

## 上場制度に関する投資家向け意見募集に対して寄せられた意見の概要

平成 22 年 11 月 18 日  
株式会社東京証券取引所

当取引所では、平成 20 年度及び平成 21 年度における重点課題として上場会社のコーポレート・ガバナンス向上に向けた環境整備を掲げ、第三者割当てに関する対応、独立役員制度の導入、支配株主による権限濫用を防止するための施策の整備及び議決権行使の促進を進めて参りました。これらの施策について現状評価を行うとともに、広く上場制度全般について更なる改善を進めていくための課題や問題点を洗い出すことを目的として、平成 22 年 8 月 20 日から平成 22 年 10 月 15 日までの期間において、上場制度に関する投資家向け意見募集を実施いたしました。

この「上場制度に関する投資家向け意見募集に対して寄せられた意見の概要」は、上記の意見募集においてお寄せいただいたご意見を取りまとめたものです。

当取引所では、この意見募集において投資家の皆様からいただいたご意見を参考にしながら、更なる上場制度の改善を進めてまいりたいと思いますので、引き続きご協力をお願いいたします。

以上

## 目次

1.	意見募集の方法	2
2.	意見の概要	3
(1)	第三者割当てに関する対応について	3
(A)	施策に対する評価	3
(B)	評価の理由	3
(2)	独立役員制度の導入について	5
(A)	施策に対する評価	5
(B)	評価の理由	5
(3)	支配株主による権限濫用を防止するための施策の整備について	8
(A)	施策に対する評価	8
(B)	評価の理由	8
(4)	議決権行使の促進に関する施策について	10
(A)	施策に対する評価	10
(B)	評価の理由	10
(5)	その他の施策及び今後の改善等についてのご意見	12
3.	留意点	20

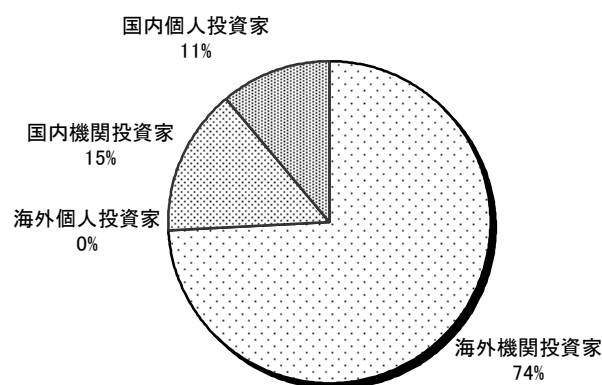
(別添1) 上場制度に関する投資家向け意見募集の実施について  
(別添2) 上場制度に関する投資家向け意見募集 (回答用紙)  
(別添3) 意見募集にご協力いただいた皆様

## 1. 意見募集の方法

別添1「上場制度に関する投資家向け意見募集の実施について」及び別添2「上場制度に関する投資家向け意見募集（回答用紙）」を平成22年8月20日付で当取引所のウェブサイトを通じて公表し、同日から平成22年10月15日までの期間において広く投資家の意見を求め、全部で27件のご意見をお寄せいただきました。

E-mailのほかFAXでの回答を受け付けましたところ、E-mailでの回答が24件、FAXでの回答が3件となりました。

ご意見をお寄せいただいた投資家の皆様を属性別に分類すると下図のとおりとなります。海外機関投資家からのご意見が20件、国内機関投資家が4件、国内個人投資家が3件となりました（なお、選択肢にない属性をご記入いただいた場合は、可能な限り最も適切と思われる選択肢に分類した上で集計しています。）。ご意見をいただいた投資家のうち、氏名等の公表にご同意いただいた皆様は別添3「意見募集にご協力いただいた皆様」に記載のとおりです。ご協力誠にありがとうございました。



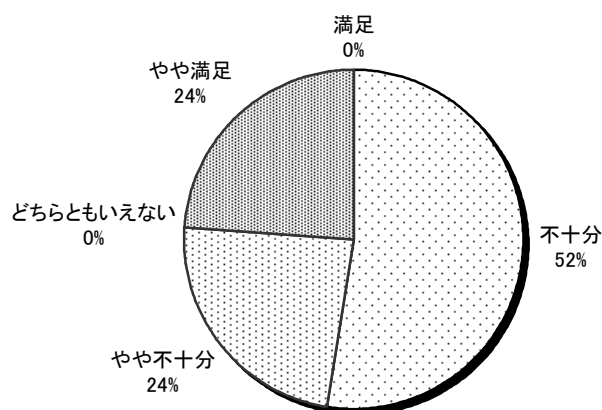
【図1：属性分布表】

## 2. 意見の概要

### (1) 第三者割当てに関する対応について

#### (A) 施策に対する評価

全 27 件の回答中 21 件において何らかの評価がなされ、6 件は回答なしでした。評価の内訳は下図のとおりです。



【図2: 第三者割当てに関する対応への評価】

#### (B) 評価の理由

##### (a) 同様の指摘が 10 件以上だったもの

###### (規制方法について)

- ◎ 1 年間に株主割当て以外の方法により新株発行を行うことにより生じる希薄化率の限度を定時株主総会で設定することとし、その上で、当該限度を超えることとなる新株発行（第三者割当てを含む。）を行おうとするときは、（これにつき利害関係を有する株主は議決権を行使することができないことを前提とした）株主総会決議を要するものとするべきである（また、希薄化率が定時株主総会で設定された比率を超えることとなるときは、資金用途を含む十分な説明がなされた上で別途の臨時株主総会決議を要するものとするべきである。）。

###### (規制対象について)

- ◎ 25 パーセントよりも低い希薄化率（5 パーセント、10 パーセント等）、または定時株主総会決議において 1 年間あたりの希薄化率の上限を設定することを前提として、その上限を超えることとなる場合を規制の適用対象とすべきである。

**(b) 同様の指摘が3件から9件だったもの****(基本的なスタンスについて)**

- 今回の施策を積極的に評価し、または歓迎しているが、現在の規制は株主の利益を守るために十分でない。
- 既存株主に対して株主割当てを受ける権利を保障する考え方 (principle of pre-emption) を強く支持する。既存株主がその意思によらない持分の希薄化を強いられることなく株式を保有することができるのは、当然の権利というべきである。

**(上場廃止について)**

- 希薄化率が300%を超える第三者割当てを行った会社の株式を上場廃止とすることは、流動性を著しく低下させるという上場廃止の効果に鑑みれば、少数株主の保護に資するものでない。(株主総会決議で上場廃止を受け入れることが決議された場合に限るべきである。)

**(意見を述べる者の独立性について)**

- 25%以上の希薄化が生じる場合に意見を述べるべき立場にある者の独立性や責任等が不明確であり、明確化が望まれる。独立性が厳格に定義されないのであれば、株主総会決議を要するものとすべきである。

**(c) 同様の意見が3件未満であったもの****(基本的なスタンスについて)**

- 一律の数字で判断することには違和感があるものの、抑止効果という意味では意義があった。
- そもそも300パーセントの希薄化を許す法律は、取締役会に過大な権限を与えるものであって妥当でない。
- 第三者割当ては買収防衛策や株主構成の変更のために使うことが可能であり、既存株主と経営陣(及び新株主)との間に重大な利益相反を生じさせるものであるため、既存株主は更なるプロテクションを付与されるに値する。
- 第三者割当ては株主割当てで応募がなかった分のみに限定すべきである。

**(その他)**

- まずは株主総会決議なくして新株発行を実施する場合における希薄化率の上限を10パーセントとする規制を導入し、これが浸透したら、さらに5パーセントまで引き下げることによって、英国と同水準となる。
- 希薄化率が高い第三者割当てに際しては、新株の売却を一定期間禁止するロックアップ制度の導入を求める。
- 発行価格の計算根拠等の開示の強化は有益であるが、払込みが現金以外

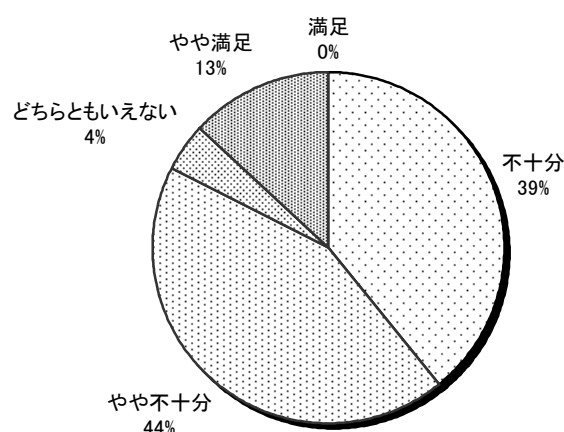
でなされる場合には独立した者による価格算定の手続を要するものとする。英国や米国においては、払込みが現金でない場合には、独立した者による価格評価等の更なるプロテクションが与えられている。

- 基準となる市場価格の 5 パーセント以上の割引を行うときは株主総会決議を要するものとするべきである。
- (第三者割当てに限らず) 会社が 25 パーセント以上の議決権の希薄化を伴う取引を行おうとするときは、会社は株主総会決議及び独立したファイナンシャルアドバイザーからのフェアネスオピニオン等の経営陣以外の独立した者からの意見を取得することを要するものとし、その意見は株主総会決議の前に株主に対して開示され、その議決権行使の参考とされるべきである。

## (2) 独立役員制度の導入について

### (A) 施策に対する評価

全 27 件の回答中 23 件において何らかの評価がなされ、4 件については回答なしでした。評価の内訳は下図のとおりです。



【図3:独立役員制度の導入の評価】

### (B) 評価の理由

#### (a) 同様の指摘が 10 件以上だったもの

(基本的なスタンスについて)

- ◎ 規制の導入は歓迎するが、不十分である。

(独立役員の人数について)

- ◎ 独立役員として選任される人数が 1 名では少なすぎる。一定の数 (取

締役会の3分の2、過半数、3名以上、複数、監査委員会、指名委員会及び報酬委員会の委員全員、支配株主が存在する会社については取締役会の過半数等)以上が独立性のある者であることを要件とすべきである。

**(独立役員となるべき者について)**

- ◎ 監査役または取締役のいずれかではなく、取締役に限るべきである。企業の長期的な価値を最適化するためには、効果的なチェックアンドバランスの仕組みが必要であり、取締役会は適正かつ多様な能力、知識及び経験を有するメンバーで構成されるべきである。なお、独立監査役が有益であるとしても、それは彼らの役割と独立取締役の役割とが(相互に補完的でありつつも)異なるという事実を変えるものではない。
- ◎ 独立性の基準が不十分であり、他の主要市場におけるコーポレート・ガバナンス原則で謳われた独立性の趣旨を満たすものとなっていない。主要な取引先や多額の金銭その他の財産を得ているコンサルタント等の専門家について、世界標準に即した明確な定義が必要である。独立役員がいるにもかかわらず、ポイズン・ピルが採用されたり、少数株主の持分希薄化を招く資金調達がなされたり、低い価格の公開買付に賛同したケースがあり、これらの事例は、独立性が形だけとなっており、独立性が担保されていないこと、及び、真の意味で独立して取締役会に挑み、少数株主の利益を代表することができる役員が不足していることを示すものである。

**(b) 同様の指摘が3件から9件だったもの**

**(基本的なスタンスについて)**

- 日本の上場会社及び市場は、取締役会における議決権を含む適正な権限と責任が認められた真の独立取締役の導入によって大いに得るものがあると思われる。真の独立取締役の導入により、投資家の信頼が増し、取締役の監督機能は強化され、経営陣のアカウンタビリティが向上することに加え、独立取締役は、取締役会に広く独立した視点を提供することによって取締役会の専門性を広げ、戦略的發展とリスク・マネジメントに貢献するだろう。

**(独立役員となるべき者について)**

- 独立取締役の人数を増加させるべきであるが、その実施に時間がかかることは理解しており、特に独立取締役となるべき人材が限られているということも考えて、その導入までに数年間(2年間、3年間、5年間等)の猶予期間を設けることが考えられる。独立取締役の量より

も質が重要であるところ、上記の猶予期間は、取締役会での議論に貢献するためのスキルと経験を有する人物が独立取締役として選任されることを確保するためのものである。

(c) 同様の意見が3件未満であったもの

(基本的なスタンスについて)

- 法務省が独立取締役の導入を検討していることについては、投資家の日本市場に対する信頼を高める動きとして支持したい。もっとも、法制化には時間がかかるので、東証の上場規則で先行して進めることを強く求める。

(独立役員の数について)

- 東証は直ちに少なくとも1名の独立取締役及び少なくとも1名の独立監査役の設置を義務付けるべきである。

(独立役員となるべき者について)

- 独立役員の独立性が不確かであり、独立性を一応明らかにするためには社会的評価を得た権威・信頼ある人物に依頼しなければならない。意味のある独立役員確保にはコストがかかり小規模企業にとっては負担が重く、独立性があるとは思えない取引先等の関係先に依頼することになる。したがって、意味が無く単に上場コストの増加要因となっている。
- 独立役員の選定が形式基準に走ってしまっている風潮(すなわち事前相談要件や開示加重要件に該当しなければそれによしという考え)を強く感じている。「独立役員に期待される役割」が公表されたが、独立役員がどんな立場でどんな役割を果たすべきかについてのメッセージが伝わってこない。この制度が真に根付くためにはこの点を粘り強く発信し続ける必要がある。また、グローバルスタンダードの観点からは将来の規制強化(独立取締役の義務化や員数の増加など)が必要とも考えられるが、この点についてもメッセージを出して欲しい。

(その他)

- ガバナンス体制選択の理由に追加して、いかにして効果的にかれらの独立役員をして独立した視点からの監督を行わせようと考えているかを説明させることが有益ではないか。
- 監査役が独立取締役を兼ねることが提案されているようだが、法律に定められた監査役の役割と矛盾するので、反対である。
- 東証による「独立役員に期待される役割」の公表を歓迎しており、独立役員は一般株主の保護のために行動することが期待されているという提案を支持する。もっとも、そこでは独立取締役と独立監査役が区別さ



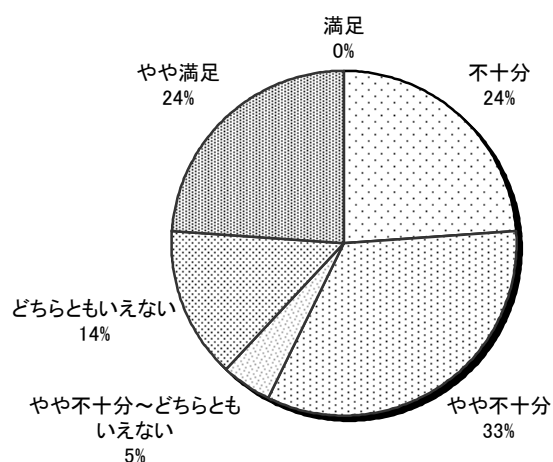
れていないために、投資家を混乱させている。また、独立役員は直接に投資家の意見を聞くべきことまでは求められないとされているため、通常的手段では目的を果たせなかった場合や通常的手段では不適切な場合において、どのようにして投資家の意見を伝えるべきかが不明確になっている。

- 独立役員の変更はその2週間前までに届け出ることとされているところ、それが公衆の縦覧に供されるのは変更が予定される日の1週間前前後となることが多い。他方で、株主総会の議決権行使は実務上株主総会の1週間前までとされていることが多いため、独立役員の選任状況や独立役員となるべき者の資質を見て株主総会で議決権を行使することができない状態にある。そこで、届出と同時に公衆縦覧を行うとともに、東証規則において、事業報告にかかる株主総会に際しては事業年度末日時点の独立役員を、役員選任議案にかかる株主総会に際しては誰を独立役員候補としているかを、それぞれ該当する株主総会の招集通知に記載するよう求めてほしい。

### (3) 支配株主による権限濫用を防止するための施策の整備について

#### (A) 施策に対する評価

全27件の回答中21件において何らかの評価がなされ、6件は回答なしでした。評価の内訳は下図のとおりです。



【図4: 支配株主による権限濫用を防止するための施策の評価】

#### (B) 評価の理由

##### (a) 同様の指摘が10件以上だったもの (規制方法について)

- ◎ 支配株主等の関係者が会社との間で一定の基準（収益の一定割合や一

定の金額等) を超える重要な取引を行おうとするときは、当該関係者以外の株主による株主総会決議に委ねられるべきである。

**(b) 同様の指摘が3件から9件だったもの**

**(基本的なスタンスについて)**

- 関係者間取引において少数株主が十分に保護されていることが重要であるという考えを支持する。

**(規制方法について)**

- 非業務執行独立取締役であれば、全ての株主にとっての公正な取扱いを確保するための実効的な監督を行うことが期待できる。過半数が独立取締役で構成された取締役会による決議（及びその判断資料としてのフェアネスオピニオンの取得）が少数株主保護のために有用であると考えられる。
- 意見書を書く者は会社から報酬を得ているのだから、独立した公正な意見が得られるはずもなく、単に会社に余分なコストを発生させるだけである。むしろ、意見書のような信頼できないものを取得させるのではなく、取引の詳細を開示させるように義務付け、株主の側で役員への背任等があった場合に適切な処置を講ずることができるようにすべきである。

**(意見を述べるべき者について)**

- 意見を述べるべき者の独立性において、厳格な判断方法が適用されることを求める。完全に独立した者からオピニオンを取得すべきである。

**(c) 同様の意見が3件未満であったもの**

**(基本的なスタンスについて)**

- 一般論として、支配株主は、自身の利益のために行う前に、（特に会社との間で利益相反のある場合は、）少数株主の法的利益に配慮すべきである。
- 今回の規制には一定の抑止力があるが、結局は親会社および子会社のそれぞれの経営陣がどう考えるかである。あるべき姿について東証がメッセージを出し続けてほしい。
- 支配株主が存在する会社が発行する株式は流動性が低く、企業価値を上昇させようとする動機が欠けているという問題もあることに鑑みれば、そのような会社の株式を上場させておくべきかという問題に帰着する。

**(規制対象について)**

- 支配株主に該当する場合は議決権の過半数を保有している場合では狭すぎる。議決権の20パーセントを保有している場合を基準とすべきで

はないか。また、通常取引の形で買収代金を回収している例も見られるので、対象となる取引の範囲を広げて欲しい。

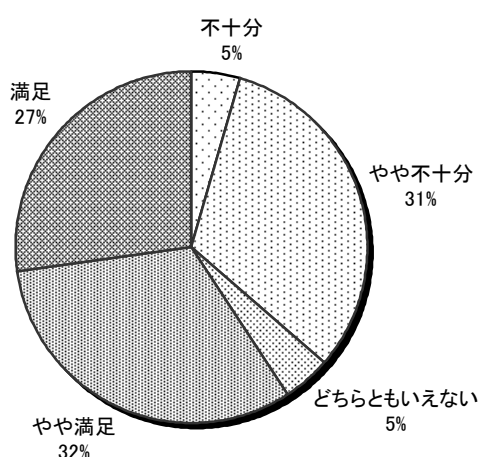
**(規制方法について)**

- 支配株主は独立した第三者からの意見に従わなければならないとはされていないので、このような意見取得が少数株主保護のために十分な手段であるとは考えられない。
- 少数株主の利益を守るため、潜在的な権限濫用にかかる取引の監視が継続的になされることが必要である。

**(4) 議決権行使の促進に関する施策について**

**(A) 施策に対する評価**

全27件の回答中22件において何らかの評価がなされ、5件は回答なしでした。評価の内訳は下図のとおりです。



【図5: 議決権行使の促進に関する施策の評価】

**(B) 評価の理由**

**(a) 同様の指摘が10件以上だったもの**

**(基本的なスタンスについて)**

- ◎ 規制を歓迎する。一般上場企業の招集通知等が公衆閲覧できるようになり、招集通知等の受領日が2、3日早くなるとともに電子ファイルで受領できるようになり、大いに役立った。

**(招集通知の発送時期について)**

- ◎ 株主総会招集通知を14日前までに送付することを求める現行法では検討時間が足りない。十分な情報提供を踏まえた投資家による議決権行使のため、株主総会通知その他の情報開示を株主総会の28日前まで(20

営業日前まで) に行うべきである。

(b) 同様の指摘が3件から9件だったもの

(株主総会の開催時期について)

- 株主総会の6月集中傾向は株主の議決権行使を妨げるものであり、その緩和を求める。

(議決権電子行使プラットフォームについて)

- 議決権電子行使プラットフォームの導入を支持する。導入企業数が少ないのが残念である(なお、電子投票を導入することは Poll Voting や議決権行使結果の全面開示とイコールでないが、電子投票技術はこれらの導入にも役立つだろう。)

(Poll Voting について)

- 委任状による議決権行使か否かを問わず、議案毎に全ての議決権行使結果を計算し、賛成、反対及び留保の数を速やかに開示することが求められる。委任状による議決権行使結果のみを計算する取扱いは、株主の株主総会に出席する権利を軽視し、経営陣の説明を受けてから賛否を決めることを不可能にするものである。そもそも全ての議決権行使結果を計算しないことは、現代におけるコーポレート・ガバナンスの柱をなす原則である一株一議決権(一議決権一投票)の原則を損なうものである。

(c) 同様の意見が3件未満であったもの

(基本的なスタンスについて)

- コーポレート・ガバナンス報告書の開示は会社のコーポレート・ガバナンス体制や実務を知る上で大変役に立っている。
- (議決権行使の促進に関する施策は、) 機関投資家比率が高い会社に対しては経営者に緊張感を与えるという点で意味があったが、安定株主比率が高い会社に対してはあまりなかったように思う。
- 海外の株主に検討時間を与えるものとして、取引所が議決権電子行使プラットフォームの採用について取り組むことを求めた2009年の金融庁スタディグループ報告を支持する。
- 海外投資家が実質的な意味で株主総会に参加することができるようにする努力を支持する。総会期日の集中と検討時間の不足によって投資家が十分に総会決議に関与することができず、その結果として議決権行使助言会社に依存せざるを得ない現状を懸念している。東証は、単に上場会社に対して検討期間を置くべき旨を指摘するだけでなく、上場会社にかかる検討期間を提供させて欲しい。

(招集通知の発送時期について)

- 決算発表は10年前と比較して10日以上早くなっており、招集通知の早期発送の障害は取り除かれつつあるので、上場規則に基づいて招集通知の発送早期化（例えば3週間前）を義務付けることを検討して欲しい。その実施にあたっては、数年の猶予期間を設けることも考えられる。東証ウェブサイトでは、いつどの会社が招集通知を掲載したかがリスト化されていないために機関投資家が毎日2000ページに及ぶ上場会社のページをチェックしている状況であり、改善すべきである。

**(規制対象について)**

- 今回の規制では Meeting material が対象とされていないが、これについても同様に対象とすることが求められる。
- 招集通知と関連書類が当該上場会社のウェブサイトを通じて公表されるようになることが望まれる。

**(5) その他の施策及び今後の改善等についてのご意見**

**(a) 同様の指摘が10件以上だったもの**

**(コーポレート・ガバナンス全般について)**

- ◎ コーポレート・ガバナンスの在り方は、その会社の歴史や規模、事業の性質等により、唯一の正しい形はない。この点で、Comply or Explain アプローチは妥当である。しかし、上場会社には、海外及び国内の投資家が自由に投資することができるという共通点があり、投資家、特に海外の投資家を惹きつけるため、また一定以上の質を確保するため、上場企業には一定の水準以上のコーポレート・ガバナンスが要求される。どの国のコーポレート・ガバナンスシステムも完璧ではありえないが、世界各国に投資している投資家は、普遍的に適用可能な基本的な原則（独立取締役の設置、Poll Voting、役員報酬の開示、少数株主の保護等）があると考えている。（機関設計の多様化は投資家から見ると紛らわしく、長所よりも短所となる。）

**(子会社上場について)**

- ◎ 子会社上場の全面禁止には反対であるが、子会社上場の前提として少数株主の利益が保護されることが必要である。一定の基準を上回る重要な取引は利害関係のない株主による事前の株主総会決議を要するものとする等、関係者間取引を規制する強力な仕組みが求められる。香港市場では、支配株主と上場会社のような顕著な関係者間取引については、関係者を排除した株主総会決議を要するものとされている。

**(b) 同様の指摘が3件から9件だったもの**

**(監査役の権限強化について)**

- 監査役に取締役会における議決権を付与したとしても、監査役が独立取締役に代わる役割を果たすことはできない。客観的な信託義務・受託者義務（fiduciary duty）を負担する独立取締役こそが、広範囲にわたる事項についてマネジメントに説明責任を果たさせ、会社が長期的価値を生み出す方向へ向かわせるべき立場にふさわしい。独立取締役は、経営判断において執行役を補助し、会社のパフォーマンス向上に寄与するという点で、議決権の有無にかかわらず監査役には果たしえない役割を果たすことができる。なお、独立取締役を導入するにあたっては、独立性の基準が重要となる。
- 監査役が取締役会で議決権を有することとなる制度は検討する価値があるが、全ての上場会社で一定数以上の独立取締役が選任され、かつ独立取締役だけで構成される監査委員会を有するシステムが採用される仕組みへの過渡的な制度であること、及び議決権と任期について他の取締役と同一であること等が条件とされるべきである。

**(子会社上場について)**

- 親会社は株主総会の普通決議を可決する力をもっていることからすれば、これとの均衡をとるため、取締役会の過半数は独立取締役で構成されるべきである。

**(企業買収防衛について)**

- （経済産業省の企業価値研究会の報告書で確認されたように、）取締役は、買収防衛策を発動するか否かに際し、買収者の提案を誠実に検討して株主利益の最大化のために交渉する法的義務を負担している。したがって、買収プロセスにおいて、偏らずに株主の利益を評価することが求められる。この理解によれば、経営陣はとりうる全ての手段をもって当該買収提案につき公正な株主利益の評価を確保すべきことになり、東証は、経営陣にこれを実践させるに当たって非常に重要な役割を果たすことになる。マネジメント以外の人物を含む委員会は、助言機能を超えるものではないので、それだけでは不十分である。独立取締役が大多数を占める取締役会がこれを処理する権限を有することを期待している。

**(開示について)**

- 近時の東証による四半期開示制度の改正は、必要以上の負担を取り除いて柔軟な報告を可能にするものであると理解しているが、一部の会社はこれを誤解し、開示を減らし市場との対話を最小限に絞っている。東証は、新規制の趣旨を徹底させて欲しい。

**(株主の議決権行使について)**

- 定時株主総会期日の集中は株主権の行使を妨げる大きな障害であり続けている。上場会社の75パーセントが3月を会計年度末とし、さらにその43パーセントが6月29日に定時株主総会を開催した。1995年当時に比べれば分散したものの、依然として高い割合である。会社法124条は基準日の株主がその3ヶ月以内に権利行使することを定めており、ほぼ全ての会社は会計年度の末日を基準日として定めるため、その結果、根本的な定時株主総会の集中開催の解決に至らないという状況にある。東証は、上場会社が基準日の分散化をすすめるように推奨してほしい。
- 日本の会社は全面的に Poll Voting を採用し、その行使結果を直ちに開示すべきである。Poll Voting は世界標準となりつつあり、香港、英国の多くの会社、オランダ、カナダ、中国とタイで実施されている。近時の Poll Voting は電子化されており、早く、効果的で、費用を最小化する。議決権行使結果の開示は、アカウントビリティ向上のためにも有益である。

**(c) 同様の意見が3件未満であったもの****(コーポレート・ガバナンス全般について)**

- あるべき企業統治を法律で定めることを強く求める。その遵守は義務的ではなく、望まれる事項として現行法に取り込まれ、Comply or Explain モデルに類似するものとなることが考えられる。コーポレート・ガバナンスの基準は固定的ではなく発展していくものであるため、上記のあるべき企業統治も随時改訂されるべきものとなる。これを制定するにあたっては、投資家、経営者、会計、法律及び規制主体から委員を選定すべきである。
- ガバナンスは歴史、規模及び事業の性質によって影響されるべきでない。ガバナンス体制の整備は、株主から信託された資産に対する取締役会またはマネジメントの責任であり、この点につき意見の不一致はないはずである。もっとも簡便かつ普遍的に承認された評価方法は、ROE である。日本企業は全体として非常にパフォーマンスが低く、これは特筆されるべきことである。東証が主要な市場における歴史的な ROE のトレンドを表示し、過去3年間の ROE をその上場会社のページに表示すれば、それらは個人株主が経営を評価するにあたって有益な情報となるだろう。
- 一般的に、取引所の重要な役割として、その上場会社に要求される最低限のコーポレート・ガバナンスを定めるとともに、より高い水準のコーポレート・ガバナンスを定めることが挙げられる。コーポレート・ガバ

ナンスは、大きく分けて4つの段階を経て達成される。すなわち、(1)立法による規制、(2)監督当局による規制、(3)業界団体による自主規制(取引所を含む)、(4)会社自身の努力である。上記の(1)及び(2)は改正に時間がかかり新たな展開についていけないことが多いが、東証のような取引所は、新たな展開に対応してコーポレート・ガバナンスを発展させ、法改正や当局による規制の改正のガイドとなることができると思う。取引所がその責任を果たし、上場会社のコーポレート・ガバナンス等を改善することで、よりよい市場を提供することを求める。全ての企業に通用するかたちは存在しないので、厳格な基礎的ルールが存在を前提として、ある程度の柔軟性をもつプリンシプルベースのアプローチが望ましいと考える。

- 独立役員を導入等、適切に実施されれば問題企業に対しても一定の効果がある施策も、問題企業に限って言えば適切に実施されることを期待するのは困難である。また、真つ当な企業の場合には会社規模によっては負担が重く、そもそも必要といえない場合も存在する。時価総額や売上規模など会社の規模に応じて柔軟に対応すべき。
- 経営陣が株主の利益を軽視することに対する最も簡便な対処法は、彼らが株主権を重視すべき個人的な動機付けとして、株式に基づく報酬を付与することである。
- コーポレート・ガバナンスにおける東証の試みを支持する。東証は過去2年間で大変な努力を払い、上場規則を発展させ、日本のガバナンスを改善した。上記の各規制に加え、投資家との対話に応じてきたこと、適時開示や四半期開示、独立非業務執行取締役の重要性及び役割の説明のためのセミナーの開催等の努力に感謝している。
- ACGA のコーポレート・ガバナンス白書で指摘されている事項を今後の改善についての意見として引用する。
- 日本は、先進国中でコーポレート・ガバナンスが最も貧弱な国のひとつである。東京が再び魅力的な市場になろうとするならば、コーポレート・ガバナンスが向上しなければならず、それが果たせなければ後退が続くだろう。

#### (子会社上場について)

- 収益の大半を親会社に依存する等、親会社依存度が極端に高い子会社の上場は禁止すべき。
- (1)子会社取締役会の独立性とアカウンタビリティ、(2)より透明性の高い経営と関係者間取引の開示、(3)親会社取締役会のアカウンタビリティの3点が発展することを期待している。



- 株主は、親子会社間の組織再編行為等について、独立したフィナンシャルアドバイザーからの意見書を参照した上で議決する権利を有するべきである。
- 子会社上場につき懸念しており、親会社が関与する取引において少数株主の利益を保護することが望まれる。観念的には子会社上場を許さないことが解決策なのかもしれない。
- 子会社の新規上場は禁止すべきである。子会社を上場しておきながら、後により低い価格で完全子会社化する例が散見され、言語道断である。他方、既存の上場子会社は完全子会社化させるべきでない。
- 上場するか否かについて株主総会決議(上場によって利益を受ける株主は投票できないものとすべきである)を要するものとすべきかについても検討すべき。
- 子会社上場に関しては非常に後ろ向きである。少数株主を保護する制度の導入が必要とされている。

#### (監査役の権限強化について)

- 監査役の役割は、当該分野について十分な意思決定権限がある場合にのみ実効性がある。
- 監査役は独立取締役とは異なる、補完的な役割を果たすべきものであると考えている。ハイブリッドシステムと委員会システムのいずれも等しく支持する。監査役は既に重要な役割を果たしており、これを変更する必要はないが、取締役会は、監査役とは異なる職責を負う独立取締役の選任によって改善されると思う。
- 監査役システムは理解しているが、経営判断のみならず計算書類のチェックにおいても、他の市場における独立取締役が果たしている役割の方が日本において監査役が果たしている役割よりも望ましいと考えている。東証には独立取締役による監査を確保するよう議論をリードしてもらいたい。
- (監査役に取締役会での議決権を付与することにつき) 監査役は監査役の職責を、取締役や取締役会はその職責をそれぞれ果たすべきではないか。東証は、監査役や非業務執行取締役、取締役会長、社長等の役割を明確に定義してはどうか。会社法改正で独立取締役と社外取締役の定義がなされなかったときは、東証規則でこれを明確にして欲しい。

#### (従業員選任監査役について)

- 選任母体にかかわらず、全ての監査役に企業の過ちや違法行為を防止すべき責任があると考えます。監査役設置会社は経営陣への監督機構として十分であるとは考えていない。多くの監査役は会社の従業員であるかま

たはなんらかの利害関係を有しており、それが監督を難しくしている。誰かを監督する者は当該監督対象と利害関係を有すべきでない。

- 株主が取締役会に人を送り込む権限を有すべきであるとの考えを支持する。理想的には、株主のみが監査役を指名する権限を有すべきでないが、取締役はそうでない。監査役の役割は適法性監査とされ、取締役会や経営陣に対する監督を行うために十分な権限を持っていない。監査役の権限を強化する改正を行うべきである。独立監査役では独立性ある者に期待される役割を果たすことはできず、独立取締役こそがその役割を果たすべき立場にある。
- 他国の市場では従業員や支配株主が監査役や取締役となる制度は珍しくなく、それらの中にはよく機能しているものもある。
- 従業員が株主となることを推奨することによって従業員の利益に配慮した経営を確保すべきである。
- 従業員選任監査役が株主の長期的利益にとって必要であるとは思わない。チェックアンドバランスのために期待される役割と責任は非業務執行独立取締役（及び、会社が監査役設置会社である場合には監査役による援助）によって効果的に果たされる。ドイツの共同代表制度は、その会社とそのパフォーマンスにつき、必ずしも良い結果を生んだわけではない。

#### (企業買収防衛について)

- 株価を上げることこそが最上の敵対的買収防衛策である。それ以外の敵対的買収防衛策やポイズン・ピルは経営陣を固定化し経営者が株主価値を考慮することを妨げるものである。
- 東証は、上場会社に対し、ポイズン・ピル（買収防衛策）の更新につき株主総会決議を要するものとするよう求めてほしい。また、ある買収防衛策については特別決議とし、また別の買収防衛策については通常決議としているが、その差を明らかにしてほしい。

#### (会社と投資家の対話について)

- いくつかの会社は、投資家とのコミュニケーションにおいて最低限の法的義務しか果たそうとせず、ときに対話すら拒絶する。投資家と会社のコミュニケーションは双方に利するものであるので、東証は会社が投資家に対して門戸を開き、投資家と対話することを推奨すべきである。
- 2009年金融庁スタディグループ報告は、日常から、経営者との対話の中で、経営についての建設的な議論を充実させていくことが重要である旨を指摘しているが、これに加えて、双方の建設的な議論を行うことの意欲が必要であることを指摘したい。各社は投資家との対話に前向きで

あるべきである。しかし、いくつかの上場会社は投資家との対話に関する基本的な期待すら満たさず、非公開会社であるかのように振る舞い、対話を拒否した。投資家が会社と対話することでその会社についてよりよく知ることができるように、会社は投資家が提供する異なる視点・発想から得るものがあるはずである。東証は上場会社が投資家と対話することを求め、これについて「教育キャンペーン」を開催して欲しい。

- 東証は、通常のチャネルでの対話が効を奏しなかった場合に備え、取締役の誰かを投資家との関係におけるコンタクトパーソンとして指定することを求めている。
- 今年は株主総会における株主提案や取締役会の議案に反対することによって日本企業との関わりを広げようとしたが、経営陣はこれに反応せず残念であった。

#### (情報開示・情報管理について)

- 一定以上の比率の海外投資家がいる企業については、英語で、当該会社のウェブサイトや東証ウェブサイトを通じた適時開示を求める。これは、株主総会関係だけに限られず、他の重要な情報を含む。
- フェアネスオピニオンや株価算定書の全面的な開示をさせるべきである。
- 議決権行使に関し、株主は投票が受理されたことの確認を受け取るべきである。
- 東証は公募に関する情報が公表前に漏洩され、空売りがなされることを防止しなければならない。情報漏洩を防止することは難しい - 最近の取引を調査し、誰が漏洩したかを突き止め、警察に通報すればよい。証券専門家は監獄を嫌うので、数名が逮捕されるだけで大きな効果が上がるだろう。
- 財務情報だけでなく、環境、社会及びガバナンスに関する情報の開示及び英文開示をすすめて欲しい。

#### (啓蒙活動について)

- マザーズのコネクトが上場準備会社に総じて伝わっていない。この点をもっと強く発信して欲しい。
- 会社法で求められている監査役の実務と現実の監査役の活動の実態との落差が総じて大きい。企業行動規範の努力義務に含めて、かつ日本監査役協会などと連携して監査役への啓蒙活動を進めて欲しい。
- 最近の施策について経営者や監査役に理解されているか疑問である。粘り強い啓蒙活動を強く期待する。

#### (その他)

- 現在は 2007 年 11 月 27 日に公表された「売買単位の集約に向けた行動計画」の第二段階にあるが、どのような方法で集約させるかがわからない。ルールを守らないなら上場廃止といった強制的なアプローチは実行できず、要請や努力目標にしか過ぎない場合、スケジュールどおりに集約が進むか疑問である。売買単位を間違えやすい、銘柄によって株価の表示単位が異なりわかりづらい、気配スプレッド縮小による取引コスト低下などを考えれば、第二段階、第三段階の期日や方法を早急に確定させ、積極的な指導とある程度の強制力をもって集約作業をすすめるべき。
- 日本における株式発行の仕組みは株価に悪影響を及ぼす傾向にあり、投資家の参加を妨げている。現状の発行方法に代わるものとして、取引の停止と一日で完結するブック・ビルディングを提案する。
- 上場廃止は投資家保護とは相反する措置である。上場廃止ではなく売買の停止にとどめ、投資家が情報開示を受ける権利を保護すべきである。上場廃止によって情報開示義務が減少し、役員が逃げやすくなるため、反社会的企業にとっては渡りに船となっている。そして、反社会的企業関係者は新たなハコを探すだけである。
- 投資法人の投資主総会の招集通知等が公衆閲覧対象外となっているが、一般上場企業と同様に閲覧対象としてほしい。ICJ 参加企業の増加を期待している。ICJ 非参加銘柄も ICJ プラットフォームから投票できるようになることを期待する。
- MBO や完全子会社化等にあたっては、少数株主の選択肢として裁判手続の概要（主に価格決定の申立てを想定）も（公開買付において）開示させるべきである。公開買付後に全部取得や株式交換を行う場合には公開買付終了後概ね 3 ヶ月以内とすべきである。
- ライツ・イシューのタイムテーブルやスクイズアウトの手続についての見直しが求められる。
- 過大な役員報酬が支払われているという問題がないこと等、日本市場の優れている点を評価すべきである。
- 株主は各問題について個別に議決権を行使する立場にあり、会社は議案を抱き合わせにすべきでない。
- 手口情報は全面開示すべきである。

### 3. 留意点

- 本資料は、投資家の皆様からお寄せいただいた意見の概要を紹介することを目的としており、それぞれのテーマに関する当取引所の見解を示すものではなく、また、今後の当取引所の施策の方向性を示すものでもありません。
- お寄せいただいたご意見につきましては、数の多寡にかかわらず参考にさせていただきます。同様のご意見が多数寄せられたことをもって施策の方向性を決定するものではありません。
- 本資料は、お寄せいただいたご意見を原文のままご紹介するものではありません。類似または共通している他のご意見と統合している場合や重複等を考慮して要約している場合があることに加え、事実の指摘に留まるもの、個別具体的な事例に言及するもの、その他今回の意見募集の趣旨から外れていると思われるものはご紹介を控えています。なお、この概要において言及されているか否かにかかわらず、また、如何なるかたちで言及されているかにかかわらず、原文のご意見を参考にさせていただきます。
- 日本語以外の言語で寄せられた意見は、当取引所において日本語に翻訳した上でご紹介しております。翻訳にあたっては正確を期しておりますが、細かなニュアンス等当該投資家の意見をご紹介しきれない可能性があります。また、本書面の参考訳は、一度日本語に翻訳した文書を再び英訳している関係上、単語の選択その他で原文と異なることがあります。

以上

## 上場制度に関する投資家向け意見募集の実施について

平成22年8月20日  
株式会社東京証券取引所

### 1. はじめに

当取引所では、平成20年3月に公表した中期経営計画に基づき、平成20年度及び平成21年度のアクション・プログラムにおける重点課題として上場会社のコーポレート・ガバナンス向上に向けた環境整備を掲げ、第三者割当への対応や独立役員制度の導入といった上場制度の整備を進めて参りました。上記のアクション・プログラムに基づく重要な制度対応については、本年6月の制度改正により支配株主による権限濫用を防止するための施策を整備したことをもって概ね完了いたしました。そこで、①上場会社のコーポレート・ガバナンス向上に向けた環境整備の推進に向けて、これまでに実施した施策について現状評価を行うとともに、②広く上場制度全般について更なる改善を進めていくための課題や問題点を洗い出すことを目的として、当取引所では、この度、下記のとおり、投資家の皆様を対象に意見募集を行うことといたしました。本意見募集は、今後の上場制度の運営及び改善にあたっての参考とさせていただくために、投資家の皆様からの率直なご意見を頂戴することを目的としておりますので、ぜひ忌憚のないご意見をお寄せくださいますようお願いいたします。

### 2. 意見募集の概要

#### (1) 対象

東証市場に関心を持つ内外の投資家の皆様といたします。

#### (2) 意見募集のテーマ

- ・ これまでに実施した施策に対する評価及びその理由
- ・ 今後の上場制度の改善に向けた課題

※ 詳細は回答用紙をご参照ください。

#### (3) 回答方法

回答用紙にご意見等をご記載のうえ、e-mail又はFAXでお送りください。

- ・ メールアドレス：jojo-kikaku@tse.or.jp
- ・ FAX：03-3662-2138

#### (4) 意見募集期間

平成22年8月20日（金）～平成22年10月1日（金）

### 3. 留意点

- ・ 本意見募集の結果は当取引所としての検討の際に参考とさせていただきますが、同様のご意見が多数寄せられたことをもって施策の方向性が決定されるというものではありません。
- ・ お寄せいただいたご意見については、当取引所において適宜取りまとめのうえ、公表させていただくことを予定しています。また、回答用紙において同意をいただいた方については、提出者の一覧を、個別のご意見ごとの提出者が特定されない形で、併せて公表させていただくことを予定しています。
- ・ なお、制度改正に係るパブリック・コメントとは異なりますので、ご意見に対して当取引所の考え方を回答することは予定しておりません。

以上

上場制度に関する投資家向け意見募集（回答用紙）

1. 提出者情報

（個人の場合）

■ 名前：

■ 職業・会社名：

（法人・団体等の場合）

■ 名称：

■ 連絡者名：

■ 住所：

（共通事項）

■ 提出者の名称の公表に関する同意（※）： 同意します ・ 同意しません

■ 属性：（国内機関投資家、海外機関投資家、国内個人投資家、海外個人投資家）

■ 電話番号：

■ メールアドレス：

（※） ご同意いただいた場合は、頂戴したご意見の取りまとめ結果を公表する際に、個別のご意見との関連が特定されない形で、ご提出者の名称を併せて公表させていただく予定です。

上記で名称の公表について同意をいただいて当取引所がご意見のとりまとめに際して提出者の名称の公表を行う場合を除き、氏名、住所等の個人情報、送付いただくご意見の管理、内容の照会のためにご記入をお願いしております。東証の個人情報の取扱いについては、以下のページをご覧ください。

<http://www.tse.or.jp/about/privacy/index.html>

2. 回答の内容

① これまでに実施した施策に対する評価及びその理由

a 第三者割当に関する対応

< 施策の概要 >

2009年8月に、既存株主の権利の希薄化や上場会社による大株主の選択といったコーポレート・ガバナンス上の重要な問題点を含む第三者割当への対応として、上場制度に以下の点を導入しました<sup>1</sup>。

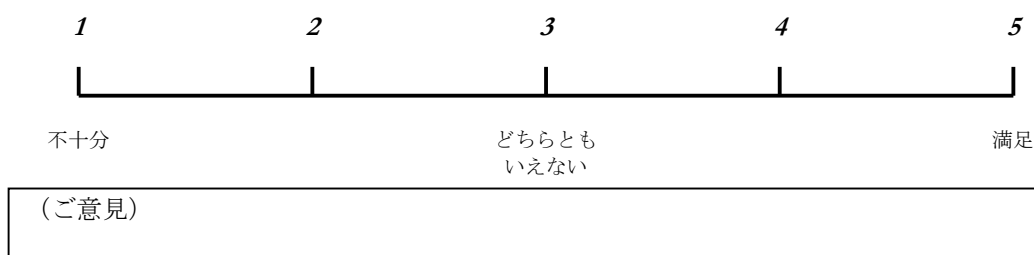
- ・ 希薄化率が25%以上となる第三者割当を実施するとき、又は、第三者割当により支配株主が異動するときは、原則として、株主総会の決議などの株主の意思確認、又は、社外取締役などの経営陣から独立した者からの意見の入手を実施することを求める。
- ・ 第三者割当により支配株主が異動するときは、支配株主との取引について定期的に報告を求め、当取引所がその健全性を確認する。
- ・ 希薄化率が300%を超える第三者割当を実施するときは、株主及び投資者の利益を侵害

<sup>1</sup> 制度改正の詳細については当取引所ホームページ

([http://www.tse.or.jp/rules/regulations/090730\\_a1.pdf](http://www.tse.or.jp/rules/regulations/090730_a1.pdf)) 参照

- するおそれが少ないと当取引所が認める場合を除き、その上場を廃止する。
- ・発行価格の算定根拠やその内容、有利発行等に関する十分な開示を義務づける。

<上記の施策に対する評価及びその理由>

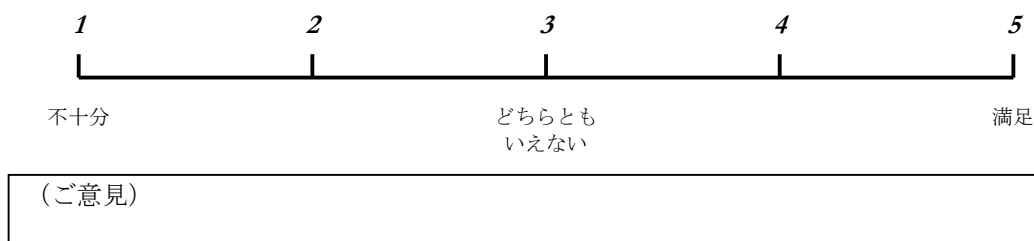


b 独立役員制度の導入

<施策の概要>

2009年12月に、一般株主保護の観点から、上場会社に対して1名以上の独立役員（一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役又は社外監査役）を確保することを求める制度を導入しました<sup>2</sup>。あわせて、上場会社に対しては、自社のコーポレート・ガバナンス体制の選択理由について、適切に開示を行うことを義務づけました。

<上記の施策に対する評価及びその理由>



c 支配株主による権限濫用を防止するための施策の整備

<施策の概要>

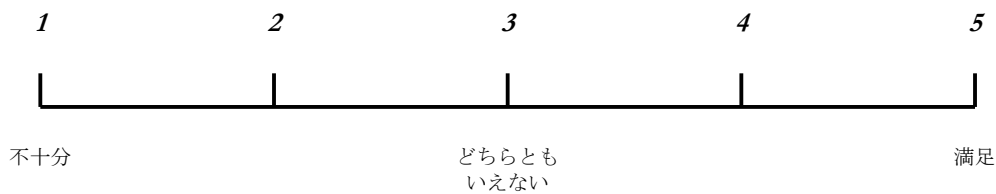
2010年6月に、支配株主（親会社又は議決権の過半数を実質的に支配している主要株主）による権限濫用を防止する観点から、支配株主を有する上場会社が、支配株主との重要な取引等を行う場合について、支配株主と利害関係のない者からの意見の入手を実施することを求める制度を導入しました<sup>3</sup>。

<上記の施策に対する評価及びその理由>

<sup>2</sup> 制度改正の詳細については当取引所ホームページ  
([http://www.tse.or.jp/rules/regulations/091222\\_a1.pdf](http://www.tse.or.jp/rules/regulations/091222_a1.pdf)) 参照

<sup>3</sup> 制度改正の詳細については当取引所ホームページ  
([http://www.tse.or.jp/rules/regulations/100629\\_a2.pdf](http://www.tse.or.jp/rules/regulations/100629_a2.pdf)) 参照





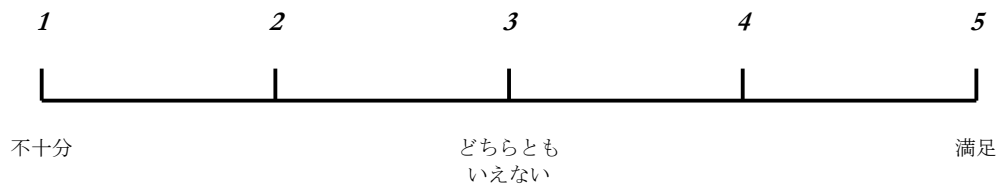
(ご意見)

d 議決権行使の促進に関する施策

<施策の概要>

2009年8月に、株主総会の招集通知等についてより早期に株主が閲覧できるようにするため、当取引所に対して提出を求め、当取引所ホームページに掲載することとしました。また、2010年6月には、議決権電子行使プラットフォームの利用促進も念頭に、実質的な株主の指図による株主総会議決権の行使にも配慮するよう上場会社に求めるものとなりました<sup>4</sup>。

<上記の施策に対する評価及びその理由>



(ご意見)

e その他の施策

a～dに挙げたもの以外に近年実施した施策（コーポレート・ガバナンスに関する施策以外の施策を含む。）について、ご意見がございましたら、お寄せください。

<その他の施策に対する評価及びその理由>

(ご意見)

②上場制度の改善に向けた今後の課題

広く当取引所の上場制度全般について、今後、改善すべき問題点、取り組むべき課題について、問題意識、具体的な問題事例、ご意見などをお寄せください。

<sup>4</sup> 制度改正の詳細については当取引所ホームページ（[http://www.tse.or.jp/rules/regulations/090730\\_b1.pdf](http://www.tse.or.jp/rules/regulations/090730_b1.pdf)）及び [http://www.tse.or.jp/rules/regulations/100629\\_a2.pdf](http://www.tse.or.jp/rules/regulations/100629_a2.pdf)）参照

<上場会社のコーポレート・ガバナンスに関するもの>

(例)

- ・コーポレート・ガバナンスのあるべき姿は、個々の企業の成り立ちや規模、業務の内容等により多様であって、一律に論じることは困難であるとの意見があるがどう考えるか。
- ・少数株主保護のために子会社上場を全面的に禁止すべきとの意見があるがどう考えるか。
- ・企業の不祥事や法令違反を抑止するために、監査役の一部を従業員が指名するべきであるとの意見があるがどう考えるか。
- ・監査役は①取締役会における議決権（業務執行者の任免権を含む）及び②妥当性の監査権を有しないため、経営陣に対する監督機能を発揮できないという意見があるがどう考えるか。監査役が監督機能を発揮するためには何が必要か。

(ご意見)

<その他、上場制度の改善に向けた今後の課題>

(ご意見)

以上

意見募集にご協力いただいた皆様

ALLIANCE TRUST PLC  
Asian Corporate Governance Association  
Baillie Gifford & Co  
California State Teachers' Retirement System  
Council of institutional Investors  
Governance for Owners Japan KK(ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン株式会社)  
Hermes Equity Ownership Services  
ISS Japan  
Legal & General Investment Management Ltd  
Ontario Teachers' pension Plan  
PGGM Investments  
Railpen investments  
Silchester International Investors  
Universities Superannuation Scheme  
アムンディ・ジャパン株式会社

(アルファベット順・五十音順)

名称の公表にご同意いただいた方（ただし、個人を除きます。）のみを記載しています。  
名称の表記は、いずれもご提出いただいた書面に依拠しています。