

種類株を用いた 不適切な買収防衛策

制度調査部
横山 淳

東証上場制度総合整備プログラム

【要約】

2007年10月17日、東証は「上場制度総合整備プログラム対応及び組織体制の変更に伴う業務規程の一部改正について」を公表した。この中で、東証は種類株を用いた不適切な買収防衛策の類型を拡大している。

具体的には、上場会社が、上場する普通株式よりも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を「株主の権利の不当な制限」であるとしている。

「株主の権利の不当な制限」に該当しない種類株式の上場制度については、今後、更に検討を行うこととしている。

はじめに

2007年10月17日、東京証券取引所（以下、東証）は「上場制度総合整備プログラム対応及び組織体制の変更に伴う業務規程の一部改正について」を公表した¹。

これは、2007年4月に公表された「上場制度総合整備プログラム2007」²に盛り込まれた項目のうち「直ちに実施する事項（第一次実施事項）」の実現や、東証による自主規制法人（東京証券取引所自主規制法人）³の設立に伴って、上場制度関連の東証規則改正を行うものである。

この中で、従来の「有価証券上場規程」が、「上場審査基準」、「上場廃止基準」、「上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則（適時開示規則）」、「上場株券の市場第一部銘柄指定基準」などとも統合され、全面改正されている。

本稿では、「種類株式の上場制度の整備」について紹介する。

種類株式を用いた不適切な買収防衛策の類型

東証は、上場会社が不適切な買収防衛策を導入するなどして、「株主の権利内容及びその行使が不当に制限されている」場合には、その状況が6ヶ月以内に解消されない限り、その会社を上場廃止にすることとしている（改正有価証券上場規程601条17号、改正前上場廃止基準2条1項17号）。

¹ 東証のウェブサイト (http://www.tse.or.jp/rules/regulations/071017_a2.pdf) に掲載されている。

² 東証のウェブサイト (<http://www.tse.or.jp/rules/seibi/index.html>) に掲載されている。

³ 取引所の委託を受けて、その自主規制業務を行うことを目的に、金融商品取引法に基づいて設立される法人である。詳細は、堀内勇世「取引所の自主規制機能の独立性確保」（2006年5月15日付 DIR 制度調査部情報）、拙稿「東証、自主規制法人を設立」（2007年10月19日付 DIR 制度調査部情報）など参照。

改正後の新ルールの下では、具体的に「株主の権利内容及びその行使が不当に制限されている」ケースとして、新たに2つの類型を追加している（改正有価証券上場規程施行規則 601条 12項 1号 d、e）。

改正前	改正後
ライツプランのうち、行使価額が株式の時価よりも著しく低い新株予約権を導入時点の株主等に対し割り当ておくもの（ 1 ） （いわゆるニレコ型）	同左
ライツプランのうち、株主総会で取締役の過半数の交代が決議された場合においても、なお廃止・不発動とすることができないもの（いわゆるデッド・ハンド）	
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（ 2 ） （ 3 ）	
（新設）	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券等への変更に係る決議又は決定（ 3 ）
（新設）	上場株券等より議決権の多い株式（ 4 ）の発行に係る決議又は決定（ 5 ）

- （ 1 ）実質的に買収防衛策の発動時点の株主に割り当てるために、導入時点において暫定的に特定の者に割り当ておく場合を除く。
- （ 2 ）持株会社である上場会社の主要な事業を行っている子会社が拒否権付株式等を発行する場合で、実質的に持株会社である上場会社の買収防衛策であると東証が認める場合を含む。
- （ 3 ）株主・投資者の利益を侵害するおそれが少ないと東証が認める場合を除く。
- （ 4 ）具体的には「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上場株券等より低い株式」と定義されている。
- （ 5 ）株主・投資者の利益を侵害するおそれが大きいと東証が認める場合に限る。

新設された類型のうち、上記 は上場している（普通）株式の議決権を制限する変更を行うケースである。

取締役の過半数の選解任その他の重要な事項についての拒否権付種類株式の発行については、従来から規制されていた（上記 、改正前「株券上場廃止基準の取扱い」1.(14)a.(c)）。今回の改正により、既存の（普通）株式の権利内容を変更（制限）することで、実質的に他の種類株主が拒否権を得るようなケースなども規制されることとなる。

上記 は、上場されている（普通）株式よりも議決権の多い、いわゆる「複数議決権株式」の発行を想定したものである。

逆に、上場されている（普通）株式よりも議決権の少ない種類株式を発行・上場することにつ

いては、基本的には許容されると考えられているようである。

しかし、例えば、「上場株式から少数議決権株式への転換が可能となっていることなどにより、結果的に一般株主の権利を制限することとなる場合など」（東証上場制度整備懇談会「中間報告」）については、許されないとの考え方が示されている。

「上場株式から少数議決権株式への転換が可能となっていることなどにより、結果的に一般株主の権利を制限することとなる場合」が、具体的に何を意味するかは、必ずしも明らかではない。例えば、少数議決権株式を発行すると同時に、上場（普通）株式についても、その少数議決権株式に（会社側の意思で）転換できるような「取得条項付種類株式」に変更するようなケースが想定されているのではないかと思われる。

今後の予定

今回の改正により、東証は、議決権に関する種類株式を利用した買収防衛策について、一定の歯止めをかけている。つまり、「株主の権利内容及びその行使が不当に制限されている」ような議決権に関する種類株式を禁止している。

逆に言えば、前頁 ～ に掲げるような「株主の権利内容及びその行使が不当に制限されている」ケースに該当しないものであれば、議決権に関する種類株式でも上場が認められる余地があることになる。

具体的には、例えば、未上場企業が、普通株式はオーナーが保有したまま、議決権の制限された優先株式のみを上場して資金調達するといったことは、認められる余地があると言える。

ただ、その場合であっても、議決権に関する種類株式には、次のようなデメリットが指摘されているため、一定のルールが必要と考えられる。

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、
リスク負担と支配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

こうした指摘を受けて、東証の「上場制度整備懇談会」もその「中間報告」の中で「原則として議決権種類株式の上場は、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」との提言を行っている。

更に、これらの議論を踏まえて、今後、東証は種類株式を上場する場合のルールの整備を検討することとしている。具体的には、次の通りである。

【第二次実施事項】（=2007年度中に制度要綱をとりまとめ、又は要請を実施予定）

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数等における取扱いについて整理する。

【検討を継続する事項】（＝実現に向けた検討を継続的に行う）

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。

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。