

香港WVR上場会社におけるコーポレート・ ガバナンス規制のあり方

Corporate Governance of the WVR Listing Companies in Hong Kong

李 艶紅

LI Yanhong

はじめに

2018年4月より施行された香港証券取引所 (Stock Exchange of Hong Kong Limited) の新上場規則では、いわゆる「デュアル・クラス・ストラクチャーズ」(Dual Class Structures, DCS) を利用する会社の新規上場が許容され、大いに注目された。DCSとは、上場会社とその発行株式の議決権に差を設け、議決権数の少ない種類の株式は市場での取引に供され、議決権数の多い種類の株式は創業者などの現経営陣側が保有して会社支配権を維持するために利用される仕組みのことである¹。そのDCSの香港版である「加重議決権 (Weighted Voting Rights, WVR)」を有する株式の発行会社の新規上場が、この度の新制度によって実現されたのである。

WVR上場制度が確立するまでの間、香港では香港証券取引所の主導のもとで様々な議論が重ねられてきた経緯がある。それは、2014年9月に、中国の電子商取引最大手企業であるアリババ社 (Alibaba Group Holding Limited) がアメリカのニューヨーク証券取引所 (NYSE) に上場したことに遡る。同社の新規株式公開 (IPO) による調達額は、250億ドル (約2兆7000億円) に達するとメディアでも大きく報道された²。アリババ社

のNYSE上場が注目される理由は、こうした当時の史上最大額を調達したということのみならず、同社が前年に香港証券取引所での上場が許可されなかったこともその背景にあった。香港証券取引所が上場不許可とした理由は、アリババ社独自の経営者選出システムが、香港証券取引所の上場規則に違反するとされたからである。

ところで、香港証券取引所においては、アリババ社のNYSE上場が契機となって、同取引所の上場規則における「1株1議決権原則」の改廃をめぐる議論が盛んになされた。これに対応するために、香港証券取引所は「加重議決権に関するコンセプト・ペーパー (Concept Paper on Weighted Voting Rights)」(以下、「コンセプト・ペーパー」という) を公表した。かかるコンセプト・ペーパーにおいては、「1株1議決権原則」に対する例外として「加重議決権の仕組み (weighted voting rights structures)」という概念を取り上げた³。

その後、香港証券取引所は、コンセプト・ペーパーに対するパブリック・コメントを募集し、それらのコメントを分析した結論を盛り込んだ「加重議決権に関するコンセプト・ペーパーへの諸結論の勧告書 (Consultation Conclusions To Concept Paper on Weighted Voting Rights)」⁴ (以下、「勧告書」という) を公開した。その「勧

* 埼玉工業大学人間社会学部情報社会学科

告書」において、同取引所は、「1株1議決権原則」の上場規則の見直しを積極的に行うべきであるとする結論を公表した。しかしながら、同取引所がその後の規則の改正について、香港証券先物事務監督会（The Securities and Futures Commission, SFC）（以下、「証監会」という）に提案したところ、証監会からは当該提案に反対するとの声明文（Statement）が発表された。こうして、一度はWVR上場制度の実現に挫折はあったものの、香港証券取引所が置かれている様々な状況への打開策や香港が世界の金融センターとしての地位を守り続けるためには、その上場規則の改正が強く意識され、今般の改正が実現されたのである。

WVR上場制度は、メインボード上場規則（Main Board Listing Rules）のなかに追加された第8A章において定められた（以下、条文引用の際は「8A」と標記する）。第8A章は、主として以下のように構成される。すなわち、「総則」（8A.01～03）、「上場申請基準」（8A.04～06）、「利用可能なWVR構造」（8A.07～12）、「新株発行と自己株式取得などに関する制限」（8A.13～16）、「WVR株式の継続保有などに関する義務」（8A.17～22）、「コーポレート・ガバナンス」（8A.23～36）および「情報開示」（8A.37～44）となっており、44カ条の条文によって構成される。

本稿では、WVR上場制度の内容を紹介した上で、それがどのような議論への対処を意識した結果なのかを踏まえ、とりわけコーポレート・ガバナンス分野における香港コーポレート・ガバナンス・コード⁵の関連規定とどのような違いが設けられたのか、WVR上場事例をも取り上げてWVR上場制度のあり方について評価検討を試みる。

I WVR上場制度の紹介

1 WVR構造の概要

（1）WVRとは

WVRとは、発行会社においてある特定の種類の株式に付与された議決権が、それ以外の種類の株式に付与された議決権に比して、より優れたもしくはより強力な権限を有する、または、その他のガバナンス上の特別な取り扱いが設定された場合において、そのような権利の受益者が有すべき経済的な利益を超えたときの諸権利のことを包括的に言う。また、WVRを導入した発行会社の構造をWVR構造という（8A.02）。

（2）WVR構造を希望する発行会社の諸要件

WVR構造を有する発行会社（以下、「WVR会社」という）もしくはWVR構造での上場を希望する発行会社（以下、「WVR申請会社」という）は、すべての株主に対して公正でなければならない、かつ、同一種類の上場株式を有する株主を平等に扱わなければならない（8A.01）。

また、WVR構造での上場を希望する申請会社は取引所に対してWVR構造の適法性と妥当性について証明しなければならない（8A.04）。取引所は、新規の上場申請会社に対してのみ、WVR構造を審査する。その際、取引所は申請者が適格であるか否かについて自由裁量権を有する（8A.05）。

さらに、WVR申請会社は、上場時の時価総額が400億香港ドル（約5600億円）以上であるか、または上場時の時価総額が100億香港ドル（約1400億円）以上400億香港ドル未満である場合、直近の監査済会計年度（audited finance year）の売上高（revenue）が10億香港ドル（約140億円）以上でなければならない（8A.06）⁶。

（3）利用可能なWVR構造

まず、発行会社はWVR構造におけるWVRを当該会社のある1つの種類の株式に付与しなければならない、かつ、当該会社の株主総会の決議事項に対してのみWVRのもたらす利益をWVR受益者（beneficiaries）に付与することができる。なお、WVR受益者は、こうした権益を除きたいかなる

場合においても、普通株式の株主の権益と同等でなければならない(8A.07)。

また、発行会社は、WVR株式の上場を申請することができない(8A.08)。WVR会社においては、普通株式の議決権総数が当該発行会社の株主総会において行使できる議決権総数の10%以上を占めなければならない(8A.09)。いかなる株主総会決議においてもWVR株式の議決権は普通株式の議決権の10倍を超えてはならない。そのうえ、WVR受益者はWVR申請会社取締役会の構成員でなければならない(8A.11)。新規上場時に、WVR受益者は、申請会社発行株式資本の10%以上の株式を引き受けなければならない(8A.12)。ただし、新規上場時の時価総額が800億香港ドルを超えるといった高額が想定されるような申請会社については、取引所の裁量の下で、その最低引受基準を引き下げする場合もある(8A.12注)。

2 新株発行と自己株式の取得などに関する制限

発行会社は、上場後にWVR株式の割合を新規上場当時の割合から引き上げることができない(8A.13)。WVR会社が、以下の3つの場合において、WVR株式の割り当て、新株発行もしくは権利付与(grant)をしようとするとき、取引所による事前承認を受けるか、または取引所がその割り当てもしくは新株発行の申し込みがWVR株式の割合を上昇させる結果をもたらすものではないと認めた場合においてのみ可能である。具体的には、第一に、既存株主の持株割合に比例配分する方法による場合、第二に、配当受領証(scrip-dividends)という方法によってすべての株主に対して比例配分する場合、または第三に、株式分割もしくは他の資本再編による場合が適用される(8A.14)。

他方、WVR会社が自己株式取得などといった方法により発行済み株式総数を減らす場合、WVR受益者は発行済株式総数の減少割合に比

例してWVR株式数を減らさなければならない(8A.15)。

さらに、WVR会社は上場後にそのWVR構造の条件を変更して、WVR株式の付随権限を拡大してはならない(8A.16)。

3 WVR株式の継続保有などに関する義務

上場後のWVR会社において以下のような状況が発生した場合、WVR受益者の権利は直ちに中止(cease)されなければならない。すなわち、第一に、WVR受益者が死亡した場合、第二に、WVR受益者が当該発行会社の取締役会の構成員でなくなる場合、第三に、WVR受益者が取締役としての義務を果たすことができないと取引所が判断した場合、第四に、WVR受益者が上場規則が定めた取締役の要件を満たさないと取引所が判断したなどといった場合である(8A.17)。

次に、WVR株式の譲渡は制限される。すなわち、WVR株式は、WVR受益者以外の者に譲渡されることや、その経済的利益もしくは議決権のいずれかを譲渡することができない(8A.18)。また、WVR株式を普通株式に転換する(conversion)際には、1株1議決権を遵守しなければならない(8A.21)。

4 コーポレート・ガバナンス

(1) WVR受益者以外の株主の権限

WVR受益者以外の株主は、臨時株主総会を招集し、議題(resolutions)を提案する権利を有する。このような権利が認められる株主の株式保有割合の要件については、WVR会社において1株1議決権を有するすべての株式の10%を超えた割合に設定してはならない(8A.23)。

(2) 1株1議決権に基づく決議事項

下記の事項に関しては、いかなる種類の株式に付与された議決権であろうと、1株1議決権をもって決議されなければならない。すなわち、

- ①上場発行者に関する取引所所定の基本的事項の記載書類(constitutional documents)の諸変更
- ②いかなる種類の株式に付与された権利の変更(variation)
- ③独立非業務執行取締役の選解任
- ④監査役の選解任、および
- ⑤上場発行者の任意清算、である(8A.24)。

(3) 独立非業務執行取締役

まず、独立非業務執行取締役は、香港のコーポレート・ガバナンス・コード(以下、「コード」という)所定の条項⁷に規定された役割、またはそれ以上の役割を果たすことが求められる。また、発行会社は、コードの定めた指名委員会(nomination committee)を設置しなければならない(8A.27)。独立非業務執行取締役の選任または再任については、指名委員会の勧告に従わなければならない。指名委員会の委員長は独立非業務執行取締役が担当しなければならない(8A.28)。さらに、独立非業務執行取締役は少なくとも3年間交代で(rotation)退任しなければならない、3年後の再任が認められる(8A.29)。

(4) コーポレート・ガバナンス委員会とコンプライアンス・アドバイザー

WVR発行会社は、コーポレート・ガバナンス委員会(Corporate Governance Committee, CGC)を設置しなければならない。CGCの設置に関しては、コードが定めた諸条件を満たした上、さらに下記の責務が課される。すなわち、

- ①上場発行会社が、すべての株主の利益のために運営されているかどうかを監視監督する。
- ②WVRの受益者が上場発行会社の取締役会の構成員であり続けたか否かについて、所定の期間⁸内に継続して確認しなければならない。
- ③WVRの受益者が関連のルール⁹を遵守したか否かについて所定の期間継続して確認しなければならない。
- ④発行会社、発行会社の子会社または株主と

WVR受益者間の利益相反をもたらす経営判断事項に対して監視監督し、いかなる事案においても取締役会に対して勧告を行わなければならない。

- ⑤発行会社のWVR構造に関連するあらゆるリスクについて監視監督しなければならない。かかるリスクには、発行会社またはその子会社とWVR受益者との間で関連付けられるさまざまな取引が含まれる。このような取引が行われる場合、CGCは取締役会に対して勧告を行わなければならない。
- ⑥コンプライアンス・アドバイザー(Compliance Adviser)の選解任につき取締役会に対して勧告を行わなければならない。
- ⑦発行会社に対して株主との継続的なコミュニケーション¹⁰の実効性を保障するよう求めなければならない。
- ⑧CGCは上記のすべての事項に対する職務を、少なくとも半期および年次報告書に記載しなければならない。
- ⑨前号の報告書における上記④～⑥の条項に関しては、CGCの勧告に対する取締役会の対応について、「コンプライ or エクスプレイン」を遵守している状況を開示しなければならない、と定められている(8A.30)。

このようなCGCの構成員は全員が独立非業務執行取締役でなければならない、かつ、その構成員の中から委員長を選ばなければならない(8A.31)。

また、WVR発行会社のコーポレート・ガバナンス報告書は、上場規則付録14に記載された「コーポレート・ガバナンス・レポート(Corporate Governance Report)」¹¹にしたがって作成されなければならない、同報告書にはCGCの職務概要書が含まれなければならない、半期および年次報告書の両方が対象とする会計期間について、半期および年次報告書の開示日までに重要な後発的な事項(subsequent events)をも可能な限り含めて開示

しなければならない(8A.32)。

さらに、WVR発行会社は、上場初日より常任のコンプライアンス・アドバイザーを選任しなければならない(8A.33)。発行会社は、コンプライアンス・アドバイザーからの助言が必要であると認められる場合、適時かつ継続的にコンプライアンス・アドバイザーに相談しなければならない。その相談に含まれるべき対象事項とは、すなわち、①WVR構造、②WVR受益者の利益にかかわる取引事項、および③発行会社、発行会社の子会社または株主とWVR受益者との間における潜在的な利益相反が存する場合のことである。

(5) まとめ

以上見てきたように、WVR会社におけるコーポレート・ガバナンスの実効性を確保するために、普通株主のWVR受益者に対抗する道が用意され(上記(1)と(2))、通常の上場会社と比べてより強力かつ詳細なコーポレート・ガバナンスの規制事項が設けられた(上記(3)と(4))。

また、こうしたWVR発行会社のコーポレート・ガバナンスに関する事項は、WVR申請会社において、WVR受益者と独立非業務執行取締役を含む取締役たち、上級管理職および会社秘書が、これらのルールとWVR構造に関連するさまざまなリスクに関するトレーニングを実施したこととして上場申請手続きの一部分として取引所の承認を得なければならない(8A.36)と定められている。

5 情報開示

WVR発行会社は、自社の上場株式名称に“W”を付け加えて、WVR発行会社であることを明示し投資者の注意を促すことが義務付けられる(8A.37)。こうしたルールの策定は、アメリカにおけるDCS関連の集団訴訟に関する調査の結果、その多くの争点がDCSそのものというより、DCSを利用した会社であることにつき投資者に十分な情報開示がなされなかったとの批判に照らし、

WVRを明示するために考案したとされる¹²。

II WVR規制と種類株式制度、コーポレート・ガバナンス・コードとの比較

1 種類株式制度との組み合わせ

上述したように、「発行会社はWVR構造の加重議決権を発行会社の株式のある1つの種類の株式に付与しなければならない・・・」(8A.07)と定め、WVR構造を種類株式制度との組み合わせを条件にしている。なぜ、このような組み合わせを求めているのか、以下では香港会社条例と上場規則の中における種類株式制度を概観した上で、この点について検討する。

(1) 香港会社条例における種類株式制度

香港においては、「新会社条例(第622章)」(New Companies Ordinance, Cap 622)¹³が、2014年3月3日に施行され、これが現行会社法となる¹⁴。新会社条例は、従来の「会社条例(第32章)」の470ヶ条を全面的に改編(rewrite)し、旧会社条例は、「会社(清算およびその他雑則)条例」と改名し、清算関連の規定を残し、それ以外の規定は、全部新会社条例に移し、921ヶ条を有する(以下、新会社条例を「会社条例」という)。なお、上場会社を規律する証券取引に関する法規としては、「証券先物条例(第571章)」(Securities and Futures Ordinance, Cap 571)がある¹⁵。

①株式の種類に関する規定

株式の種類に関する規定は、主として、会社条例第4部第7節「株式の種類とその権利(Classess of Shares and Class Rights)」(176条~184条)に置かれている。これによれば、株式会社において株式の種類は、その株式に付与された株主の権利の差によって区別される(177条参照)。株式に付与された権利のあらゆる点において均一であると認められる株式を1つの種類の株式とし(178条(1))、優先株式または無議決権株式の発行が認め

られている（179条(2)・(3)参照）。

また、会社は、異なる種類の株式を発行する場合、それら株式の権利について会社定款（company's articles）に記載する（180条(1)(a)）、または、当該種類の株式を保有する株主との合意によって（180条(1)(b)）のみ「諸権利（rights）」を与えることができる。ここに言う「株主との合意」とは、当該種類の株式の議決権の75%以上を有する株主の書面による合意（180条(3)(a)）、または当該種類株主総会（a separate general meeting）の特別決議によって可決された場合のことを言う（180条(3)(b)）。

②議決権に関する規定

議決権に関しては、会社条例第12部「会社の運営と手続き」の中で定められている。株式会社は、株主の保有する株式の1株につき1個の議決権を与え、そして、委任状が指定された（appointed）場合に、それが代表する株式の1株につき1議決権として投票される（588条(3)(a)）と定められている。ところが、それらの規定について、株式会社は定款の規定をもって別段の定めを置くことができる（588条(4)）¹⁶。すなわち、議決権についてその権利を拡張もしくは制限することは会社の定款の定めによって設定することができる（と解される）。

（2）種類株式に関する上場規則

他方、上場規則8.11によれば、「新規の上場申請会社は、その株式資本において、ある種類の株式の議決権がその株式の満額出資時に表彰するエクイティ利益に見合わない株式（B種類株式¹⁷）が含まれてはならない。当取引所は、上場会社における発行済B種類株式の上場を認めないし、また、上場会社が新たにB種類株式を発行することを認めることができないとする（当該B種類株式を当取引所に上場するか他の取引所で上場しているかを問わず禁止する）」と定めている。ただし、以下の2つの例外的な条件のもとではB種類株式

の上場を認める。すなわち、「①取引所が例外的な条件（exceptional circumstances）のもとで同意した場合、または、②上場会社が既にB種類株式を発行している場合において、さらに発行しようとするB種類株式が、全ての権利に関して既発行のB種類株式と一致し、かつその発行が株式配当（scrip dividend）または資金調達（capitalization issue）を目的とする場合において、当該新たに発行されるB種類株式の発行後にそれらB種類株式総数が当該会社株式資本における他の議決権株式総数との割合が維持される場合において、例外的にこれを認める」と定められている¹⁸。

株式会社の種類株式に対する上場制限は、新規上場時のみならず、上場した後にも適用される。このような規制のもとでは、新規上場会社における複数議決権株式、少数議決権株式（inferior par value shares）および無議決権株式の利用が制限される。また、既存上場会社が新たにこれらの種類の株式を発行することも制限される。ただ、これらの種類の株式を上場会社が利用する道が全く閉ざされているわけではなく、「例外的な条件」のもとで認められる可能性もあると言える。しかしながら、香港証券取引所において、この例外が適用された利用例はこれまでに1例もなかったとされる¹⁹。

（3）まとめ

以上のように、香港会社条例によれば、株式の種類と議決権に関しては、最終的には会社の定款自治に委ねられているため、どのような種類の株式を発行して、どのように議決権を設定するのかについて会社の定款規定によるとされている。

しかしながら、上場規則においては、1株1議決権原則を逸脱する株式の種類については、基本的にはその株式の公開が禁じられると同時に、例外的な規定も定められていた。WVR上場制度に関して、このような既存の上場規則における例外的な規定を適用した上での導入の可能性について

は、否定的な見解が示された。すなわち、長い間、上場規則8.11の「例外的な条件」がWVRのような特別な議決権株式の上場に対する禁止規定として機能した点が否められず、今後一転して「例外的な条件」のもとでその導入を許容することは、結果として制度解釈の面において、一貫性を欠くため、現行制度を適用することができないとされた²⁰。

2 コーポレート・ガバナンス・コードとの比較

上述したように、WVR上場規定においては、コーポレート・ガバナンスに関する部分の規定がもっとも多く見られた。そのうち、いくつかの規定に関しては、現行の香港コーポレート・ガバナンス・コードの規定を遵守しつつ、WVR会社を規制対象とする独自の諸規定が盛り込まれている。以下では、香港コードを概観した上で、同コードでの対応する規定を確認し、WVR上場規定の特殊性を明らかにする。

コードは、香港証券取引所により、2005年にメインボード上場規則（Main Board Listing Rules）の付録14（Appendix 14）および新興市場上場規則（Growth Enterprise Market Listing Rules）の付録15（Appendix 15）に設けられ、香港の上場会社に適用されてきている。

コードは、項目ごとに「原則（Principle）」と「コードに関する諸条項（Code Provisions）」が定められ、一部の項目に関して「推奨最善慣行（Recommended Best Practice）」が組み込まれている。ここで「原則」とは、上場会社が目標として遂行すべきコーポレート・ガバナンスの基本原則であり、「諸条項」においては原則を実践するための具体的なルールが定められ、「推奨最善慣行」においては最も良い実務とは何かの指針が示されてある。

また、コードの序文では、「遵守せよ、然もなくば説明せよ（comply or explain）」とは何か」を

掲げ、上場会社によるコードの実施を促している。コードとWVR上場規制との比較については主として以下の項目が挙げられよう。

（1）独立非業務執行取締役

香港の上場会社の機関構造はイギリス同様に一層性を採用している。すなわち、取締役会が業務執行と監督との2つの役割を果たしている。そのため、監督業務を行う独立非業務執行取締役の役割が重要視されてきている。

コードによれば、独立非業務執行取締役の職務と権限には、①取締役会に出席し、会社の戦略、方針と業績について独立した意見を示すこと、②潜在的な利益相反取引について積極的に関与して適切な意見を述べること、③監査委員会、報酬委員会または指名委員会の構成員として参加すること、④会社の経営状況や業績について精査すること（A.6.2）などといった規定が置かれている。

（2）指名委員会

コードによれば、指名委員会の委員長は取締役会の議長または独立非業務執行取締役が担当し、その構成員は独立非業務執行取締役が過半数を占める（A.5.1）。また、指名委員会は取締役会に対して、取締役の候補者、独立非業務執行取締役の独立性の判定、取締役（特に最高経営責任者）の後継者の育成計画などについて助言を行う（A.5.2）と定められている。

（3）コーポレート・ガバナンス委員会

コード「D 取締役会による権限委譲（Delegation by the Board）」では、取締役会の承認のもとで、経営やコーポレート・ガバナンスに関する機能を担う機関の設置が定められている。そのうち、コーポレート・ガバナンス委員会に相当する機能を有する機関の規定については、主として、コーポレート・ガバナンスに関する方針や慣行に対する監督、取締役と上級管理職の専門分野における持続的なトレーニングの実施と発展に対する監督、発行者の法令遵守状況の関連事項や情報開示事項に

対する監督などといった職務が定められた。

(4) まとめ

上記の(1)ないし(3)の諸事項に関しては、コードの中でCode Pro-Visionsとして定められており、コードが採用している「コンプライ・オア・エクスプレイン」の方針に照らせば、それらを採用することが望ましいとはいえ、採用しない場合であっても自社なりの説明義務が課されるのみである。それに比べれば、WVR上場制度がこれらの機関の強制的な設置を定めている。また、前述したWVR会社の場合における独立非業務執行取締役の職務内容や指名委員会における構成員に対する要件内容がこうしたコード規定より厳格である。コーポレート・ガバナンス委員会の役割についてもWVR会社の方がより明示的である。これらは、WVRがコーポレート・ガバナンスを毀損してしまう恐れが根強いことへの対処策であると解されよう。これら以外にも、WVR会社の場合にコンプライアンス・アドバイザーの設置義務が課せられていることが特徴として挙げられよう。

Ⅲ WVR上場事例の紹介

WVR上場事例としては、2020年1月現在2件あるとされる。1つは、2018年7月に上場したXiaomi Corporation(小米集団)である。同社は中国本土に拠点を置くスマートフォンおよびスマートハードウェアを展開する革新的な高成長IT系企業として知られている。もう1つが2018年9月に上場したフードデリバリーなどを展開するMeituan-Dianping(美团点评)である。両社のWVRに関する定款規定を読み比べたところ、WVR上場規制に基づいてほとんど同様な定め方をしており、以下では、小米集団を例に挙げて紹介する。

小米集団の定款によれば、上場当時の同社では、Class A株式700億株とClass B株式2000億株の2

種類の株式を発行しており(定款3.1)、このうち、Class A株式がWVR株式であり、1株につき10議決権が付与され、Class B株式が市場で取引される普通株式として1株につき1議決権が付与される(定款3.2)。そうすると、議決権ベースでは、WVR株式が77.8%を占め、普通株式が22.2%を占める計算となり、WVR上場規制の要件を満たしている。

また、Class A株式の追加発行が原則として取引所の承認のもとでのみ可能である条項(定款3.4)、Class A株式が取締役などによってのみ保有されること、一定の条件のもとではClass A株式がClass B株式へと自動的に転換される条項(定款3.7)などといったWVR上場規制に則ったルール作成が見られた。

コーポレート・ガバナンス面においては、取締役会の内部における各委員会における構成員の3分の1以上または2分1以上が独立非業務執行取締役でなければならない(定款17.1)、独立非業務執行取締役の職務を明文で定め(定款18.1)、指名委員会の設置(定款23.1)、コーポレート・ガバナンス委員会の設置(定款24.1)、およびコンプライアンス・アドバイザーの設置(定款25.1)が見られた。とりわけ、コーポレート・ガバナンス委員会とコンプライアンス・アドバイザーの職務内容においてClass A株式の保有者が定款、上場規則とその他法令に違反することがあるかどうか監視監督するよう義務付けていた。

おわりに

こうしたWVR上場問題については、従来からそのデメリットが指摘されてきている。すなわち、①会社に対してより少ない出資をもって支配権を維持することができるために、支配権の異動が起こりにくいこと、②会社の意思決定の最終的な結末について、株主たちの出資割合に比例してその

結末を及ぼすため、より多く出資した株主が会社の支配権を有するべきであると考えられ、それゆえ、出資割合と支配権割合との不均衡をもたらす複数倍の議決権種類株式はコーポレート・ガバナンスの歪みをもたらすこと、③支配権が集中しているため、少数株主の利益を犠牲にして支配株主が自己の利益を図る可能性が高いと考えられるとされる²¹。今般の香港証券取引所におけるWVR上場規制とその実例を見てきたところ、そうしたデメリットに対処しようとした結果であることは肯定すべきといえよう。しかしながら、アメリカにおいてこの種の議論が長期にわたりなされてきたように、異なる法制度の枠組みの中でその議論を積み重ねていく中でより良い仕組みを構築することが望ましいように考えられよう。

2020. 1. 6

¹ DCSに関する議論の多くはアメリカにおいてなされてきている。アメリカでの議論の状況については、たとえば、加藤貴仁「アメリカにおけるコーポレート・ガバナンスの諸層－Dual-Class Stockを題材として」法時91巻3号40頁以下(2019)、拙稿「アメリカ上場会社におけるデュアル・クラス・ストラクチャーをめぐる諸問題－1980年代の状況と近時の動向との比較検討を中心に－」早大比法51巻1号29頁以下(2017)。

² 日本経済新聞2014年9月19日朝刊12面。ただ、2019年11月に香港証券取引所にセカンダリー上場したアリババ社では、決してWVR構造を導入していない。

³ 香港交易所(Hong Kong Exchange and Clearing Limited, HKEx), *Concept Paper on Weighted Voting Rights*, available at <https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2011-to-2015/August-2014-Weighted-Voting-Rights/Consultation-paper/cp2014082.pdf>, last visited JAN. 6, 2020.

⁴ HKEx, *Consultation Conclusions to Concept Paper on Weighted Voting Rights*, available at <https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2011-to-2015/August-2014-Weighted-Voting-Rights/Conclusions/cp2014082cc.pdf>, last visited JAN. 6, 2020.

⁵ 香港コーポレート・ガバナンス・コードはメインボードと新興市場のそれぞれの上場規則に組み込まれ、CORPORATE GOVERNANCE CODE AND CORPORATE GOVERNANCE REPORTと題された付録の中で定められ、内容はほぼ同じである(See e.g. Appendix 14)。

⁶ 通常の上場要件については、上場時の時価総額が40億香港ドル以上・売上高5億香港ドルであり、WVR申請会社の上場要件が遥かに厳しいことが見て取れる。

⁷ コードA.6.2、A.6.7とA.2.8の条項を指す。本稿Ⅱ・2において一部を取り上げて紹介する。

⁸ 1年間または1会計年度を継続して確認しなければならない。以下、同じである。

⁹ 所定のルールとは8A.14、8A.15、8A.18と8A.24のことをいう。本稿Ⅰ・2、3と4・(2)を参照されたい。

¹⁰ 8A.35では、WVR発行者はコーポレート・ガバナンス・コードのセッションE「株主とのコミュニケーション」を遵守しなければならないと定めている。

¹¹ 上場規則付録14の後半に掲げられているコーポレート・ガバナンス・レポートには、強制開示事項(Mandatory Disclosure Requirements)と推奨開示事項(Recommended Disclosures)が提示されている。WVR会社はこれら以外にもその情報開示が求められる。

¹² コンセプト・ペーパー・前掲注(3)、25-27頁参照。

¹³ 新会社条例全条文については、香港会社登記所(Companies Registry)のホームページにおいて

全文掲載されている。Available at http://www.cr.gov.hk/en/companies_ordinance/companies_ordinance.htm, last visited JAN. 6, 2020.

¹⁴ 新会社条例の改正内容などを扱った論文としては、李秀宓「香港の新会社法（1）（2）（3）・未完」愛大法経論集198号1-47頁（2014）、199号1-33頁（2014）、207号43-65頁（2016）、絹川恭久「香港会社条例改正について（上・下）」際商42巻10号・11号1492-1502頁、1699-1705頁（2014）、朱大明「香港会社法シリーズ（第4回）香港における株主保護の理念と法制度」際商47巻3号313頁以下（2019）など。

¹⁵ 証券先物条例の全条文については、香港律政司（Department of Justice of Hong Kong Special Administrative Region Government）ホームページで全文掲載されている。Available at <http://www.legislation.gov.hk/eng/home.htm>, last visited JAN. 6, 2020.

¹⁶ The Companies (Model Articles) Notice, section 50 (4) .

¹⁷ 「B種類株式」という名称を用いたのは、1970年代から1980年代にかけて、一部の上場会社において既存の普通株式に比して、1株の単価が安く、かつ普通株式より少額の配当が分配されるとして利用されてきた事例に由来するとされる（コンセプト・ペーパー・前掲注（3）、25－27頁参照）。

¹⁸ Main Board Listing Rule 8.11, GEM Listing Rule 11.25.

¹⁹ コンセプト・ペーパー・前掲注（3）、25頁。

²⁰ 「勧告書」・前掲注（4）、32頁。

²¹ 詳細につき前掲注（1）の論文を参照されたい。