

# 企業価値研の上場会社の 種類株式発行に関する提言

制度調査部  
堀内 勇世

## 【要約】

企業価値研究会は、12月18日、「上場会社による種類株式の発行に関する提言」を公表した。

これは、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ものである。

種類株式の上場に当たっての弊害防止策などを提言している。

## 1. 提言の公表

平成19年(2007年)12月18日、経済産業省は、「上場会社による種類株式の発行に関する提言」を公表した。

これは、経済産業政策局長の私的諮問機関である企業価値研究会(座長:神田秀樹東京大学大学院法学政治学研究科教授)が、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ものである。

この提言では、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していない<sup>(注1)</sup>。

(注1)買収防衛目的の種類株式の発行については、経済産業省の以下のホームページに掲載されている、企業価値研究会の「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」などを参照。

<http://www.meti.go.jp/press/20050527005/20050527005.html>

## 2. 提言の組み立て

この提言の組み立ては次のとおりである。

はじめに

- 1 種類株式発行の意義と本提言の検討範囲  
(参考1) 米国の状況  
(参考2) 欧州の状況
- 2 種類株式活用に関する本提言のアプローチ
- 3 種類株式の弊害防止策
- 4 既上場会社による多議決権株式の発行

以下においては、上記2～4を簡単に紹介する。

### 3 . 提言の概略

#### (1) 提言のアプローチ

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。

種類株主間の利害調整が適切に行われなかった結果として、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。

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。

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・を含め)不測の損害を被るおそれ。

種類株式については、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(メリット)が考えられる。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考えられる。

上記の視点からは、既上場会社による多議決権株式<sup>(注2)</sup>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<sup>(注3)</sup>。

(注2) この提言では、多議決権株式について次のような注がつけられている。

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」ということとする。

つまり、例えば次のようになる。千株で1単元とする種類のA株式と、百株で1単元とする種類のB株式があるとする。ともに議決権があるとする、1単元1議決権(308条参照)となるので、A株式では千株で1議決権、B株式では千株で10議決権となる。このとき、A株式を普通株式と、B株式を多議決権株式と呼ぶとしている。

(注3)この提言では、「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。」と記載されている。

## ( 2 ) 種類株式の弊害防止策

この提言では、「新規上場会社が多議決権株式を発行したり無議決権株式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、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 ・ 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。」としている。

### 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ない結果として、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 - 1 又は - 2 の措置のいずれかが必要であると考えられる。なお、その上で も必要ではないかと考えられる。

- 1	会社法 322 条 1 項に定める拒否権 <sup>(注4)</sup> を定款で排除(同 2 項)しないこととすること。
- 2	<p>会社法 322 条 1 項に定める拒否権<sup>(注4)</sup>を定款で排除(同 2 項)する場合、1 項に定める列挙事項<sup>(注5)</sup>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。</p> <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>

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。[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。]

(注4)会社法322条1項では、合併などの一定の事柄を会社が行う場合に、ある種類の株主に損害を及ぼす恐れがある場合には、その種類の株主による種類株主総会の決議が、原則として必要であるとされている。見方を変えると、種類株主総会が否決(拒絶)すれば行えなくなるといえることから、ある種の「拒否権」が与えられているという見方もできるので、「拒否権」というような言われ方をする場合がある。なお、同条2項で、定款で、この拒否権を奪うことも可能とされている。

(注5)「1項に定める列挙事項」とは、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、組織再編などをさしている。

#### 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多議決権株式などの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 - 1 又は - 2 の措置のいずれかが必要であると考えられる。

- 1	<p>サンセット条項又はブレイクスルー条項を規定する。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・サンセット条項とは、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のこと。</li> <li>・ブレイクスルー条項とは、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のこと。</li> </ul>
- 2	<p>(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。</p>

### (3) 既上場会社による多議決権株式の発行

多議決権株式の発行に関しては、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。