

# 上場会社による種類株式の発行に関する提言

平成19年12月

企業価値研究会

## はじめに

企業価値研究会(委員別添)では、今般、上場会社(新規上場会社及び既上場会社)による種類株式の発行に関して討議を行い、提言を取りまとめた。

本提言も含めて、上場会社による種類株式の発行について証券取引所において検討が行われ、制度改革が行われることを期待したい。

平成19年12月18日

企業価値研究会  
座長 神田秀樹

## 1

## 種類株式発行の意義と本提言の検討範囲

- 現状、上場会社による種類株式（無議決権株式、多議決権株式<sup>※注1</sup>等）の活用は上場規則で制限されているが、資金調達と長期的経営の両立、あるいは事業再生等の事業提携局面においての利用など、様々な活用方法が考えられる。
- なお、当研究会の審議においては、種類株式を買収防衛策として利用することに対しては否定的な意見があった。他方、同審議においては、種類株式を買収防衛策として利用しようとしても、現実的であるとは思われないとの意見があった。これらを踏まえ、本提言においては、種類株式を買収防衛目的に用いる場合については検討の対象とせず、買収防衛目的の発行については、従来からの企業価値研究会の場での買収防衛策に関する結論にとどめることとする。
- また、種類株式の活用のされ方について、株主利益を害することの無いよう適切な対応を求めるべきとの意見があった。ここではその為に必要な条件についても検討を行う。<sup>※注2</sup>

- 種類株式の利用方法を検討するに当たっての視点としては、キャッシュフローの違いに主眼を置きたいわば「キャッシュフロー型」の利用（典型的には無議決権優先株式）と、議決権の違いに主眼を置きたいわば「議決権型」の利用（典型的には多議決権株式）とに大別されることに留意する必要があるものと考えられる。  
前者は通常、資金調達及び投資家層の多様化が主たる目的であるものと考えられるが、後者は、買収防衛目的及びそれ以外の目的とに区分することができる。このうち、主に買収防衛を目的とするものについては、上記のとおり、今回の提言の対象外とする。
- 具体的には、例えば以下のような種類株式の活用方法が考えられる。  
【多議決権株式】 通常「議決権型」としての利用であり、中堅企業等における創業者や従業員等による保有が想定される。  
【無議決権株式】 通常「キャッシュフロー型」としての利用であり、無議決権（優先）株式の上場が想定される。  
※注 なお、黄金株（拒否権付株式）に関しては、民営化企業等、安全保障又は公益上の必要がある場合であって国が要請する場合には、国等が一定事項に対して拒否権を有する株式の発行を認められる必要があるものと考えられるものの、原則として特殊な目的に使用されることが想定されるため、今回の議論の対象外。
- 日本経団連が今年10月に会員企業に対して実施した調査では、73社中46社が多議決権株式を特定の者に対して発行することに関心を持っていると回答。

※注1 会社法上、株式の種類によって1単元あたりの株式数を変えることができるとされているが（会社法188条）、1単元あたりの株式数が多い種類の株式と少ない種類の株式をそれぞれ「普通株式」「多議決権株式」又は「少議決権株式」「普通株式」と言うこととする。

※注2 株主利益を害さない為には、コーポレート・ガバナンスの向上が大前提としてあるべきではないかとの指摘があった。

## (参考1) 米国の状況

▶ 米国では長期的視点に立った経営と資金調達を両立させる等の目的で約21%の上場企業が種類株式を利用している。

- 06年のEUによるサンプル調査<sup>※注1</sup>では、米国上場企業4,339社のうち、896社(約21%)が種類株式を発行している。
- なお、米国では、上場時における多議決権株式の発行について自由に行えるが、証券取引所の上場規則上、既上場会社による多議決権株式の発行については制限があることから、IPO時における利用が中心。ただし、事業再生局面で既上場会社がスポンサーに対して優先議決権株式(取締役会の過半数を選任する権利を付された株式)を割当てた事例なども存在する。
- ただし、買収防衛の側面に関しては、米国各州では80年代に事業結合規制等の規制が州法で導入されたほか、ライツプランの適法性も判例・州法で確立し、事実上多くの上場会社について種類株式導入と同様の効果を制度上達成している。

米国企業の種類株式導入事例	
多議決権株式	Google、Ford Motor、Berkshire Hathaway、Dow Jones
無議決権株式	Viacom

### 【米国企業による種類株式導入の目的(例)】

- Google社 "Letter from the Founders" (2004/8/18)
  - ・「(1株1議決権のClass A common stockを公開し、公開前の株主が1株10議決権のClass B common stockを保有するという構造は)経営陣が長期的・創造的なアプローチを採ることをより容易にする。」
  - ・「多議決権株式の導入で実現される安定性により、我々の個性的な文化を維持することができ、またGoogleの活力源である有能な人材を惹き付けるとともにその流出を防ぐことが継続的に可能となるだろう。我々の仲間、安定性と長期的視点を重視している会社が、彼ら自身と彼らの努力、愛情、創造性を大切にすると信じていることができるだろう。」

※注1 External Study commissioned by the European Commission 「Report on the Proportionality Principle in the European Union」(2007/5)

## (参考2) 欧州の状況

- 欧州においても、キャッシュフロー型だけではなく、議決権型の種類株式が広く利用されている。
- EU委員会は本年10月、「一株一議決権原則が企業のパフォーマンスやガバナンスと相関関係があるとは断定できない」「当該原則のために特段の政策的対応をする必要はない」旨の方針を示した。

### 欧州各国における種類株式の利用状況

- イギリスでは大規模製造業を中心として多議決権株式や黄金株(民営化企業が中心)等の種類株式が発行されているほか、フランスでは一定期間株式を継続保有した場合に議決権が2倍になる多議決権株式が認められており、上場企業上位120社の約6割の企業が導入している。
- フランス上院の諮問委員会では、上記株式に加え、「1株10又は20議決権を上限とする多議決権の導入を検討する必要がある」としている。

イギリスの種類株式導入事例	
黄金株	Rolls-Royce、QinetiQ
多議決権株式	BP
議決権制限株式	BHP Billiton、Rio Tinto
無議決権株式	Daily Mail and General Trust

フランスの種類株式導入事例	
黄金株	Thales
多議決権株式	Danone、LVMH、Suez、Total
議決権制限株式	Danone、Schneider Electric、Total

- 2005年に英国保険協会がFTSE Euronext 300 index 全社に対して行った調査<sup>※注1</sup>でも、その他のEU諸国においても上場企業による種類株式の発行が広く行われていることが示されている。

多議決権株式	導入企業比率 20%	オランダ(76%)、スウェーデン(75%)、フランス(64%) 他
議決権制限株式	導入企業比率 10%	スペイン(41%)、フランス(19%)、イタリア(12%) 他
黄金株	導入企業比率 2%	オランダ(10%)、イギリス(3%) 他

- なお、ドイツでは法令上、上場会社による種類株式の発行はほぼ禁じられている。この背景には、二層取締役会制度の採用・株式会社が少ない事・株式持合の慣行等の事情があると考えられる。

※注1 Association of British Insurers 「Application of the one share - one vote principle in Europe」(2005/3)

## EU委員会における議論

- EUが一株一議決権原則に関して本年5月にまとめた調査報告書<sup>※注1</sup>では、「一株一議決権原則と企業の経済パフォーマンスやガバナンスの間に相関関係があるとは断定できない」と結論付け。

### 【レポートの概要】

・一株一議決権からの逸脱がTOBの結果に対して与える影響は、その状況、特に当該企業の所有構造に大きく左右される。…(略)…一般的に、株式所有が分散している会社におけるキャッシュフローと議決権の社会的に最適な組み合わせは、現経営陣の質や買収提案の競合状況等、様々な要素によって決まる。したがって、株式所有の分散している会社にとって一株一議決権が唯一最適な所有構造であるという主張は正しくない。

- これを受け、EU McCreevy委員はEU議会法務委員会において、「透明性の向上と企業一株主間の対話の促進は市場にとって有用であると確信している。そのためには、株主が既に保有している議決権を行使すべき。」しかし「一株一議決権の問題についてEUレベルで対応する必要はないとの結論に至った。」と発言。(2007年10月3日)
- また、本年7月、EU Mandelson委員が、非EU諸国がEU諸国内の“sensitive industries”の会社経営権をもつ場合、EUと加盟国が共同で所有する形の黄金株の発行が将来的に許容される余地はある旨独紙インタビューに対し発言。EU McCreevy委員が本年末までに欧州黄金株についての報告をまとめる予定との報道があった。ただし、各国が導入している黄金株については、EU裁判所で否定される例も多い。

※注1 External Study commissioned by the European Commission 「Report on the Proportionality Principle in the European Union」(2007/5)

- 種類株式の利用に伴う弊害として、理論的に、次の3点が考えられる。
    - ① 種類株主間の利害調整が適切に行われず、一方の種類株主が他方の利益を害するような措置が行われてしまうおそれ。
    - ② 効率的な支配権の移転が行われず、又は、非効率的な支配権の移転が行われるおそれ。
    - ③ 既上場会社が新たに種類株式を発行する場合には、既存株主が(上記①・②を含め)不測の損害を被るおそれ。
  - 「議決権型」「キャッシュフロー型」の種類のいずれの利用についても、その利用にはメリットが存在する。従って、企業や企業戦略の多様性を勘案すると、弊害があり得るということをもって一律に禁止するというアプローチは必ずしも適切ではないと考えられるとの指摘がある。
  - 他方、弊害もありうる以上、原則として、マーケットメカニズムによる規律のみに任せるのみではなく、一定の弊害防止策を講じることを義務づけることによって解決を図ることが望ましいのではないかと。
- ※注 弊害防止策を講じても、引き続き、何らかの弊害が残る可能性はあり、そのような可能性も踏まえて、議論を進める必要があるとの指摘があった。
- 上記③の視点からは、既上場会社による多議決権株式等の発行については、既存株主が不測の損害を被るおそれがあることについて、慎重な考慮が必要と考えられる。そこで、まずは、新規上場会社による多議決権株式の発行・無議決権株式の上場、または既上場会社による無議決権株式の上場が認められるための弊害防止策から検討する。

### 3

## 種類株式の弊害防止策

➤ 新規上場会社が多議決権株式を発行<sup>※注1</sup>したり無議決権株式<sup>※注2</sup>を上場したりする場合、または、既上場会社が無議決権株式を上場する場合<sup>※注3</sup>、悪影響を緩和・除去するため、例えば次の弊害防止策(原則としてⅠ・Ⅱの要件の双方)を講ずることを求めることが望ましいのではないかと。

※注1 多議決権株式を発行する場合、その単元株式数や発行株式数については、会社法上、定款変更による発行可能株式総数の増加が発行済株式総数の4倍以下に規制されている(会社法113条)ことの潜脱とならないよう留意する必要がある。

※注2 少議決権株式を含む。

※注3 多議決権株式の場合、現実的には上場させるニーズはないと思われる。無議決権株式の場合は上場することが前提。

#### Ⅰ

#### 議決権の濫用防止

種類株主間の利害調整が十分に行われず結果として、一方の種類株主だけが損害を被るような措置がとられるおそれがあるため、次のⅠ-1又はⅠ-2の措置が必要であると考えられる。

Ⅰ-1又はⅠ-2いずれか選択、その上※

Ⅰ-1	会社法322条1項に定める拒否権を定款で排除(同2項)しないこととすること。
or	会社法322条1項に定める拒否権を定款で排除(同2項)する場合、1項に定める列挙事項を行うことで、ある種類の株主に損害を及ぼすおそれがあるときに、当該株主に不当な損害を及ぼさないための以下の方策の採用。
Ⅰ-2	<ul style="list-style-type: none"> <li>株式の併合・分割、株式・新株予約権の無償割当て、株主割当てによる株式・新株予約権の発行などを行う場合における種類株主間の利害調整の基本的考え方などを、事前に合理的に規定できる範囲内で定款に規定する。</li> <li>組織再編その他予め定款で定めることが困難な事項については、独立委員会や財務専門家のオピニオンの活用などによって、当該株主の経済的利益を担保する。</li> </ul>
and	
<p>※これらに加えて、支配権の濫用防止の必要性が大きく、日常の業務執行に関してコーポレート・ガバナンス上の対応が必要となる場合においても、社外役員(社外取締役、社外監査役)や独立委員会の活用、企業独自の取組み等柔軟な対応が可能であることが必要ではないかと。</p>	

※注 特に多議決権株式に関しては、発行の目的・必要性について株主に十分開示されること、さらに、発行の目的と整合的でない第三者に譲渡・相続された場合には、普通株式に転換される等の措置が担保されることが必要。

ただし、多議決権株式の株主に関して、譲渡・相続が行われる場合に、当該株式が直ちに自動的に転換等されるのではなく、一定期間内に株主意思の確認が行われることを条件とすべきである。

## II

### 非効率な支配権移転の防止

買収防衛目的以外の目的で発行した「議決権型」種類株式であっても、事実上は、ある程度の買収防衛的効果も併せ有する場合が存在しうる。そのような場合に対応して、効率的な支配権移転が困難になること、あるいは非効率な支配権移転が行われることを防止する措置として、次のII-1又はII-2の措置が必要であると考えられる。

II-1又はII-2いずれか選択

II-1 or	サンセット条項(一定期間経過後に株主総会の特別決議等(当該決議に際しては一株一議決権で議決)でスキームの解消について可決されたり、予め定めた一定の条件が成就したりした場合に、スキームが解消されるなどの仕組み。)又はブレークスルー条項(買収者が一定数の株式数を取得した等の場合には、自動的にスキームが解消される仕組み。)を規定する。
II-2	(セーフハーバーとして)多議決権株式の場合、多議決権株式の議決権を総議決権の一定割合(例えば1/3未満)に制限し、かつ取締役会決議による取得条項を付す。

なお、「キャッシュフロー型」(典型的には、いわゆる「非参加型」無議決権株式。「参加型」無議決権株式についてもあり得る。)に関しては、通常、この要件を課すことは不要とする。ただし、「キャッシュフロー型」であっても、効率的な支配権の移転を困難にするおそれがある、あるいは非効率な支配権の移転を引き起こすおそれがある制度設計が行われているものについては、この要件が必要であるものと考えられる。

※注1 サンセットとして認められる期間が短すぎると、種類株式の意義が減殺されるため、10~15年程度の期間設定が認められるべきであるとの指摘があった。

※注2 新規上場会社が多議決権株式を発行する場合、証券取引所自身が、多議決権株式発行会社であることが投資家に容易にわかるよう表示をすべきであり、それがなされれば「II 非効率な支配権移転の防止」の要件は不要ではないか、との指摘があった。

### その他留意すべき事項

○種類株式の発行に関して、考えられる弊害と無関係に制約を設けるべき理論的根拠が乏しく、一律にその発行目的を制限すべきではない。例えば、多議決権株式の発行についても、本提言の要求する弊害防止策が適切にとられていることを前提に、創業者や従業員・従業員持株会への割当てや事業再生などさまざまな目的による発行が認められるべきである。

○証券市場の透明性を向上させる観点から、上場会社が発行している種類株式の内容について一般投資家が容易に把握することを可能とするべく、上場会社に対してホームページその他の手段による開示を求める必要があると考えられる。

※注3 証券市場の透明性を向上させる観点から、種類株式を発行する上場会社については、別の市場に上場させるというアイデアもあり得るのではないかと指摘があった。

- 多議決権株式の発行(「議決権型」)に関しては、議決権の濫用防止・非効率な支配権移転の防止の観点からは、新規上場会社と既上場会社を画然と区別する理論的必然性があるのかとの指摘があるものの、既上場会社による多議決権株式の発行については、既存の一般株主の保護の観点から、新規上場の場合や既上場会社が無議決権株式を上場する場合とは異なり、慎重な考慮が必要であり、今後更に議論・検討を進めていくことが望ましい。

(参考)東京証券取引所における種類株式の扱い

- 以下に該当する場合は上場廃止。ただしその目的・条件等に照らして、株主及び投資者の利益を侵害する恐れが少ないと認められる場合を除く。
  - 上場会社が上場している株券を、定款変更その他の方法により、株主総会で議決権を行使できる事項のうち取締役の選解任等重要な事項について制限のある種類の株式に変更する場合
  - 上場会社が、上場している株券より議決権の多い株式を発行する場合  
【東京証券取引所 上場制度総合整備プログラム2007に基づく上場制度の整備等について (平成19年6月22日)】
- 拒否権付種類株式のうち、取締役の過半数の選解任その他の重要な事項について種類株主総会の決議を要する旨の定めがなされたものの発行に係る決議又は決定がなされた場合は上場廃止。
  - ただし、株主及び投資家の利益を侵害するおそれが少ない場合は例外的に許容される。  
(例)民営化企業が国を割当先として拒否権付種類株式を発行する場合
  - 既上場会社が新たに拒否権付種類株式を発行する場合については、既存の一般株主の利益が侵害されるおそれが大きいため、例外の適用は慎重に行う。  
【東京証券取引所 買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等に伴う株券上場審査基準等の一部改正について (平成18年3月7日)】

## 企業価値研究会 委員（五十音順・敬称略）

座長	神田 秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科 教授
	赤井 泉	サリヴァン アンド クロムウェル外国法共同事業法律事務所 弁護士
	蟻川 靖浩	早稲田大学大学院ファイナンス研究科 准教授
	石綿 学	森・濱田松本法律事務所 弁護士
	伊地知隆彦	トヨタ自動車株式会社 常務役員
	梅本 建紀	株式会社レコフ CCO
	大杉 謙一	中央大学法科大学院 教授
	小野坂寛文	アステラス製薬株式会社 常務執行役員
	久保田政一	日本経済団体連合会 常務理事
	佐山 展生	一橋大学大学院国際企業戦略研究科教授、GCAホールディングス株式会社代表取締役
	柴田 和史	法政大学大学院法務研究科 教授
	高山 茂樹	大和証券SMBC株式会社 事業調査部 上席次長
	武井 一浩	西村あさひ法律事務所 弁護士
	寺下 史郎	株式会社アイ・アール ジャパン 取締役副社長兼COO
	徳本 穰	筑波大学法科大学院 准教授
	西川 元啓	新日本製鐵株式會社 顧問
	萩尾 博信	株式会社ニッセイ基礎研究所 常務取締役研究理事
	畠山 康	株式会社ラザードフレール 代表取締役兼CEO
	八田 信男	ローム株式会社 取締役管理本部長
	八丁地 隆	株式会社日立製作所 顧問
	服部 暢達	一橋大学大学院国際企業戦略研究科 客員教授
	藤田 勉	日興シティグループ証券株式会社 株式調査部 マネジングディレクター
	藤田 友敬	東京大学大学院法学政治学研究科 教授
	藤縄 憲一	長島・大野・常松法律事務所 弁護士
	星 治	三菱UFJ信託銀行株式会社 フロンティア戦略企画部統括マネージャー
	堀井 啓祐	ソニー株式会社 法務・コンプライアンス部門 部門長
	松古 樹美	野村證券株式会社IBコンサルティング部 二課長
	松田 英三	読売新聞東京本社 論説委員
	柳川 範之	東京大学大学院経済学研究科・経済学部 准教授
	矢野 朝水	企業年金連合会 専務理事

## (オブザーバー)

江原 健志	法務省 民事局参事官
三井 秀範	金融庁 総務企画局企業開示課長
河野 秀喜	株式会社東京証券取引所 上場部長