

CAPITAL MARKETS BULLETIN

2018 年 8 月号 (Vol.38)

議決権種類株式方式を用いたシンガポール証券取引所への上場

- ・ SGX の議決権種類株式方式の上場制度
- ・ 上場要件の検討
- ・ 香港証券取引所における同種スキームを用いた上場制度との主な相違点
- ・ SGX への議決権種類株式方式での上場を検討する日本企業の留意事項

森・濱田松本法律事務所
 弁護士 鈴木 克昌
 TEL. 03 6212 8327
 katsumasa.suzuki@mhmjapan.com
 弁護士 田井中 克之
 TEL. 03 6266 8596
 katsuyuki.tainaka@mhmjapan.com

本ニュースレターでは、2018 年 6 月 26 日に施行された、シンガポール取引所 (以下「SGX」といいます。)における議決権種類株式方式を用いた上場制度を取り上げます。
 当事務所では、シンガポールのリーディングファームである Allen & Gledhill LLP と緊密に連携することにより、SGX への上場を検討する日本企業に対して、1 つのチームとしてリーガルサービスを提供できる強固な関係を構築していますので、ご質問等があればいつでもお問い合わせください。

・ SGX の議決権種類株式方式の上場制度

1. 制度の概要

SGX 証券取引メインボード (以下「SGX-ST メインボード」といいます。)の規則改正により、2018 年 6 月 26 日以降、議決権種類株式方式を用いたプライマリー上場が可能になりました。

議決権種類株式方式とは、発行会社の一定の株主に対して、その持株比率に比例しない議決権を与える株式構造をいい、普通株式が 1 株 1 議決権であるのに対し、一定の株主は 1 株につき複数の議決権を有する株式 (以下「複数議決権株式」といいます。)を保有することができるという仕組みです。

2. 経緯

シンガポール会社法の下では、2003 年の改正以降、公開会社の子会社や非公開会社が複数議決権株式を発行することが認められていましたが、公開会社に関しては、コーポレート・ガバナンスの低下や株主平等原則との抵触可能性等の懸念を理由に引き続き禁止されていました。しかし、2014 年の改正 (2016 年 1 月施行)において、シンガポールで設立された公開会社における「1 株 1 議決権原則」も撤廃されるに至

CAPITAL MARKETS BULLETIN

りました。国会における議論の過程では、シンガポールで上場が認められなければ資本は他の地域に流れてしまい、金融ハブとしての競争力や魅力を失ってしまうおそれが指摘され、スタートアップ企業のためのハブとなるために議決権種類株式方式を用いた上場制度を導入すべきであるという考えが記録されています。

但し、当該改正時の検討委員会の意見の中で、SGX に上場する会社に対してはその規則で必要なセーフガードや制限を設けるべきであると述べられていました。これを受けて、SGX は、2017 年 2 月に行ったパブリックコメント手続きにおいて回答者の過半数が議決権種類株式を用いた上場制度の導入に前向きであることを確認し、2018 年 3 月、当該上場制度を実施するための SGX-ST メインボード規則の変更案をまとめた「議決権種類株式方式を用いた上場制度案」を発表しました。なお、2017 年 2 月に SGX がパブリックコメントに付した書面においても、ニューヨーク証券取引所、ナスダック証券市場、トロント証券取引所及びナスダック OMX ストックホルムにおいて複数議決権株式方式による上場が容認されていることへの言及があり、証券取引所としての国際競争力の維持を狙った施策であることが伺われます。

そして、2018 年 6 月 26 日、SGX は、当該上場制度案に寄せられた意見に対する回答（“Responses to Comments on Consultation Paper – Proposed Listing Frameworks for Dual Class Share Structures”。以下「SGX 回答」といいます。）を公表するとともに、SGX-ST メインボード規則を改正し、議決権種類株式を用いた上場制度を施行しました。

．上場要件の検討

1．適格性要件

議決権種類株式を用いて上場しようとする発行会社は、SGX-ST メインボード規則の第 2 章に規定されている基準を満たすことが必要です¹。その審査項目の一つとして、発行会社が議決権種類株式を用いた上場に適しているか（suitable for listing with a dual class share structure）が審査されます。

SGX は、発行会社のビジネスモデル、トラックレコード²、発行会社及びそのビジネスの成功への複数議決権株主の役割と貢献度、洗練された投資家の参加有無などの要素を勘案しながら、当該発行会社が議決権種類株式を用いた上場に適しているかを総合的に審査するとされています。この適格性要件に関しては、主観的であるため透明性を高めるべきであるという意見が寄せられていましたが、これに対して SGX は、先例でどのような適格性判定要素が考慮されたのかというガイダンスを公表する意

¹ なお、発行会社が 2 種類以上の複数議決権株式を発行することは認められません（SGX 回答 1.4）。

² 発行会社が革新的企業であるということを考慮すべきであるという意見に対しては、上場しようとする会社はその成功のために資本構造として複数議決権方式を必要とする理由を説明することが求められるところ、革新的企業であることが特徴の一つとなりうると述べています（SGX 回答 1.13）。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

向を示しています³。

また、議決権種類株式を用いた発行会社は、IPO に際して、複数議決権株主を特定することが求められ、当該株主は、発行会社の取締役（以下「責任取締役」といいます。）に任命されなければなりません⁴。

2. 複数議決権株式保有者のロックアップ

複数議決権株主は、上場から少なくとも 12 ヶ月間、保有する複数議決権株式及び普通株式のすべてに関して譲渡及び処分を行わないことを、上場主幹事証券会社に対して誓約することが求められます。

3. 居座りリスクに対するセーフガード

SGX-ST メインボード規則は、複数議決権株主が発行会社の支配権を長期間にわたり固めてしまうリスクに対して、主に次のようなセーフガードを規定しています。

最大議決権差：複数議決権株式に与えられる議決権は、1 株 10 議決権以下でなければなりません。発行会社は、IPO の際に複数議決権株式 1 株あたりの議決権数を明らかにしなければならず、その数を事後的に増やしてはなりません⁵。
普通株主による最低限の支配：すべての株主総会において、複数議決権株式を保有していない普通株主の議決権数が、発行会社の総議決権の 10%以上でなければなりません。

普通株主による株主総会の招集：1 株 1 議決権ベースで数えたときに発行会社の総議決権の 10%以上を保有する普通株主が、株主総会を招集できるようにしなければなりません。

上場後の複数議決権株式の発行に対する制限：発行会社が上場後に複数議決権株式を発行して資金調達を行うことは認められません（但し、ライツイシュー、ボナスイシュー⁶、株式配当スキーム又は株式併合若しくは株式分割の場合には、普通株式の発行と併せて行うことが許されます）。

複数議決権株式の自動転換：議決権種類株式を用いる発行会社は、以下のいずれかの事由が発生した場合に複数議決権株式 1 株が普通株式 1 株に自動的に転換されるというサンセット条項を定款等の基本規程に盛り込まなければなりません。

³ SGX 回答 1.11。なお、本ニュースレター発行日時時点で未公表です。

⁴ 当該要件とは別に、発行会社の取締役がグループビジネスを経営するに当たって適切な経験と専門性を有しているということも審査項目の一つです（SGX 回答 1.14）。

⁵ 但し、複数議決権株式 1 株あたりの議決権数を減らすことは、普通株主の影響力を高める結果につながるため、SGX の承諾の下で行うことが認められます（SGX 回答 2.4）。

⁶ 全株主に対する株式無償割当てをいいます。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

- ・複数議決権株式が、第三者又は許可された保有者グループ（permitted holder group）に属していない者に、売却又は譲渡された場合
 - ・責任取締役が取締役としての職務執行を停止した場合
- 但し、複数議決権株式 1 株の議決権を 1 個として行う株主総会決議（以下「強化投票プロセス」といいます。）において、当該自動転換を行わないことが株主⁷に承認された場合はその限りではありません。

4. 搾取リスクに対するセーフガード

普通株主を犠牲にして議決権種類株主が利益を過剰に搾取するリスクに対処するために、議決権種類株式を用いる発行会社は、監査委員会、指名委員会及び報酬委員会の三委員会を設けるとともに、その構成員の過半数（委員長を含みます。）は独立取締役であることが必要となります。

また、議決権種類株式を用いる発行会社は、所定の重要事項については強化投票プロセスを通じて株主の承認を受けることが求められます。当該重要事項には、定款変更、株式に付随する権利の変更、独立取締役の選解任、監査役の選解任、逆さ合併⁸、清算及び上場廃止が含まれます⁹。

なお、議決権種類株式を用いる発行会社は、上記 3 及び 4 のセーフガードを定款等の基本規程において規定しなければならないとされています。

5. 投資家及び株主への明解な情報開示

SGX-ST メインボード規則に基づき、議決権種類株式を用いる発行会社は、上場時の目論見書等、及び上場後の継続的義務としての公表文、株主向け文書並びに年次報告書において、自社が議決権種類株式を用いる会社であること、並びに当該方式及び各複数議決権株式の詳細等を開示することが求められます。

・香港証券取引所における同種スキームを用いた上場制度との主な相違点

2018 年 4 月 30 日以降、香港証券取引所（以下「HKEx」といいます。）においても同種スキームを用いた上場制度が施行されています。しかし、HKEx においては、当該スキームを用いた上場が認められるのは収益又は時価総額が一定水準を上回っている革

⁷ 利害関係のある株主は決議に参加できません（SGX 回答 2.30）。

⁸ Reverse Takeover（上場会社を存続会社として行う、それを上回る規模の事業や資産等を有する会社の買収）。

⁹ なお、利害関係者取引の承認に際しては、当該利害関係者である複数議決権株式の保有者は株主総会決議に参加できません（SGX 回答 3.6(a)）。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

新的な高成長企業に限定されるのに対し、SGX では、総合的な適格性要件を充足すれば、セクターや会社規模に関する制限はないという違いがあります。一方、前述のロックアップ要件は SGX に特有の規制です。

.SGX への議決権種類株式方式での上場を検討する日本企業の留意事項

日本においても、東京証券取引所規則は議決権種類株式方式を用いた会社の上場を認めており、2014 年 3 月には CYBERDYNE 株式会社が当該方式での第 1 号となるマザーズ上場を果たしています。しかし、上場のための要件を満たすことが容易ではないことなどから、これに続く上場事例は未だ見られません。

翻って、議決権種類株式を用いた上場について定めた SGX-ST メインボード規則は、外国会社に対する特例等は用意されていませんので、日本企業に対しても等しく適用されることになります。但し、SGX は外国会社の上場審査はケースごとに対応する傾向にあります。したがって、日本法上の制約から前述の要件を直接的に充足することが困難な場合には、法制の違いを丁寧に説明した上で実効的な代替案を提示することなどにより、SGX の懸念や疑問を解消していくことが肝要となります。例えば、日本の会社法で公開会社の定款の場合に禁じられているいわゆる「属人的定め」(株主ごとに異なる権利や取扱いを定款で定めること)(会社法 109 条 2 項参照)に該当しないよう留意が必要ですが、セーフガードの多くは、会社法上の規定でカバーされるか定款に適切な規定を置くことで満たすことが可能と思われます。

今般の SGX-ST メインボード規則の改正により、スタートアップを中心とする日本企業においても、議決権種類株式を用いた SGX 上場が有効な選択肢の一つになったといえます。

セミナー・文献情報

- セミナー 『「フェア・ディスクロージャー・ルール」に対応した情報管理規程等、社内体制の整備と実務のポイント～ポリシーの改定、規程の見直し、ガイドライン・マニュアルの整備から、決算説明会・株主総会での留意点まで』

開催日時 2018 年 9 月 27 日(木) 13:00～16:30

講師 根本 敏光

主催 一般社団法人企業研究会

CAPITAL MARKETS BULLETIN

- 論文 「フェア・ディスクロージャー・ルールガイドラインから読み解く実務対応～ガイドライン及びパブリックコメント結果を踏まえて」(2018年3月刊)
掲載誌 Disclosure & IR 2018年5月号 (Vol.5)
著者 根本 敏光、森田 理早
- 論文 「グリーンボンドの概要と発行時の検討ポイント」
掲載誌 旬刊経理情報 No.1516
著者 田井中 克之

NEWS

- **ホーチミンオフィス業務開始のお知らせ**
当事務所は、2018年8月1日にホーチミンオフィスを開設し、本格的な業務を開始いたしました。

ホーチミンオフィスには、パートナーの江口 拓哉 弁護士が駐在することに加え、アソシエイトの西尾 賢司 弁護士が常駐いたします。江口弁護士は、コーポレート/M&Aを中心に、コンプライアンスや紛争解決の各分野において専門性を有するとともに、特にアジア・中国案件について豊富な経験を有しております。

ホーチミンオフィスでは、ベトナムの現地から、当事務所がこれまで培ってきたベトナム案件のノウハウに基づく質の高いリーガルサービスを提供し、さらにサービスの質を向上させていきたいと存じます。また、ホーチミンオフィスに駐在する弁護士は、東京・大阪・名古屋・シンガポール・バンコクをはじめとする各拠点のベトナム案件に豊富な経験を有する弁護士と一体となって、クライアントの皆様をサポートいたします。
- **asialaw PROFILES の“Asialaw Leading Lawyers 2018”にて高い評価を得ました**
asialaw PROFILES の“Asialaw Leading Lawyers 2018”にて、Capital Markets 分野の石黒 徹、佐藤 正謙、藤津 康彦、鈴木 克昌を含む、当事務所の弁護士 19 名が高い評価を得ました。
- **Financial Times 紙によるアジア太平洋に本拠地を有する法律事務所のランキングにおいて 10 位に選ばれるとともに、コーポレート分野、ファイナンス分野及びプロボノ活動において高い評価を得ました**
Financial Times 紙は、2018年6月7日に、5年目となる Asia-Pacific Innovative Lawyers Report を発表し、当事務所は、アジア太平洋に本拠地を有する上位

CAPITAL MARKETS BULLETIN

25 法律事務所ランキング (FT Law 25 list of “Most Innovative Law Firms (Asia-Pacific)”) において、日本の法律事務所として唯一ランクインし、10 位を獲得しました。なお、日本の法律事務所では当事務所のみが、5 年連続で当該ランキングに選ばれております。

このレポートにおいて、当事務所のコーポレート業務及びファイナンス業務は、傑出した (standout) 案件とされた株式会社東芝による海外多数適格投資者向け第三者割当、テックビューロ株式会社による本邦初のグローバル ICO、及び株式会社アサツーディ・ケイの非公開化取引の 3 つの案件に関して高い評価を受けました。また、当事務所は、法教育及び難民申請サポートや、LGBT コミュニティの認知度の向上などのプロボノ活動においても、高く評価されております。

➤ ALB Japan Law Awards 2018 にて受賞しました

トムソン・ロイターグループの、国際的法律雑誌である ALB (Asian Legal Business) による ALB Japan Law Awards 2018 において、当事務所は以下の 9 つのカテゴリーで受賞しました。

Firm Categories

- Japan Law Firm of the Year
- Banking and Financial Services Law Firm of the Year
- Investment Fund Law Firm of the Year
- Tax and Trusts Law Firm of the Year

Deal Categories

- Japan Deal of the Year
 - Toshiba's Sale of Toshiba Memory Corporation
- Equity Market Deal of the Year
 - Toshiba's Share Placement
- M&A Deal of the Year (Premium)
 - Toshiba's Sale of Toshiba Memory Corporation
- Projects, Energy and Infrastructure Deal of the Year
 - Fukushima Natural Gas Power Plant Project
- Technology, Media and Telecommunications Deal of the Year
 - Toshiba's Sale of Toshiba Memory Corporation

(当事務所に関するお問い合わせ)

森・濱田松本法律事務所 広報担当

mhm_info@mhmjapan.com

03-6212-8330

www.mhmjapan.com