

# グロース市場に関する フォローアップ会議にあたっての意見

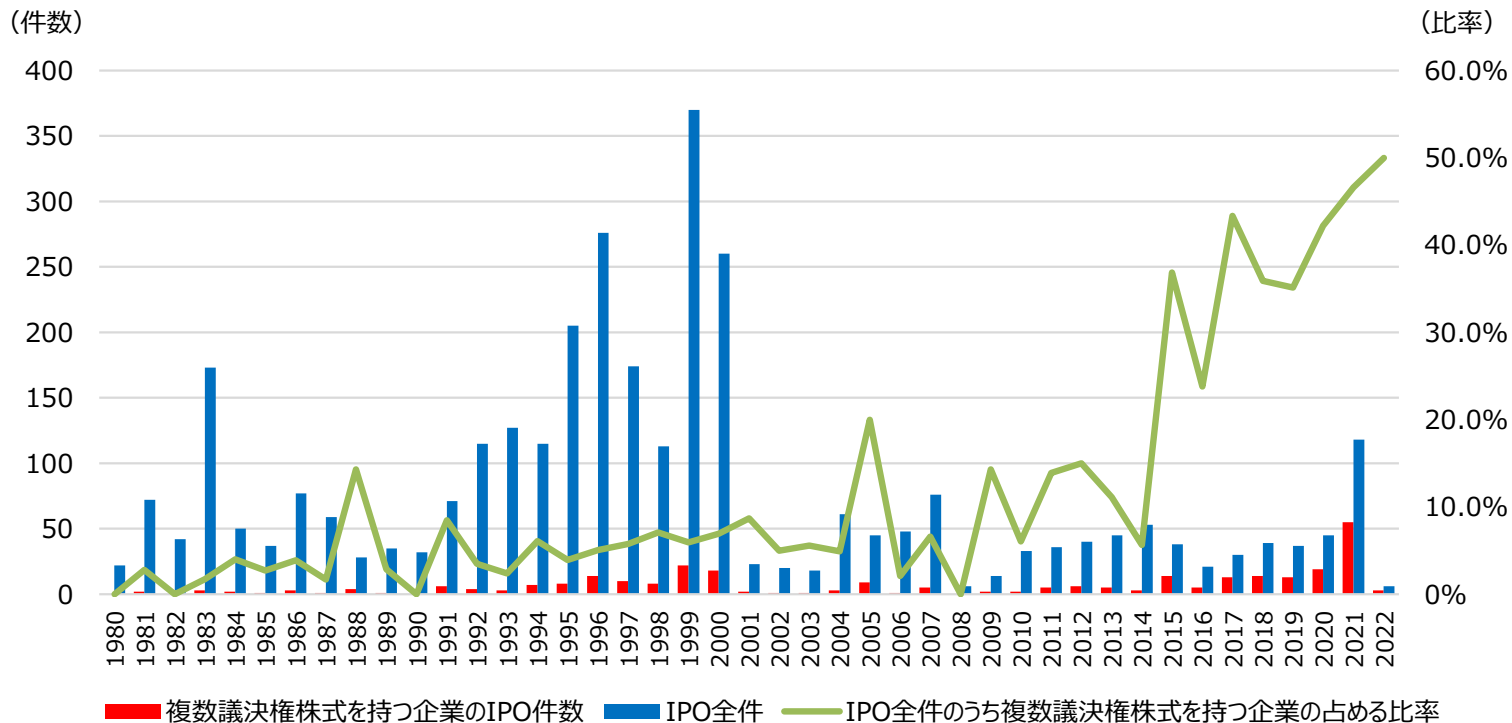
2023年2月15日

経済産業政策局

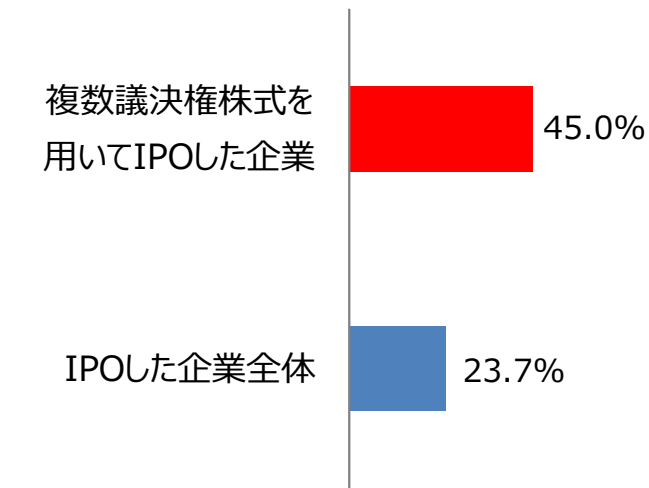
# 米国におけるスタートアップの上場時の複数議決権株式の活用

- 外部からの資金調達と、創業者の経営への主導権を両立する手段として、**米国では上場時に創業者が複数の議決権を持つ種類株式（Dual Class Share）を付与した上で上場している事例が、特にテクノロジー系企業で多い。**
- また、**複数議決権株式を用いて上場した企業の株価上昇率は相対的に高い。**

複数議決権株式を持つ米国企業のIPOの状況  
(テクノロジー系企業について)



IPO後の株価動向の比較  
(上場後3年間の株価上昇率)



備考：1980年から2020年に上場した企業が対象

※テクノロジー系企業：主にIT関連企業

(出典：フロリダ大学Jay R.Ritter教授「Initial Public Offerings: Updated Statistics (January 24, 2023)」より経済産業省作成)

# 日本における複数議決権株式等の活用について

- 米国等では、テクノロジー系企業を中心に、新規上場企業による複数議決権株式の上場が活発に行われている。一方で、日本では、東証の有価証券上場規程において一定の制約の下で認められているものの、活用事例は1事例にとどまる。
- スタートアップ企業の創業者が、議決権の希薄化を抑えつつ資本市場からの大規模調達を続けて成長を実現するため、複数議決権株式の活用をIPOを検討する会社の選択肢として浸透させるには何が必要か。
- その前提として、活用事例が少ないことの背景にはどのような要因があるかを精査してはどうか。たとえば、①そもそも上場後の成長投資の意向はどの程度か、複数議決権株式の活用という手段は検討されているか、②IPO時に主幹事証券会社と創業者との間でこの手段の活用について検討はされているか、③東証の上場規程や2014年に明確化された審査基準について、創業者や証券会社は実務上どう受け止めているのか、等。その上で、経営者・投資者心理を変えられないか。上場に当たっての他の既存株主との調整を円滑化する余地はあるのか。
- また、経営者に複数議決権を与えるという手法だけではなく、株式の長期保有を優遇することで、資本市場を通じてスタートアップ企業の中長期成長戦略を実現していくという考え方もあり得るが、資本市場からの規律や、市場における流動性の確保という観点も踏まえつつ、どのように考えるか。

# (参考) 複数議決権株式等の活用に関する国内外の状況

国	複数議決権株式 (Dual / Multi Class Shares)
日本	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ <u>新規上場時に議決権の少ない株式を上場することは東証の上場ルールで認められている</u></li> <li>✓ ただし、株主共同利益の観点からの必要性の審査や、スキームが一定の要件 (※) を満たす必要があるなどの条件あり (※) 必要性が消滅した場合のスキーム解消、他者に譲渡する時は普通株に転換する 等</li> <li>✓ これまでに複数議決権株式を活用した上場会社は <b>1社 (サイバーダイン) のみ</b></li> </ul>
米国	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ <u>複数議決権株式の上場は認められている</u></li> <li>✓ 制度上は基本的に会社による自由な設計が可能。ただし、<u>既存の株主の議決権を減少・制限させることは禁止されている (新規上場時から導入する必要あり)</u>。</li> <li>✓ 創業者に複数議決権株式を付与した上で上場する例が多く、テクノロジー系では4割を超える利用状況</li> </ul>
英国	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 複数議決権株式による上場はスタンダード市場においてのみ可能であったが、<u>2021年に上場規程が改訂され、プレミアム市場においても解禁</u></li> <li>✓ ただし、5年のサンセット条項、譲渡制限、保有者の取締役への限定などの制約あり</li> </ul>
アジア諸国	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 2010年代後半に、シンガポール、香港、中国で、複数議決権株式による上場を認められている</li> </ul>

国	長期保有株主の優遇の取組 (Tenure Voting / Loyalty Shares)
フランス	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ フランスでは、<u>以前から、定款で定めれば、長期保有株式について議決権を優遇することが可能</u></li> <li>✓ 2014年、フロランジュ法により商法が改正され、<u>上場会社における2年以上の中長期保有株式について、2倍の議決権を付与する優先株とすることをデフォルト・ルール化</u> (株主総会で特別決議を得れば、使わないことも可)</li> </ul>
イタリア	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 2014年、イタリア統一財務法において、上場会社について、株主総会決議による定款変更により、2年以上の中長期保有株主に対して最大で2倍の議決権を付与できることとした</li> </ul>
EU	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ かつて、一株一議決権原則を加盟国に強制適用することが検討されたが、実現せず (2005年)</li> <li>✓ その後、2015年に作成された株主権利指令の<u>改正草案においては、中長期株主に対する優遇策 (複数議決権制度、配当政策、税制優遇等) の採用を各国に義務付ける案が盛り込まれた。</u></li> <li>✓ ただし、<u>コーポレートガバナンスを低下させるという反対意見などがあり、最終的には採用されず</u> (改正草案から削除)</li> </ul>
米国	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ <u>一部の企業で長期保有株主に対する議決権の優遇</u>が利用されている (Aflacなど)</li> </ul>