

議決権種類株式の上場制度に関する報告書

平成 2 0 年 1 月 1 6 日

株式会社東京証券取引所

種類株式の上場制度整備に向けた実務者懇談会

目 次

I	はじめに.....	3
II	これまでの検討の概要.....	3
1	現状.....	3
2	中間報告の提言の概要.....	4
3	プログラム2007の実行計画.....	5
4	当実務者懇談会の位置付け.....	7
III	制度整備の方向性.....	7
1	検討の順序.....	7
2	想定されるスキーム.....	8
	(1) 議決権種類株式の種類.....	8
	(2) 上場類型.....	11
	(3) 「新規公開時」の意義.....	11
3	上場要件の検討.....	13
	(1) 検討の視点.....	13
	(2) 当実務者懇談会にて検討された上場要件.....	14
	(3) 各要件の関係.....	19
	(4) 議決権種類株式の上場要件.....	21
	(5) その他の上場基準のあり方.....	23
	(6) 優先配当を交付する場合の取扱い等.....	23
IV	実務上の諸問題.....	26
1	はじめに.....	26
2	市場区分等.....	26
	(1) 問題の所在.....	26
	(2) 整理の方向性.....	26
3	TOPIX.....	27
	(1) 問題の所在.....	27
	(2) 日本及び諸外国の指数採用の状況.....	28
	(3) 議決権種類株式上場の観点から見た指数算出基準.....	28

4	証券コード	30
5	その他の諸問題	31
	(1) 売買単位	31
	(2) 3種類以上の種類株式の発行	31
V	今後の検討事項	32
	委員名簿	33
	審議経過	34

I はじめに

東京証券取引所（以下「東証」という。）は、市場の運営者として、企業の自由な経済活動を尊重しつつ、資本市場の機能を十分に発揮させて、市場の公正性と健全性を確保するという役割を適切に果たす観点から、上場制度の総合的な整備に取り組んでいる。

2006年9月に組織された上場制度整備懇談会では、上場制度整備に向けた基本方針、企業行動に関する制度の整備、市場制度の整備、上場諸規則の実効性確保の各テーマについて議論が行われ、種類株式の上場制度についても企業行動に関する制度整備の一環として議論がなされた。同懇談会は、2007年3月に、上場制度の具体化にあたっての方向性をとりまとめた「上場制度整備懇談会中間報告」¹（以下「中間報告」という。）を公表し、東証は、4月には、中間報告を受けた実行計画である「上場制度総合整備プログラム2007」²（以下「プログラム2007」という。）を公表した。

当実務者懇談会は、中間報告の提言及びプログラム2007の実行計画に基づき、議決権制限株式（会社法第115条に定義される「議決権制限株式」という。）や単元株制度を利用した複数議決権株式類似の構造など議決権に関する種類株式（以下「議決権種類株式」という。）³の上場制度について具体的な検討を行うために設置されたものである。当報告書は、当実務者懇談会における議論の結果をとりまとめたものであり、東証においては、今後、当報告書に基づいて、速やかに議決権種類株式の上場制度の整備に取り組むことが期待される。

II これまでの検討の概要

1 現状

東証は、拒否権付種類株式の発行については、一定の条件で上場廃止となる旨を定めている⁴。また、上場株券等より議決権の多い株式の発行に係る決議又

¹ <http://www.tse.or.jp/rules/seibi/houkoku.pdf>

² <http://www.tse.or.jp/rules/seibi/2007program.pdf>

³ 種類株式については、議決権種類株式のほか、剰余金の配当・残余財産の分配といった経済的権利に関する種類株式、並びに取得条項付株式、全部取得条項付株式及び譲渡制限株式などその他の種類株式に分けて考えることができる。

⁴ 東証有価証券上場規程（以下「規程」という。）第601条第17号、有価証券上場規程施行規則（以下「施行規則」という。）第601条第12項第1号c、上場管理等に関するガイドラインIV5.等。ただし、株主及び投資者の利益を侵害するおそれが少ないと当取引所が認める場合はこの限りでない。例えば、国際石油開発帝石ホールディングス株式会社は、拒否権付種類株式を発行しているが、この例外規定により上場廃止基準には抵触しない。

は決定についても、一定の条件で上場廃止となる旨を定めている⁵。このように、議決権種類株式の発行についての制度は整備がされてきている。

一方、議決権種類株式の上場に関する制度については、現行では、優先株⁶及び子会社連動配当株式⁷（以下「優先株等」という。）に関する上場制度があり、これに基づき無議決権の優先株等を上場させることは可能であるが、発行会社の株式が既に上場していることが前提となっている⁸。このように、議決権種類株式の上場に関する制度の整備は進んでおらず、従来は、上場株式は、議決権種類株式ではないことが暗黙の前提とされてきた。

2 中間報告の提言の概要

議決権種類株式に関する中間報告の提言の概要は、以下のとおりである。

議決権種類株式の上場は、①より少ない資金で支配権を維持することができるため、支配権の移動が起こりにくくなること⁹、②意思決定の最終的な結果は、リスクを負担する者（利益分配又は残余財産の分配に参加する権利を有する者）に帰属する以上、出資割合と支配比率はできる限り比例すべきであり、比例しない場合には出資割合の小さい株主が自らコストを負担して経営を監視・規律することは困難なので、コーポレート・ガバナンスに歪みをもたらすこと、③一株一議決権のときに比べて、支配株主が存在する会社の上場をより容易にし、利益相反の度合いもより強くなるため、少数株主の犠牲の下、支配株主が自己の利益を図る可能性がより高くなること等を考え合わせると、必ずしも望ましいものとはいえない。

⁵ 2007年11月1日施行の規則改正により、上場廃止基準に掲げる「株主の権利内容及びその行使が不当に制限されている」ものとして、次に掲げる場合が追加された（規程第601条第17号、施行規則第601条第12項第1号d、e等、上場管理等に関するガイドラインIV6.及び同7.等）。

i) 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式への変更に係る決議又は決定。ただし、株主及び投資者の利益を侵害するおそれが少ないと当取引所が認める場合は、この限りでない。

ii) 上場株券等より議決権の多い株式（略）の発行に係る決議又は決定（株主及び投資者の利益を侵害するおそれが大きいと当取引所が認めるものに限る。）

⁶ 利益配当に関して優先的内容を有する種類の株式をいう（規程第2条第89号）。

⁷ 発行者がその連結子会社の業績、配当等に応じて株主に剰余金配当を支払うことを内容とする種類の株式をいう（規程第2条第38号）。

⁸ 規程第804条第1号。

⁹ 支配権の移動には、①株主に対して時価よりも高い価格で株式を売却する機会を与える、②シナジーを創出する、③経営陣に対する規律として機能するという点において、社会的・経済的なメリットがあり、これを制限すべきではないという考え方に基づいている。

その一方で、新規公開時を中心に議決権種類株式の上場に関する社会的欲求が高まっており、投資者のニーズや海外の状況を考慮すれば、議決権種類株式の上場を一律に制限することは適当ではないと考えられる。

この点、上場後に議決権種類株式を導入する場合は、上場株式を保有する一般株主が不測の損害をこうむる可能性があることから、既に投資している一般株主の利益を守るため、議決権種類株式の上場は、原則として、市場における投資者すべてが同意して株式を取得する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¹⁰。上場会社による上場株式より議決権の少ない株式の発行（及びその上場）については、基本的に既存の一般株主の権利を毀損するものではないので認めてよいと考えられるが、種類株式には様々なスキームが考えられるので、株主・投資者の権利を制限しないかについて慎重な判断が必要であり、「株主の権利の不当な制限」とならない限りで認めるのが適当である。この場合、議決権種類株式の上場であることを投資者が理解しやすくするような市場区分や独立した表示など、投資者が選択的に投資することが可能になるような工夫を行うことが望ましい。

議決権種類株式の上場が認められるとした場合、そのスキームについては、議決権種類株式に伴うデメリット（①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、並びに②株主による監視・規律の困難さや支配株主と少数株主の利益相反等、出資割合と支配比率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）を緩和する観点を中心として、株主の権利を尊重したスキームの議決権種類株式の上場のみを認めることが適当である。

「株主の権利の尊重」がなされたスキームの詳細については、東証としては、検討結果をガイドラインとして対外的に公表していくことが望ましい。この場合、その影響の大きさにかんがみると、まずは議決権種類株式に伴うデメリットの程度が低いものについてガイドラインの整備を目指すことが望ましい。

3 プログラム2007の実行計画

上記中間報告を受けて策定された議決権種類株式に関するプログラム2007の実行計画は、以下のとおりである。

¹⁰ ①上場株式を保有する一般株主が議決権の希釈化により不測の損害を被る可能性がある、②定款変更等のための株主総会の特別決議により株主の同意を得た場合であっても集団的行動の問題や戦略的選択の問題があるため真の意味で株主の意思を反映した決定とは言い難い、③支配権を取得する者がそのコストを負担しないという考え方に基づいている。

(1) 直ちに実施する事項（第一次実施事項）¹¹

- 議決権に関する種類株式の上場を認める場合の要件等について、具体的な検討を開始する。
 - ・ 新規公開時であっても上場が認められる種類株式のスキームに一定の制限を設けることとし、どのようなスキームであれば上場が認められるかについて、実務家・専門家らを交えて検討を開始する。
- 既に上場している会社による種類株式の発行等が認められない場合について、整理を行う。¹²
 - ・ 上場会社による種類株式の発行等が認められない場合については、「株主の権利の不当な制限」に該当する場合として整理する。
 - ・ 「株主の権利の不当な制限」となる場合としては、原則として、上場会社が上場株式より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などが想定される。

(2) 具体案を検討のうえ実施する事項（第二次実施事項）¹³

- 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。

¹¹ 本プログラムの公表後速やかに制度要綱をとりまとめ、又は要請を実施することとした事項

¹² 前注(5)の上場制度改正は、この実行計画に基づく。

¹³ 2007年度中に制度要綱をとりまとめ、又は要請を実施するために、詳細について有識者らを交えて検討を行うこととした事項

(3) 検討を継続する事項¹⁴

- 普通株式を上場していない会社について、優先株式の上場を認めるべきかについて検討する。
 - ・ 優先株式の上場の可否及び優先株式の上場を認める場合の要件やスキーム等について上場規則の整備を行う。
- 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。
 - ・ 実際に上場した事案に基づきガイドラインの整備を行う。

4 当実務者懇談会の位置付け

当実務者懇談会は、中間報告における提言及びプログラム2007の第一次実施事項の第一項目及び第二次実施事項に基づき、新規公開時や上場会社が議決権の少ない株式を発行する場合について、議決権種類株式の上場を認める場合の具体的な要件等について考え方を整理することを目的として設置された。また、議決権種類株式の上場に関する実務上の諸問題についても、併せて検討を行った。

なお、当実務者懇談会における検討は、会社法をはじめとする日本法の下での実施を前提としている。東証に上場する外国会社が発行する議決権種類株式やそれに類似したスキームについても、基本的には、当実務者懇談会における考え方の枠組みが妥当と思われるが、具体的な事例への適用にあたっては本国の法制度や実務慣行等を勘案することが望ましい¹⁵。

Ⅲ 制度整備の方向性

1 検討の順序

制度整備の方向性を検討するにあたっては、以下のような順序で検討するものとする。

まず、次の第2節では、当実務者懇談会において検討の対象とした議決権種類株式の類型及びその上場類型を明らかにする。また、上場類型を構成する重要な要素である「新規公開時」の概念についても検討する。

第3節では、具体的な上場要件の検討を行う。まず、検討にあたっての基本的な視点を明らかにしたうえで((1))、当該検討の視点にしたがって、各議決権種類株式の各上場類型において課すことができる上場要件を提示する((2))。続いて、(3)において、これらのうちいかなる要件を課すことが望ましいかについて検討し、これを踏まえて、(4)で議決権種類株式の上場要件に関する当

¹⁴ 基礎的な問題点の洗い出しなど、実現に向けた検討を継続的に行っていくこととした事項（内容によっては上場制度整備懇談会において検討を行う。）

¹⁵ 規程第7条。

実務者懇談会の提言を明らかにする。

最後に、(5)及び(6)において、上場要件に関するその他の論点である流動性等の諸基準のあり方及び優先配当を交付する場合の取扱いについて検討する。

2 想定されるスキーム

(1) 議決権種類株式の類型

会社法上考えられる議決権種類株式の類型は多様だが、現時点では、株主総会において議決権を行使することが認められない無議決権株式、単元株制度を利用した複数議決権株式類似の構造、及び議決権の行使を一定の条件にかからしめる議決権制限プランが一般的に議論されている。

このうち、議決権制限プランとは、「株主が有する株式の数が発行済株式総数の一定割合未満（例えば20%未満）であること」を、当該株主についての「議決権の行使の条件」¹⁶として定めるものである¹⁷が、当該プランについては、株主平等原則（会社法第109条第1項）違反の懸念や、公開会社でない会社のみ認められている議決権に関する「属人的定め」に該当するおそれ（会社法第109条第2項）、更に議決権を行使することができる事項について制限のある種類の株式の数が発行済株式総数の2分の1を超える場合における取扱い（会社法第115条）との関係から、学界を中心に、適法性に疑問を持つ声が根強いようである。そこで、当実務者懇談会は、議決権制限プランについては今後の法的な議論の動向を注視することとし、上場要件の検討の対象とはせず、以下に説明する無議決権株式及び複数議決権方式について、上場要件等を検討した¹⁸。

以下では、記述の便宜上、議決権に関して有利な取扱いを受ける株式（無議決権株式を発行する場合における議決権付株式及び議決権の多い株式と少ない株式を発行する場合における議決権の多い株式）を「A種株式」と呼び、議決権に関して不利な取扱いをされる株式（無議決権株式を発行する場合における無議決権株式及び議決権の多い株式と少ない株式を発行する場合における議決権の少ない株式）を「B種株式」と呼ぶこととし、その保有者をそれぞれ「A種株主」及び「B種株主」と呼ぶこととする。

¹⁶ 会社法第108条第2項第3号ロ。

¹⁷ 議決権制限プランによる買収防衛策の提案として、葉玉匡美「議決権制限株式を利用した買収防衛策」旬刊商事法務1742号28頁（商事法務・2005）。

¹⁸ なお、無議決権株式及び複数議決権方式以外の種類の種類株式については、当実務者懇談会の検討の対象とはしていないが、今後の制度の帰趨等を踏まえて、上場制度上の対応範囲を順次拡大していくことが望ましい。

(無議決権株式)

株主総会において議決権を行使することができる事項について制限のある議決権制限株式については、全ての事項について議決権を行使することができない完全無議決権株式と、一部の事項については議決権を行使することが認められる一部無議決権株式に分けられる。このうち、本報告書においては、完全無議決権株式をはじめとする取締役の選解任その他の重要な事項¹⁹について議決権のない株式を取り扱うものとし、これを「無議決権株式」というものとする。

無議決権株式には会社法第115条が適用され、公開会社において議決権制限株式の数が発行済株式総数の2分の1を超えるに至ったときは、2分の1以下にするための必要な措置をとらなければならないとされている。その趣旨は、経営者等が小さい出資割合で会社を支配することに対し一定の歯止めをかけることにある²⁰。具体的には、無議決権株式が上限まで発行された場合に支配権を確保するためには、議決権付株式の過半数、すなわち全体の25%を超える出資が必要となる。

(複数議決権方式)

諸外国に見られる複数議決権株式に類似するものとして、例えば、会社がA種株式とB種株式(いずれも取締役の選解任その他の重要な事項についての議決権を有するものとする。)を発行し、A種株式については単元株式数を100株、B種株式については単元株式数を1000株²¹とするスキーム²²が考えられる(以下「複数議決権方式」という)。これにより、A種株式の保有者は1000株を保有していれば10議決権を行使できるのに対し、B種株式の保有者は同じ1000株で1議決権しか行使できないこととなり、10倍議決権株式を発行したのと同様の効果を得ることが可能である。

上場会社が無議決権株式及び複数議決権方式を利用することにより生じる出資割合と支配比率の乖離の状況は、株式の種類の数、議決権倍率(一議決権を行使するのに必要な単元株式数の差異)、各種類株式の発行数(割合)及び株主

¹⁹ 規程第601条第17号、施行規則第601条第12項第1号e参照。

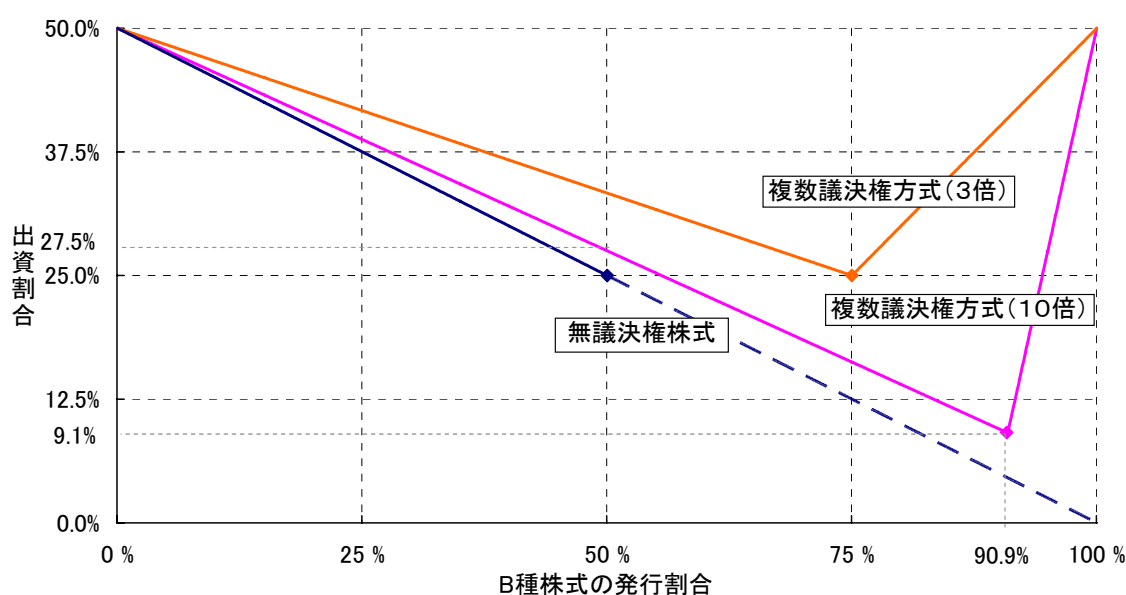
²⁰ 江頭憲治郎『株式会社法』(有斐閣・2006)140頁。

²¹ 1000株を超える数の株式を一単元と定めることはできない(会社法第188条第2項、会社法施行規則第34条)

²² 「単元株制度のこのような利用に関しては、本来の制度趣旨、すなわち、種類株主間で一株あたりの議決権の量に大きな差異が生じないようにするという目的から外れるものであり、許されないとの解釈も考えられる。しかし、単元株に関する規定の文言は一義的であって、このような解釈をする余地はないとの見解が有力である。」加藤貴仁『株主間の議決権配分』(商事法務・2007)31頁

が各種類株式を保有する割合のそれぞれにより決定される。例えば、2種類の株式を発行している場合に、どの程度の出資を行えば（保有する株式数の発行済株式総数に対する割合がどの程度であれば）議決権の過半数を取得できるかを示したのが、図表1である²³。B種株式の発行割合が増えるほど、また、複数議決権方式では議決権倍率が高いほど、小さい出資割合による支配権の取得が可能となる。ただし、無議決権株式については、会社法第115条による規律が働くため、少なくとも25%を超える出資が必要であることが分かる。

図表1: 支配権の取得に必要な出資割合



(剰余金の配当に関する取扱い)

無議決権株式及び複数議決権方式の中でも、剰余金の配当や残余財産請求権に関する取扱い、取得条項の有無等によって、様々なバリエーションが考えられる。以下では、検討の便宜上、まず議決権に焦点を絞り、議決権以外の配当や残余財産請求権等、その他の事項の取扱いについては同じであるという前提

²³ B種株式の1株あたりの議決権数に対するA種株式の1株あたりの議決権数の割合を v 、A種株式及びB種株式の発行済株式総数に対するA種株式の発行数の割合を r とすると、A種株式のみを保有して総議決権の過半数を取得するためには、以下の関係が成り立つ必要がある。

$$r v > 1 - r$$

これを整理すると、 $r > 1 \div (1 + v)$

この式に v の値を入れたときの r が、図表1における出資割合が一番低い値となる。

で議論するが、優先配当を交付するスキームも相当程度ニーズがあると思われるため、かかる場合の取扱いについては、3（6）において検討することとする。

（2）上場類型

議決権種類株式を上場する場合、①新規公開時の利用か、既公開会社による利用か、②議決権種類株式のうち一方だけを上場するか、双方を上場するか、③既公開会社が双方を上場する場合については、既に上場している株式より議決権の多い株式を上場するのか、少ない株式を上場するのか等の事由により、下記図表2のような類型が考えられる。

このうち類型Ⅳ（上場会社が上場している株式よりも議決権の多い株式を上場すること）については、既に投資している一般株主の利益を守るという観点から、より慎重な検討が必要であることから、当実務者懇談会における上場要件の検討の対象とはしないこととした²⁴。ただし、上場会社の安定株主の創出その他の目的のため、この解禁を望む意見も根強く、今後、継続して検討していくことが望ましい。

更に、理論上は、3種類以上の議決権種類株式を発行・上場する場合、その他の種類株式を発行・上場する場合など、さまざまなバリエーションが考えられるが、当実務者懇談会では、まずは2種類の議決権種類株式を発行する場合の上場要件について整理することとした。

図表2：上場類型

分類		類型
新規公開時	B種のみ上場	類型Ⅰ
	A種・B種の同時上場	類型Ⅱ
新規公開時 以外	B種の上場	類型Ⅲ
	A種の上場	類型Ⅳ

（3）「新規公開時」の意義

（問題の所在）

既公開の会社が上場株式より議決権の多い株式を上場すること（類型Ⅳ）については、上記（2）で述べたとおり既に投資している一般株主の権利保護の観点から当実務者懇談会における上場要件の検討の対象とはしないこととした関係上、当面解禁されないのに対し²⁵、新規公開時には、同様のスキームを導入

²⁴ 前注(5)参照。

²⁵ アメリカでは、同じ考え方にに基づき、証券取引所規則により、上場会社については、①

する場合（類型Ⅱ）でも既存の一般株主は存在しないため、このような考慮は必要ない。そのため、「新規公開時」か否かによって、議決権種類株式の発行・上場要件は異なるものと整理でき、「新規公開時」の意義を明らかにする必要がある。

（新規公開時の意義）

「新規公開時」は、多くの場合、東証への新規上場時と同じである。しかし、一般株主の保護の観点から必要とされる要件であることから、東証に対する新規上場時であっても、既存の一般株主が存在し、その保護が必要な場合には異なることとなる。例えば、組織再編等の場合に、非上場会社が上場会社を吸収合併するなどして新規に上場することは可能だが、この場合は、消滅会社等である上場会社の株主の権利を保護する必要がある。また、東証以外の国内外の証券取引所に上場している会社が東証に新規に上場する場合も、東証との関係では新規上場時に該当するが、既に一般株主が存在することから、「新規公開時」には該当しない²⁶。

また、過去に東証や他の証券取引所から上場廃止になった会社が、東証に新規に上場する場合の取扱いについては、当該上場廃止が債務超過・虚偽記載等のM&A以外の事由による場合など、以前に市場で株式を購入した一般株主が存在する場合については、「新規公開時」に該当しないものとするべきである。

他方、過去に上場廃止になった会社のうち、現金によるスクイーズ・アウトを伴うM&Aなどにより、一般株主が存在しないこととなった会社の新規上場については、既存の一般株主の保護の必要性はないため、「新規公開時」に該当するものとして取り扱う余地がある。この点、非公開化時のスクイーズ・アウト等による一般株主の利益の毀損の防止の観点や、上場制度が上場会社に非公開化を促す方向で作用するのは望ましくないとの考え方にに基づき議決権種類株式として再上場することのみを目的とした安易な非公開化を防止すべきとの観点から、このような場合について「新規公開時」として取り扱うべきかどうかは慎重に考えるべきとの意見もあった。

保有期間に基づく議決権制限、②保有株式数に基づく議決権制限、③1株あたりの議決権が（上場株式より）大きい株式の発行、④現存する普通株1株あたりの議決権よりも小さい議決権を有する株式の交換による発行は、原則として禁止されている（NYSE Listed Company Manual § 313.00, NASDAQ Manual § 4351）。他方、①新規公開による証券の発行、②上場株式の1株あたりの議決権よりも大きくない議決権を有する証券の公募又は合併・買収による発行などは、禁止されておらず、新規公開時に複数議決権株式を利用することが実務として定着している。

²⁶ 他の証券取引所の上場銘柄でなくても、例えば一部のグリーンシート銘柄のように、既存の一般株主が多数存在する場合も考えられる。このような銘柄の新規上場については、「新規公開時」には該当しないものと整理するのが望ましい。

しかし、非公開化時の一般株主の利益の保護の観点からは、再上場時に議決権種類株式を利用しない場合についても該当するので、議決権種類株式のみに関係する「新規公開時」の意義によって規制するのは適切ではない。MBOにより非公開化した会社の再上場申請については、非公開化時の事情を慎重に審査する取扱いとなっていることから²⁷、非公開化時における一般株主の保護についてはかかる枠組みにより図ることができる。また、議決権種類株式として再上場することのみを目的とした安易な非公開化については、議決権種類株式に通常の普通株式の上場以上の上場要件が課されることや、再上場時にも審査が行われることによって、一定程度防止することができることから、議決権種類株式としての再上場を目的とした上場廃止を東証が推奨することにもならない。

そのため、現金によるスクイーズ・アウトを伴うM&Aなどにより、一般株主が存在しないこととなった会社による新規上場は、「新規公開時」に該当すると整理するのが適当と思われる。

3 上場要件の検討

(1) 検討の視点

当実務者懇談会の議論の過程において、新規公開時については、種類株式構造を前提に投資が行われるものであり、上場要件による制約を特に加える必要はなく、投資者による選別、市場価格への反映等に任せればよいという意見もあった。しかしながら、東証は投資者保護に一定の役割を發揮することが期待されていること、投資者や株主が必ずしも十分な情報に基づき適切な判断を下せるとは限らないこと、一つの企業が複数の種類の株式を発行すると利害関係が複雑となり、一定の事象がどのように特定の種類の株式に影響するかの判断が困難となる可能性があり、その結果投資者にとって魅力的な商品ではなくなる可能性もあること等を考え合わせると、中間報告及びプログラム2007において提示された方向性のとおり、議決権種類株式の上場を認める場合には、投資者保護の観点から必要と認められる一定の要件を満たした株主の権利を尊重したスキームで、かつ、投資者にわかりやすい商品から順次解禁していくことが望ましいと考えられる²⁸。

上場要件を検討するにあたっては、上記Ⅱ2に概要を記した中間報告で示された方針に基づき、支配権の移動の制約及び種類株主間又は支配株主と少数株主の利益相反関係の悪化をはじめとする、出資割合と支配比率の乖離の弊害の

²⁷ 『2007年版 新規上場の手引き 市場第一部・第二部編』93頁。

²⁸ 当実務者懇談会は、少なくとも当面の間必要な上場要件を検討しており、今後、議決権種類株式に対する投資者の理解が深まっていく過程において、解消される問題点もあると考えられる。そのため、今後の上場要件の緩和の可能性を否定するものではない。

防止を基本的な視点とした。その具体的なアプローチとしては、概ね、議決権種類株式のスキームの解消による方法、議決権種類株式の発行数等を規制することにより極めて小さい出資割合で支配権を確保することを制限する方法、及び業務執行その他会社の重大な決定がなされる場面における利益相反による弊害を防止する方法が考えられる。

(2) 当実務者懇談会にて検討された上場要件

当実務者懇談会は、上記(1)の視点にしたがって、上場制度上の諸要件について検討した。検討した諸要件は、(a)スキームの解消を可能とする方策、(b)極めて小さい出資割合による支配権の確保を制限する方策及び(c)株主利益の保護のための方策に大別される。

(a) スキームの解消を可能とする方策

① ブレークスルー条項

本報告書において、ブレークスルー条項とは、発行済株式総数のうち一定割合²⁹の株式を取得した者が現れた場合、議決権種類株式の構造を解消するスキームをいう³⁰。極めて小さい出資割合によって支配権を維持することは望ましくなく、一定割合しか出資していない支配株主は支配権を奪取される可能性があるものとすべきとの考え方に基づくものである。本要件については、法令等にブレークスルーに関するルールのない日本法のもとでは、定款に定める株式の種類の内容に本要件を組み込む必要があるため、スキームが複雑となること、買収者が登場しない場合又は支配株主が一定割合以上の株式を保有する場合には機能しないことなどが指摘されている。

なお、A種株式及びB種株式の双方上場の場合(類型Ⅱ及びⅢ)に本要件を課すと、同条項が発動した際にA種株式の一般株主の議決権が害されるのではないかと指摘があったが、本来であれば、B種株式の発行時にA種株式の議決権が希釈されるどころ、議決権種類株式スキームにより、解消までの一定期間だけ有利に取り扱われていたにすぎない。したがって、もしこれを規制するのであれば、新たな株式の発行自体を問題にするべきであり³¹、本要件の是非と

²⁹ EUの公開買付け指令におけるブレークスルー条項では75%であること、及び会社法第115条が無議決権株式の発行量を発行済株式総数の2分の1以下に制限しているのは、経営者等が25%以下の出資で会社を支配することに対し一定の歯止めをかけることにあると考えられるから、75%とすることが考えられる。

³⁰ 日本の会社法でこのスキームを実現するには、取得条項付株式を用いるか、無議決権株式であれば議決権が復活する要件とすることなどが考えられる。

³¹ この点については、近時、大量の新株又は新株予約権の第三者割当を行うことにより、現存株主の権利が毀損されていると思われる例がしばしば散見され、特に株式併合などと

は無関係であることから、ブレークスルー条項を導入することを排除するまでの理由はないと考えられる³²。

② サンセット条項

本報告書において、サンセット条項とは、議決権種類株式導入の目的が終了した場合、同目的を逸脱した場合若しくは同目的を達することができないことが確定した場合、又はこれらの事由が生じたとみなすことのできる場合に、スキームを解消させる方策をいう。

議決権種類株式の上場の意義としては、安定的な支配により、創業者等による長期的視点にたった企業価値の向上への取組みが期待できることがあげられている。もしそうであれば、そのような目的が終了した場合、同目的を逸脱した場合又は同目的を達することができないことが確定した場合には議決権種類株式のスキームを解消することが社会的に望ましいと考えられる。そこで、このような考え方のもと、スキーム解消策を検討することとなるが、目的が終了したか等の判断を株主（場合によっては種類株主）の意思に委ねるか、一定の事由をもってそのようにみなしてスキームを解消させるか等によりバリエーションが生じうる。かかるバリエーションとしては、主として(a)目的が終了したか等の判断を株主の意思に委ねるものとして、一定期間³³経過後に一株一議決権とする株主総会の特別決議³⁴等によりスキームの解消を可能とするもの、(b)目的を逸脱した又は目的を達し得ない状態になったとみなされる例として、支配株主グループの発行済株式総数に占める保有割合が一定以下³⁵になった場合に

組み合わせた場合にはかかる弊害は顕著である。現行会社法の下では、かかる第三者割当も有利発行にあたらぬ限り発行可能株式総数の定めその他は特段の規制はないが、東証としてかかる第三者割当を無制限に認めてよいかという点については、今後、上場制度総合整備懇談会の場で議論すべきこととされている。

(<http://www.tse.or.jp/rules/seibi/071116.pdf>)

³² その他に、支配株主がいる場合に限ってこのような要件を求めるべきという考え方もありうるが、これを要件にするにあたっては、後から支配株主が現れた場合の対応が困難である、「支配株主」の定義に該当しない者に保有させることにより容易に潜脱が可能であるなどの制度の運用上の課題をまず解決する必要がある。

³³ 企業の中期経営計画の期間と同様、3年から5年程度とすることが考えられるとの提案がなされたが、議決権種類株式の導入の意義が、長期的な視点にたった経営が可能となることにあることからすると、中期経営計画の期間ではその意義が生かされず、合理性がないという意見が多かった。そこで、長期的な視点に立った経営を可能とするため、例えば譲渡等の際の転換条項が定款上定められている場合など、投資者の権利保護に十分な配慮がなされている場合には、より長期とすることを認めることなどが考えられる。

³⁴ 複数議決権方式の場合には、単元株式数をその時々に応じて定めることは容易でなく、一株一議決権方式による株主総会の実現は困難と考えられる。その場合、会社法上の株主総会としての効力のない勧告的決議のようなものとして実現することが考えられる。

³⁵ 会社法第115条の趣旨から、25%以下とすることが考えられる。前注(29)参照。

は、スキームが自動的に解消されるものなどが考えられる³⁶。なお、類型Ⅱ及びⅢにおいて、サンセット条項が発動すると、議決権種類株式の導入に賛成していないA種株式の一般株主の議決権が害されるのではないかとの懸念については、ブレイクスルー条項において論じられたことと同様に考えられる。

③ 譲渡等の際の転換条項

本要件は、A種株式の譲渡や移転等により、実質的に保有者が変更した場合、B種株式に強制転換されるというものであり、複数議決権方式の類型Ⅰの場合のみ課しうる要件である³⁷。Google Inc.がNASDAQにおいて新規公開した際に、かかる転換条項を設けている³⁸。通常、A種株主の個性に着目して複数議決権方式が導入されることからすれば、保有者が変更された場合は、スキームは解消されるべきとの価値判断に基づく要件である。

かかる転換条項については、非上場のA種株式を譲渡すると上場株式になり流動性を得られるという点で、相続などがあつた際に売買をしやすくなる等、A種株主にとってもメリットがあるという指摘がある一方、保有者の変更がある場合全てに厳密に適用されることとすると、例えば、当初よりA種株式を保有していた他のA種株主に譲渡される場合など不都合があるとは考えにくい事例についてまで適用されることになるため、かかる場合については、例外をガイドライン等において明確にすることも考えられる³⁹。なお、本要件による転換は、Google Inc.などの例と同じく、1株対1株の割合によることを想定している⁴⁰。

(b) 極めて小さい出資割合による支配権の確保を制限する方策

³⁶ 米国における例であるが、(b)のタイプのサンセット条項を入れているものとしては、Dow Jones & Company Inc. 等がある(2007年12月1日時点)。

³⁷ 無議決権株式の場合、A種株式を譲渡したらB種株式に転換されるとすれば、最終的に全ての株式が無議決権株式となってしまう。また、ある株主がA種株式を譲渡したらB種株式が全てA種株式に転換されることとすれば、譲渡をしていないA種株主が害されることになる。また、複数議決権方式であっても、A種株式が上場している場合には、事実上の譲渡制限である本要件は課すことができない。

³⁸ 詳細については、<http://investor.google.com/charter.html>

³⁹ Google Inc.の定款でもかかる場合は、強制転換の例外として認められている。

⁴⁰ これについては、A種株式のB種株式に対する議決権の倍率が10倍である場合には、A種株式1株について、B種株式10株に転換することも考えられるのではないかとの意見があつた。しかし、このような転換を認めれば、出資割合が小さいまま10株の議決権相当分の利益を得るという点でスキームの解消に向かうものとはいえ、また、このような取扱いは、「議決権を行使できる事項」に関する調整のみならず、残余財産請求権その他の経済的価値についても異なる取扱いを認めるに等しく、議決権に焦点を絞って検討するという当実務者懇談会の目的から外れ、別途の検討を要する。

④ 少議決権株式の発行数の制限

議決権制限株式の発行数の上限を発行済株式総数の2分の1と定める会社法第115条の趣旨は、経営者等が小さい出資割合で会社を支配することに対し一定の歯止めをかけることにあると考えられる。これによれば、無議決権株式の場合、支配権を取得するには25%を超える出資が必要となる。これと同じ趣旨は、複数議決権方式における議決権の少ない株式の発行にも当てはまりうる。そこで、例えば、複数議決権方式におけるB種株式の発行数の上限を発行済株式総数の2分の1と定めることが考えられる。これにより、いかなる議決権割合をとろうとも支配権を取得するには少なくとも25%⁴¹を超える出資が必要となる。ただし、本要件については、複数議決権方式を利用した将来の資金調達に制限を設けることになるため、スキームの価値が大きく損なわれる。そのため、同じ目的を達成できる他の要件があれば当該他の要件と選択的に課すべきであると考えられる。

⑤ 議決権倍率の制限

④と同じ趣旨は、A種株式のB種株式に対する議決権の倍率を一定の割合以下に抑えることによっても実現可能である⁴²。仮に、④と同様、支配権の取得に25%を超える出資を必要とする場合、当該倍率は3倍未満であることが求められることになる⁴³。したがって、本要件を課す場合には、B種株式の単元株式数はA種株式の3倍未満しか認められず、これを超えてA種株式の例えば10倍や100倍の単元株式数を有するB種株式の存在は認められないこととなる。

(c) 株主利益の保護のための方策

⑥ 種類株主間の利害が対立する場面における株主の保護

議決権種類株式を発行する場合、A種株主とB種株主の間で利害が相反する場面がある。そこで、会社法第322条第1項各号に規定されるような株式の内容への影響が大きいと思われる事項について、各種類株式の利害が相反し得る場面について検討する。

会社法は、特定の種類の株式の種類株主が害されることを防止するため、第322条第1項を設け、定款の変更や会社の組織的行為等の一定の重要な事項を会社が行うときで、「ある種類の株式の種類株主に損害を及ぼすおそれがあるとき」は、当該種類の種類株主総会の決議を要するものと定めている。かかる種類株主総会の決議は、同条第2項及び第3項により、定款に規定すれば株式

⁴¹ 例えば、倍率10倍の場合は、27.5%の出資が必要となる（図表1参照）。

⁴² 当然ながら、本要件は、無議決権株式には適用できない。

⁴³ 図表1及び前注(23)参照。

の内容の変更その他株式に関わる一定の定款の変更⁴⁴を除き、排除することが可能であるが、議決権種類株式におけるB種株式は、「議決権」という権利保護の場面において最も重要な役割を果たす権利について不利な取扱いを受ける種類株式であることから、他の種類株式と比べて株主の権利侵害が惹起されやすい。そこで、同条第2項や第3項にかかわらず、同条第1項に定める場面において、B種株主を保護するための方策を求めることが考えられる。かかる方策としては、(i)会社法第322条第2項に基づき定款で種類株主総会の決議を排除することを禁止すること、(ii)同条項に基づき定款で種類株主総会の決議を排除することを認めつつも、同条第1項に掲げる事項につき、事前に特別な委員会等の利害関係のない第三者の意見を聴取すること⁴⁵、(iii)同条第2項に基づき定款で種類株主総会の決議を排除することを認めつつも、事前に会社法第322条第1項に掲げる各場合におけるB種株主を害さないような取扱いを定款に定めておき、これに従う限りは種類株主総会の決議は不要とすることなどが考えられる⁴⁶。もっとも、保護の方策としては様々な態様がありうることから、会社法第322条第1項に定める場面におけるB種株主の保護として適切と認められる他の方策が十分に講じられていれば足りる。

なお、(i)については、会社法第322条第1項の「損害を及ぼすおそれ」の有無について保守的に解釈する実務が定着しているため、もしこのような要件が課されれば、常に種類株主総会の開催が必要となり、事実上種類株主に拒否権を与えるに等しいという反対意見があったが、かかる点については、要件(ii)又は(iii)などのその他の方策を講じれば足りるとすることで回避できる。

⑦ 支配株主と会社の利益相反取引の場面における少数株主の保護

議決権種類株式を利用する会社では、同じく利益相反が問題となりうる子会社上場等と比較しても、より小さい出資割合により支配状態を創出することができることから、支配株主⁴⁷と少数株主との利益相反がより顕著となる。そこで、

⁴⁴ ただし、単元株式数についての定款の変更は除く。

⁴⁵ 企業価値が向上するか否かという観点から判断すればよい買収防衛の局面と異なり、適切な利益調整がなされているかの判断は困難であり、実際上は事前に定款等に定めておく方法で対応するほかないのではないかという指摘もあった。

⁴⁶ なお、上場会社が組織再編における存続株式会社等となる場合で、当該組織再編に際して定款変更を要せずB種株式を発行する場合など、第322条第1項の事由であっても必ずしも株主保護の方策を要しない場合も考えられる。また、株主保護の方策を要する場合でも、事前に取扱いを定めることが難しい場合も考えられ、可能な範囲で取扱いを定めたいうえで、取扱いを定めない事項については特別委員会等の第三者の意見を聴取することを要する旨の規定をおくことも考えられる。

⁴⁷ 「支配株主」の定義についてここでは詳細に論じないが、一定の関係者も含む概念とすべきである。例えば、議決権の過半数を直接又は間接に保有する者とするなどが考え

ここでは、支配株主と会社の利益相反取引による弊害を防止するための諸方策を検討する⁴⁸。

かかる具体的方策としては、まず、支配株主から独立した立場の取締役や社外取締役の選任を義務付けることが提案されたが、単に選任するだけでは意味をなさない。そこで、買収防衛策の導入が経営者の恣意的判断に依存するものではないことを求められている⁴⁹と同様に、支配株主と会社が重要な取引⁵⁰をするような場面において、かかる取引の公正さ⁵¹を担保できるよう、十分な情報開示に加えて、支配株主から独立した立場の取締役、監査役又は特別委員会等⁵²の関与を必要とし、その意見を聴取することを求めることなどが考えられる。本要件についても、上記⑥と同じく、保護の方策としては様々な態様がありうることから、利益相反の弊害を防止するための方策として適切と認められる他の方策が十分に講じられていれば足りると考えられる。

(3) 各要件の関係

(①、②及び③の関係)

スキームの解消を可能とする方策の各要件を比較すると、①のブレイクスルー一条項及び②のサンセット条項は、いずれも、支配株主の出資が一定割合を下回る場合に、スキームの解消が可能となるものである。ブレイクスルー一条項は、発行済株式総数のうち一定割合（75%など）の株式を取得した者が現れた場合にスキームを解消させるものであり、一定程度の出資（例えば25%を超える出資）がない場合には、当該スキームの解消が生じることとなる。サンセット条項は、株主総会特別決議による解消のスキームであれば、3分の1未満の出資を行う場合、支配株主グループの保有割合による解消のスキームであれ

られる。

⁴⁸ なお、本要件については、子会社上場の際の少数株主保護のあり方一般についての議論とも関係してくることから、今後予定されている上場制度整備懇談会における議論と平仄を合わせる必要があるとの指摘があった。

⁴⁹ 規程第442条第2号。

⁵⁰ 何が「重要な取引」かについては、少数株主の保護と会社経営の迅速性の調和の観点から、一定の基準が定められることが望ましい。

⁵¹ ここでは支配株主と少数株主が直接取引をするのではなく、支配株主と会社が取引を行っていることから、「取引の公正さ」とは、⑥の要件の場合と異なりA種株式とB種株式の利益調整が適切かどうかではなく、会社の利益を害することによって、取引相手である支配株主の利益が図られていないかどうかを判断すれば足りる。

⁵² 「支配株主からの独立」とは、少数株主に選任権を与える趣旨ではなく、例えば個人支配株主の親族や法人支配株主の使用人など、支配株主から容易に影響を受け得る者で、利益相反を疑われる地位にある者でなければ足りる。また、少数株主保護が目的であるから、支配株主からの独立性のほか、一定の専門的知見を有するものであることも必要であると思われる。

ば当該基準となる比率以下の出資を行う場合、スキームの解消が生じることになる。このような観点からは、①のブレイクスルー条項及び②のサンセット条項は類似しており、上場要件としては、選択的に適用するべきで、いずれも「一部の株主グループが極めて小さい出資割合で会社を支配するような状況が生じた場合に議決権種類株式のスキームを解消できるようにするための方策」と整理できる⁵³。

他方、③の譲渡等の際の転換条項は、出資の割合には関係ない要件であり、①・②とは独立した要件として検討することが適切と思われるところ、目的を逸脱したスキームを存続させる理由はないとの意見が強く、原則として①又は②に加えて要件として採用することが望ましい。

(④及び⑤の関係)

④及び⑤は、無議決権株式については、上場要件として課すことができず、複数議決権方式についてのみ、その是非が問われる。両者は、いずれも、支配権の確保のために一定割合を超える出資を求めるものであり、両者は選択的な関係にあると考えられる。

(①・②と④・⑤の関係)

①・②の要件は、少なくとも一定割合の出資がないとスキームが解消される可能性がある点で、事実上、少なくとも一定割合を超える出資を求めるものといえることができる。すなわち、④及び⑤のみならず、①及び②も、支配権の確保のために一定割合の出資を求めることを包含するルールであり、これをもって、①・②・④・⑤いずれも選択的要件とすべきであるとの考え方もありうる。しかし、(i) ①・②の規律には、支配権の保持には一定割合の出資を要するという観点に加えて、買収者が発行済株式総数の75%又は3分の2（いずれによるかは、基準の設定による）を取得したときには、①・②ではスキームの解消が可能という観点もあること、(ii) 無議決権株式の場合、「当該株式の取得と引換えに議決権のある株式を交付する旨の定款の定めのない株式」⁵⁴に該当すると公開買付けの対象とならないことから、買収の場面において無議決権株式

⁵³ ブレイクスルー条項やサンセット条項以外でも「一部の株主グループが極めて小さい出資割合で会社を支配するような状況が生じた場合に議決権種類株式のスキームを解消するための方策」といえるものがあれば、かかる方策を導入することでも足りる。また、そもそも議決権種類株式スキームは支配権の移動を制限するものであるという理解に基づき、これらの要件が必要とされることからすれば、仮に支配権の移動を過度に制限しないといえるような議決権種類株式スキームが存在すれば、ブレイクスルー条項やサンセット条項は不要とすることも可能であるように思われる。

⁵⁴ 発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令第2条第1号。

の株主のみ取り残されるという問題があること等に照らすと、①・②は要件として必須と考えられ、その場合、④・⑤の要件により代替できるものとは考えられず、逆に①・②の要件が満たされている場合には、④・⑤の要件まで求める必要はないと考えられる。

(⑥及び⑦の関係並びに①・②と⑥・⑦の関係)

⑥及び⑦は、いずれも議決権種類株式の発行により先鋭化する利益相反による弊害を防止するための規律であるが、⑥は種類株主間の利害が相反する場面における株主保護、⑦は支配株主と会社との利益相反取引の場面における少数株主の保護であることから、両要件は、独立して適用を考えるべき性質のものと考えられる。

両要件については、①のブレイクスルー条項又は②のサンセット条項により最終的にスキームが解消される場合には不要であるとの意見、逆に⑥及び⑦の要件により株主保護の方策がとられている場合には、①又は②の要件によりスキームを解消させる必要はないのではないかと、との意見もあった。しかしながら、①又は②の要件により最終的にスキームを解消させることができるとしても、スキーム解消までの間、利益相反による弊害は問題となりうることから、①又は②の要件によりスキームの解消が可能であったとしても、⑥及び⑦により株主保護を図る必要がある。また、利益相反からの株主保護の方策をとったとしても、その手当てには限界があることから、極めて小さい出資割合で会社を支配するといった極限状況が生じないスキームに限って上場を認めるべきと考えられ、①又は②によりスキームの解消が可能であることと⑥及び⑦による株主の保護は並列的に課すべき要件と考えられる。

(4) 議決権種類株式の上場要件

以上をまとめると、少なくとも以下の要件を満たした無議決権株式並びに複数議決権方式における議決権多い株式及び議決権の少ない株式については、株主の権利の尊重がなされているものとして、原則としてその上場を認めることとすべきと考えられる（下記の図表3も参照のこと）。

以下の5つの方策の全てが取られていること。

- i) 既公開会社にあつては、上場株式より議決権の多い株式を上場させる場合に当たらないこと⁵⁵。

⁵⁵ 既公開の会社が上場株式より議決権の多い株式を上場することについては、当実務者懇談会が、検討の対象としないこととした関係上、当面解禁されないことから求められる要

- ii) 極めて小さい出資割合で会社を支配するような状況が生じた場合に議決権種類株式のスキームが解消できるような方策がとられていること。
- iii) 種類株主間の利害が対立する場面における株主保護の方策がとられていること。
- iv) 支配株主と会社の利益相反取引の場面における少数株主の保護の方策がとられていること。
- v) 複数議決権方式の類型 I（新規公開時における B 種株式の単独上場）の場合は、A 種株式の譲渡等の時に B 種株式に転換する条項が付されていること。

図表 3：議決権種類株式の上場要件

株式の種類	類型	(a) スキームの解消を可能とする方策		(b) 株主の利益の保護のための方策	
		ブレイクスルー条項 又は サンセット条項等	譲渡時の転換条項	種類株主間の利害が 対立する場面における 株主保護	支配株主と会社の 利益相反取引の場 面における少数株 主保護
無議決権株式	類型 I (新規公開 / B 種単独上場)	○	—	○	○
	類型 II (新規公開 / 同時上場)	○	—	○	○
	類型 III (既公開 / B 種 追加上場)	○	—	○	○
複数議決権方式	類型 I (新規公開 / B 種単独上場)	○	○	○	○
	類型 II (新規公開 / 同時上場)	○	—	○	○
	類型 III (既公開 / B 種 追加上場)	○	—	○	○

○：要件として課すべき —：理論的に課すことができない

なお、当実務者懇談会は、会社の自主性を尊重するためできるだけ議決権種類株式のスキームに柔軟性を持たせることが望ましいと考えており、上記①から⑦の個別検討の箇所而言及した具体例の他、同じ目的を達しうる要件が他に存在する場合には、今後、東証で検討の上、当該他の要件も選択肢として認め

件であり、今後の議論によっては本要件は不要となることも考えられる。

ることが望ましい。

また、複数議決権方式における類型 II 及び類型 III については、東証が他の証券取引所とともに作成した「売買単位の集約に向けた行動計画」⁵⁶に従い売買単位を100に統一しようとしていることとの関係や銘柄間違いの問題が生じやすいことから、解禁するにあたってはこれらの視点を慎重に考慮すべきであるという意見があった。更に、議決権種類株式市場を成功させるため、投資者が二の足を踏むことのないよう、投資者にとってわかりやすい、できるだけ単純なスキームであること等、投資者が安心して投資できる商品設計がなされているかについて十分配慮することが望まれる。

(5) その他の上場基準のあり方

流動性等の上場基準については、基本的に、議決権種類株式であるか否かを問わず、一定の水準が必要と思われる。そこで、基本的には、現行の株式の上場基準と同じ基準とするのが適切であるように思われる。

ただし、複数の種類株式を同時に上場する場合には、上場時価総額については、合算が必要になると思われる。

また、無議決権株式の上場の場合には、無議決権株式の株主に対しても株主向け書面（議決権行使書面を除く。）の交付を求めるのが望ましい。

(6) 優先配当を交付する場合の取扱い等

前述のとおり、上記の議論は、全て普通配当株式を前提としたものである。そこで、議決権の対価として優先配当を付与されている場合、すなわち優先配当議決権種類株式の上場要件は、上記（4）で議論した普通配当議決権種類株式とどのように異なるかについて整理する。

（優先配当株の取扱いについて）

優先配当は議決権の対価として交付されるものであることから、優先配当がなされない場合に議決権が復活するような仕組みとなっていれば、議決権がないことによる不利益も甘受すべきで、ブレイクスルー条項等の要件は不要であるという意見もあった。しかしながら、優先配当額が議決権の対価として十分といえないような場合までブレイクスルー条項等の要件は不要であるとは言い難いこと、優先配当の有無は、議決権がないこと又は少ないことを、優先配当により調整するか価格により調整するかという差にすぎず、普通配当株式と区別する本質的な差異とは言えないことから、かかる取扱いは必ずしも適切でないと考えられる。

⁵⁶ 詳細については、<http://www.tse.or.jp/rules/seibi/keikaku.pdf>

そもそも、上記（４）において議決権種類株式に必要とされた要件は、意思決定の最終的な結果はリスクを負担する者（利益分配又は残余財産の分配に参加する権利を有する者）に帰属する以上、出資割合と支配比率はできる限り比例すべきであるという考え方にに基づき、出資割合と支配比率が乖離することによる弊害を防止するという観点から導かれたものである。かかる観点からすれば、優先配当金の支払いを受けた後、残余の分配可能額からの配当も普通配当株式の株主と共に受け取ることができる優先株式（かかる優先株式は一般的に「参加型」と呼ばれる。）については、普通配当株式と同様に会社の利益増大の恩恵又は利益減少の影響を受けるという点で、普通配当議決権種類株式とほぼ同視できる。他方、優先配当金の支払いを受けた後、残余の分配可能額からの配当を普通配当株式の株主と共に受け取ることができない優先株式（かかる優先株式は一般的に「非参加型」と呼ばれる。）は、普通配当株式が会社の利益増減の影響を受けるときも、一定の配当を受けることができる（ただし、配当可能利益がある場合に限る）という点で、普通配当株式と同様のリスク負担をしているとは言い難い。そこで、議決権種類株式が同時に参加型の優先配当株式でもある場合については、普通配当株式と同じく扱い⁵⁷、上記（４）に列挙した要件を求めることとし、非参加型の優先配当株式である場合は、普通配当株式とは別に取り扱うことが適切であるように思われる⁵⁸。

なお、優先株式には上記の参加型・非参加型という区別の他に、ある事業年度に優先配当金全額の支払いが行われなかった場合に、不足額について翌期以降の分配可能額から補填支払がなされるか否かによって累積型・非累積型による区別があるが、優先配当金の支払不足が生じる場合に、その不足額の限りで問題になる区別であり、リスク負担の有無という観点から普通配当株式との差異を論じるうえで本質的差異となるものではないことから、ここでは、累積型・非累積型かを問わず、参加型については原則として普通配当株式と同様に扱う

⁵⁷ 現行の優先株等の上場制度に基づき上場している銘柄は株式会社伊藤園の第１種優先株式のみであり、１５円の優先配当を確保しつつ「普通株式１株に対して交付する金銭の額に、１２５パーセントを乗じた額」が１５円を上回る場合には当該金額を剰余金の配当として行うとされている。この優先株式は、参加型に分類されるものであり、中間報告に従い規程の改正等が行われた場合、上記（４）の要件を満たす必要があるものとなる。ただし、既に上場している優先株式については、企業行動規範として求める場合を除き、基本的に規程の改正等の適用除外とすべきことはもちろん、上記優先株式の条項は概ねこれらの要件を満たしているように思われる。

⁵⁸ リスク負担の有無という観点から、優先配当が参加か非参加かを区別をするよりも、残余財産の分配において参加型か非参加型で区別すべきであるという意見があった。しかしながら、残余財産の分配という上場会社には極めて稀な局面における取扱いを区別の基準とすることは、適切でないように思われる。なお、参加型についても優先配当部分が議決権の対価として十分と評価できるような場合には、普通配当株式とは別途に考える余地もあるのではないかと指摘がなされた。

ものとする。

(非参加型の優先株式の要件について) ⁵⁹

前述のとおり、普通配当議決権種類株式及び参加型優先配当付議決権種類株式に求められる(4)の要件は、(1)の検討の視点で述べたとおり、支配権の移動の制約及び種類株主間又は支配株主と少数株主の利益相反関係の悪化等、出資割合と支配比率の乖離による弊害を防止するという観点から株主保護のために要求される要件である。

非参加型の優先配当株式については、基本的には社債と同視でき、残余財産の増大については利害関係を有しておらず、シナジーの創出や経営陣に対する規律といった支配権の移動から生じるメリットを享受し得ない。したがって、支配権の移動を阻害することを防止するための要件である、ブレークスルー条項やサンセット条項等、「極めて小さい出資割合で会社を支配するような状況が生じた場合に議決権種類株式のスキームが解消できるような方策」の他、スキームを終了させるための要件であるA種株式を譲渡した場合のB種株式への転換条項も不要であると考えられる。

これに対して、利益相反による弊害を防止する方策については、別途検討の必要がある。まず、種類株主間の利害が対立する場面における株主保護の方策についてであるが、会社法第322条第1項の列举事由は、いずれも種類株式の権利内容に大きな影響を与える事項であり、残余財産の増大への利害関係とは関わりなく保護されてしかるべき事項である。社債の内容の変更の際には、全社債権者の同意を得るか、社債権者集会の決議を得ること⁶⁰が必要であることに照らしても、かかる取扱いは適切と考えられる。

他方で、支配株主との利益相反取引の場面における少数株主の保護については、A種株式を有する支配株主が権利を濫用して会社財産に損害を与えたとしても、残余財産の増大に利害関係のない非参加型優先配当株主にはほとんど影響がなく、これに対する保護の方策は不要であるとの考え方もありうるように思われる。しかし、支配株主が存する場合においては、B種株主のみならず、A種株式の一般株主についても配慮する必要があることから、今後予定されている上場制度整備懇談会における議論と平仄を合わせることを望ましいと考えられる。

なお、かかる非参加型の優先配当株式の単独での上場まで認めるべきかにつ

⁵⁹ 過去に優先株市場に上場していたことのある優先株式のうち、さくら銀行(現・三井住友銀行)の優先株式については、非参加型・非累積型、日立造船の優先株式については、非参加型・累積型であった。

⁶⁰ 社債権者集会の決議による場合は、当該決議は裁判所の認可があつてはじめてその効力を生じる(会社法第734条)。

いては、今後実務的なニーズを見極めつつ更に検討の必要がある。

IV 実務上の諸問題

1 はじめに

議決権種類株式の実際の上場にあたっては、以上で検討した上場制度上の諸問題に加えて、東証株価指数（以下「TOPIX」という。）や証券コード等の実務上の諸問題についても、考え方や取扱いの整理、システム対応等が必要になると考えられる。

当実務者懇談会は、上場制度に関する検討を中心的な目的として設置されたものではあるが、実務上の諸問題は、上場制度のあり方と密接に関連するものであり、また、現実にこれらの制度が機能するためには、実務上の諸問題が適切に解決されることもきわめて重要である。そこで、当実務者懇談会としては、実務上の諸問題についても、問題提起を行うこととする。東証においては、当実務者懇談会の問題提起及び幅広い市場関係者のニーズ等を総合的に考慮の上、適時適切な対応を行うことが望ましい。

2 市場区分等⁶¹

(1) 問題の所在

東証の上場株式に関する市場には、本則市場とマザーズとがあり、本則市場上場銘柄は、更に市場第一部銘柄と市場第二部銘柄とに分かれる。市場第一部銘柄である内国「普通株式」は、TOPIXに組み入れられることとされている。また、優先株等は、上場株式と同一の市場区分に指定されることとされているが、これらは市場第一部銘柄であってもTOPIXには組み入れられていない。

議決権種類株式の市場区分等については、議決権種類株式の上場であることを投資者にとって理解しやすい方法で表示するという観点から、従来の上場株式とは別の区分を新たに設けることが考えられる⁶²。

(2) 整理の方向性

従来市場区分等とは別に新たな市場区分等を設けることは、議決権種類株式であることを投資者にとって理解しやすい方法で表示するという目的のためには有効な手段である。しかし、会社による開示、証券コード、フラグの設定

⁶¹ 市場区分等は上場制度上の問題だが、TOPIXのあり方のような実務上の諸問題に密接に関連するため、ここで議論することにした。

⁶² 従来の上場株式と別の区分とする場合には、議決権種類株式はTOPIXの対象からは必ず除外されることとなる一方、同一の区分とする場合であっても、現行制度上の優先株等のように、TOPIXの対象にならない場合もある。

などの他の手段によっても、議決権種類株式であることを投資者に分かりやすく伝えることは可能である。また、議決権種類株式の市場区分等を新たに設けるとすると、従来、企業の規模や流動性等を基準としていた市場区分の考え方を大きく変えてしまう。

これまで優先株式や外国株等、基本的商品性が共通するものについては、同一の市場区分としてきたという経緯も考えると、議決権種類株式であることの表示は市場区分以外の方法で図ることとし、議決権種類株式に関する市場区分については、新たに設けないこととしても問題ないように思われる。

3 T O P I X

(1) 問題の所在

T O P I Xは、東証が算出する指数で、現在に至るまで、東証の市場第一部銘柄である内国普通株式を対象として計算してきており⁶³、その算出方法については、東証が利用者の意見等を踏まえて定めている。

議決権種類株式をT O P I Xの対象にすることの是非については、市場参加者の間でも多様な意見がある。

投資者の意見としては、例えば、T O P I Xをベンチマークとしてパッシブに運用する機関投資家には、議決権種類株式がT O P I Xの対象とされて運用対象に加えられることに否定的な意見がある。ただし、パッシブ運用の投資者の中にも、議決権種類株式に特段否定的ではなく、もし商品の魅力があれば是非投資対象にしたいという意見や、逆にT O P I Xに採用されないことにより投資対象にできないことを懸念する意見もある⁶⁴。また、アクティブ運用を行う投資者の立場からは、商品の魅力があれば投資対象とはしたいが、投資対象とする銘柄の十分な流動性の確保の観点から、T O P I Xへの採用を期待する意見もある。

他方、議決権種類株式の利用者である会社や、取引参加者である証券会社の立場から、高い流動性を確保し商品及び市場の発展を促す観点から、T O P I Xへの採用を強く求める意見が寄せられている。

議決権種類株式が、日本における主要なインデックスであるT O P I Xに採用されるか否かは、議決権種類株式の流動性ひいては商品性に大きな影響のある問題であるため、当実務者懇談会としては、主に、議決権種類株式の利用価値を高める観点から、いくつか問題提起を行うこととしたい。

⁶³ 算出要領については、<http://www.tse.or.jp/market/topix/float/yoryo.pdf>

⁶⁴ 議決権種類株式を発行していないT O P I X採用の上場会社が、無償割当の方法により無議決権株式を発行するような場合、当該無議決権株式は、T O P I Xに採用されなければ、T O P I Xをベンチマークとする投資者から売られてしまい、無償割当の前後で変化しないはずの株式価値が大きく下落してしまうという指摘もある。

(2) 日本及び諸外国の指数採用の状況

TOPIXは、東証の市場第一部に上場する内国普通株式全銘柄を対象とした指数であるとされており、新株予約権証券及び優先株等については算出の対象としない取扱いとなっている。

日経平均株価は、算出対象とする225銘柄の選定については東証の市場第一部上場銘柄から流動性・業種セクターのバランスを考慮してなされるものとされているが、議決権種類株式の取扱いは明らかではない。

なお、拒否権付種類株式を発行している国際石油開発帝石ホールディングスの上場株式は、TOPIXと日経平均株価の双方について、組入れの対象とされている。

海外における複数議決権株式又は無議決権株式を導入している上場会社の指数への採用状況をみると、TOPIX同様、証券取引所が算出する指数であるNYSE総合指数⁶⁵及びNASDAQ総合指数⁶⁶では、多議決権株式と少議決権株式を両方上場している場合に、その両方を採用している。他方、S&P500指数や、ドイツの主要30企業で構成されるドイツDax指数では、複数種類を上場している場合には、流動性の高い方を採用することとなっている。このように、海外における議決権種類株式の指数採用の状況は多様である。

(3) 議決権種類株式上場の観点から見た指数算出基準

TOPIXの経済・統計指標、ベンチマーク及び投資対象としての継続性の観点からは、指数算出基準の継続性は非常に重要である。他方で、浮動株比率をTOPIXに反映したように、環境変化等に対応して、適宜見直しの検討を

⁶⁵ 「NYSE総合指数は、NYSEに上場している全ての「普通株式」のパフォーマンスを示すよう設計されており、その対象には、ADR、REIT、トラッキングストックを含む。」(<http://www.nyse.com/marketinfo/indexes/nya.shtml>)とされている。ただし、ここでいう普通株式は、日本で一般的に言われている普通株式と異なり、無議決権株式等を含む概念であり、NYSEの用語集によれば、「普通株式の株主は、より大きなリスクを負担するが、より大きな支配権を有するのが通常であり、配当や資本増価によって、より大きな利益を得ることができる。」とされている。また、「優先株(Preferred Stock)」は対象とされていないものの、その定義は、「会社の利益に関わらず、一定の配当の支払いを普通株式に優先して受ける株式をいう。優先株には議決権がなく、もし会社の利益が著しく増えて、普通株式がより多くの配当を手にするようになったとしても、優先株主は同額の配当額しか受け取ることができない。」とされている。この定義によれば、非参加型の優先株式のみ指数の対象から排除されることになる。

⁶⁶ NASDAQ総合指数は、NASDAQ市場に上場する全ての国内・国外の普通型株式(common type stocks)を対象としている。
(<http://dynamic.nasdaq.com/services/indexes/default.aspx?page=indexInfo&index=IXIC>)

行うことも必要と考えられる。

議決権種類株式の発行・上場の事例は、優先株等を除けば従来なかったが、今後は、上場制度の整備によってこのような事例が増えることも予想される。このような環境の変化に対応して指数算出基準のあり方を見直すことはあってよいと考えられる。

TOPIXは、市場第一部に上場する内国「普通株式」を対象にする指数だが、ここでいう「普通株式」の意味するところは明らかではなく、また議決権種類株式の発行・上場事例はないため、事例の蓄積もない。そこで、TOPIXの指数算出基準の明確化のために、まず「普通株式」の意味するところを明らかにすべきであるとの意見が呈された。この場合、拒否権付種類株式の発行会社の上場「普通株式」がTOPIXに採用されていることや、優先株式が採用されていないことと整合的な取扱いとなることが望ましい。また、なるべく予見可能性の高い基準であることが望ましい。

ちなみに、「普通株式」という用語は、会社法には存在しない。会社が会社法第107条や第108条に基づく定款の定めを何も置かないような場合に、会社法がその内容を自動的に定めてくれるものを「普通株式」とするという考え方はあるが⁶⁷、会社法第108条第1項において、同項に列挙された事項について株式の内容が異なる場合には、「種類」であるという整理がされているため、内容の異なる株式について定款の定めを置くと、その時点で、当該会社の発行するすべての株式はいわば「種類株式」となり、そのいずれかが「普通株式」とあるという区別はされていない⁶⁸。例えば、拒否権付種類株式と、何も定めのない株式の2種類がある場合には、何も定めのない株式は、拒否権付種類株式によってその権限が制限されたものとなるというように、株式の内容は相対的に定まるものであるため、どちらを「普通株式」と呼ぶべきかは必然的に定まるものではない。

このような整理によれば、拒否権付種類株式や優先株式などを発行している会社の上場株式はすべて「普通株式」にはあたらないとも考えられ⁶⁹、必ずしも現行の実務が首尾一貫しているとはまではいえないとの指摘もある。このような指摘に加えて、議決権種類株式のTOPIXへの組み入れについて何らかの対応を要望する声が多いことを考えると、当実務者懇談会は、議決権種類株式の利用価値を高める観点から、東証において議決権種類株式のTOPIXへの組み入れに向けた対応を行うべきと考える。

⁶⁷ 神田秀樹『会社法〔第9版〕』（弘文堂・2007）68頁。

⁶⁸ 相澤哲ほか編著『論点解説 新・会社法 千問の道標』（商事法務・2006）54頁。

⁶⁹ この整理によれば、拒否権付種類株式を発行している国際石油開発帝石ホールディングスの上場株式も、非上場の優先株式を発行している会社の上場株式も、TOPIXの対象になりえないこととなる。

このほか、一つの会社について上場株式が複数あるときに、そのすべてをT O P I Xに採用することの是非という問題もある。仮に一つの銘柄を選ぶ場合にはその基準が問題になるが、例えば、株式時価総額等の流動性の大きさや、占めている議決権の大きさを基準とすることが考えられる。前者の場合は、少議決権株式又は無議決権株式の単独銘柄の上場であれば当該上場銘柄が、複数銘柄の同時上場であればより株式時価総額の大きいほうが、指数の算出対象とされる。また、後者の場合、少議決権株式又は無議決権株式の単独銘柄の上場であれば、当該銘柄はT O P I Xの算出対象とならず、複数銘柄の双方上場であれば、議決権の多い方又は議決権を有する方の株式が、指数の算出対象となる。しかし、これについては、T O P I Xが上場会社全体の株主価値に関する指標であることを踏まえると、T O P I Xに採用する銘柄を一社につき一つに限る必要は特にはないのではないかと考えられる。

4 証券コード

証券コードは、証券コード協議会が管理している⁷⁰。株券のコードについては、「普通株式」⁷¹は固有名コード4桁のみで表示し、それ以外については、予備コード1桁を最後に加えることとしている。具体的には、新株式の場合は1、第二新株式の場合は2、優先株式の場合は5、新株予約権証券の場合は9を加えることになっている。その他の種類株式については、残りの番号（3、4、6、7、8）の中から、上場順に、若い番号を付けていくことになっている。

新規公開会社による単独銘柄の上場の場合、このルールから直接結論を導き出すことはできないが、議決権種類株式であることを投資者に十分に理解してもらう観点からは、予備コードを利用することが望ましい。既上場会社が議決権のより少ない株式又は無議決権株式を上場する場合については、このルールを前提とすると予備コードを利用することになる。新規公開時に複数銘柄が同時に上場する場合は、既上場会社による議決権のより少ない株式の上場との平仄の観点から、議決権の多い方を「普通株式」と同じとし、少ない方で予備コードを利用するのがよいと思われる⁷²。

他方、議決権種類株式については「普通株式」とは別の固有名コードを割り当てることとすべきとの意見もあった。機関投資家の中には予備コードにシス

⁷⁰ 「株式及び公社債銘柄コードの設定、変更及び削除に関する取扱い要領」参照。

(<http://www.tse.or.jp/sicc/code/codestock.pdf>)

⁷¹ 普通株式の意義については、(3)と同様の問題があるが、ここでは触れない。

⁷² 上場会社が複数の銘柄を上場している場合のT O P I Xの取扱いとの関係では、仮にそのうち一つの銘柄をT O P I Xの対象とする場合であっても、固有名コード4桁のみを割り当てられた銘柄が当然にT O P I Xの対象となるべきとまではいえない。

テム上対応していないところもあること⁷³、議決権種類株式であることを投資者に十分に理解してもらうためには予備コードが必須とまではいえないことなどがその理由である。ただし、これについては、利用できる証券コードの数の不足や証券コードが一社につき複数あることによる投資者らの混乱が懸念される。

なお、これらの証券コードの取扱いについては、システム上の対応の必要性についても、検討が必要である。

以上を踏まえたうえで、議決権種類株式の実現に向け、証券コード協議会との間で更に協議・検討をすすめていくことが望ましい。

5 その他の諸問題

(1) 売買単位

東証では、内国株式の売買単位は、上場会社が単元株式数を定めているときは当該単元株式数とし、定めていないときは1株としている⁷⁴。そのため、例えば会社が100株単元と1000株単元の2種類の株式を発行して、上場するような場合は、前者の売買単位は100株、後者の売買単位は1000株となる。

売買単位については、投資者にとっての分かりやすさの観点から、1種類の上場の場合（すなわち新規公開の場合）は、原則として、100株単位を採用するのが望ましい。単元の異なる複数の株式が同時に上場する場合は、単元がそのまま売買単位になるため、売買単位の大きさや分かりやすさについても考慮する必要がある。例えば、A種株式の議決権がB種株式の3倍であるような場合のA種・B種の同時上場のような手法は、投資者にとってわかりにくいと望ましくない。また、100株単元と1000株単元の株式の同時上場のような場合については、1000株単元株式の投資単位が非常に大きくなる可能性があることについても考慮が必要である。

したがって、複数議決権方式の同時上場(類型II及びIII)を解禁する場合は、この点に関して慎重に検討する必要があると思われる。

(2) 3種類以上の種類株式の発行

理屈のうえでは、一つの会社が、議決権種類株式を3種類以上発行・上場することも考えられる。3種類以上の議決権種類株式の発行により、2種類だけの場合よりも多様な設計が可能になると考えられ、会社にとっては利便性が高まると思われるが、他方で、投資者にとっては、複雑で分かりにくい設計とな

⁷³ 一部の機関投資家が議決権種類株式のTOPIX採用に消極的な理由として、予備コードへの対応が困難であることを挙げる指摘もあった。

⁷⁴ 業務規程第15条。

る。更に、3種類以上の同時上場ということになれば、証券コードの不足の可能性に加えて、投資者が一層混乱することも懸念される。そのため、3種類以上の種類株式の発行は、即座に否定されるものではないが、会社は、その必要性をあらかじめ慎重に検討することが望ましい。

V 今後の検討事項

以上、当実務者懇談会では、新規公開会社による議決権種類株式及び既公開会社による既公開の株式より議決権の少ない株式についての上場要件等について考え方を整理したが、既公開会社による既公開株式より議決権の多い株式の上場要件については、検討の対象とはしていない。しかしながら、本報告書に基づいて無議決権株式の単独上場が解禁された場合、現行の上場規則⁷⁵に基づく、その後に議決権付株式を上場することができないのではないかといった問題も生じてくるほか、現在では上場廃止要件とされている上場株式より議決権の多い株式の発行についても会社の財務状況が著しく悪化した場合などの一定の状況においては認めてもよいのではないかといった問題意識もありうる。これらの問題については、新規公開会社による議決権種類株式の上場要件及び既公開会社による上場株式より議決権の少ない株式の上場要件よりも、既存の一般株主の保護の観点から、慎重な考慮が必要であることから本報告書の対象とはしていないが、更に議論・検討を継続することが望ましい。

⁷⁵ 施行規則第601条第12項第1号e。

委員名簿

座長	黒 沼 悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科 教授
メンバー	安 部 利 則	日興シティグループ証券 エクイティ・キャピタル・マーケット部 バイス プレジデント
〃	瓜 生 真 久	大和証券SMB C キャピタル・ソリューション部 部長（平成19年10月より）
〃	貝 原 達 男	野村証券 公開業務開発部次長
〃	佐久間 総一郎	新日本製鐵 総務部法規担当部長
〃	佐 山 展 生	G C A 代表取締役パートナー 一橋大学大学院国際企業戦略研究科教授
〃	菅 井 博 之	住友商事 財務部資本市場チーム長
〃	武 井 一 浩	弁護士 西村あさひ法律事務所
〃	戸 嶋 浩 二	弁護士 森・濱田松本法律事務所（平成19年9月より）
〃	野 村 修 也	中央大学法科大学院 教授
〃	東 野 稔	大和証券SMB C キャピタル・ソリューション部 部長（平成19年9月まで）
〃	松 尾 健 一	同志社大学 専任講師
〃	松 岡 直 美	ゴールドマン・サックス証券 株式資本市場部長

第2回ゲストスピーカー

山 本 卓 企業年金連合会 年金運用部 株式グループリーダー
チーフ・ファンドマネージャー

第3回ゲストスピーカー

葉 玉 匡 美 弁護士 TMI 総合法律事務所

（敬称略：五十音順）

審議経過

- 第1回（平成19年7月6日）
懇談会の設置の経緯について
今後の進め方について
- 第2回（平成19年7月26日）
種類株式に関する学説の状況について
機関投資家へのヒアリング
- 第3回（平成19年8月28日）
議決権制限プランについて
- 第4回（平成19年9月18日）
実務上の諸問題について
「新規公開時」の意義について
- 第5回（平成19年10月24日）
「新規公開時」の意義について（続き）
種類株式の上場要件について
- 第6回（平成19年11月7日）
種類株式の上場要件について（続き）
- 第7回（平成19年12月5日）
実務上の諸問題について
報告書のとりまとめについて
- 第8回（平成19年12月18日）
報告書のとりまとめについて（続き）