

CAPITAL MARKETS LEGAL UPDATE

CONTENTS

- 1 議決権種類株式の種類
- 2 議決権種類株式の上場制度の導入
- 3 議決権種類株式の上場審査基準
- 4 複数議決権方式による種類株式の国内初上場案件
- 5 今後の展望

議決権種類株式上場制度の活用

弁護士 吉井 一浩

東京証券取引所(以下「東証」という。)は2008年7月に、議決権の有無や数について異なる内容を定めた種類株式(以下「議決権種類株式」という。)の上場制度を整備したが、この制度の利用例はこれまでなかった。しかし今年に入って、CYBERDYNE 株式会社(以下「CYBERDYNE 社」という。)が日本で初めてこの制度を利用した株式上場を行うに至り、議決権種類株式を活用した株式上場の手法が改めて注目されつつある。

本ニュースレターでは、議決権種類株式の上場制度の概要と最近の利用例について概説する。

1 議決権種類株式の種類

議決権の有無や数について異なる内容を定めた種類株式、すなわち議決権種類株式は、次の2種類に大別することができる。

(a) 無議決権株式

一つは、株主総会決議事項の全部又は一部について議決権を制限する内容の株式であり、会社法上「議決権制限株式」と定義されるものである。東証の有価証券上場規程では、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「無議決権株式」と定義している。無議決権株式には、一切の議決権が認められない完全無議決権株式のほか、決議事項の一部についてのみ議決権が制限されている株式も含まれる。

(b) 複数議決権方式による種類株式

もう一つの類型は、議決権の数について差を設けた複数の種類株式を発行するというもので、このような手法を複数議決権方式と呼ぶことがある。日本の株式会社の場合、会社法上1株につき1議決権(単元株制度を採用した場合には1単元につき1議決権)の原則があるため、1株又は1単元当たりの議決権数を1以外にすることはできない。しかし、1単元当たりの株式数が異なる複数の種類の株式を発行することで、同じ株式数当たりの議決権数に差を設けることができる。例えば、A種株式については1単元当たりの株式数が100株、B種株式については1単元当たりの株式数が10株、と定めた場合、100株当たりの議決権数はA種株式の場合1議決権、B種株式の場合10議決権となる。なお、東証の規則上、この例のA種株式のよ

うに 1 株当たりの議決権数が他の種類株式より少ない株式を「議決権の少ない株式」、B 種株式のように 1 株当たりの議決権数が他の種類株式より多い株式を「議決権の多い株式」という。

2 議決権種類株式の上場制度の導入

従来日本においては、取引所に上場される株式は普通株式が当然の前提とされていた。東証の規則上、優先株式及び子会社連動配当株式については上場制度が設けられていたが、これは既に普通株式を上場している会社しか利用できない制度であり、また実際の上場事例も稀である。議決権種類株式の上場は、優先株式の場合を除き、制度上想定されていなかった。

これに対して、米国をはじめとする欧米諸国では、種類株式を活用した新規上場の事例がしばしば見られる。特に、2004 年のグーグル、2012 年のフェイスブックなどの大型上場案件において、創業者が議決権の多い株式を保有しつつ、議決権の少ない株式を一般株主に公開した例（前述の複数議決権方式）が特徴的である。

しかし、2005 年の会社法制定で種類株式法制が柔軟化されたことや当時上場企業に対する敵対的買収の脅威が高まっていたことを背景に、日本においても欧米にならって議決権種類株式の上場を認めるべく、上場制度を整備すべきとの議論がなされ、2008 年 7 月に議決権種類株式の上場制度が整備されるに至った。

現行の東証の有価証券上場規程上、上場が認められる議決権種類株式は、①無議決権株式と②議決権の少ない株式の 2 種類であり、議決権の多い株式を上場することは認められない。また、無議決権株式については、普通株式と同時に上場することもできるし、既存の上場会社が追加で上場することも可能である。これに対して、議決権の少ない株式の上場は、新規上場の場合に限られ、また他の議決権種類株式との同時上場は認められない。

3 議決権種類株式の上場審査基準

株式上場の際の取引所による上場審査にあたっては、形式基準の審査に加えて、上場しようとする会社の継続性及び収益性、企業経営の健全性、コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の有効性、企業内容等の開示の適正性、並びにその他公益又は投資者保護の観点からの実質審査が行われる。さらに、無議決権株式や議決権の少ない株式を上場する場合には、当該無議決権株式・議決権の少ない株式を保有する株主の権利内容及びその行使が不当に制限されることのないよう、以下に述べるような所定の実質審査基準を充足することが求められる。

(1) スキームの必要性及び相当性

創業者など特定の者が議決権付株式又は議決権の多い株式（以下「議決権の多い株式等」という。）を保有しつつ、無議決権株式や議決権の少ない株式を上場しようとする場合、そのようなスキームを採用すること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一般株主の利益を不当に害するものではなく相当なものであると認められることが、必要である。

スキームの相当性に関する基準としては、以下の事項やその他の事項を上記必要性に照らして確認することとされている。

- (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) 議決権の少ない株式を上場する場合には、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。

上記(a)及び(b)の基準は、議決権の多い株式等を一部の株主が極めて小さい出資割合で保有することによって会社を支配する状況を防ぐためのものである。具体的には、(i)一定割合以上の株式を保有する者が現れたときに議決権種類株式の構造が解消される旨の規定(いわゆるブレークスルー条項)や(ii)議決権種類株式導入の目的が終了した場合又は終了したとみなすことのできる場合に議決権種類株式の構造が解消される旨の規定(いわゆるサンセット条項)などを予め定款等に定めておくことが想定されている。

また、議決権の多い株式を通じて会社の意思決定を支配する株主(創業者等)がいるにもかかわらずあえて議決権の少ない株式に投資する投資家は、当該創業者等の経営手腕等を裏付けとする当該会社の成長性に依拠して投資を行う場合が少なくないと考えられる。かかる特徴に鑑み、上記(c)の基準は、議決権の多い株式を保有する株主の異動が生じた場合には、議決権種類株式のスキームが解消されるべきことを定めている。

(2) スキームの目的の正当性

議決権種類株式のスキームを利用する主要な目的が取締役等の地位を保全することや買収防衛策とすることではないと認められることが、必要である。

(3) 適切な開示

議決権種類株式のスキームの目的、必要性及び内容が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が、必要である。

(4) 議決権の多い株式等の株主が取締役等でない場合における追加の要件

議決権の多い株式等の株主が上場申請会社の取締役等でない場合には、次の(a)及び(b)に適合することが必要である。

- (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、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) 上場申請会社の企業グループと、議決権の多い株式等の株主(新規上場申請会社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。

(5) 異なる種類の株主間の利害対立の際の保護の方策

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上場申請会社の一般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ことが、必要である。

具体的には、①会社法上許容されている、種類株主総会の決議を不要とする旨の規定を、あえて定款に入れないか、あるいは②株式の併合又は分割、株式無償割当てなどを一方の種類株式について行う際には他方の種類の株式についても同割合での併合、分割、無償割当て等を行う旨を定款で定めるなどの手当てを行うことが求められる。

(6) 少数株主の保護の方策

上場申請会社が次の(a)から(c)までに掲げる者との取引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が、必要である。

- (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

(7) 剰余金配当を行うに足りる利益を計上する見込み

上場申請に係る議決権種類株式が剰余金配当に関して優先的内容を有する場合には、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、上場申請会社が当該議決権種類株式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が、必要である。

(8) その他株主及び投資者の利益を侵害するおそれ大きいと認められる状況にないこと

上記の基準のほか、当該議決権種類株式のスキームを導入することによって、株主及び投資者の利益を侵害するおそれ大きいと認められる状況にないかどうかについて、審査が行われる。

4 複数議決権方式による種類株式の国内初上場案件

議決権種類株式の上場制度が 2008 年 7 月に整備されて以来、当該上場制度を活用した上場案件は 1 件もなかった。しかし、今年に入って、複数議決権方式を採用する会社による新規上場案件が日本で初めて実施された。

CYBERDYNE 社は、2014 年 3 月 26 日に東京証券取引所マザーズに上場した。同社の定款には、1 単元の株式数を 100 株とする普通株式とは別に、1 単元の株式数を 10 株とする B 種類株式を発行することができる定められている。普通株式については通常の IPO と同様一般株主に対する公募が行われたが、B 種類株式については非上場であり、同社の創業者と創業者が理事を務める一般財団法人(以下「B 種類株主」と総称する。)が保有している。同社の IPO に関する有価証券届出書によれば、IPO の結果創業者が保有する普通株式と B 種類株式の合計数は発行済株式総数の約 43% となるが、B 種類株式が普通株式の 10 倍の議決権を有することから、創業者の IPO 後の議決権割合は約 88% となることであった。なお、同社は、このような議決権種類株式の制度を採用した理由として、同社が保有する人の身体能力を改善・補助・拡張するサイバニクス技術は、人の殺傷や兵器利用を目的とした軍事産業の転用など平和的な目的以外で利用される可能性があることから、資本市場から資金調達を行いつつ先進技術の平和的な目的での利用を確保するため、普通株式とは異なる B 種類株式を発行している、としている。

CYBERDYNE 社の B 種類株式の内容は、上記 3 で概説した議決権種類株式に係る上場審査基準を踏まえたものとなっている。例えば、(a)同社の発行する株式について公開買付けが実施された結果公開買付者の所有する株式数が発行済株式総数の 75% 以上となった場合、B 種類株式の全部を普通株式に転換する旨の規定(ブレイクスルー条項)、(b)創業者が取締役を退任した場合には、普通株式及び B 種類株式全体の意思を確認するための手続き(株主意思確認手続)がとられ、株主意思確認手続において、B 種類株式の単元株式数を 100 株とみなして計算される普通株主及び B 種類株主の議決権の 3 分の 1 以上を有する株主の意思が確認でき、意思を確認した当該株主の議決権の 3 分の 2 以上に当たる多数が賛成した場合には、B 種類株式の全部が普通株式に転換される旨の規定(サンセット条項)、(c) B 種類株主が B 種類株式を第三者に譲渡する場合又は B 種類株主の相続が生じる場合は、当該 B 種類株主が有していた B 種類株式は普通株式に転換される旨の規定など、上記 3(1)で述べたような条項が同社の定款に定められている。

5 今後の展望

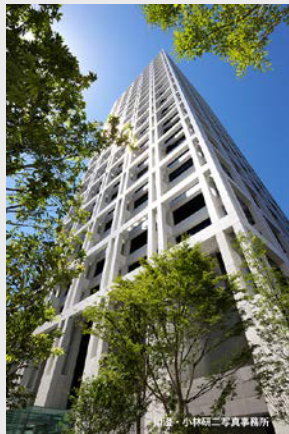
議決権種類株式の上場制度を活用した上記 CYBERDYNE 社の上場案件が、2008 年の制度導入後初めて実施されるに至り、再び同制度が注目されることとなった。

議決権種類株式を活用した株式上場については、会社の支配権を創業者など特定の者に残しつつ資本市場からの資金調達が可能となるという点で、ベンチャー企業を中心に発行会社側にとっての潜在的なニーズは大きいものと考えられる。また、創業者や特定の経営陣の経営手腕と将来の成長に期待して、無議決権株式又は議決権の少ない株式であってもあえてそのような企業に投資をする投資家も少なくはないと想像される。他方で、制度導入当時比べて敵対的買収の脅威が相対的に低い状況下にあつて、あえて議決権制限株式を活用した株式上場を実施することについて広く投資家の賛同が得られるか否かは、今後同種のスキームが浸透していく上でポイントとなってくるのではないかと考える。議決権種類株式を活用した株式上場が、CYBERDYNE 社のように安全保障上の理由から創業者による支配権確保の必要性がきわめて高い企業に限って用いられるスキームとなるか、それとも米国のように広くベンチャー企業の新規上場に用いられる汎用性のあるスキームとなるか、今後の動向が注目される。

□ 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、当事務所の吉井一浩 (kazuhiro.yoshii@amt-law.com) までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。

□ Capital Markets Legal Update
 担当パートナー： 多賀大輔、広瀬卓生、吉井一浩、福田直邦
 本ニュースレターの配信又はその停止をご希望の場合には、お手数ですが、cm-newsletter@amt-law.com までご連絡下さいますようお願い申し上げます。

□ 本ニュースレターのバックナンバーは、
<http://www.amt-law.com/bulletins10.html> にてご覧いただけます。



CONTACT INFORMATION

アンダーソン・毛利・友常法律事務所

〒107-0051
 東京都港区元赤坂一丁目2番7号
 赤坂Kタワー

Tel: 03-6888-1000 (代表)

Email: inquiry@amt-law.com

URL: <http://www.amt-law.com/>