関する報告書」（2008 年 1 月 16 日公表）3 頁）。

<sup>2</sup> 林謙太郎「議決権種類株式に関する上場基準の概要」証券アナリストジャーナル 52 卷 11 号（2014 年）26 頁。

<sup>3</sup> 加藤貴仁「上場会社による種類株式の利用」ジュリスト 1495 号（2016 年）16 頁。

当株（以下、あわせて「優先株等」という<sup>4</sup>）を新たに上場する場合を対象とする規定

- ✓ これらの規定は、現在も有価証券上場規程の第3編に存在する。
- ✓ 近年の事例：ソニーによる子会社連動配当株の上場（既に上場廃止）  
伊藤園による無議決権優先株の上場<sup>5</sup>（現在も上場している）

- 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する制限規定
  - ✓ 2006年の規則改正：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<sup>6</sup>（有価証券上場規程601条1号17号、有価証券上場規程施行規則601条14項3号）。
  - ✓ 2007年の規則改正：上場株式を議決権制限株式に変更することおよ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（有価証券上場規程601条1号17号、有価証券上場規程施行規則601条14項4号・5号）。

## （2）2008年の規則改正とその経緯

### ① 改正の経緯

- こうした状況の中、東京証券取引所は、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に受容するかという（これまで積み残されていた）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する。
- 東京証券取引所が、議決権種類株式の上場に関する制度整備に向けた議論を本格的に開始したのは、2006年9月に組織された上場制度整備懇談会においてである<sup>7</sup>。  
→同懇談会は、企業行動に関する制度整備の一環として種類株式の上場制度について議論した上で、2007年3月27日に中間報告を公表し<sup>8</sup>、これを受けて東京証券取引所は、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2007」を公表した。

---

<sup>4</sup> 有価証券上場規程2条90号。

<sup>5</sup> 伊藤園の無議決権優先株の設計については、葉玉匡美＝高原達広＝宮下央「上場種類株式の設計・発行に関する実務上の留意点」旬刊商事法務1811号（2007年）37頁参照。

<sup>6</sup> 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（経済産業大臣に）発行した状態で上場されている。

<sup>7</sup> 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）945頁、林・前掲注2) 26頁等。

<sup>8</sup> 中間報告の概要については、戸嶋浩二「種類株式の上場制度に関する検討状況」旬刊商事法務1800号（2007年）15頁、林・前掲注2) 27頁参照。

→さらに、中間報告およびプログラム 2007 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など議決権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 2008 年 1 月 16 日に報告書（東京証券取引所・種類株式の上場制度整備に向けた実務者懇談会「議決権種類株式の上場制度に関する報告書」、以下「報告書」という〔本レジュメ参考資料〕）を公表した<sup>9</sup>。

→その後、東京証券取引所は、報告書の内容を踏まえて 2008 年 4 月に議決権種類株式の上場に関する制度要綱を公表し、規則改正を行った。

## ② 改正の概要

- (i) 上場することが許される議決権種類株式の範囲
  - 新規上場申請者（東京証券取引所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いう<sup>10</sup>）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上で議決権の少ない株式のみを上場すること、の 3 つの選択肢がある。
  - 東京証券取引所に既に株式を上場している上場会社<sup>11</sup>には、新たに無議決権株式を上場することが選択肢として認められる<sup>12</sup>。
    - 新規上場申請者の場合と既上場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、新規上場時には未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<sup>13</sup>（これに対して、既上場会社の場合には、既に発行されている上場株式の一般株主の利益保護という視点が不可欠となる）。

↓

- （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議決権の少ない株式を同時に上場することは認められない。  
→その理由：複数議決権方式は単元株制度を利用するため投資者にとって分かり

<sup>9</sup> <https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/class-shares/index.html>

<sup>10</sup> 有価証券上場規程 2 条 64 号。

<sup>11</sup> 上場株券等の発行者をいう（有価証券上場規程 2 条 50 号）。

<sup>12</sup> なお、既存の上場会社が（本文で記述した無議決権株式ではなく）複数議決権方式を利用し議決権の少ない株式のみを上場しようとする場合には、いったん MBO 等により会社を非公開化してから議決権の少ない株式を新規上場する必要がある（田中亘「複数議決権株式の意義と規制の必要性」金融・商事判例 1510 号（2017 年）13 頁）。

<sup>13</sup> 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」旬刊商事法務 2032 号（2014 年）82 頁等。

にくいという懸念<sup>14</sup>、売買単位の集約（100 株一单元化）の取組みとの整合性を考慮する必要があること<sup>15</sup>、銘柄間違いなどの混乱を避ける必要<sup>16</sup>

- 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上場することは認められない。  
→その理由：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、大株主を信頼して投資することが考えられるが、いずれの場合も、議決権付株式が後に上場することでその前提が崩れる<sup>17</sup>。
- (ii)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」といえるかについて実質審査をすることとした上で<sup>18</sup>、「株主の権利を尊重したもの」といえるためには、次の要件を満たす必要があると整理
  - (a) 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、議決権種類株式のスキームが解消できる見込みのこと。
  - (b) 異なる種類の株主間で利害が対立する状況が生じた場合に、議決権種類株式の株主が不当に害されないための保護の方策をとることができる状況にあると認められること。
  - (c) 支配株主が存在する場合は、支配株主と議決権種類株式の発行者との間で利益相反取引が行われる際に、少数株主の保護の方策をとることができる見込みがあると認められること。
  - (d) 議決権の少ない株式の上場の場合は、議決権の多い株式について、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められていること。
  - (e) 議決権種類株式に優先配当が交付されることとなっている場合、原則として、議決権種類株式の発行者が当該銘柄に係る剰余金配当を行うに足りる利益を計上する見込みがあること。
  - (f) その他株主および投資者の利益を侵害するおそれが大きいと認められる状況ないこと。

### (3) 2014 年の規則改正

---

<sup>14</sup> 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。

<sup>15</sup> 宇都宮・前掲注 14) 16 頁、林・前掲注 2) 29 頁。

<sup>16</sup> 東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』〔2019 年版〕88 頁。

<sup>17</sup> 宇都宮・前掲注 14) 21 頁。

<sup>18</sup> 有価証券上場規程 207 条 1 項 5 号にいう「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」の一内容として、議決権種類株式の利用が「株主の権利を尊重したもの」といえるかについて実質審査をすることとした（宇都宮・前掲注 14) 18 頁）。

## ① 改正の経緯

- 以上みてきたように、東京証券取引所では、2008年に議決権種類株式の上場制度が整備・導入されたわけであるが、その直後に生じたリーマン・ショックの影響によるIPO市場全体の低迷もあり、その後の数年間は、当該制度を利用した具体的な新規上場案件は発生しなかった<sup>19</sup>。
- こうした状況の中、2013年に入ってCYBERDYNEによる東証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、東京証券取引所では、議決権種類株式の上場制度の健全な利用を促す観点から、上場制度整備懇談会に当該制度に関する追加的な検討を諮問し、その結果を踏まえ2014年2月5日に「IPOの活性化等に向けた上場制度の見直しについて」[本レジュメ参考資料]を公表した<sup>20</sup>。
  - その後、東京証券取引所は、CYBERDYNEの上場事例<sup>21</sup>を踏まえて、上場審査の明確化の観点から2014年7月に規則改正を行った。
  - なお、今までの間に、東京証券取引所においてCYBERDYNE以外に複数議決権株式（議決権の少ない株式）を上場している会社はない模様。

## ② 改正の概要

- 2014年の規則改正により、(a)新規上場申請者が無議決権株式（議決権付株式の同時上場の申請は行わない）または議決権の少ない株式である場合と、(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または上場会社が無議決権株式の上場を（追加で）申請する場合とで、実質審査の対象となる事項が区別されることになった<sup>22</sup>。
  - (a)の場合：現在の上場審査等に関するガイドラインⅡ 6.(4)
    - 2014年の規則改正を踏まえた審査対象事項に基づき審査
  - (b)の場合：現在の上場審査等に関するガイドラインⅡ 6.(5)<sup>23</sup>
    - 2014年の規則改正前に用意されていた審査対象事項に基づき審査
- (a)の場合、すなわち新規上場申請者が無議決権株式のみまた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通り明記された。

<sup>19</sup> 林・前掲注2) 27頁、戸嶋・前掲注13) 83頁。

<sup>20</sup> <https://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/140205.html>

<sup>21</sup> 2014年3月26日に東証マザーズ市場に上場。同社では、上場された議決権付株式と比較して、実質的に10倍の議決権を伴うB種類株式（非上場）を発行したまま新規上場しており、いわゆる複数議決権方式を利用した初めての新規上場案件である。

<sup>22</sup> 加藤・前掲注3) 17頁。

<sup>23</sup> 上場会社が無議決権株式の上場を申請する場合における実質審査の対象となる事項は、新規上場申請者が同時上場の申請をする場合と同じく、上場審査等に関するガイドラインⅡ 6.(5)の事項とされている（上場審査等に関するガイドラインⅢの4(1)、東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』〔2019年版〕89頁）。

- 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およ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と相当性
  - 必要性については、株主共同の利益の観点から確認する。
  - 相当性について、規則改正前の審査事項の一部（2008 年規則改正による審査事項の(a)と(d)) は、相当性を判断する際の確認事項として整理された。
- 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（上場審査等に関するガイドライン II 6.(4)b~d の事項）
  - 実質審査の対象となる事項に加えられた。

## 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京証券取引所の基本的なスタンスは、次のようなものである。
  - 議決権種類株式の上場は、上場会社の支配権の移動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いえない<sup>24</sup>。
    - このように、東京証券取引所は、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る。
  - 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する<sup>25</sup>。
    - 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。
    - 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、東京証券取引所として、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

---

<sup>24</sup> 林・前掲注 2) 27 頁。宇都宮・前掲注 14) 17 頁および報告書 4 頁も参照。こうした問題は、複数議決権株式を付与した時点では（同株式の付与を受けた）経営者の能力は高く、士気も旺盛であるため目立たないが、経営者の高齢化により能力や意欲が衰えるにつれて問題が顕在化する可能性があると指摘されている（田中・前掲注 12) 13 頁参照）。この点に関連して、近年の米国の研究論文によれば、複数議決権株式の潜在的なメリットは時間の経過とともに減少することが見込まれる一方で、潜在的なコストは時間の経過とともに増加することが見込まれる。See Lucian A. Bebchuk & Kobi Kastiel, *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, 103 VA. L. REV. 585 (2017).

<sup>25</sup> 林・前掲注 2) 27 頁。報告書 5 頁も参照。

する<sup>26</sup>。

↓

- このように、議決権種類株式の上場に関する東京証券取引所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いえない（＝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る。

→こうした東京証券取引所のスタンスは、例えばニューヨーク証券取引所（NYSE）のように、新規公開（initial registered public offering）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<sup>27</sup>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（消極的なスタンスをとるもの）ということができるだろう<sup>28</sup>。

↓

- 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るが、米国では、支配株主等に対する信認義務違反の訴訟<sup>29</sup>や複数議決権方式に反対する機関投資家の活動等を通じて、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<sup>30</sup>点には、留意が必要である。

→これに対して、日本で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すれば、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京証券取引所のスタンスは、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だろう<sup>31</sup>。

<sup>26</sup> 林・前掲注 2) 27 頁。報告書 5 頁も参照。

<sup>27</sup> 詳細については、戸嶋・前掲注 8) 16-17 頁および太田洋ほか「米国および我が国における複数議決権株式の設計と複数議決権株式発行会社に係る M&A(上)」金融・商事判例 1509 号（2017 年）7-8 頁参照。

<sup>28</sup> この点に関して、松尾・前掲注 7) 959 頁も、議決権種類株式の上場に関する東京証券取引所の姿勢については非常に慎重であると分析する。松井智予「複数議決権株式を用いた株主構造のコントロール」日本証券経済研究所・金融商品取引法研究会研究記録 70 号（2019 年）38-39 頁〔加藤貴仁発言〕も参照。

<sup>29</sup> 松井・前掲注 28) 29-30 頁〔松井智予発言〕参照。

<sup>30</sup> 例えば、米国で複数議決権方式を採用している代表的な会社としてグーグル社やフェイスブック社が挙げられるが、いずれの会社も、議決権の多い株式を保有する創業者が死亡した場合には、その者が保有していた議決権の多い株式はすべて普通株式に転換される旨が定款に定められているようである（松尾・前掲注 7) 952 頁参照）。

<sup>31</sup> 松井・前掲注 28) 39 頁〔加藤貴仁発言〕参照。ただし、議決権種類株式の上場制度のあり方については、本文で記述した少数株主の利益保護という観点のほかにも、取引所間の国際的な競争（株式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ず、そうした

### III 上場審査

#### 1 上場制度の枠組み

- 東京証券取引所の上場制度は、大きくは次の2つに分類される。
  - 株券等に関する上場制度（有価証券上場規程第2編）
  - 上場会社の発行する優先株等に関する上場制度<sup>32</sup>（有価証券上場規程第3編）
    - 優先株等：非参加型優先株または子会社連動配当株をいう<sup>33</sup>。
    - 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京証券取引所に上場させている会社であることが必要<sup>34</sup>。
- 議決権種類株式の位置づけ
  - 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とした（=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〔規程第2編〕の中に用意する）。
    - ∴ 株式の性質を有するものについて基本的に同じ扱いをすることが望ましい<sup>35</sup>。
  - 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（規程第2編）ではなく、従来の優先株等による上場制度（規程第3編）により上場を認める形をとる<sup>36</sup>。
- 以下では、本レジュメの項目IIIとIVで、2008年および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（規程第2編）における議決権種類株式の取り扱いを確認し、その内容を検討する。

#### 2 上場審査基準——形式審査

〔有価証券上場規程 205条〕

観点も加味すれば、どのようなスタンスが望ましい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いわざるをえない。

<sup>32</sup> 東京証券取引所における優先株に関する上場制度は、1976年に導入された。2001年には優先株の上場制度が一部改正され、優先株に加えて子会社連動配当株の上場制度が整備されている。その後、2008年7月の議決権種類株式の上場制度に関する規則改正において「優先株」の定義が改められ、非参加型優先株のみが優先株の上場制度の対象とされた。

有価証券上場規程2条90号。

<sup>33</sup> 有価証券上場規程2条90号。

<sup>34</sup> 有価証券上場規程804条1号。

<sup>35</sup> 宇都宮・前掲注14) 17頁。

<sup>36</sup> 宇都宮・前掲注14) 17頁。その結果、議決権種類株式の上場という観点からは、既に議決権付株式を上場している会社が非参加型優先株である無議決権株式を追加で発行・上場しようとする場合にのみ、規程第3編が適用されるものと解される。

内国株券等に係る第 207 条に定める本則市場の上場審査は、次の各号に適合するものを対象として行うものとする。この場合における当該各号の取扱いは施行規則で定める。

(略)

#### (9)の2 株券の種類

新規上場申請に係る株券等が内国株券である場合は、原則として、次の a から c までに掲げる株券のいずれかであること。この場合において、b に掲げる株券にあっては、当該株券以外に新規上場申請を行う銘柄がないこと。

- 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
- b 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
- c 無議決権株式

(略)

- 上場申請を行うに当たって求められる形式要件の審査については、有価証券上場規程 205 条に定める形式審査項目による。上場申請に係る銘柄ごとに審査基準を満たす必要がある<sup>37</sup>。
- その内容：新規上場（東京証券取引所に上場されていない種類または回号の有価証券の上場をいう<sup>38</sup>）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る（有価証券上場規程 205 条 9 号の 2）。
  - (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<sup>39</sup>、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が典型である。
    - なお、議決権付株式の上場を申請する会社が議決権株式としては 1 種類のみを発行しているとしても、別途、無議決権株式（こちらは上場申請をしない）も発行している可能性はある。

---

<sup>37</sup> ただし、形式審査項目には、株主数（1 号）や流通株式数（2 号）といった銘柄に係る項目と、事業継続年数（4 号）、純資産の額（5 号）、利益の額（6 号）といった会社に係る項目があることから、既に議決権株式を上場させている会社による無議決権株式の追加上場申請の場合には、形式審査項目のうち銘柄に係る基準のみを満たせば足りる（宇都宮・前掲注 14）17 頁）。

<sup>38</sup> 有価証券上場規程 2 条 63 号。

<sup>39</sup> 有価証券上場規程 2 条 27 号の 2。

→この場合、規程の文言上は、非上場の無議決権株式の発行を維持したままの状態で、唯一の議決権付株式である株式を上場させることは許容されるといえそうであるが、実務上は、主幹事証券会社の指導等により、無議決権株式をすべて普通株式に転換した上で上場することが一般的であるとされている<sup>40)</sup>。

#### (b) 議決権の少ない株式

- 有価証券上場規程は、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」というものを採用している。

→要するに、議決権 1 個当たりの剰余金の配当請求権等の価値（＝経済的利益を受ける権利の価値）によって、議決権の多い・少ないを判断するという基準。単元株制度を利用した複数議決権株式を主に念頭に置き、用意された定義規定であるように思われる。

↓

- もっとも、このような定義規定を採用する場合、普通株式<sup>41)</sup>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会社では、当該優先株はすべて議決権の少ない株式に該当することになり<sup>42)</sup>、議決権の多い株式である普通株式を上場させることができないという結論が導かれそう。

→当初の疑惑を超えて、議決権の多い株式・少ない株式に該当する場合をやや広く捉えすぎてしまう懸念のある定義規定といえないこともない（このことは上場廃止事由との関係でも問題となる<sup>43)</sup>）。

<sup>40)</sup> 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。

<sup>41)</sup> 会社法 108 条 1 項に規定する事項について特に定めを設けていない株式という意味で用いる。

<sup>42)</sup> 宮下=松尾・前掲注 40) 32 頁。

<sup>43)</sup> 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ある（有価証券上場規程 601 条 1 号 17 号、有価証券上場規程施行規則 601 条 14 項 5 号）。例えば、トヨタの AA 種類株式についていえば、上場株式であるトヨタの議決権付株式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を踏まえれば必ずしも容易ではない可能性があるが（加藤・前掲注 3) 20 頁）、仮に AA 種類株式の議決権が多いと判断されると、上場株式であるトヨタの議決権付株式は上場廃止事由に該当するおそれがないとはいえない。もちろん、上場廃止事由に該当するのは、株主および投資者の利益を侵害するおそれが大きいと東京証券取引所が認める場合に限られるが、不確実性が残るという点は否めない。

- 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」が要件とされており、議決権の多い株式との同時上場申請は認められない。  
→この点に関して、新規上場ガイドブックによれば、同時上場申請が認められないのみならず、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る<sup>44</sup>。

(c) 無議決権株式

- 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う<sup>45</sup>。  
→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ある<sup>46</sup>。

### 3 上場審査基準——実質基準

**[有価証券上場規程 207 条]**

本則市場への新規上場申請が行われた株券等の上場審査は、新規上場申請者及びその企業グループに関する次の各号に掲げる事項について行うものとする。

(1) 企業の継続性及び収益性

継続的に事業を営み、かつ、安定的な収益基盤を有していること。

(2) 企業経営の健全性

事業を公正かつ忠実に遂行していること。

(3) 企業のコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の有効性

コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制が適切に整備され、機能していること。

(4) 企業内容等の開示の適正性

企業内容等の開示を適正に行うことができる状況にあること。

(5) 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

(略)

4 第1項の上場審査に関して必要な事項は、上場審査等に関するガイドラインをもつて定める。

(略)

<sup>44</sup> 東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』〔2019年版〕88頁。有価証券上場規程 205 条 9 号の 2 の「行う」という文言を「行うまたは行った」という意味で解釈・運用している？

<sup>45</sup> 有価証券上場規程 2 条 87 号。

<sup>46</sup> 東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』〔2019年版〕88頁。宮下＝松尾・前掲注 40) 26 頁も参照。

- 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、具体的には有価証券上場規程 207 条 1 項各号に定める事項について審査が行われる。
- その上で、議決権種類株式の上場については、上場会社の支配権の移動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あること<sup>47</sup>を踏まえ、有価証券上場規程 207 条 1 項 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」について、上場審査等に関するガイドラインに基づく踏み込んだ審査が行われる

**[上場審査等に関するガイドライン II 6.]**

新規上場申請者が内国会社である場合には、規程第 207 条第 1 項第 5 号に定める事項についての上場審査は、次の(1)から(6)までに掲げる観点その他の観点から検討することにより行う。

(略)

(4) 新規上場申請に係る内国株券等が、無議決権株式（当該内国株券等以外に新規上場申請を行う銘柄がない場合に限る。）又は議決権の少ない株式（規程第 205 条第 9 号の 2b に掲げるものをいう。以下同じ。）である場合は、次の a から h までのいずれにも適合すること。

- a 議決権の多い株式等（無議決権株式を発行している場合の議決権付株式及び議決権の多い株式（議決権の少ない株式以外の議決権付株式をいう。以下同じ。）をいう。以下同じ。）により特定の者が経営に関与し続けることができる状況を確保すること等が、株主共同の利益の観点から必要であると認められ、かつ、そのスキームが当該必要性に照らして議決権の多い株式等の株主を不当に利するものではなく相当なものであると認められること。この場合において、相当なものであるか否かの認定は、次の(a)から(c)までに掲げる事項その他の事項を当該必要性に照らして確認することにより行うものとする。
  - (a) 当該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のスキームを解消できる見込みのあること。
  - (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

<sup>47</sup> 本レジュメ項目 II 2（東京証券取引所の基本的なスタンス）参照。

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。

- (c) 当該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。
- b 議決権の多い株式等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を保全すること又は買収防衛策とすることでないと認められること。
- c 議決権の多い株式等の利用の目的、必要性及びそのスキームが、新規上場申請書類のうち企業内容の開示に係るものにおいて適切に記載されていると認められること。
- d 議決権の多い株式等の株主が新規上場申請者の取締役等でない場合には、次の(a)及び(b)に適合すること。
  - (a) 議決権の多い株式等の株主の議決権行使の目的や方針が、当該必要性に照らして明らかに不適切なものでないと認められ、かつ、新規上場申請書類のうち企業内容の開示に係るものにおいて適切に記載されていること。
  - (b) 新規上場申請者の企業グループが、議決権の多い株式等の株主（新規上場申請者の親会社等である場合に限る。）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。
- e 異なる種類の株主の間で利害が対立する状況が生じた場合に当該新規上場申請に係る内国株券等の株主が不当に害されないための保護の方策をとることができる状況にあると認められること。
- f 当該新規上場申請に係る内国株券等の発行者が次の(a)から(c)までに掲げる者との取引（同(a)から(c)までに掲げる者が第三者のために当該発行者との間で行う取引及び当該発行者と第三者との間の取引で同(a)から(c)までに掲げる者が当該取引に関して当該発行者に重要な影響を及ぼしているものを含む。）を行う際に、少数株主の保護の方策をとることができる見込みがあると認められること。
  - (a) 親会社
  - (b) 支配株主（親会社を除く。）及びその近親者
  - (c) 前(b)に掲げる者が議決権の過半数を自己の計算において所有している会社等及び当該会社等の子会社
- g 当該新規上場申請に係る内国株券等が剰余金配当に関して優先的内容を有している場合には、原則として、上場申請日の直前事業年度の末日後2年間の予想利益及び上場申請日の直前事業年度の末日における分配可能額が良好であると認められ、当該内国株券等の発行者が当該内国株券等に係る剰余金配当を行うに足りる利益を計上

する見込みがあること。

- h その他株主及び投資者の利益を侵害するおそれが大きいと認められる状況にないこと。

(略)

- 上場申請に係る株券等が議決権の少ない株式または無議決権株式の単独上場である場合には、上場審査等に関するガイドラインⅡ6.(4)が定める各基準に適合する必要がある<sup>48</sup>。以下、それぞれの項目を確認する。

[上場審査等に関するガイドラインⅡ6.(4)a: 必要性]

- ガイドラインⅡ6.(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（必要性）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（相当性）について、審査を行うものとしている。
- このうち、必要性については、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<sup>49</sup>。
  - 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な能力を有する特定の者が代表取締役社長等（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かといった観点から審査が行われる<sup>50</sup>。
- 必要性に関する①の点を審査するに当たっては、次の点を確認する<sup>51</sup>（なお、以下の観点以外の必要性を一切否定するものではないが、株主共同の利益の観点からの必要性の根拠は具体的に説明可能であることが求められる<sup>52</sup>）。
  - 経営者が例えば事業展開、研究開発、人材採用等にどのように関与し、影響を与えていたか。
  - 必要性の根拠は、経営者の過去の実績や申請会社の事業面での実績を踏まえて、具体的に説明可能か。
  - 現時点における必要性のみならず、将来的にも必要性が認められるか。
  - 経営者のみならず、取締役会・監査役会等、会社として必要性の認識が適切

<sup>48</sup> 有価証券上場規程との関係では、同規程 207 条 1 項 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」の審査という位置づけになる。

<sup>49</sup> 林・前掲注 2) 29 頁。

<sup>50</sup> 東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』〔2019 年版〕90 頁。

<sup>51</sup> 東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』〔2019 年版〕90 頁。

<sup>52</sup> 東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』〔2019 年版〕100 頁。

に行われているか。

↓

- すなわち、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り当該上場会社の事業の成長や発展が実現してきた実績が存在し<sup>53</sup>、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る<sup>54</sup>。
  - 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<sup>55</sup>（→必要性は認められないと判断される）。
  - CYBERDYNE の事例：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、山海氏が経営に安定して経営に関与し続けることが必要であることが詳細かつ具体的に示されている<sup>56</sup>。
- 次に、必要性に関する②の点を審査するに当たっては、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。
  - 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見込まれるかどうかを確認する<sup>57</sup>。
  - なお、多額の資金調達が必要であり、将来的な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

<sup>53</sup> この点に関し、東京証券取引所は、経営者の過去の実績について特段のものがない会社については、必要性の根拠を具体的に説明することが困難であり、議決権の多い株式の利用が必要であるとは想定していないようである（東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』〔2019年版〕100頁参照）。

<sup>54</sup> 宮下＝松尾・前掲注40) 28頁。松尾・前掲注7) 948頁も参照。

<sup>55</sup> 東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』〔2019年版〕90頁、100頁。

<sup>56</sup> CYBERDYNE の2014年2月19日付け有価証券届出書53頁。具体的には、「当社グループの将来ビジョンである、少子高齢化という社会が直面する課題を解決しつつ、人支援産業という新しい産業分野を開拓するためには、サイバニクス技術の研究開発と事業経営を一貫して促進する必要があります。当社代表取締役社長である山海嘉之は、このサイバニクス技術を創出し、現在もサイバニクス研究の中心的な存在であり、更にその革新的な技術を社会に還元するための事業推進者でもあります。このため、当社グループの企業価値向上（株主共同利益）には、当面の間、山海嘉之が経営に安定して関与し続けることが必要であると考えており、これを実現する本スキームは、株主共同利益の観点で必要性が高いスキームであると認識しています」と記載されている。

<sup>57</sup> 将来的な希薄化の一定の目安としては、資金調達の計画を踏まえると、議決権の多い株式等の株主の持株比率が取締役選任を安定的に行うことが可能な50%を下回ることが見込まれる場合が考えられるとされている（東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』〔2019年版〕91頁）。

が可能である場合や、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<sup>58</sup>（→必要性は認められないと判断される）。

- 以上の①②の点に基づく必要性（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と評価することができる。  
→申請者の個別具体的な事情に基づく必要性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および将来的な資金調達の可能性を挙げるだけでは、①②の点に基づく必要性は認められない。  
→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いえないとする東京証券取引所の基本的なスタンスを反映したものと考えられる。  
(→東京証券取引所の基本的なスタンスについては、本レジュメⅡ2を参照)

[上場審査等に関するガイドラインⅡ6.(4)a：相当性]

- ガイドラインⅡ6.(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（相当性）についても審査を行うものとしており、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。
  - (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のスキームを解消できる見込みのこと。  
→議決権の多い株式等の利用の必要性が消滅した場合<sup>59</sup>に、無議決権株式また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る。  
→方策の例：スキームを解消させる、スキームの継続の意思を株主に問う<sup>60</sup>  
→とりわけ議決権種類株式の保有者が法人である場合には、必要性が消滅した後も永続的にスキームが議決権種類株式を保有する事態が想定されるため、スキームの解消について適切に考慮されている必要があると指摘されている<sup>61</sup>。

---

<sup>58</sup> 東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』〔2019年版〕91頁。

<sup>59</sup> 特定の個人が経営に関与し続けることがスキーム導入の必要性であるとされている事例では、その個人が取締役を退任し経営に関与しなくなった際にスキームを解消する見込みがあることを確認することになる（東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』〔2019年版〕91頁）。

<sup>60</sup> 東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』〔2019年版〕91頁。林・前掲注2) 30頁、宮下=松尾・前掲注40) 28頁参照。

<sup>61</sup> 林・前掲注2) 30頁。

- CYBERDYNE の事例：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るが、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<sup>62</sup>旨が CYBERDYNE の定款に規定されている<sup>63</sup>。
- 検討：経営者の退任後も株主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り扱いは、議決権種類株式の上場をめぐる東京証券取引所の基本的なスタンスと整合的か？
  - 議決権の多い株式を保有する経営者が退任した後は、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<sup>64</sup>。
  - 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存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京証券取引所の基本的なスタンスからは、（一貫性を欠くとまではいわないものの）やや異質な取り扱いであるようにも思われる<sup>65</sup>。

(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。

<sup>62</sup> 具体的には、総株主の議決権の3分の1以上を有する株主の意思が確認でき、行使された議決権の3分の2以上に当たる多数がスキームの解消に賛成する場合には、議決権の多い株式はすべて議決権の少ない株式（上場された議決権付株式）に転換されることになる。なお、以上の議決権行使に当たっては、いずれも単元株式数が100株であるとみなして計算される。

<sup>63</sup> CYBERDYNE の2014年2月19日付け有価証券届出書57頁。松尾・前掲注7) 952頁、戸嶋・前掲注13) 87頁、林・前掲注2) 30頁参照。

<sup>64</sup> CYBERDYNE の事例に関しても、山海氏が退任した後は、「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」という目的は消失し、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る（戸嶋・前掲注13) 88頁参照）。

<sup>65</sup> 上場審査の場面では、たとえ購入を望む投資者が多数いるとしても、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、東京証券取引所は上場を認めないとする慎重な姿勢（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ナリストイックな姿勢）を示しているが、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、株主の意思に関わらず、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。もちろん、新規上場申請の場面における投資者の判断（値付け）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説明可能であるともいえそうだが、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いい難いように思われる。

→いわゆるブレークスル一条項やサンセット条項の導入を促すものである<sup>66</sup>。

- ブレークスル一条項：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う<sup>67</sup>。
  - サンセット条項：議決権種類株式導入の目的が終了した場合、同目的を逸脱した場合も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、またはこれらの事由が生じたとみなすことのできる場合に、スキームを解消させる方策をいう<sup>68</sup>（→以上を内容とするサンセット条項は、現在ではガイドライン II 6. (4) a (a) でみるべき内容？<sup>69</sup>）。
  - CYBERDYNE の事例：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すべてを普通株式に転換する旨のブレークスル一条項が定款に定められている<sup>70</sup>。
- (c) 当該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。
- 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（=特定の経営者等の能力を信頼して）投資を行っていると考えられるため<sup>71</sup>、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<sup>72</sup>。

<sup>66</sup> これらの条項の導入により、少なくとも一定割合の出資がないとスキームが解消される可能性が生じる点で、これらの条項は、事実上、少なくとも一定割合を超える出資を求めるものということができる（報告書 20 頁）。宇都宮・前掲注 14）18 頁も参照。

<sup>67</sup> 報告書 14 頁。ブレークスル一条項の発動の基準については、発行済株式総数の 75%が一つの目安とされているが、上場審査において、それよりも小さい割合を設定することが適切であると判断されることもある（東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』〔2019 年版〕101 頁）。

<sup>68</sup> 報告書 15 頁。東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』〔2019 年版〕92 頁、林・前掲注 2）31 頁も参照。

<sup>69</sup> この点に関して、上場審査等に関するガイドライン II 6. (4) a (b) の審査の対象となるサンセット条項とは、議決権の多い株式を保有している株主の保有株式数が一定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の条項を指すと指摘するものもある（松尾・前掲注 7）953 頁）。

<sup>70</sup> CYBERDYNE の 2014 年 2 月 19 日付け有価証券届出書 56 頁。松尾・前掲注 7）954 頁、林・前掲注 2）31 頁参照。

<sup>71</sup> 東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』〔2019 年版〕92 頁。

<sup>72</sup> 譲渡された場合にまでスキームが継続することは、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ある（松尾・前掲注 7）954 頁）。

- 以上の観点からすれば、一部の株主が保有する議決権の多い株式が従来から議決権の多い株式を保有する他の株主に移されるような事例については、スキームを継続する必要性が認められる（＝継続するとしても投資者の投資の前提が損なわれるわけではない）可能性もあるため、転換条項の条件としないことが認められることもある<sup>73</sup>。
 

→これに対して、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されている<sup>74</sup>。特定の経営者等に対する投資者の信頼という観点からすれば、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るため、こうした取り扱いは妥当と思われる<sup>75</sup>。
- 以上の転換条項に関して、法人が議決権の多い株式を保有する場合には悩ましい問題が生じうる。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事態が起こりうるからである<sup>76</sup>。
 

→東京証券取引所は、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るが<sup>77</sup>、何か具体的な対応策の例を示しているわけではないようである。

→この問題について、学説上は、グーグル社の定款を参照しつつ、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が認められるが、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条項を設けるよう求めるべきであるとするものがある<sup>78</sup>。問題の状況を正確に捉えた妥当な見解であると思われる<sup>79</sup>。
- CYBERDYNE の事例：議決権の多い株式について譲渡制限および取得条項を付した上で、(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

<sup>73</sup> 東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』[2019年版] 101頁。

<sup>74</sup> 東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』[2019年版] 101頁。

<sup>75</sup> なお、米国の事例ではあるが、グーグル社やフェイスブック社の定款においても、議決権の多い株式の譲渡等（相続を含む）がされた場合には、転換条項が発動する旨が定められているようである（松尾・前掲注7）955頁）。

<sup>76</sup> 松尾・前掲注7）955頁。

<sup>77</sup> 東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』[2019年版] 101頁。

<sup>78</sup> 松尾・前掲注7）955頁。

<sup>79</sup> 特定の経営者等に対する投資者の信頼という観点からすれば、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場合には、当該法人に議決権の多い株式を保有させ続ける必要性は失われるわけであり、少なくとも原則としては、そのような場合に転換条項が発動されるよう求めていくことが望ましいだろう。

渡の承認請求がされた場合<sup>80</sup>、または(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およ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る<sup>81</sup>。

- 以上の(a)～(c)の事項以外に、相当性を検討する上で考慮することが考えられそうな事項（ガイドラインⅡ6.(4)a「その他の事項」として考えられそうな事項）
- 議決権倍率：東証のガイドラインでは、議決権倍率について明示的な制限はない模様（なお、CYBERDYNE の事例では 10 倍）。
  - 100 株一単元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。
  - 議決権倍率は(a)～(c)の事項では審査事項とされていないが、10 倍を大きく超える議決権倍率を採用しようとする案件が出てきた場合には、相当性との関係で審査の対象となりうるのではないかと予想される。

#### [上場審査等に関するガイドラインⅡ6.(4)b]

- ガイドラインⅡ6.(4)b では、議決権の多い株式を利用する主な目的が、新規上場申請者の取締役等の地位の保全または買収防衛でないと認められるかどうかを確認する。
  - 大前提として、東京証券取引所は、議決権種類株式の利用の目的が何であるかは（株主共同の利益の観点から利用の必要性が認められるという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、上場審査の実務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<sup>82</sup>。
  - その上で、取締役等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Ⅱ6.(4)b に基づく審査を行うこととしている<sup>83</sup>。
- CYBERDYNE の事例：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ともに、先進技術の平和的な目的での利用の確保がその

---

<sup>80</sup> 逆にいえば、議決権の多い株式について同株式の株主間での譲渡の場合には転換条項は発動しないこととされている。

<sup>81</sup> CYBERDYNE の 2014 年 2 月 19 日付け有価証券届出書 55 頁。松尾・前掲注 7) 955 頁、林・前掲注 2) 31 頁参照。

<sup>82</sup> 東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』〔2019 年版〕 93 頁。林・前掲注 2) 32 頁参照。

<sup>83</sup> 林・前掲注 2) 32 頁。

動機として挙げられているが<sup>84</sup>、東京証券取引所は、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、その当否を上場審査に際して考慮しているわけではないとする<sup>85</sup>。

[上場審査等に関するガイドラインⅡ6.(4)c]

- ガイドラインⅡ6.(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する。これらの情報は、議決権の少ない株式に投資する者にとって重要な投資判断材料になるからである<sup>86</sup>。

[上場審査等に関するガイドラインⅡ6.(4)d]

- ガイドラインⅡ6.(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り扱いについて定める<sup>87</sup>。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観点から<sup>88</sup>、次の(a)(b)の要件を追加的に満たすことが必要となる。

- (a) 議決権の多い株式の株主の議決権行使の目的や方針が、必要性に照らして明らかに不適切なものでないと認められ、かつ、新規上場申請書類のうち企業内容の開示に係るものにおいて適切に記載されていること。
- 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について確認する。  
→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する<sup>89</sup>。
- その上で、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適切に開示されているかどうかを確認する<sup>90</sup>。

<sup>84</sup> CYBERDYNE の 2014 年 2 月 19 日付け有価証券届出書 53 頁。戸嶋・前掲注 13) 83 頁、太田ほか・前掲注 27) 4 頁参照。

<sup>85</sup> 林・前掲注 2) 32 頁。

<sup>86</sup> 松尾・前掲注 7) 956 頁、林・前掲注 2) 32 頁。

<sup>87</sup> ただし、このような場合はあくまで例外であって、東京証券取引所は、議決権種類株式を発行して上場する典型例として、議決権の多い株式を代表取締役社長や共同創業者である取締役が保有するケースを想定している（東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』〔2019 年版〕94 頁）。

<sup>88</sup> 林・前掲注 2) 32 頁。経営者ではない議決権の多い株式の株主（親会社等）が、相対的に少ない出資により多くの議決権を有することを奇貨として、少数株主の利益を侵害するリスクを念頭に置いている。

<sup>89</sup> 東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』〔2019 年版〕94 頁。

<sup>90</sup> 東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』〔2019 年版〕94 頁。

(b) 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（新規上場申請者の親会社等である場合に限る）の企業グループとの間に、原則として、事業内容の関連性、人的関係および取引関係がないこと。

- (b) の審査事項は、議決権の多い株式の株主が親会社等<sup>91</sup>の法人である場合、すなわち子会社上場に該当する場合（＝上場申請者が親会社等を有している場合）を想定したものである。
- 東京証券取引所では、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き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る<sup>92</sup>。
  - その上で、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、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<sup>93</sup>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より慎重に検討するものとしている<sup>94</sup>。
  - このような独立性の審査について、(b) の審査事項が満たされたるような状況は具体的には想定し難いと指摘する見解もある<sup>95</sup>。なお、議決権種類株式を利用した子会社上場に対する東京証券取引所の姿勢は、通常の子会社上場と比較して問題が大きく、原則認められるものではないというものである<sup>96</sup>。

#### [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する。
  - 種類株式を発行する場合、種類株主の権利内容に影響を及ぼすおそれのある会社の行

<sup>91</sup> 親会社、財務諸表等規則 8 条 17 項 4 号に規定するその他の関係会社またはその親会社をいう（有価証券上場規程 2 条 3 号）。

<sup>92</sup> 林・前掲注 2) 33 頁。子会社上場の審査に当たっては、親会社等からの独立性の確保の状況について、上場審査等に関するガイドライン II 3.(3)の基準に適合することが求められている。

<sup>93</sup> 具体的には、役員の兼任や親会社等からの役員の出向がないことが求められる（東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』〔2019 年版〕 95 頁）。

<sup>94</sup> 通常の子会社上場の審査でも、上場申請者（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しているが、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（林・前掲注 2) 33 頁）。

<sup>95</sup> 宮下＝松尾・前掲注 40) 28 頁。

<sup>96</sup> 東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』〔2019 年版〕 95 頁。

行為をめぐっては、（影響を及ぼすおそれのある種類の株式のみによって構成される）種類株主総会の決議を要求し、もって種類株主間の利害調整を図っている（会社法 322 条 1 項）。もっとも、種類株主の権利内容に影響を及ぼすおそれのある会社の行為のうち、会社法 322 条 1 項 1 号以外の行為については、定款の定めにより種類株主総会を不要とすることができます（会社法 322 条 2 項・3 項）。

→そこで、議決権種類株式が発行される場合に、定款による種類株主総会の排除も想定し、議決権の少ない株式の株主の利益保護の観点から、その利益を害さないための方策が求められる。

- 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る<sup>97</sup>。
  - 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、すべ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。
  - 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すべ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<sup>98</sup>、またはそもそも種類株主総会決議を不要と定款に規定しない。
  - CYBERDYNE の事例：会社法 322 条 2 項・3 項に基づき種類株主総会決議を不要とする一方で、すべての種類の株式につき同種・同割合での併合・分割等を行う旨を定款に定め、また、同社が消滅会社等となる合併等の場面では、その効力が発生する前に、議決権の多い株式のすべてを議決権の少ない株式に転換する旨を定款に規定している<sup>99</sup>。

[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<sup>100</sup>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する。  
→東京証券取引所では、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

---

<sup>97</sup> 東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』〔2019 年版〕 96 頁。

<sup>98</sup> このような規定が設けられることで、議決権種類株式が発行されている会社を買収対象会社とする場面において、（議決権の大きさ以外の権利内容が同一である場合に）議決権の多い株式と少ない株式とで買収対価を異なるものとすることが許される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（太田洋ほか「米国および我が国における複数議決権株式の設計と複数議決権株式発行会社に係る M&A（下）」金融・商事判例 1510 号（2017 年）8 頁参照）。

<sup>99</sup> 松尾・前掲注 7) 957 頁、林・前掲注 2) 33 頁。

<sup>100</sup> 親会社または議決権の過半数を直接もしくは間接に保有する者（有価証券上場規程 2 条 42 号の 2）。

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る<sup>101</sup>。

→その上で、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かについて、上場審査において評価することとしている<sup>102</sup>。

↓

- 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る<sup>103</sup>。
- CYBERDYNE の事例：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た上で、取締役会の決議を得る体制を構築している<sup>104</sup>。

[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する<sup>105</sup>。

[上場審査等に関するガイドライン II 6. (4)h]

- ガイドライン II 6. (4)h では、これまでみてきた 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い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<sup>106</sup>。いわゆるキャッチオール条項である。

<sup>101</sup> 有価証券上場規程 204 条 12 項 1 号、有価証券上場規程施行規則 211 条 4 項 1 号。

<sup>102</sup> 林・前掲注 2) 34 頁。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、支配株主との間の取引において、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、これを東京証券取引所が審査することとしている（宇都宮・前掲注 14) 19 頁）。

<sup>103</sup> 東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』〔2019 年版〕97 頁、林・前掲注 2) 34 頁。開示に関しては、コーポレート・ガバナンスに関する報告書の中で開示することが求められる。

<sup>104</sup> 松尾・前掲注 7) 958 頁、戸嶋・前掲注 13) 89 頁、林・前掲注 2) 34 頁。

<sup>105</sup> この点は、議決権種類株式に該当しない優先株（非参加型優先株）の上場に際しても同様である（林・前掲注 2) 34 頁）。なお、2 年間優先配当がなされない場合には、議決権が復活するよう仕組みを構築することが求められる（東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』〔2019 年版〕98 頁）。

<sup>106</sup> 東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』〔2019 年版〕98 頁。

## 〔上場審査等に関するガイドラインⅡ6.〕

(略)

(5) 新規上場申請に係る内国株券等が、無議決権株式である場合（当該内国株券等以外に新規上場申請を行う銘柄がある場合に限る。）は、次の a から e までのいずれにも適合すること。

- a 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。
- b 異なる種類の株主の間で利害が対立する状況が生じた場合に当該新規上場申請に係る内国株券等の株主が不当に害されないための保護の方策をとることができる状況にあると認められること。
- c 当該新規上場申請に係る内国株券等の発行者が次の(a)から(c)までに掲げる者との取引（同(a)から(c)までに掲げる者が第三者のために当該発行者との間で行う取引及び当該発行者と第三者との間の取引で同(a)から(c)までに掲げる者が当該取引に関して当該発行者に重要な影響を及ぼしているものを含む。）を行う際に、少数株主の保護の方策をとることができる見込みがあると認められること。
  - (a) 親会社
  - (b) 支配株主（親会社を除く。）及びその近親者
  - (c) 前(b)に掲げる者が議決権の過半数を自己の計算において所有している会社等及び当該会社等の子会社
- d 当該新規上場申請に係る内国株券等が剰余金配当に関して優先的内容を有している場合には、原則として、上場申請日の直前事業年度の末日後 2 年間の予想利益及び上場申請日の直前事業年度の末日における分配可能額が良好であると認められ、当該内国株券等の発行者が当該内国株券等に係る剰余金配当を行うに足りる利益を計上する見込みがあること。
- e その他株主及び投資者の利益を侵害するおそれが大きいと認められる状況ないこと。

(略)

- ▶ 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また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、上場審査等に関するガイドラインⅡ6. (5) が定める各基準に適合する必要がある<sup>107</sup>。

<sup>107</sup> 有価証券上場規程との関係では、同規程 207 条 1 項 5 号の「その他公益又は投資者保護

→具体的には、ガイドラインⅡ6. (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<sup>108</sup>。各審査項目の内容については、既に検討済みであるのでここでは省略。

#### IV 上場管理

##### 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り扱いがされるが、次の点で若干の違いがある。
  - 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に開示が求められる<sup>109</sup>。
    - 議決権種類株式のスキームの変更により上場廃止となる場合があることから（詳細は下記）、開示事項とされている<sup>110</sup>。
  - 企業行動規範（有価証券上場規程第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<sup>111</sup>。
    - 上場無議決権株主に対する情報提供のための制度

##### 2 上場廃止事由

- 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有価証券上場規程601条が適用されるが、次の点で若干の違いがある。
  - 議決権付株式と無議決権株式を同時に上場している場合、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る<sup>112</sup>。
    - その理由：無議決権株式を発行して、その資金により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<sup>113</sup>。
  - 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つたりす

---

の観点から当取引所が必要と認める事項」の審査という位置づけになる。

<sup>108</sup> これらの項目は、2014年年の規則改正前に用意されていた審査対象事項のうち、複数議決権制度を念頭に設けられた審査項目であるa(c)を除いたものということができる。

<sup>109</sup> 有価証券上場規程402条1号ao。

<sup>110</sup> 宇都宮・前掲注14) 20頁。

<sup>111</sup> 有価証券上場規程447条。

<sup>112</sup> 有価証券上場規程601条3項。

<sup>113</sup> 宇都宮・前掲注14) 20頁。

ることにより、株主の利益を尊重するものといえなくなったような場合には、「株主の権利の不当な制限」<sup>114</sup>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る<sup>115</sup>。

以 上

\* 本報告は、JSPS 科研費 19K01411 の助成を受けた研究成果の一部である。

---

<sup>114</sup> 有価証券上場規程 601 条 1 項 17 号、有価証券上場規程施行規則 601 条 14 号。

<sup>115</sup> 宇都宮・前掲注 14) 20 頁。

## 議決権種類株式の上場制度に関する報告書

平成20年1月16日

株式会社東京証券取引所

種類株式の上場制度整備に向けた実務者懇談会

## 目 次

I	はじめに.....	3
II	これまでの検討の概要 .....	3
1	現状 .....	3
2	中間報告の提言の概要 .....	4
3	プログラム2007の実行計画 .....	5
4	当実務者懇談会の位置付け .....	7
III	制度整備の方向性 .....	7
1	検討の順序 .....	7
2	想定されるスキーム .....	8
	(1) 議決権種類株式の類型 .....	8
	(2) 上場類型 .....	11
	(3) 「新規公開時」の意義 .....	11
3	上場要件の検討 .....	13
	(1) 検討の視点 .....	13
	(2) 当実務者懇談会にて検討された上場要件 .....	14
	(3) 各要件の関係 .....	19
	(4) 議決権種類株式の上場要件 .....	21
	(5) その他の上場基準のあり方 .....	23
	(6) 優先配当を交付する場合の取扱い等 .....	23
IV	実務上の諸問題 .....	26
1	はじめに .....	26
2	市場区分等 .....	26
	(1) 問題の所在 .....	26
	(2) 整理の方向性 .....	26
3	TOPIX .....	27
	(1) 問題の所在 .....	27
	(2) 日本及び諸外国の指標採用の状況 .....	28
	(3) 議決権種類株式上場の観点から見た指標算出基準 .....	28

4 証券コード .....	30
5 その他の諸問題 .....	31
(1) 売買単位 .....	31
(2) 3種類以上の種類株式の発行 .....	31
V 今後の検討事項 .....	32
委員名簿 .....	33
審議経過 .....	34

## I はじめに

東京証券取引所（以下「東証」という。）は、市場の運営者として、企業の自由な経済活動を尊重しつつ、資本市場の機能を十分に発揮させて、市場の公正性と健全性を確保するという役割を適切に果たす観点から、上場制度の総合的な整備に取り組んでいる。

2006年9月に組織された上場制度整備懇談会では、上場制度整備に向けた基本方針、企業行動に関する制度の整備、市場制度の整備、上場諸規則の実効性確保の各テーマについて議論が行われ、種類株式の上場制度についても企業行動に関する制度整備の一環として議論がなされた。同懇談会は、2007年3月に、上場制度の具体化にあたっての方向性をとりまとめた「上場制度整備懇談会中間報告」<sup>1</sup>（以下「中間報告」という。）を公表し、東証は、4月には、中間報告を受けた実行計画である「上場制度総合整備プログラム2007」<sup>2</sup>（以下「プログラム2007」という。）を公表した。

当実務者懇談会は、中間報告の提言及びプログラム2007の実行計画に基づき、議決権制限株式（会社法第115条に定義される「議決権制限株式」をいう。）や単元株制度を利用した複数議決権株式類似の構造など議決権に関する種類株式（以下「議決権種類株式」という。）<sup>3</sup>の上場制度について具体的な検討を行うために設置されたものである。当報告書は、当実務者懇談会における議論の結果をとりまとめたものであり、東証においては、今後、当報告書に基づいて、速やかに議決権種類株式の上場制度の整備に取り組むことが期待される。

## II これまでの検討の概要

### 1 現状

東証は、拒否権付種類株式の発行については、一定の条件で上場廃止となる旨を定めている<sup>4</sup>。また、上場株券等より議決権の多い株式の発行に係る決議又

---

<sup>1</sup> <http://www.tse.or.jp/rules/seibi/houkoku.pdf>

<sup>2</sup> <http://www.tse.or.jp/rules/seibi/2007program.pdf>

<sup>3</sup> 種類株式については、議決権種類株式のほか、剰余金の配当・残余財産の分配といった経済的権利に関する種類株式、並びに取得条項付株式、全部取得条項付株式及び譲渡制限株式などその他の種類株式に分けて考えることができる。

<sup>4</sup> 東証有価証券上場規程（以下「規程」という。）第601条第17号、有価証券上場規程施行規則（以下「施行規則」という。）第601条第12項第1号c、上場管理等に関するガイドラインIV5. 等。ただし、株主及び投資者の利益を侵害するおそれがあると当取引所が認める場合はこの限りでない。例えば、国際石油開発帝石ホールディングス株式会社は、拒否権付種類株式を発行しているが、この例外規定により上場廃止基準には抵触しない。

は決定についても、一定の条件で上場廃止となる旨を定めている<sup>5</sup>。このように、議決権種類株式の発行についての制度は整備がされてきている。

一方、議決権種類株式の上場に関する制度については、現行では、優先株<sup>6</sup>及び子会社連動配当株式<sup>7</sup>（以下「優先株等」という。）に関する上場制度があり、これに基づき無議決権の優先株等を上場させることは可能であるが、発行会社の株式が既に上場していることが前提となっている<sup>8</sup>。このように、議決権種類株式の上場に関する制度の整備は進んでおらず、従来は、上場株式は、議決権種類株式ではないことが暗黙の前提とされてきた。

## 2 中間報告の提言の概要

議決権種類株式に関する中間報告の提言の概要は、以下のとおりである。

議決権種類株式の上場は、①より少ない資金で支配権を維持することができるため、支配権の移動が起こりにくくなること<sup>9</sup>、②意思決定の最終的な結果は、リスクを負担する者（利益分配又は残余財産の分配に参加する権利を有する者）に帰属する以上、出資割合と支配比率はできる限り比例すべきであり、比例しない場合には出資割合の小さい株主が自らコストを負担して経営を監視・規律することは困難なので、コーポレート・ガバナンスに歪みをもたらすこと、③一株一議決権のときに比べて、支配株主が存在する会社の上場をより容易にし、利益相反の度合いもより強くなるため、少数株主の犠牲の下、支配株主が自己の利益を図る可能性がより高くなること等を考え合わせると、必ずしも望ましいものとはいえない。

---

<sup>5</sup> 2007年11月1日施行の規則改正により、上場廃止基準に掲げる「株主の権利内容及びその行使が不当に制限されている」ものとして、次に掲げる場合が追加された（規程第601条第17号、施行規則第601条第12項第1号d、e等、上場管理等に関するガイドラインIV 6. 及び同7. 等）。

i) 上場株券等について、株主総会において議決権を行使することができる事項のうち取締役の過半数の選解任その他の重要な事項について制限のある種類の株式への変更に係る決議又は決定。ただし、株主及び投資者の利益を侵害するおそれがないと当取引所が認める場合は、この限りでない。  
ii) 上場株券等より議決権の多い株式（略）の発行に係る決議又は決定（株主及び投資者の利益を侵害するおそれが大きいと当取引所が認めるものに限る。）

<sup>6</sup> 利益配当に関して優先的内容を有する種類の株式をいう（規程第2条第89号）。

<sup>7</sup> 発行者がその連結子会社の業績、配当等に応じて株主に剰余金配当を支払うことを内容とする種類の株式をいう（規程第2条第38号）。

<sup>8</sup> 規程第804条第1号。

<sup>9</sup> 支配権の移動には、①株主に対して時価よりも高い価格で株式を売却する機会を与える、②シナジーを創出する、③経営陣に対する規律として機能するという点において、社会的・経済的なメリットがあり、これを制限すべきではないという考え方に基づいている。

その一方で、新規公開時を中心に議決権種類株式の上場に関する社会的欲求が高まっており、投資者のニーズや海外の状況を考慮すれば、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考えられる。

この点、上場後に議決権種類株式を導入する場合は、上場株式を保有する一般株主が不測の損害をこうむる可能性があることから、既に投資している一般株主の利益を守るために、議決権種類株式の上場は、原則として、市場における投資者すべてが同意して株式を取得する新規公開時にのみ認める方向で検討することが適当である<sup>10</sup>。上場会社による上場株式より議決権の少ない株式の発行（及びその上場）については、基本的に既存の一般株主の権利を毀損するものではないので認めてよいと考えられるが、種類株式には様々なスキームが考えられるので、株主・投資者の権利を制限しないかについて慎重な判断が必要であり、「株主の権利の不当な制限」とならない限りで認めるのが適当である。この場合、議決権種類株式の上場であることを投資者が理解しやすくするような市場区分や独立した表示など、投資者が選択的に投資することが可能になるような工夫を行うことが望ましい。

議決権種類株式の上場が認められた場合、そのスキームについては、議決権種類株式に伴うデメリット（①支配権の移動が制限されることによる株式売却の機会減少及びコーポレート・ガバナンスの弱化、並びに②株主による監視・規律の困難さや支配株主と少数株主の利益相反等、出資割合と支配比率が比例しないことによるコーポレート・ガバナンスの歪み）を緩和する観点を中心として、株主の権利を尊重したスキームの議決権種類株式の上場のみを認めることが適当である。

「株主の権利の尊重」がなされたスキームの詳細については、東証としては、検討結果をガイドラインとして対外的に公表していくことが望ましい。この場合、その影響の大きさにかんがみると、まずは議決権種類株式に伴うデメリットの程度が低いものについてガイドラインの整備を目指すことが望ましい。

### 3 プログラム2007の実行計画

上記中間報告を受けて策定された議決権種類株式に関するプログラム2007の実行計画は、以下のとおりである。

---

<sup>10</sup> ①上場株式を保有する一般株主が議決権の希釈化により不測の損害を被る可能性がある、②定款変更等のための株主総会の特別決議により株主の同意を得た場合であっても集団的行動の問題や戦略的選択の問題があるため真の意味で株主の意思を反映した決定とは言い難い、③支配権を取得する者がそのコストを負担しないという考え方に基づいている。

(1) 直ちに実施する事項（第一次実施事項）<sup>11</sup>

- 議決権に関する種類株式の上場を認める場合の要件等について、具体的な検討を開始する。
  - ・ 新規公開時であっても上場が認められる種類株式のスキームに一定の制限を設けることとし、どのようなスキームであれば上場が認められるかについて、実務家・専門家らを交えて検討を開始する。
- 既に上場している会社による種類株式の発行等が認められない場合について、整理を行う。<sup>12</sup>
  - ・ 上場会社による種類株式の発行等が認められない場合については、「株主の権利の不当な制限」に該当する場合として整理する。
  - ・ 「株主の権利の不当な制限」となる場合としては、原則として、上場会社が上場株式より議決権の多い種類株式を発行する場合や、上場株式の議決権を制限する場合などが想定される。

(2) 具体案を検討のうえ実施する事項（第二次実施事項）<sup>13</sup>

- 議決権に関する種類株式の上場に必要な要件等について整理を行う。
  - ・ 議決権に関する種類株式の上場が認められる場合について具体的に整理する。
  - ・ 議決権に関する種類株式の発行・上場が認められる具体的なスキームを、新規公開の場合や上場会社が議決権の少ない株式を発行する場合などに分けて検討する。
  - ・ 議決権に関する種類株式について必要とされる上場審査、上場廃止の各基準（例えば流動性基準等）について整理する。
  - ・ 議決権に関する種類株式を上場する会社について、企業行動規範として求めるべき内容がないか検討を行う。
  - ・ 種類株式の上場であることを投資者が理解しやすいような表示上の工夫の方法について検討を行う。
  - ・ 上場した種類株式の指標等における取扱いについて整理する。

---

<sup>11</sup> 本プログラムの公表後速やかに制度要綱をとりまとめ、又は要請を実施することとした事項

<sup>12</sup> 前注(5)の上場制度改正は、この実行計画に基づく。

<sup>13</sup> 2007年度中に制度要綱をとりまとめ、又は要請を実施するために、詳細について有識者らを交えて検討を行うこととした事項

### (3) 検討を継続する事項<sup>14</sup>

- 普通株式を上場していない会社について、優先株式のみの上場を認めるべきかについて検討する。
  - ・ 優先株式のみの上場の可否及び優先株式のみの上場を認める場合の要件やスキーム等について上場規則の整備を行う。
- 議決権に関する種類株式の上場に関するガイドラインを作成する。
  - ・ 実際に上場した事案に基づきガイドラインの整備を行う。

## 4 当実務者懇談会の位置付け

当実務者懇談会は、中間報告における提言及びプログラム2007の第一次実施事項の第一項目及び第二次実施事項に基づき、新規公開時や上場会社が議決権の少ない株式を発行する場合について、議決権種類株式の上場を認める場合の具体的な要件等について考え方を整理することを目的として設置された。また、議決権種類株式の上場に関する実務上の諸問題についても、併せて検討を行った。

なお、当実務者懇談会における検討は、会社法をはじめとする日本法の下での実施を前提としている。東証に上場する外国会社が発行する議決権種類株式やそれに類似したスキームについても、基本的には、当実務者懇談会における考え方の枠組みが妥当すると思われるが、具体的な事例への適用にあたっては本国の法制度や実務慣行等を勘案することが望ましい<sup>15</sup>。

## III 制度整備の方向性

### 1 検討の順序

制度整備の方向性を検討するにあたっては、以下のような順序で検討するものとする。

まず、次の第2節では、当実務者懇談会において検討の対象とした議決権種類株式の類型及びその上場類型を明らかにする。また、上場類型を構成する重要な要素である「新規公開時」の概念についても検討する。

第3節では、具体的な上場要件の検討を行う。まず、検討にあたっての基本的な視点を明らかにしたうえで((1))、当該検討の視点にしたがって、各議決権種類株式の各上場類型において課すことができる上場要件を提示する((2))。続いて、(3)において、これらのうちいかなる要件を課すことが望ましいかについて検討し、これを踏まえて、(4)で議決権種類株式の上場要件に関する当

---

<sup>14</sup> 基礎的な問題点の洗い出しなど、実現に向けた検討を継続的に行っていくこととした事項（内容によっては上場制度整備懇談会において検討を行う。）

<sup>15</sup> 規程第7条。

実務者懇談会の提言を明らかにする。

最後に、(5) 及び (6) において、上場要件に関するその他の論点である流動性等の諸基準のあり方及び優先配当を交付する場合の取扱いについて検討する。

## 2 想定されるスキーム

### (1) 議決権種類株式の類型

会社法上考えられる議決権種類株式の類型は多様だが、現時点では、株主総会において議決権を行使することが認められない無議決権株式、単元株制度を利用した複数議決権株式類似の構造、及び議決権の行使を一定の条件にからしめる議決権制限プランが一般的に議論されている。

このうち、議決権制限プランとは、「株主が有する株式の数が発行済株式総数の一定割合未満（例えば20%未満）であること」を、当該株主についての「議決権の行使の条件」<sup>16</sup>として定めるものである<sup>17</sup>が、当該プランについては、株主平等原則（会社法第109条第1項）違反の懸念や、公開会社でない会社にのみ認められている議決権に関する「属人的定め」に該当するおそれ（会社法第109条第2項）、更に議決権を行使することができる事項について制限のある種類の株式の数が発行済株式総数の2分の1を超える場合における取扱い（会社法第115条）との関係から、学界を中心に、適法性に疑問を持つ声が根強いようである。そこで、当実務者懇談会は、議決権制限プランについては今後の法的な議論の動向を注視することとし、上場要件の検討の対象とはせず、以下に説明する無議決権株式及び複数議決権方式について、上場要件等を検討した<sup>18</sup>。

以下では、記述の便宜上、議決権に関して有利な取扱いを受ける株式（無議決権株式を発行する場合における議決権付株式及び議決権の多い株式と少ない株式を発行する場合における議決権の多い株式）を「A種株式」と呼び、議決権に関して不利な取扱いをされる株式（無議決権株式を発行する場合における無議決権株式及び議決権の多い株式と少ない株式を発行する場合における議決権の少ない株式）を「B種株式」と呼ぶこととし、その保有者をそれぞれ「A種株主」及び「B種株主」と呼ぶこととする。

<sup>16</sup> 会社法第108条第2項第3号ロ。

<sup>17</sup> 議決権制限プランによる買収防衛策の提案として、葉玉匡美「議決権制限株式を利用した買収防衛策」旬刊商事法務1742号28頁（商事法務・2005）。

<sup>18</sup> なお、無議決権株式及び複数議決権方式以外の類型の種類株式については、当実務者懇談会の検討の対象とはしていないが、今後の制度の帰趨等を踏まえて、上場制度上の対応範囲を順次拡大していくことが望ましい。

### (無議決権株式)

株主総会において議決権を行使することができる事項について制限のある議決権制限株式については、全ての事項について議決権を行使することができない完全無議決権株式と、一部の事項については議決権を行使することが認められる一部無議決権株式に分けられる。このうち、本報告書においては、完全無議決権株式をはじめとする取締役の選解任その他の重要な事項<sup>19</sup>について議決権のない株式を取り扱うものとし、これを「無議決権株式」と言うものとする。

無議決権株式には会社法第115条が適用され、公開会社において議決権制限株式の数が発行済株式総数の2分の1を超えるに至ったときは、2分の1以下にするための必要な措置をとらなければならないとされている。その趣旨は、経営者等が小さい出資割合で会社を支配することに対し一定の歯止めをかけることにある<sup>20</sup>。具体的には、無議決権株式が上限まで発行された場合に支配権を確保するためには、議決権付株式の過半数、すなわち全体の25%を超える出資が必要となる。

### (複数議決権方式)

諸外国に見られる複数議決権株式に類似するものとして、例えば、会社がA種株式とB種株式（いずれも取締役の選解任その他の重要な事項についての議決権を有するものとする。）を発行し、A種株式については単元株式数を100株、B種株式については単元株式数を1000株<sup>21</sup>とするスキーム<sup>22</sup>が考えられる（以下「複数議決権方式」という。）。これにより、A種株式の保有者は100株を保有していれば10議決権を行使できるのに対し、B種株式の保有者は同じ1000株で1議決権しか行使できないこととなり、10倍議決権株式を発行したのと同様の効果を得ることが可能である。

上場会社が無議決権株式及び複数議決権方式を利用することにより生じる出資割合と支配比率の乖離の状況は、株式の種類の数、議決権倍率（一議決権を行使するのに必要な単元株式数の差異）、各種類株式の発行数（割合）及び株主

<sup>19</sup> 規程第601条第17号、施行規則第601条第12項第1号e参照。

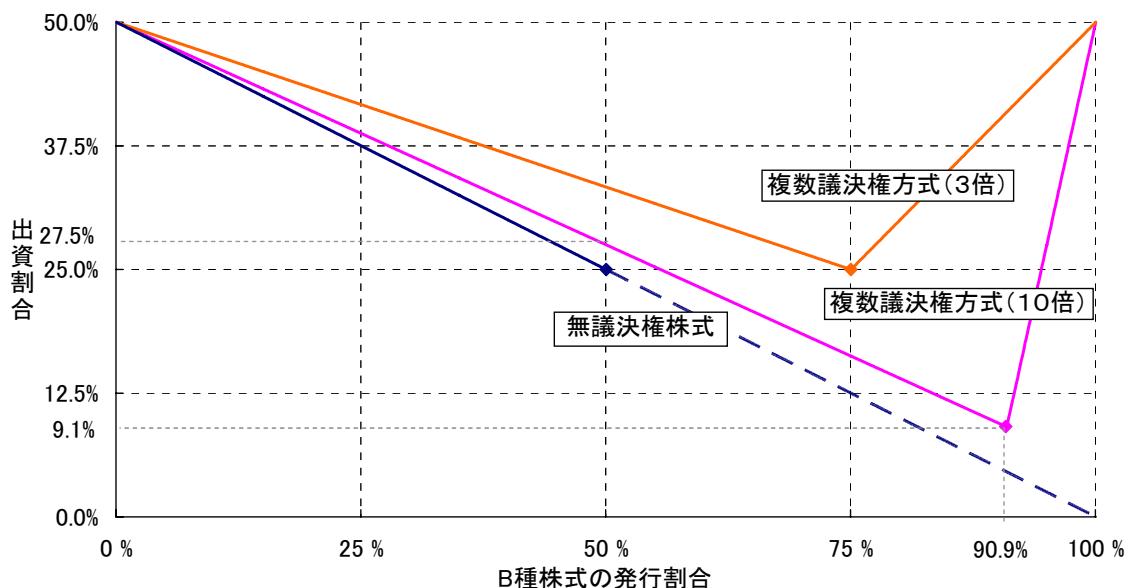
<sup>20</sup> 江頭憲治郎『株式会社法』（有斐閣・2006）140頁。

<sup>21</sup> 1000株を超える数の株式を一単元と定めることはできない（会社法第188条第2項、会社法施行規則第34条）

<sup>22</sup> 「単元株制度のこのような利用に関しては、本来の制度趣旨、すなわち、種類株主間で一株あたりの議決権の量に大きな差異が生じないようにするという目的から外れるものであり、許されないとの解釈も考えられる。しかし、単元株に関する規定の文言は一義的であって、このような解釈をする余地はないとの見解が有力である。」加藤貴仁『株主間の議決権配分』（商事法務・2007）31頁

が各種類株式を保有する割合のそれぞれにより決定される。例えば、2種類の株式を発行している場合に、どの程度の出資を行えば（保有する株式数の発行済株式総数に対する割合がどの程度であれば）議決権の過半数を取得できるかを示したのが、図表1である<sup>23</sup>。B種株式の発行割合が増えるほど、また、複数議決権方式では議決権倍率が高いほど、小さい出資割合による支配権の取得が可能となる。ただし、無議決権株式については、会社法第115条による規律が働くため、少なくとも25%を超える出資が必要であることが分かる。

図表1：支配権の取得に必要な出資割合



#### (剰余金の配当に関する取扱い)

無議決権株式及び複数議決権方式の中でも、剰余金の配当や残余財産請求権に関する取扱い、取得条項の有無等によって、様々なバリエーションが考えられる。以下では、検討の便宜上、まず議決権に焦点を絞り、議決権以外の配当や残余財産請求権等、その他の事項の取扱いについては同じであるという前提

<sup>23</sup> B種株式の1株あたりの議決権数に対するA種株式の1株あたりの議決権数の割合をv、A種株式及びB種株式の発行済株式総数に対するA種株式の発行数の割合をrとすると、A種株式のみを保有して総議決権の過半数を取得するためには、以下の関係が成り立つ必要がある。

$$r v > 1 - r$$

これを整理すると、 $r > 1 \div (1 + v)$

この式にvの値を入れたときのrが、図表1における出資割合が一番低い値となる。

で議論するが、優先配当を交付するスキームも相当程度ニーズがあると思われるため、かかる場合の取扱いについては、3（6）において検討することとする。

## （2）上場類型

議決権種類株式を上場する場合、①新規公開時の利用か、既公開会社による利用か、②議決権種類株式のうち一方だけを上場するか、双方を上場するか、③既公開会社が双方を上場する場合については、既に上場している株式より議決権の多い株式を上場するのか、少ない株式を上場するのか等の事由により、下記図表2のような類型が考えられる。

このうち類型IV（上場会社が上場している株式よりも議決権の多い株式を上場すること）については、既に投資している一般株主の利益を守るという観点から、より慎重な検討が必要であることから、当実務者懇談会における上場要件の検討の対象とはしないこととした<sup>24</sup>。ただし、上場会社の安定株主の創出その他の目的のため、この解禁を望む意見も根強く、今後、継続して検討していくことが望ましい。

更に、理論上は、3種類以上の議決権種類株式を発行・上場する場合、その他の種類株式を発行・上場する場合など、さまざまなバリエーションが考えられるが、当実務者懇談会では、まずは2種類の議決権種類株式を発行する場合の上場要件について整理することとした。

図表2：上場類型

分類		類型
新規公開時	B種のみ上場	類型I
	A種・B種の同時上場	類型II
新規公開時以外	B種の上場	類型III
	A種の上場	類型IV

## （3）「新規公開時」の意義

### （問題の所在）

既公開の会社が上場株式より議決権の多い株式を上場すること（類型IV）については、上記（2）で述べたとおり既に投資している一般株主の権利保護の観点から当実務者懇談会における上場要件の検討の対象とはしないこととした関係上、当面解禁されないのでに対し<sup>25</sup>、新規公開時には、同様のスキームを導入

<sup>24</sup> 前注(5)参照。

<sup>25</sup> アメリカでは、同じ考え方に基づき、証券取引所規則により、上場会社については、①

する場合（類型II）でも既存の一般株主は存在しないため、このような考慮は必要ない。そのため、「新規公開時」か否かによって、議決権種類株式の発行・上場要件は異なるものと整理でき、「新規公開時」の意義を明らかにする必要がある。

#### （新規公開時の意義）

「新規公開時」は、多くの場合、東証への新規上場時と同じである。しかし、一般株主の保護の観点から必要とされる要件であることから、東証に対する新規上場時であっても、既存の一般株主が存在し、その保護が必要な場合には異なることとなる。例えば、組織再編等の場合に、非上場会社が上場会社を吸収合併するなどして新規に上場することは可能だが、この場合は、消滅会社等である上場会社の株主の権利を保護する必要がある。また、東証以外の国内外の証券取引所に上場している会社が東証に新規に上場する場合も、東証との関係では新規上場時に該当するが、既に一般株主が存在することから、「新規公開時」には該当しない<sup>26</sup>。

また、過去に東証や他の証券取引所から上場廃止になった会社が、東証に新規に上場する場合の取扱いについては、当該上場廃止が債務超過・虚偽記載等のM&A以外の事由による場合など、以前に市場で株式を購入した一般株主が存在する場合については、「新規公開時」に該当しないものとするべきである。

他方、過去に上場廃止になった会社のうち、現金によるスクイーズ・アウトを伴うM&Aなどにより、一般株主が存在しないこととなった会社の新規上場については、既存の一般株主の保護の必要性はないため、「新規公開時」に該当するものとして取り扱う余地がある。この点、非公開化時のスクイーズ・アウト等による一般株主の利益の毀損の防止の観点や、上場制度が上場会社に非公開化を促す方向で作用するのは望ましくないとの考え方に基づき議決権種類株式として再上場することのみを目的とした安易な非公開化を防止すべきとの観点から、このような場合について「新規公開時」として取り扱うべきかどうかは慎重に考えるべきとの意見もあった。

---

保有期間に基づく議決権制限、②保有株式数に基づく議決権制限、③1株あたりの議決権が（上場株式より）大きい株式の発行、④現存する普通株1株あたりの議決権よりも小さい議決権を有する株式の交換による発行は、原則として禁止されている（NYSE Listed Company Manual § 313.00, NASDAQ Manual § 4351）。他方、①新規公開による証券の発行、②上場株式の1株あたりの議決権よりも大きくなれない議決権を有する証券の公募又は合併・買収による発行などは、禁止されておらず、新規公開時に複数議決権株式を利用することが実務として定着している。

<sup>26</sup> 他の証券取引所の上場銘柄でなくても、例えば一部のグリーンシート銘柄のように、既存の一般株主が多数存在する場合も考えられる。このような銘柄の新規上場については、「新規公開時」には該当しないものと整理するのが望ましい。

しかし、非公開化時的一般株主の利益の保護の観点は、再上場時に議決権種類株式を利用しない場合についても該当するので、議決権種類株式のみに関係する「新規公開時」の意義によって規制するのは適切ではない。MBOにより非公開化した会社の再上場申請については、非公開化時の事情を慎重に審査する取扱いとなっていることから<sup>27</sup>、非公開化時における一般株主の保護についてはかかる枠組みにより図ることができる。また、議決権種類株式として再上場することのみを目的とした安易な非公開化については、議決権種類株式に通常の普通株式の上場以上の上場要件が課されることや、再上場時にも審査が行われることによって、一定程度防止することができることから、議決権種類株式としての再上場を目的とした上場廃止を東証が推奨することにもならない。

そのため、現金によるスクイーズ・アウトを伴うM&Aなどにより、一般株主が存在しないこととなった会社による新規上場は、「新規公開時」に該当すると整理するのが適当と思われる。

### 3 上場要件の検討

#### (1) 検討の視点

当実務者懇談会の議論の過程において、新規公開時については、種類株式構造を前提に投資が行われるものであり、上場要件による制約を特に加える必要はなく、投資者による選別、市場価格への反映等に任せればよいという意見もあった。しかしながら、東証は投資者保護に一定の役割を發揮することが期待されていること、投資者や株主が必ずしも十分な情報に基づき適切な判断を下せるとは限らないこと、一つの企業が複数の種類の株式を発行すると利害関係が複雑となり、一定の事象がどのように特定の種類の株式に影響するかの判断が困難となる可能性があり、その結果投資者にとって魅力的な商品ではなくなる可能性もあること等を考え合わせると、中間報告及びプログラム2007において提示された方向性のとおり、議決権種類株式の上場を認める場合には、投資者保護の観点から必要と認められる一定の要件を満たした株主の権利を尊重したスキームで、かつ、投資者にわかりやすい商品から順次解禁していくことが望ましいと考えられる<sup>28</sup>。

上場要件を検討するにあたっては、上記Ⅱ2に概要を記した中間報告で示された方針に基づき、支配権の移動の制約及び種類株主間又は支配株主と少数株主の利益相反関係の悪化をはじめとする、出資割合と支配比率の乖離の弊害の

---

<sup>27</sup> 『2007年版 新規上場の手引き 市場第一部・第二部編』93頁。

<sup>28</sup> 当実務者懇談会は、少なくとも当面の間必要な上場要件を検討しており、今後、議決権種類株式に対する投資者の理解が深まっていく過程において、解消される問題点もあると考えられる。そのため、今後の上場要件の緩和の可能性を否定するものではない。

防止を基本的な視点とした。その具体的なアプローチとしては、概ね、議決権種類株式のスキームの解消による方法、議決権種類株式の発行数等を規制することにより極めて小さい出資割合で支配権を確保することを制限する方法、及び業務執行その他会社の重大な決定がなされる場面における利益相反による弊害を防止する方法が考えられる。

## (2) 当実務者懇談会にて検討された上場要件

当実務者懇談会は、上記（1）の視点にしたがって、上場制度上の諸要件について検討した。検討した諸要件は、(a)スキームの解消を可能とする方策、(b)極めて小さい出資割合による支配権の確保を制限する方策及び(c)株主利益の保護のための方策に大別される。

### (a) スキームの解消を可能とする方策

#### ① ブレークスル一条項

本報告書において、ブレークスル一条項とは、発行済株式総数のうち一定割合<sup>29</sup>の株式を取得した者が現れた場合、議決権種類株式の構造を解消するスキームをいう<sup>30</sup>。極めて小さい出資割合によって支配権を維持することは望ましくないため、一定割合しか出資していない支配株主は支配権を奪取される可能性があるものとすべきとの考え方に基づくものである。本要件については、法令等にブレークスルーに関するルールのない日本法のもとでは、定款に定める株式の種類の内容に本要件を組み込む必要があるので、スキームが複雑となること、買収者が登場しない場合又は支配株主が一定割合以上の株式を保有する場合には機能しないことなどが指摘されている。

なお、A種株式及びB種株式の双方上場の場合（類型II及びIII）に本要件を課すと、同条項が発動した際にA種株式の一般株主の議決権が害されるのではないかとの指摘があったが、本来であれば、B種株式の発行時にA種株式の議決権が希釈されるところ、議決権種類株式スキームにより、解消までの一定期間だけ有利に取り扱われていたにすぎない。したがって、もしこれを規制するのであれば、新たな株式の発行自体を問題にするべきであり<sup>31</sup>、本要件の是非と

<sup>29</sup> EUの公開買付け指令におけるブレークスル一条項では75%であること、及び会社法第115条が無議決権株式の発行量を発行済株式総数の2分の1以下に制限しているのは、経営者等が25%以下の出資で会社を支配することに対し一定の歯止めをかけることにあると考えられるから、75%とすることが考えられる。

<sup>30</sup> 日本の会社法でこのスキームを実現するには、取得条項付株式を用いるか、無議決権株式であれば議決権が復活する要件とすることなどが考えられる。

<sup>31</sup> この点については、近時、大量の新株又は新株予約権の第三者割当を行うことにより、現存株主の権利が毀損されていると思われる例がしばしば散見され、特に株式併合などと

は無関係であることから、ブレークスル一条項を導入することを排除するまでの理由はないと考えられる<sup>32</sup>。

## ② サンセット条項

本報告書において、サンセット条項とは、議決権種類株式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みなすことのできる場合に、スキームを解消させる方策をいう。

議決権種類株式の上場の意義としては、安定的な支配により、創業者等による長期的視点にたった企業価値の向上への取組みが期待できることがあげられている。もしそうであれば、そのような目的が終了した場合、同目的を逸脱した場合又は同目的を達することができないことが確定した場合には議決権種類株式のスキームを解消することが社会的に望ましいと考えられる。そこで、このような考え方のもと、スキーム解消策を検討することとなるが、目的が終了したか等の判断を株主（場合によっては種類株主）の意思に委ねるか、一定の事由をもってそのようにみなしてスキームを解消させるか等によりバリエーションが生じうる。かかるバリエーションとしては、主として(a)目的が終了したか等の判断を株主の意思に委ねるものとして、一定期間<sup>33</sup>経過後に一株一議決権とする株主総会の特別決議<sup>34</sup>等によりスキームの解消を可能とするもの、(b)目的を逸脱した又は目的を達し得ない状態になったとみなされる例として、支配株主グループの発行済株式総数に占める保有割合が一定以下<sup>35</sup>になった場合に

組み合わせた場合にはかかる弊害は顕著である。現行会社法の下では、かかる第三者割当も有利発行にあたらない限り発行可能株式総数の定めの他は特段の規制はないが、東証としてかかる第三者割当を無制限に認めてよいかという点については、今後、上場制度総合整備懇談会の場で議論すべきこととされている。

(<http://www.tse.or.jp/rules/seibi/071116.pdf>)

<sup>32</sup> その他に、支配株主がいる場合に限ってこのような要件を求めるべきという考え方もありうるが、これを要件にするにあたっては、後から支配株主が現れた場合の対応が困難である、「支配株主」の定義に該当しない者に保有させることにより容易に潜脱が可能であるなどの制度の運用上の課題をまず解決する必要がある。

<sup>33</sup> 企業の中期経営計画の期間と同様、3年から5年程度とすることが考えられるとの提案がなされたが、議決権種類株式の導入の意義が、長期的な視点にたった経営が可能となることにあることからすると、中期経営計画の期間ではその意義が生かされず、合理性がないという意見が多かった。そこで、長期的な視点に立った経営を可能とするため、例えば譲渡等の際の転換条項が定款上定められている場合など、投資者の権利保護に十分な配慮がなされている場合には、より長期とすることを認めることなどが考えられる。

<sup>34</sup> 複数議決権方式の場合には、単元株式数をその時々に応じて定めることは容易でなく、一株一議決権方式による株主総会の実現は困難と考えられる。その場合、会社法上の株主総会としての効力のない勧告的決議のようなものとして実現することが考えられる。

<sup>35</sup> 会社法第115条の趣旨から、25%以下とすることが考えられる。前注(29)参照。

は、スキームが自動的に解消されるものなどが考えられる<sup>36</sup>。なお、類型Ⅱ及びⅢにおいて、サンセット条項が発動すると、議決権種類株式の導入に賛成していないA種株式の一般株主の議決権が害されるのではないかとの懸念については、ブレークスル一条項において論じられたことと同様に考えられる。

### ③ 謹度等の際の転換条項

本要件は、A種株式の謹度や移転等により、実質的に保有者が変更した場合、B種株式に強制転換されるというものであり、複数議決権方式の類型Ⅰの場合のみ課しうる要件である<sup>37</sup>。Google Inc.がNASDAQにおいて新規公開した際に、かかる転換条項を設けている<sup>38</sup>。通常、A種株主の個性に着目して複数議決権方式が導入されることからすれば、保有者が変更された場合は、スキームは解消されるべきとの価値判断に基づく要件である。

かかる転換条項については、非上場のA種株式を謹度すると上場株式になり流動性を得られるという点で、相続などがあった際に売買をしやすくなる等、A種株主にとってもメリットがあるという指摘がある一方、保有者の変更がある場合全てに厳密に適用されることとすると、例えば、当初よりA種株式を保有していた他のA種株主に謹度される場合など不都合があるとは考えにくい事例についてまで適用されることになるため、かかる場合については、例外をガイドライン等において明確にすることも考えられる<sup>39</sup>。なお、本要件による転換は、Google Inc.などの例と同じく、1株対1株の割合によることを想定している<sup>40</sup>。

## (b) 極めて小さい出資割合による支配権の確保を制限する方策

<sup>36</sup> 米国における例であるが、(b)のタイプのサンセット条項を入れているものとしては、Dow Jones & Company Inc. 等がある（2007年12月1日時点）。

<sup>37</sup> 無議決権株式の場合、A種株式を謹度したらB種株式に転換されるとすれば、最終的に全ての株式が無議決権株式となってしまう。また、ある株主がA種株式を謹度したらB種株式が全てA種株式に転換されることとすれば、謹度をしていないA種株主が害されることになる。また、複数議決権方式であっても、A種株式が上場している場合には、事実上の謹度制限である本要件は課すことができない。

<sup>38</sup> 詳細については、<http://investor.google.com/charter.html>

<sup>39</sup> Google Inc.の定款でもかかる場合は、強制転換の例外として認められている。

<sup>40</sup> これについては、A種株式のB種株式に対する議決権の倍率が10倍である場合には、A種株式1株について、B種株式10株に転換することも考えられるのではないかとの意見があった。しかし、このような転換を認めれば、出資割合が小さいままで10株の議決権相当分の利益を得るという点でスキームの解消に向かうものとはいはず、また、このような取扱いは、「議決権を行使できる事項」に関する調整のみならず、残余財産請求権その他の経済的価値についても異なる取扱いを認めるに等しく、議決権に焦点を絞って検討するという当実務者懇談会の目的から外れ、別途の検討を要する。

#### ④ 少議決権株式の発行数の制限

議決権制限株式の発行数の上限を発行済株式総数の2分の1と定める会社法第1115条の趣旨は、経営者等が小さい出資割合で会社を支配することに対し一定の歯止めをかけることにあると考えられる。これによれば、無議決権株式の場合、支配権を取得するには25%を超える出資が必要となる。これと同じ趣旨は、複数議決権方式における議決権の少ない株式の発行にも当てはまりうる。そこで、例えば、複数議決権方式におけるB種株式の発行数の上限を発行済株式総数の2分の1と定めることが考えられる。これにより、いかなる議決権割合をとろうとも支配権を取得するには少なくとも25%<sup>41</sup>を超える出資が必要となる。ただし、本要件については、複数議決権方式を利用した将来の資金調達に制限を設けることになるため、スキームの価値が大きく損なわれる。そのため、同じ目的を達成できる他の要件があれば当該他の要件と選択的に課すべきであると考えられる。

#### ⑤ 議決権倍率の制限

④と同じ趣旨は、A種株式のB種株式に対する議決権の倍率を一定の割合以下に抑えることによっても実現可能である<sup>42</sup>。仮に、④と同様、支配権の取得に25%を超える出資を必要とする場合、当該倍率は3倍未満であることが求められることになる<sup>43</sup>。したがって、本要件を課す場合には、B種株式の単元株式数はA種株式の3倍未満しか認められず、これを超えてA種株式の例えば10倍や100倍の単元株式数を有するB種株式の存在は認められないこととなる。

#### (c) 株主利益の保護の方策

##### ⑥ 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、A種株主とB種株主の間で利害が相反する場合がある。そこで、会社法第322条第1項各号に規定されるような株式の内容への影響が大きいと思われる事項について、各種類株式の利害が相反し得る場面について検討する。

会社法は、特定の種類の株式の種類株主が害されることを防止するため、第322条第1項を設け、定款の変更や会社の組織的行為等の一定の重要な事項を会社が行うときで、「ある種類の株式の種類株主に損害を及ぼすおそれがあるとき」は、当該種類の種類株主総会の決議を要するものと定めている。かかる種類株主総会の決議は、同条第2項及び第3項により、定款に規定すれば株式

<sup>41</sup> 例えば、倍率10倍の場合は、27.5%の出資が必要となる（図表1参照）。

<sup>42</sup> 当然ながら、本要件は、無議決権株式には適用できない。

<sup>43</sup> 図表1及び前注(23)参照。

の内容の変更その他株式に関わる一定の定款の変更<sup>44</sup>を除き、排除することが可能であるが、議決権種類株式におけるB種株式は、「議決権」という権利保護の場面において最も重要な役割を果たす権利について不利な取扱いを受ける種類株式であることから、他の種類株式と比べて株主の権利侵害が惹起されやすい。そこで、同条第2項や第3項にかかわらず、同条第1項に定める場面において、B種株主を保護するための方策を求めることが考えられる。かかる方策としては、(i)会社法第322条第2項に基づき定款で種類株主総会の決議を排除することを禁止すること、(ii) 同条項に基づき定款で種類株主総会の決議を排除することを認めつつも、同条第1項に掲げる事項につき、事前に特別な委員会等の利害関係のない第三者の意見を聴取すること<sup>45</sup>、(iii)同条第2項に基づき定款で種類株主総会の決議を排除することを認めつつも、事前に会社法第322条第1項に掲げる各場合におけるB種株主を害さないような取扱いを定款に定めておき、これに従う限りは種類株主総会の決議は不要とすることなどが考えられる<sup>46</sup>。もっとも、保護の方策としては様々な態様がありうることから、会社法第322条第1項に定める場面におけるB種株主の保護として適切と認められる他の方策が十分に講じられていれば足りる。

なお、(i)については、会社法第322条第1項の「損害を及ぼすおそれ」の有無について保守的に解釈する実務が定着しているため、もしこのような要件が課されれば、常に種類株主総会の開催が必要となり、事実上種類株主に拒否権を与えるに等しいという反対意見があったが、かかる点については、要件(ii)又は(iii)などのその他の方策を講じれば足りるとすることで回避できる。

## ⑦ 支配株主と会社の利益相反取引の場面における少数株主の保護

議決権種類株式を利用する会社では、同じく利益相反が問題となりうる子会社上場等と比較しても、より小さい出資割合により支配状態を創出することができることから、支配株主<sup>47</sup>と少数株主との利益相反がより顕著となる。そこで、

<sup>44</sup> ただし、単元株式数についての定款の変更は除く。

<sup>45</sup> 企業価値が向上するか否かという観点から判断すればよい買収防衛の局面と異なり、適切な利益調整がなされているかの判断は困難であり、実際には事前に定款等に定めておく方法で対応するほかないのではないかという指摘もあった。

<sup>46</sup> なお、上場会社が組織再編における存続株式会社等となる場合で、当該組織再編に際して定款変更を要せずB種株式を発行する場合など、第322条第1項の事由であっても必ずしも株主保護の方策を要しない場合も考えられる。また、株主保護の方策を要する場合でも、事前に取扱いを定めることが難しい場合も考えられ、可能な範囲で取扱いを定めたうえで、取扱いを定めない事項については特別委員会等の第三者の意見を聴取することを要する旨の規定をおくことも考えられる。

<sup>47</sup> 「支配株主」の定義についてここでは詳細に論じないが、一定の関係者も含む概念とすべきである。例えば、議決権の過半数を直接又は間接に保有する者とすることなどが考え

ここでは、支配株主と会社の利益相反取引による弊害を防止するための諸方策を検討する<sup>48</sup>。

かかる具体的方策としては、まず、支配株主から独立した立場の取締役や社外取締役の選任を義務付けることが提案されたが、単に選任するだけでは意味をなさない。そこで、買収防衛策の導入が経営者の恣意的判断に依存するものではないことを求められている<sup>49</sup>のと同様に、支配株主と会社が重要な取引<sup>50</sup>をするような場面において、かかる取引の公正さ<sup>51</sup>を担保できるよう、十分な情報開示に加えて、支配株主から独立した立場の取締役、監査役又は特別委員会等<sup>52</sup>の関与を必要とし、その意見を聴取することを求めることが考えられる。本要件についても、上記⑥と同じく、保護の方策としては様々な態様がありうることから、利益相反の弊害を防止するための方策として適切と認められる他の方策が十分に講じられていれば足りると考えられる。

### (3) 各要件の関係

#### (①、②及び③の関係)

スキームの解消を可能とする方策の各要件を比較すると、①のブレークスル一条項及び②のサンセット条項は、いずれも、支配株主の出資が一定割合を下回る場合に、スキームの解消が可能となるものである。ブレークスル一条項は、発行済株式総数のうち一定割合（75%など）の株式を取得した者が現れた場合にスキームを解消させるものであり、一定程度の出資（例えば25%を超える出資）がない場合には、当該スキームの解消が生じうこととなる。サンセット条項は、株主総会特別決議による解消のスキームであれば、3分の1未満の出資を行う場合、支配株主グループの保有割合による解消のスキームであれ

られる。

<sup>48</sup> なお、本要件については、子会社上場の際の少数株主保護のあり方一般についての議論とも関係してくることから、今後予定されている上場制度整備懇談会における議論と平仄を合わせる必要があるとの指摘があった。

<sup>49</sup> 規程第442条第2号。

<sup>50</sup> 何が「重要な取引」かについては、少数株主の保護と会社経営の迅速性の調和の観点から、一定の基準が定められることが望ましい。

<sup>51</sup> ここでは支配株主と少数株主が直接取引をするのではなく、支配株主と会社が取引を行っていることから、「取引の公正さ」とは、⑥の要件の場合と異なりA種株式とB種株式の利益調整が適切かどうかではなく、会社の利益を害することによって、取引相手である支配株主の利益が図られていないかどうかを判断すれば足りる。

<sup>52</sup> 「支配株主からの独立」とは、少数株主に選任権を与える趣旨ではなく、例えば個人支配株主の親族や法人支配株主の使用人など、支配株主から容易に影響を受け得る者で、利益相反を疑われる地位にある者でなければ足りる。また、少数株主保護が目的であるから、支配株主からの独立性のほか、一定の専門的知見を有するものであることも必要であると思われる。

ば当該基準となる比率以下の出資を行う場合、スキームの解消が生じうことになる。このような観点からは、①のブレークスル一条項及び②のサンセット条項は類似しており、上場要件としては、選択的に適用するべきで、いずれも「一部の株主グループが極めて小さい出資割合で会社を支配するような状況が生じた場合に議決権種類株式のスキームを解消できるようにするための方策」と整理できる<sup>53</sup>。

他方、③の譲渡等の際の転換条項は、出資の割合には関係ない要件であり、①・②とは独立した要件として検討することが適切と思われるところ、目的を逸脱したスキームを存続させる理由はないとの意見が強く、原則として①又は②に加えて要件として採用することが望ましい。

#### (④及び⑤の関係)

④及び⑤は、無議決権株式については、上場要件として課すことができず、複数議決権方式についてのみ、その是非が問われる。両者は、いずれも、支配権の確保のために一定割合を超える出資を求めるものであり、両者は選択的な関係にあると考えられる。

#### (①・②と④・⑤の関係)

①・②の要件は、少なくとも一定割合の出資がないとスキームが解消される可能性がある点で、事実上、少なくとも一定割合を超える出資を求めるものということができる。すなわち、④及び⑤のみならず、①及び②も、支配権の確保のために一定割合の出資を求めるなどを包含するルールであり、これをもって、①・②・④・⑤いずれも選択的要件とすべきであるとの考え方もありうる。しかし、(i) ①・②の規律には、支配権の保持には一定割合の出資を要するという観点に加えて、買収者が発行済株式総数の75%又は3分の2（いずれによるかは、基準の設定による）を取得したときには、①・②ではスキームの解消が可能という観点もあること、(ii) 無議決権株式の場合、「当該株式の取得と引換えに議決権のある株式を交付する旨の定款の定めのない株式」<sup>54</sup>に該当すると公開買付けの対象とならないことから、買収の場面において無議決権株式

<sup>53</sup> ブレークスル一条項やサンセット条項以外でも「一部の株主グループが極めて小さい出資割合で会社を支配するような状況が生じた場合に議決権種類株式のスキームを解消するための方策」といえるものがあれば、かかる方策を導入することでも足りる。また、そもそも議決権種類株式スキームは支配権の移動を制限するものであるという理解に基づき、これらの要件が必要とされることからすれば、仮に支配権の移動を過度に制限しないといえるような議決権種類株式スキームが存在すれば、ブレークスル一条項やサンセット条項は不要とすることも可能であるように思われる。

<sup>54</sup> 発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令第2条第1号。

の株主のみ取り残されるという問題があること等に照らすと、①・②は要件として必須と考えられ、その場合、④・⑤の要件により代替できるものとは考えられず、逆に①・②の要件が満たされている場合には、④・⑤の要件まで求める必要はないと考えられる。

#### (⑥及び⑦の関係並びに①・②と⑥・⑦の関係)

⑥及び⑦は、いずれも議決権種類株式の発行により先鋭化する利益相反による弊害を防止するための規律であるが、⑥は種類株主間の利害が相反する場面における株主保護、⑦は支配株主と会社との利益相反取引の場面における少數株主の保護であることから、両要件は、独立して適用を考えるべき性質のものと考えられる。

両要件については、①のブレークスル一条項又は②のサンセット条項により最終的にスキームが解消される場合には不要であるとの意見、逆に⑥及び⑦の要件により株主保護の方策がとられている場合には、①又は②の要件によりスキームを解消させる必要はないのではないか、との意見もあった。しかしながら、①又は②の要件により最終的にスキームを解消させることができるとしても、スキーム解消までの間、利益相反による弊害は問題となりうることから、①又は②の要件によりスキームの解消が可能であったとしても、⑥及び⑦により株主保護を図る必要がある。また、利益相反からの株主保護の方策をとったとしても、その手当てには限界があることから、極めて小さい出資割合で会社を支配するといった極限状況が生じないスキームに限って上場を認めるべきと考えられ、①又は②によりスキームの解消が可能であることと⑥及び⑦による株主の保護は並列的に課すべき要件と考えられる。

#### (4) 議決権種類株式の上場要件

以上をまとめると、少なくとも以下の要件を満たした無議決権株式並びに複数議決権方式における議決権多い株式及び議決権の少ない株式については、株主の権利の尊重がなされているものとして、原則としてその上場を認めることとすべきと考えられる（下記の図表3も参照のこと）。

以下の5つの方策の全てが取られていること。

- i) 既公開会社にあっては、上場株式より議決権の多い株式を上場させる場合にあたらないこと<sup>55</sup>。

---

<sup>55</sup> 既公開の会社が上場株式より議決権の多い株式を上場することについては、当実務者懇談会が、検討の対象としないこととした関係上、当面解禁されないことから求められる要

- ii) 極めて小さい出資割合で会社を支配するような状況が生じた場合に議決権種類株式のスキームが解消できるような方策がとられていること。
- iii) 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がとられていること。
- iv) 支配株主と会社の利益相反取引の場面における少数株主の保護の方策がとられていること。
- v) 複数議決権方式の類型I（新規公開時におけるB種株式の単独上場）の場合は、A種株式の譲渡等の時にB種株式に転換する条項が付されていること。

図表3：議決権種類株式の上場要件

株式の種類	類型	(a) スキームの解消を可能とする方策		(b) 株主の利益の保護の方策	
		ブレークスルーラー条項 又は サンセット条項等	譲渡時の転換条項	種類株主間の利害が 対立する場面における 株主保護	支配株主と会社の 利益相反取引の場 面における少数株 主保護
無議 決権 株式	類型I (新規公開 / B種単独上場)	○	—	○	○
	類型II (新規公開 / 同時上場)	○	—	○	○
	類型III (既公開 / B種 追加上場)	○	—	○	○
複数 議決 権方 式	類型I (新規公開 / B種単独上場)	○	○	○	○
	類型II (新規公開 / 同時上場)	○	—	○	○
	類型III (既公開 / B種 追加上場)	○	—	○	○

○：要件として課すべき ——：理論的に課すことができない

なお、当実務者懇談会は、会社の自主性を尊重するためできるだけ議決権種類株式のスキームに柔軟性を持たせることが望ましいと考えており、上記①から⑦の個別検討の箇所で言及した具体例の他、同じ目的を達しうる要件が他に存在する場合には、今後、東証で検討の上、当該他の要件も選択肢として認め

---

件であり、今後の議論によっては本要件は不要となることも考えられる。

ることが望ましい。

また、複数議決権方式における類型II及び類型IIIについては、東証が他の証券取引所とともに作成した「売買単位の集約に向けた行動計画」<sup>56</sup>に従い売買単位を100に統一しようとしていることとの関係や銘柄間違いの問題が生じやすいことから、解禁するにあたってはこれらの視点を慎重に考慮すべきであるという意見があった。更に、議決権種類株式市場を成功させるため、投資者が二の足を踏むことのないよう、投資者にとってわかりやすい、できるだけ単純なスキームであること等、投資者が安心して投資できる商品設計がなされているかについて十分配慮することが望まれる。

### (5) その他の上場基準のあり方

流動性等の上場基準については、基本的に、議決権種類株式であるか否かを問わず、一定の水準が必要と思われる。そこで、基本的には、現行の株式の上場基準と同じ基準とするのが適切であるように思われる。

ただし、複数の種類株式を同時に上場する場合には、上場時価総額については、合算が必要になると思われる。

また、無議決権株式の上場の場合には、無議決権株式の株主に対しても株主向け書面（議決権行使書面を除く。）の交付を求めるのが望ましい。

### (6) 優先配当を交付する場合の取扱い等

前述のとおり、上記の議論は、全て普通配当株式を前提としたものである。そこで、議決権の対価として優先配当を付与されている場合、すなわち優先配当議決権種類株式の上場要件は、上記(4)で議論した普通配当議決権種類株式とどのように異なるかについて整理する。

#### (優先配当株の取扱いについて)

優先配当は議決権の対価として交付されるものであることから、優先配当がなされない場合に議決権が復活するような仕組みとなつていれば、議決権がないことによる不利益も甘受すべきで、ブレークスル一条項等の要件は不要であるという意見もあった。しかしながら、優先配当額が議決権の対価として十分といえないような場合までブレークスル一条項等の要件は不要であるとは言い難いこと、優先配当の有無は、議決権がないこと又は少ないと、優先配当により調整するか価格により調整するかという差にすぎず、普通配当株式と区別する本質的な差異とは言えないことから、かかる取扱いは必ずしも適切でないと考えられる。

---

<sup>56</sup> 詳細については、<http://www.tse.or.jp/rules/seibi/keikaku.pdf>

そもそも、上記（4）において議決権種類株式に必要とされた要件は、意思決定の最終的な結果はリスクを負担する者（利益分配又は残余財産の分配に参加する権利を有する者）に帰属する以上、出資割合と支配比率はできる限り比例すべきであるという考え方に基づき、出資割合と支配比率が乖離することによる弊害を防止するという観点から導かれたものである。かかる観点からすれば、優先配当金の支払いを受けた後、残余の分配可能額からの配当も普通配当株式の株主と共に受け取ることができる優先株式（かかる優先株式は一般的に「参加型」と呼ばれる。）については、普通配当株式と同様に会社の利益増大の恩恵又は利益減少の影響を受けるという点で、普通配当議決権種類株式とほぼ同視できる。他方、優先配当金の支払いを受けた後、残余の分配可能額からの配当を普通配当株式の株主と共に受け取ることができない優先株式（かかる優先株式は一般的に「非参加型」と呼ばれる。）は、普通配当株式が会社の利益増減の影響を受けるときも、一定の配当を受けることができる（ただし、配当可能利益がある場合に限る）という点で、普通配当株式と同様のリスク負担をしているとは言い難い。そこで、議決権種類株式が同時に参加型の優先配当株式でもある場合については、普通配当株式と同じく扱い<sup>57</sup>、上記（4）に列挙した要件を求めるこことし、非参加型の優先株式である場合は、普通配当株式とは別に取り扱うことが適切であるように思われる<sup>58</sup>。

なお、優先株式には上記の参加型・非参加型という区別の他に、ある事業年度に優先配当全額の支払いが行われなかつた場合に、不足額について翌期以降の分配可能額から補填支払がなされるか否かによって累積型・非累積型による区別があるが、優先配当金の支払不足が生じる場合に、その不足額の限りで問題になる区別であり、リスク負担の有無という観点から普通配当株式との差異を論じるうえで本質的差異となるものではないことから、ここでは、累積型・非累積型かを問わず、参加型については原則として普通配当株式と同様に扱う

---

<sup>57</sup> 現行の優先株等の上場制度に基づき上場している銘柄は株式会社伊藤園の第1種優先株式のみであり、15円の優先配当を確保しつつ「普通株式1株に対して交付する金銭の額に、125パーセントを乗じた額」が15円を上回る場合には当該金額を剩余金の配当として行うとされている。この優先株式は、参加型に分類されるものであり、中間報告に従い規程の改正等が行われた場合、上記（4）の要件を満たす必要があるものとなる。ただし、既に上場している優先株式については、企業行動規範として求める場合を除き、基本的に規程の改正等の適用除外とすべきことはもちろん、上記優先株式の条項は概ねこれらの要件を満たしているように思われる。

<sup>58</sup> リスク負担の有無という観点から、優先配当が参加か非参加かを区別をするよりも、残余財産の分配において参加型か非参加型で区別すべきであるという意見があった。しかしながら、残余財産の分配という上場会社には極めて稀な局面における取扱いを区別の基準とすることは、適切でないように思われる。なお、参加型についても優先配当部分が議決権の対価として十分と評価できるような場合には、普通配当株式とは別途に考える余地もあるのではないかとの指摘がなされた。

ものとする。

#### (非参加型の優先株式の要件について) <sup>59</sup>

前述のとおり、普通配当議決権種類株式及び参加型優先配当付議決権種類株式に求められる（4）の要件は、（1）の検討の視点で述べたとおり、支配権の移動の制約及び種類株主間又は支配株主と少数株主の利益相反関係の悪化等、出資割合と支配比率の乖離による弊害を防止するという観点から株主保護のために要求される要件である。

非参加型の優先配当株式については、基本的には社債と同視でき、残余財産の増大については利害関係を有しておらず、シナジーの創出や経営陣に対する規律といった支配権の移動から生じるメリットを享受し得ない。したがって、支配権の移動を阻害することを防止するための要件である、ブレークスル一条項やサンセット条項等、「極めて小さい出資割合で会社を支配するような状況が生じた場合に議決権種類株式のスキームが解消できるような方策」の他、スキームを終了させるための要件であるA種株式を譲渡した場合のB種株式への転換条項も不要であると考えられる。

これに対して、利益相反による弊害を防止する方策については、別途検討の必要がある。まず、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についてであるが、会社法第322条第1項の列挙事由は、いずれも種類株式の権利内容に大きな影響を与える事項であり、残余財産の増大への利害関係とは関わりなく保護されてしかるべき事項である。社債の内容の変更の際には、全社債権者の同意を得るか、社債権者集会の決議を得ること<sup>60</sup>が必要であることに照らしても、かかる取扱いは適切と考えられる。

他方で、支配株主との利益相反取引の場面における少数株主の保護については、A種株式を有する支配株主が権利を濫用して会社財産に損害を与えたとしても、残余財産の増大に利害関係のない非参加型優先配当株主にはほとんど影響がなく、これに対する保護の方策は不要であるとの考え方もありうるようと思われる。しかし、支配株主が存する場合においては、B種株主のみならず、A種株式の一般株主についても配慮する必要があることから、今後予定されている上場制度整備懇談会における議論と平仄を合わせることが望ましいと考えられる。

なお、かかる非参加型の優先配当株式の単独での上場まで認めるべきかにつ

<sup>59</sup> 過去に優先株市場に上場していたことのある優先株式のうち、さくら銀行（現・三井住友銀行）の優先株式については、非参加型・非累積型、日立造船の優先株式については、非参加型・累積型であった。

<sup>60</sup> 社債権者集会の決議による場合は、当該決議は裁判所の認可があつてはじめてその効力を生じる（会社法第734条）。

いては、今後実務的なニーズを見極めつつ更に検討の必要がある。

## IV 実務上の諸問題

### 1 はじめに

議決権種類株式の実際の上場にあたっては、以上で検討した上場制度上の諸問題に加えて、東証株価指数（以下「TOPIX」という。）や証券コード等の実務上の諸問題についても、考え方や取扱いの整理、システム対応等が必要になると考えられる。

当実務者懇談会は、上場制度に関する検討を中心的な目的として設置されたものではあるが、実務上の諸問題は、上場制度のあり方と密接に関連するものであり、また、現実にこれらの制度が機能するためには、実務上の諸問題が適切に解決されることもきわめて重要である。そこで、当実務者懇談会としては、実務上の諸問題についても、問題提起を行うこととする。東証においては、当実務者懇談会の問題提起及び幅広い市場関係者のニーズ等を総合的に考慮の上、適時適切な対応を行うことが望ましい。

### 2 市場区分等<sup>61</sup>

#### （1）問題の所在

東証の上場株式に関する市場には、本則市場とマザーズとがあり、本則市場上場銘柄は、更に市場第一部銘柄と市場第二部銘柄とに分かれる。市場第一部銘柄である内国「普通株式」は、TOPIXに組み入れられることとされている。また、優先株等は、上場株式と同一の市場区分に指定されることとされているが、これらは市場第一部銘柄であってもTOPIXには組み入れられていない。

議決権種類株式の市場区分等については、議決権種類株式の上場であることを投資者にとって理解しやすい方法で表示するという観点から、従来の上場株式とは別の区分を新たに設けることが考えられる<sup>62</sup>。

#### （2）整理の方向性

従来の市場区分等とは別に新たな市場区分等を設けることは、議決権種類株式であることを投資者にとって理解しやすい方法で表示するという目的のためには有効な手段である。しかし、会社による開示、証券コード、フラグの設定

<sup>61</sup> 市場区分等は上場制度上の問題だが、TOPIXのあり方のような実務上の諸問題に密接に関連するため、ここで議論することにした。

<sup>62</sup> 従来の上場株式と別の区分とする場合には、議決権種類株式はTOPIXの対象からは必ず除外されることとなる一方、同一の区分とする場合であっても、現行制度上の優先株等のように、TOPIXの対象にならない場合もある。

などの他の手段によっても、議決権種類株式であることを投資者に分かりやすく伝えることは可能である。また、議決権種類株式の市場区分等を新たに設けるとすると、従来、企業の規模や流動性等を基準としていた市場区分の考え方を大きく変えてしまう。

これまで優先株式や外国株等、基本的商品性が共通するものについては、同一の市場区分としてきたという経緯も考えると、議決権種類株式であることの表示は市場区分以外の方法で図ることとし、議決権種類株式に関する市場区分については、新たに設けないこととしても問題ないようと思われる。

### 3 TOPIX

#### (1) 問題の所在

TOPIXは、東証が算出する指数で、現在に至るまで、東証の市場第一部銘柄である内国普通株式を対象として計算してきており<sup>63</sup>、その算出方法については、東証が利用者の意見等を踏まえて定めている。

議決権種類株式をTOPIXの対象にすることの是非については、市場参加者の間でも多様な意見がある。

投資者の意見としては、例えば、TOPIXをベンチマークとしてパッシブに運用する機関投資家には、議決権種類株式がTOPIXの対象とされて運用対象に加えられることに否定的な意見がある。ただし、パッシブ運用の投資者の中にも、議決権種類株式に特段否定的ではなく、もし商品の魅力があれば是非投資対象にしたいという意見や、逆にTOPIXに採用されないことにより投資対象にできないことを懸念する意見もある<sup>64</sup>。また、アクティブ運用を行う投資者の立場からは、商品の魅力があれば投資対象とはしたいが、投資対象とする銘柄の十分な流動性の確保の観点から、TOPIXへの採用を期待する意見もある。

他方、議決権種類株式の利用者である会社や、取引参加者である証券会社の立場から、高い流動性を確保し商品及び市場の発展を促す観点から、TOPIXへの採用を強く求める意見が寄せられている。

議決権種類株式が、日本における主要なインデックスであるTOPIXに採用されるか否かは、議決権種類株式の流動性ひいては商品性に大きな影響のある問題であるため、当実務者懇談会としては、主に、議決権種類株式の利用価値を高める観点から、いくつか問題提起を行うことしたい。

---

<sup>63</sup> 算出要領については、<http://www.tse.or.jp/market/topix/float/yoryo.pdf>

<sup>64</sup> 議決権種類株式を発行していないTOPIX採用の上場会社が、無償割当の方法により無議決権株式を発行するような場合、当該無議決権株式は、TOPIXに採用されなければ、TOPIXをベンチマークとする投資者から売られてしまい、無償割当の前後で変化しないはずの株式価値が大きく下落してしまうという指摘もある。

## (2) 日本及び諸外国の指標採用の状況

TOPIXは、東証の市場第一部に上場する内国普通株式全銘柄を対象とした指標であるとされており、新株予約権証券及び優先株等については算出の対象としない取扱いとなっている。

日経平均株価は、算出対象とする225銘柄の選定については東証の市場第一部上場銘柄から流動性・業種セクターのバランスを考慮してなされるものとされているが、議決権種類株式の取扱いは明らかではない。

なお、拒否権付種類株式を発行している国際石油開発帝石ホールディングスの上場株式は、TOPIXと日経平均株価の双方について、組入れの対象とされている。

海外における複数議決権株式又は無議決権株式を導入している上場会社の指標への採用状況をみると、TOPIX同様、証券取引所が算出する指標であるNYSE総合指数<sup>65</sup>及びNASDAQ総合指数<sup>66</sup>では、多議決権株式と少議決権株式を両方上場している場合に、その両方を採用している。他方、S&P500指数や、ドイツの主要30企業で構成されるドイツDax指数では、複数種類を上場している場合には、流動性の高い方を採用することとなっている。このように、海外における議決権種類株式の指標採用の状況は多様である。

## (3) 議決権種類株式上場の観点から見た指標算出基準

TOPIXの経済・統計指標、ベンチマーク及び投資対象としての継続性の観点からは、指標算出基準の継続性は非常に重要である。他方で、浮動株比率をTOPIXに反映したように、環境変化等に対応して、適宜見直しの検討を

<sup>65</sup> 「NYSE総合指標は、NYSEに上場している全ての「普通株式」のパフォーマンスを示すよう設計されており、その対象には、ADR、REIT、トラッキングストックを含む。」(<http://www.nyse.com/marketinfo/indexes/nya.shtml>)とされている。ただし、ここでいう普通株式は、日本で一般的に言われている普通株式と異なり、無議決権株式等を含む概念であり、NYSEの用語集によれば、「普通株式の株主は、より大きなリスクを負担するが、より大きな支配権を有するのが通常であり、配当や資本増価によって、より大きな利益を得ることができる。」とされている。また、「優先株(Preferred Stock)」は対象とされていないものの、その定義は、「会社の利益に関わらず、一定の配当の支払いを普通株式に優先して受ける株式をいう。優先株には議決権がなく、もし会社の利益が著しく増えて、普通株式がより多くの配当を手にすることになったとしても、優先株主は同額の配当額しか受け取ることができない。」とされている。この定義によれば、非参加型の優先株式のみ指標の対象から排除されることになる。

<sup>66</sup> NASDAQ総合指標は、NASDAQ市場に上場する全ての国内・国外の普通型株式(common type stocks)を対象としている。

(<http://dynamic.nasdaq.com/services/indexes/default.aspx?page=indexInfo&index=IXIC>)

行うことも必要と考えられる。

議決権種類株式の発行・上場の事例は、優先株等を除けば従来なかったが、今後は、上場制度の整備によってこのような事例が増えることも予想される。このような環境の変化に対応して指数算出基準のあり方を見直すことはあってよいと考えられる。

TOPIXは、市場第一部に上場する内国「普通株式」を対象にする指数だが、ここでいう「普通株式」の意味するところは明らかではなく、また議決権種類株式の発行・上場事例はないため、事例の蓄積もない。そこで、TOPIXの指数算出基準の明確化のために、まず「普通株式」の意味するところを明らかにすべきであるとの意見が呈された。この場合、拒否権付種類株式の発行会社の上場「普通株式」がTOPIXに採用されていることや、優先株式が採用されていないことと整合的な取扱いとなることが望ましい。また、なるべく予見可能性の高い基準であることが望ましい。

ちなみに、「普通株式」という用語は、会社法には存在しない。会社が会社法第107条や第108条に基づく定款の定めを何も置かないような場合に、会社法がその内容を自動的に定めてくれるものと「普通株式」とするという考え方はあるが<sup>67</sup>、会社法第108条第1項において、同項に列挙された事項について株式の内容が異なる場合には、「種類」であるという整理がされているため、内容の異なる株式について定款の定めを置くと、その時点で、当該会社の発行するすべての株式はいわば「種類株式」となり、そのいずれかが「普通株式」であるという区別はされていない<sup>68</sup>。例えば、拒否権付種類株式と、何も定めのない株式の2種類がある場合には、何も定めのない株式は、拒否権付種類株式によってその権限が制限されたものとなるというように、株式の内容は相対的に定まるものであるため、どちらを「普通株式」と呼ぶべきかは必然的に定まるものではない。

このような整理によれば、拒否権付種類株式や優先株式などを発行している会社の上場株式はすべて「普通株式」にはあたらないとも考えられ<sup>69</sup>、必ずしも現行の実務が首尾一貫しているとまではいえないとの指摘もある。このような指摘に加えて、議決権種類株式のTOPIXへの組み入れについて何らかの対応を要望する声が多いことを考えると、当実務者懇談会は、議決権種類株式の利用価値を高める観点から、東証において議決権種類株式のTOPIXへの組入れに向けた対応を行うべきと考える。

<sup>67</sup> 神田秀樹『会社法〔第9版〕』(弘文堂・2007) 68頁。

<sup>68</sup> 相澤哲ほか編著『論点解説 新・会社法 千問の道標』(商事法務・2006) 54頁。

<sup>69</sup> この整理によれば、拒否権付種類株式を発行している国際石油開発帝石ホールディングスの上場株式も、非上場の優先株式を発行している会社の上場株式も、TOPIXの対象になりえないこととなる。

このほか、一つの会社について上場株式が複数あるときに、そのすべてをTOPIXに採用することの是非という問題もある。仮に一つの銘柄を選ぶ場合にはその基準が問題になるが、例えば、株式時価総額等の流動性の大きさや、占めている議決権の大きさを基準とすることが考えられる。前者の場合は、少議決権株式又は無議決権株式の単独銘柄の上場であれば当該上場銘柄が、複数銘柄の同時上場であればより株式時価総額の大きいほうが、指数の算出対象となる。また、後者の場合、少議決権株式又は無議決権株式の単独銘柄の上場であれば、当該銘柄はTOPIXの算出対象とならず、複数銘柄の双方上場であれば、議決権の多い方又は議決権を有する方の株式が、指数の算出対象となる。しかし、これについては、TOPIXが上場会社全体の株主価値に関する指標であることを踏まえると、TOPIXに採用する銘柄を一社につき一つに限る必要は特にないのではないかと考えられる。

#### 4 証券コード

証券コードは、証券コード協議会が管理している<sup>70</sup>。株券のコードについては、「普通株式」<sup>71</sup>は固有名コード4桁のみで表示し、それ以外については、予備コード1桁を最後に加えることとしている。具体的には、新株式の場合は1、第二新株式の場合は2、優先株式の場合は5、新株予約権証券の場合は9を加えることになっている。その他の種類株式については、残りの番号（3、4、6、7、8）の中から、上場順に、若い番号を付けていくことになっている。

新規公開会社による単独銘柄の上場の場合、このルールから直接結論を導き出すことはできないが、議決権種類株式であることを投資者に十分に理解してもらう観点からは、予備コードを利用することが望ましい。既上場会社が議決権のより少ない株式又は無議決権株式を上場する場合については、このルールを前提とすると予備コードを利用することになる。新規公開時に複数銘柄が同時に上場する場合は、既上場会社による議決権のより少ない株式の上場との平仄の観点から、議決権の多い方を「普通株式」と同じとし、少い方で予備コードを利用する方がよいと思われる<sup>72</sup>。

他方、議決権種類株式については「普通株式」とは別の固有名コードを割り当てるべきとの意見もあった。機関投資家の中には予備コードにシス

<sup>70</sup> 「株式及び公社債銘柄コードの設定、変更及び削除に関する取扱い要領」参照。

(<http://www.tse.or.jp/sicc/code/codestock.pdf>)

<sup>71</sup> 普通株式の意義については、(3)と同様の問題があるが、ここでは触れない。

<sup>72</sup> 上場会社が複数の銘柄を上場している場合のTOPIXの取扱いとの関係では、仮にそのうち一つの銘柄をTOPIXの対象とする場合であっても、固有名コード4桁のみを割り当てられた銘柄が当然にTOPIXの対象となるべきとまではいえない。

テム上対応していないところもあること<sup>73</sup>、議決権種類株式であることを投資者に十分に理解してもらうためには予備コードが必須とまではいえないことなどがその理由である。ただし、これについては、利用できる証券コードの数の不足や証券コードが一社につき複数あることによる投資者らの混乱が懸念される。

なお、これらの証券コードの取扱いについては、システム上の対応の必要性についても、検討が必要である。

以上を踏まえたうえで、議決権種類株式の実現に向け、証券コード協議会との間で更に協議・検討をすすめていくことが望ましい。

## 5 その他の諸問題

### (1) 売買単位

東証では、内国株式の売買単位は、上場会社が単元株式数を定めているときは当該単元株式数とし、定めていないときは1株としている<sup>74</sup>。そのため、例えば会社が100株単元と1000株単元の2種類の株式を発行して、上場するような場合は、前者の売買単位は100株、後者の売買単位は1000株となる。

売買単位については、投資者にとっての分かりやすさの観点から、1種類のみの上場の場合（すなわち新規公開の場合）は、原則として、100株単位を採用するのが望ましい。単元の異なる複数の株式が同時に上場する場合は、単元がそのまま売買単位になるため、売買単位の大きさや分かりやすさについても考慮する必要がある。例えば、A種株式の議決権がB種株式の3倍であるような場合のA種・B種の同時上場のような手法は、投資者にとってわかりにくいため望ましくない。また、100株単元と1000株単元の株式の同時上場のような場合については、1000株単元株式の投資単位が非常に大きくなる可能性があることについても考慮が必要である。

したがって、複数議決権方式の同時上場(類型II及びIII)を解禁する場合は、この点に関して慎重に検討する必要があると思われる。

### (2) 3種類以上の種類株式の発行

理屈のうえでは、一つの会社が、議決権種類株式を3種類以上発行・上場することも考えられる。3種類以上の議決権種類株式の発行により、2種類だけの場合よりも多様な設計が可能になると考えられ、会社にとっては利便性が高まると思われるが、他方で、投資者にとっては、複雑で分かりにくい設計とな

<sup>73</sup> 一部の機関投資家が議決権種類株式のTOPIX採用に消極的な理由として、予備コードへの対応が困難であることを挙げる指摘もあった。

<sup>74</sup> 業務規程第15条。

る。更に、3種類以上の同時上場ということになれば、証券コードの不足の可能性に加えて、投資者が一層混乱することも懸念される。そのため、3種類以上の種類株式の発行は、即座に否定されるものではないが、会社は、その必要性をあらかじめ慎重に検討することが望ましい。

## V 今後の検討事項

以上、当実務者懇談会では、新規公開会社による議決権種類株式及び既公開会社による既公開の株式より議決権の少ない株式についての上場要件等について考え方を整理したが、既公開会社による既公開株式より議決権の多い株式の上場要件については、検討の対象とはしていない。しかしながら、本報告書に基づいて無議決権株式の単独上場が解禁された場合、現行の上場規則<sup>75</sup>に基づくと、その後に議決権付株式を上場することができないのではないかといった問題も生じてくるほか、現在では上場廃止要件とされている上場株式より議決権の多い株式の発行についても会社の財務状況が著しく悪化した場合などの一定の状況においては認めてよいのではないかといった問題意識もありうる。これらの問題については、新規公開会社による議決権種類株式の上場要件及び既公開会社による上場株式より議決権の少ない株式の上場要件よりも、既存の一般株主の保護の観点から、慎重な考慮が必要であることから本報告書の対象とはしていないが、更に議論・検討を継続することが望ましい。

---

<sup>75</sup> 施行規則第601条第12項第1号e。

## 委員名簿

座長	黒沼 悅郎	早稲田大学大学院法務研究科 教授
メンバー	安部 利則	日興シティグループ証券 エクイティ・キャピタル・マーケット部 バイス プレジデント
〃	瓜生 真久	大和証券SMB C キャピタル・ソリューション部 部長（平成19年10月より）
〃	貝原 達男	野村証券 公開業務開発部次長
〃	佐久間総一郎	新日本製鐵 総務部法規担当部長
〃	佐山 展生	GCA 代表取締役パートナー 一橋大学大学院国際企業戦略研究科教授
〃	菅井 博之	住友商事 財務部資本市場チーム長
〃	武井 一浩	弁護士 西村あさひ法律事務所
〃	戸嶋 浩二	弁護士 森・濱田松本法律事務所（平成19年9月 より）
〃	野村 修也	中央大学法科大学院 教授
〃	東野 稔	大和証券SMB C キャピタル・ソリューション部 部長（平成19年9月まで）
〃	松尾 健一	同志社大学 専任講師
〃	松岡 直美	ゴールドマン・サックス証券 株式資本市場部長

## 第2回ゲストスピーカー

山本 卓 企業年金連合会 年金運用部 株式グループリーダー  
チーフ・ファンドマネージャー

## 第3回ゲストスピーカー

葉玉 匡美 弁護士 TMI 総合法律事務所

(敬称略：五十音順)

## 審議経過

第1回（平成19年7月6日）

懇談会の設置の経緯について

今後の進め方について

第2回（平成19年7月26日）

種類株式に関する学説の状況について

機関投資家へのヒアリング

第3回（平成19年8月28日）

議決権制限プランについて

第4回（平成19年9月18日）

実務上の諸問題について

「新規公開時」の意義について

第5回（平成19年10月24日）

「新規公開時」の意義について（続き）

種類株式の上場要件について

第6回（平成19年11月7日）

種類株式の上場要件について（続き）

第7回（平成19年12月5日）

実務上の諸問題について

報告書のとりまとめについて

第8回（平成19年12月18日）

報告書のとりまとめについて（続き）

## IPOの活性化等に向けた上場制度の見直しについて

平成26年2月5日  
株式会社東京証券取引所

## I 趣旨

政府では、昨年6月に閣議決定した「規制改革実施計画」及び「日本再興戦略」において、起業や新規ビジネスの創出を促すためにリスクマネーの供給の促進に取り組む方針を掲げており、金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」では、IPO活性化策を含めその具体的な施策が検討され、昨年12月に報告書が取りまとめられました(注)。その検討を踏まえ、当取引所におけるIPO活性化策として、新規上場時の株主数基準の引下げを行うこととします。

また、議決権種類株式の上場制度について、我が国においても利用ニーズが顕在化しつつある中で、今後の健全な利用を図るため、上場審査の観点を明確化するなど所要の制度整備を行います。

(注) 金融庁ホームページ ([http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/base.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/base.html)) を参照。

## II 概要

項目	内 容	備 考
1. 新規上場時の株主数基準の引下げ	<ul style="list-style-type: none"> <li>マザーズ、JASDAQスタンダード及びJASDAQグロースの新規上場時の株主数基準は200人以上となる見込みがあれば足りるものとします。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>現在は300人以上となる見込みであることを求めていきます。</li> <li>廃止基準(150人)については現行どおりとします。</li> </ul>
2. 議決権種類株式に係る上場審査の観点の明確化	<ul style="list-style-type: none"> <li>議決権種類株式の利用の必要性及び当該必要性に照らしたスキームの相当性について、上場審査において株主共同の利益の観点から確認することを明確化します。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>既存の審査項目のうち、①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のスキーム解消条項(サンセット条項又はブレークスル一条項)及び②譲渡等が行われるときの転換条項については、今後は相当性に関する審査項目としてその内容を評価します。</li> <li>少数株主保護のための方策などその他の審査項目については現行どおりとします。</li> </ul>
3. その他	<ul style="list-style-type: none"> <li>その他所要の改正を行うものとします。</li> </ul>	

## III 実施時期(予定)

- 平成26年3月を目途に実施します。

以 上