

安心して投資できる市場環境等の整備に向けて

2009年4月23日

東京証券取引所 上場制度整備懇談会

本レポートは、上場制度整備懇談会でとりまとめたものであり、東京証券取引所の今後の施策を決定するものではないことにご留意下さい。

目 次

<提言の概要>	1
I はじめに	3
II 投資者が安心して投資できる環境の整備	4
1 考え方	4
2 第三者割当	4
(1) 問題意識	4
(2) 検討の方法	5
(3) 制度整備の方向性	6
(a) 希釈化・経営陣による株主の選択への対応	6
(b) 割当先に関する問題への対応	10
(c) 有利発行に該当するかどうか明確でない事例への対応	11
(d) 資金的裏付けのない第三者割当への対応	12
(e) まとめ	13
3 株式併合	13
(1) 問題意識	13
(2) 現状	14
(3) 対応策	14
III 株主と上場会社の対話促進のための環境整備	15
1 問題意識	15
2 議決権行使を容易にするための環境整備	16
3 議決権行使結果の開示	16
IV 終わりに	17
<資料編>	18
資料1 各国における第三者割当に関する制度の概要	18
資料2 株主と上場会社の対話促進のための環境整備	19
2-1 定時株主総会開催日の集中率（日ベース）	19
2-2 定時株主総会開催日の集中率（週ベース）	19
2-3 招集通知の発送予定日から株主総会開催予定日までの日数	20
2-4 招集通知等をホームページへ掲載（予定を含む）している上場会社の割合	20
2-5 英文の招集通知等を作成（予定を含む）している上場会社の割合	21
2-6 東証上場会社における電子投票の導入状況	21
<委員名簿>	22

提言の概要

I 投資者が安心して投資できる環境の整備

株主・投資者保護及び市場の信頼性維持という流通市場の観点から、会社法の枠組みを前提としつつも、上場会社が遵守すべき規範を示す必要がある。

1 第三者割当に関する提言

(1) 既存株主の利益への配慮

第三者割当は、既存株主の株主権の希釈化をもたらすことなどから、上場会社の資金調達方法として必ずしも望ましいものとはいえない側面がある。上場会社はその実施の是非について慎重に検討すべきであり、実施する場合には、東証は、株主にその必要性と相当性について十分な説明を行うことを上場会社に求めることが必要である。

(2) 株主の権利の不当な制限の排除

希釈化比率が300%を超える第三者割当については、既存株主の権利を著しく侵害するばかりでなく、不当に侵害する場合もあり、市場の信頼性に重大な影響を及ぼす。上場会社の企業行動としては原則として容認されるべきではなく、実質的な審査のプロセスを設けて、未然防止を図ることが必要である。

(3) 株主権の希釈化・大株主の選択への対応

会社経営の権限は、株主の負託に基づくものであり、自らの権限の根源たる株主の議決権を安易に希釈化することや、大株主を選ぶことは本来的に望ましいものではない。25%以上の希釈化を伴うものや支配権の移動を伴うような第三者割当については、原則として株主の納得性を増すための手続を求めることが必要である。

(4) 不適切な割当先の排除

第三者割当への反社会的勢力等の関与は、市場の信頼性と公正性の確保の観点から、断固排除すべきである。割当先を確認するプロセス等を設けて、未然防止を図ることが必要である。

(5) 割当先との取引の健全性の確保

株主・投資者保護及び市場の信頼性維持の観点からは、上場後においても支配株主を含む関連当事者等との取引の健全性は維持されるべきである。第三者割当によって支配株主の異動があった場合には、会社の意思により上場審査時の前提が変更されることとなるため、事後的に支配株主との間で不当な取引等が行われていないかについて確認するプロセスを設けて、未然防止を図ることが必要である。

(6) 有利発行規制遵守の担保

第三者割当が総会決議を要する有利発行に該当するかどうか、株主・投資者にとって必ずしも明らかでない場合がある。払込金額の算定根拠等の十分な開示やこれに基づく監査役意見の会社による開示など、適法性を担保するために必要な開示を求めることが必要である。

(7) 資金手当ての確認

資金的な裏付けのない第三者割当の実施に関する情報は、市場を混乱させるだけでなく、一部の者が不当に利益を得ることに利用されるおそれがある。市場の公正性の観点から、割当先の資金手当てについての確認と開示を求めることが必要である。

2 株式併合に関する提言

(1) 株主の権利の不当な制限の排除

一株未満の端数を生じる株式併合を行い、合理的な理由なく多くの株主の地位を奪うことは、市場の信頼性への影響が重大であり、株主の権利の不当な制限の観点から実質審査のプロセスを設け、未然防止を図ることが必要である。

(2) 株主の利益への配慮

上場会社は一株未満の端数を生じる株式併合をすることが、株主の権利の不当な制限とまではいえない場合であっても、株主の利益にできる限り配慮すべきであり、株式買取請求権が確保される他の代替手段がある場合には、これを選択することを上場会社に求めることが必要である。

II 株主と上場会社の対話促進のための環境整備

1 議決権行使を容易にするための環境整備に関する提言

議決権行使はコーポレート・ガバナンスの基本であり、より一層の環境改善に努める必要がある。議決権行使に関する環境の一層の整備に向けて、上場会社における実施度合い等の調査等を行い、状況の整ったものから順次制度の強化を図ることが望ましい。

2 議決権行使結果の開示に関する提言

議決権行使に関するプロセスの透明性の向上を図る観点から、株主が議決権行使結果に容易にアクセスできるような制度の整備を進めていくことが望ましい。

I はじめに

近年、企業活動のグローバル化と証券市場のボーダレス化を背景に、上場会社において、コーポレート・ガバナンスの改善と向上に向けた取組が全体として進みつつある。東京証券取引所（以下「東証」という。）でも、コーポレート・ガバナンス原則の策定（2004年）やコーポレート・ガバナンスに関する報告書制度の導入（2006年）など、市場開設者として、投資者保護及び市場機能の適切な発揮という観点から、上場会社のそうした取組を支援・促進してきた。しかしながら、一方で、一部の上場会社において株主の利益を著しく毀損するような企業行動の増加が見られるなど、これまでの我が国におけるコーポレート・ガバナンスの改善・向上に向けた取り組みに疑義を生じさせるような事態も散見される。これらの状況に、昨今の金融危機による世界的な株安状況等が加わり、東京市場に対する投資者の信頼と関心は急速に薄れつつあり、我が国にとってはもちろん、上場会社を含む市場関係者にとっても、これらを回復することが急務となっているとの指摘がある。

上場制度整備懇談会（以下「当懇談会」という。）は、東証における上場制度整備のための議論において、多様な利害関係者の意見を踏まえ、透明性の高い検討を行うことを目的として、2006年9月に設置された機関である。2008年度は、東証より、コーポレート・ガバナンスを取り巻く環境の整備を最優先の検討課題として提示され¹、2008年秋以降、幅広く議論を行ってきた²。中でも、東証が2008年7月に行った投資家意見募集³において、特に投資者からの要望が大きかった以下の2点については、投資者保護及び流通市場の信頼維持の観点から喫緊の課題であると判断し、これらを中心に議論を行った。

第一点目は、投資者が安心して投資できる環境の整備であり、①株主としての利益が尊重されないような場合（株主権が突然縮減される場合など）、②株式を自由に売買できる機会が会社の意思で奪われるような場合、③株主及び投資者に対して投資判断をするために十分な情報が提供されないような場合などへの対応である。これらが問題になる場面としては、具体的には、第三者割当、一株未満の端数を生じる株式併合、MSCB、買収防衛策、MBO等が指摘されたが、当懇談会では、特に投資者からの要望が強かった第三者割当及び株式併合を中心に議論を行った。

第二点目は、株主と上場会社の対話促進のための環境の整備である。投資者からの要望は、招集通知の発送時期の早期化、電子投票の導入のほか、株主総会における議決権行使の結果の公表等、多岐にわたるが、当懇談会は、中でも特に要望が強く、現在制度的な規律が存在しない議決権行使結果の開示について重点的に議論を行った。

当懇談会は、これらの議論の結果を本報告書にとりまとめ、今後、東証が制度整備を行

¹ 東京証券取引所グループ中期経営計画 (http://www.tse.or.jp/about/ir/financials/plan/plan_08-10.pdf)
2008年度上場制度整備の対応について (<http://www.tse.or.jp/rules/seibi/2008program.pdf>)

² 審議経過等について、<http://www.tse.or.jp/rules/seibi/discussion.html>

³ 東証上場会社のコーポレート・ガバナンス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について (http://www.tse.or.jp/rules/seibi/2008toushika_iken.pdf)

うにあたっての方向性を提言する。本報告書における提言が、東証上場会社のみならず、我が国のコーポレート・ガバナンスを取り巻く環境の向上の一助となり、市場への信頼回復と市場の再度の活性化に資することができれば幸いである。

II 投資者が安心して投資できる環境の整備

1 考え方

取引所市場にとって、投資者が安心して投資できる環境の整備は、東京市場に対する信頼と関心が急速に薄れつつあると言われている現状にかんがみると喫緊の課題である。中でも、株主の利益が尊重されないような行動は、株主・投資者の保護及び市場の信頼性の維持という流通市場の観点から問題が大きい。東証は、会社法の枠組みを前提としつつも、市場開設者としての立場から、早急に対応する必要がある。

当懇談会では、投資者が安心して投資できる環境の整備として検討を要すると考えられる事項のうち、投資者からの意見の中で特に改善要望が大きかった第三者割当及び株式併合を喫緊の課題とし、これらを中心に議論を行った。

2 第三者割当⁴

(1) 問題意識

上場会社は、会社法上の公開会社に該当するため、有利発行に該当しない限り、授權株式数の範囲内で取締役会決議のみで新株発行を行い、これを特定の第三者に割り当てることが可能である（会社法第199条第1項、第2項、第201条第1項）。このような枠組みは、機動的な資金調達という会社のニーズにかなうものであるが、一方で、取締役会の判断で既存株主の議決権を希釈化させることや、取締役会が選ぶ者に株式を割り当てることができるものでもある。また、会社がそのようなことを意図しないような場合であっても、既存株主の権利に希釈化が生じ、場合によっては支配権が移動することもある。株主の議決権は、株主が経営陣を選任し会社の経営を経営陣に負託するという株式会社の仕組みにおいて最も基本的な権利であり、これが確保されることは、会社にリスクマネーが円滑に提供されるための大前提である。その意味で、株主の議決権を安易に希釈化することや、会社によって大株主の選択がなされることは本来的に望ましいものとはいえない。このようなことが無制限に行われれば、既存株主の利益が会社の判断によって著しく害されるような事態が生じることになり、投資者の投資意欲を減退させるばかりか、上場会社におけるコーポレート・ガバナンスを空洞化させることにもなりかねない。

海外に目を転じると、イギリスでは、会社法において、優先的新株引受権（pre-emption right）が株主に保証されている。この優先的新株引受権は、定款又は株主総会特別決議

⁴ 株式に関する第三者割当の定義として、有価証券上場規程施行規則第429条第1項柱書。

により排除することが可能であるが、上場会社、投資者、証券会社等により策定された優先的新株引受権の除外に関するルールにより、上場会社は、会社法で許容されている優先的新株引受権の排除をするにあたり、制限的な運用を行っている⁵。アメリカでは、取引所規則において、一定割合以上の第三者割当には、株主総会の承認を必要とすることが定められている⁶。このような海外の事情もあり、日本の現状については、特に海外投資家を中心に強い批判が寄せられている。

言うまでもなく、海外と同様の制度を全て取り入れる必要はないが、株主・投資者の利益保護及び市場の信頼性の維持は、機動的な資金調達が可能環境を維持するための不可欠な要素でもある。上述のとおり、第三者割当による既存株主の議決権の希釈化及び会社による株主の選択は、その規模や割当先によっては、株主の利益を著しく害するおそれがあるものであり、投資者の投資意欲への影響も重大である。したがって、市場開設者として、株主・投資者の利益の保護及び市場の信頼性維持の観点から、最優先で取り組むべき課題といえる。

このほか、投資者からは、割当先に関する情報が十分に開示されていない第三者割当への批判も強い。具体的には、会社の財政難につけこまれ、反社会的勢力等に割り当てさせられた事例があるのではないかと、割当後において割当先との間で不正な取引が行われた事例があるのではないかなどの懸念が指摘されており、市場の公正性及び上場会社の企業経営の健全性に対する信頼を維持する観点から、早急に対応する必要がある。

(2) 検討の方法

当懇談会では、実態を踏まえた対応策をとるべく、実際にどの程度の問題事例があるか、事実上禁止せざるを得ないほど抑止の必要性の高い第三者割当があるか、事実上禁止しないまでも何らかの手当てが必要な第三者割当はあるか、それに対する例外的手当てが必要な事例はあるか、市場区分ごとに規制を変えるべき必要性及び合理性はあるか、規制をすることによるインパクトはどの程度あるのか等の観点から、具体的な事例を研究（以下「事例研究」という。）し、その結果をも踏まえて議論を行った。対象とした事例は、2007年4月から2008年3月（以下「対象期間」という。）にかけて東証上場会社において行われた第三者割当116件（株券76件、新株予約権付社債14件、新株予約権26件）である。

⁵ 優先的新株引受権の排除に関するガイドライン（Disapplying Pre-emption rights; A Statement of Principles July 2008; <http://www.pre-emptiongroup.org.uk/documents/pdf/Statement%20of%20Principles%20July%202008.pdf>）。詳細は資料編18（資料1 各国における第三者割当に関する制度の概要）参照。

⁶ 詳細は資料編18頁（資料1 各国における第三者割当に関する制度の概要）参照。

(3) 制度整備の方向性

(a) 希釈化・経営陣による株主の選択への対応

① 基本的考え方

新株を発行する際において、第三者割当の方法による場合には、多かれ少なかれ必ず株主権の希釈化が生じることなどから、株主・投資者の利益保護及び市場の信頼性維持という観点からは、上場会社の資金調達方法として必ずしも望ましいものとはいえない側面がある⁷。公募⁸の場合にも、希釈化の問題は生じうるものの、一般投資者を相手方とするものであり、既存株主もこれに応じる機会が与えられるほか、基本的には会社が株主を選択するものではないことや、制度上、有価証券の引受け等に関する規則等、日本証券業協会による諸規則を遵守する同協会会員が必ず関与するため不健全な割当先は排除される蓋然性が高いという点で、会社に都合の良い割当先や不健全な割当先が選択されるおそれがあるといった問題を制度的に内包している第三者割当とは大きく異なる。これらの点にかんがみると、公的な市場を利用する者としての上場会社は、一般投資者であることが多い既存株主の利益に配慮すべきであり、第三者割当を行うにあたっては、株主の利益への影響がより少ない他の代替手段をとることを含めて慎重に検討すべきである。そして、第三者割当によることを選択する場合には、第三者割当によるエクイティファイナンスを選択する必要性と相当性について、十分な説明を行うことが望ましいが、対象期間の事例においては、この点について必ずしも十分な説明がなされているとは言い難い状況にあった。

そこで、東証は、上場会社に対して上記のような考え方を積極的にアピールしていくとともに、上場会社が第三者割当を行う際には、その必要性と相当性について十分な説明が投資者に対して行われるよう、制度的対応を行うことが適当である。

② 抑止の必要性が高い第三者割当

抑止の必要性が高い第三者割当があるかを検討するにあたっては、当該第三者割当が実行された場合に、上場廃止措置をとることで事実上禁止せざるをえないほど抑止の必要が高いかどうかという観点から考えることが適当である。

東証では、現在でも、上場関係規則の中で、一定の企業行動については「株主

⁷ この点について、上場会社の場合、株主は市場において株式を取得することが可能である以上、持株比率の維持自体は法的保護の必要はないとの指摘がある。しかし、大量の新株を第三者に割り当てることは、支配関係や収益性に質的な変更をもたらす可能性が高く、場合によっては合併等の組織再編と同様の効果をもたらすこともあるなど、株主の利益への影響が大きい。なお、既存株主がこれに対抗して、市場で買い付けを行うことで持株比率を維持しようとするのは、コストがかかり、現実的には容易でないことも少なくない。

⁸ 株式に関する公募の定義として、有価証券上場規程第2条第35号。

の権利の不当な制限」として上場廃止事由としている（有価証券上場規程第 601 条第 1 項第 17 号）。ここにおける考え方は、会社法が認めている行為であっても、また、株主総会の承認を得て行われる行為であっても、上場会社については、既存株主保護等の観点から認められるべきでない行為が存在するというものであり、株主・投資者保護及び市場の信頼性維持のためには一定の市場利用ルールが必要であり、公的な市場を利用する上場会社には一般の会社と異なり上場会社として守るべき規範があるという立場にたっている。このような考え方に基づくと、希釈化の程度があまりに著しい第三者割当については、既存株主の保護や市場の信頼性の観点から問題が多く、これを抑止の対象とすることが適当である。

問題は、どの程度の希釈化を伴う第三者割当を対象とするかであり、様々な考え方がありうるが、会社法が、原則として、発行可能株式総数は発行済株式総数の 4 倍以下となるように設計されていることを考えると（会社法第 37 条第 3 項、第 113 条第 3 項）（以下「4 倍規制」という。）、通常、株主は、300%までしか希釈化⁹されないことを投資の前提としていると考えられ、それを超えるものは投資の前提をくつがえすほどに著しく株主の権利を侵害するおそれがあるものであると考えられる。したがって、株式併合を行うことなどにより、発行可能株式総数が発行済株式総数の 4 倍を超えている状況¹⁰を利用して、300%を超える希釈化を伴う第三者割当を行うことは、そのような株主の投資の前提を裏切る行為であるということができ、これを取締役会のみで決定した場合のみならず、株主総会の承認を経て行われる場合であるとしても、少数株主保護及び市場の信頼性維持という観点から重大な問題があると考えられ、東証は上場廃止を含む毅然とした対応をとることとして、株主権侵害の未然防止を図ることが適当である。

ただし、希釈化の倍率のみで一律に規制してしまうことは過剰規制となるおそれがあることから、少数株主保護及び市場の信頼性維持という観点からみて、株主の利益が不当に侵害される場合に限るよう、実質的な判断を取引所が行うことが適当である。

なお、このように 4 倍規制を潜脱するようなケースを禁止したとしても、事例研究の対象期間中には 1 件発生したのみであり、それ以外の事例は確認されていないことから、少なくとも株主の利益を損なわないものについて例外的な取扱いを設けることとすれば、上場会社の資金調達ニーズを害するようなことにはならないと考えられる。

⁹ 本報告書において希釈化率に言及する際には、当該第三者割当により発行する株式等に係る議決権数（潜在的議決権数も含む）／第三者割当前における発行済株式に係る議決権数×100 により算出されたものをいう。

¹⁰ 会社法施行前の登記実務では、授権株式数は当然に減少すると解されてきたが、会社法のもとでは、定款変更の手続が踏まれない限り、授権株式数は当然には減少しない。（神田秀樹『会社法〔第 11 版〕』（弘文堂）125 頁、相澤哲・岩崎友彦「株式（総則・株主名簿・株式の譲渡等）」別冊商事法務 295 号 28 頁。）

③ 何らかの手續を求めることが適当な第三者割当

(i) 基本的方向性

取引所として抑止するほどではない第三者割当であっても、会社経営の権限の根源である株主権の安易な希釈化や株主の選択は、株主・投資者の保護及び市場の信頼性の維持という流通市場の観点からは望ましいものではなく、一定割合以上の希釈化を伴う場合や、大株主の異動により支配権に影響を及ぼす場合には、株主の納得を得るためにより高度な説明責任を求め、すなわち株主の納得性を増すための手續を経ることが必要である。

(ii) 何らかの手續を求めることが適当な第三者割当

どのレベルの希釈化や大株主の異動を問題とするかについては、様々な考え方がありうる。

まず、希釈化の観点からは、例えば、ニューヨーク証券取引所（以下「NYSE」という。）と同水準のものとして、総議決権数の20%以上にあたる第三者割当（該当する事例研究の事案は116件中57件）、日本における多くの買収防衛策の発動要件と同水準のものとして、総議決権数の25%以上にあたる第三者割当（割当後における議決権割合が20%以上となる）（同47件）、公開買付け規制と同水準のものとして、総議決権数の50%超にあたる第三者割当（割当後における議決権割合が総議決権の3分の1超）（同22件）、必ず支配株主に変動が生じる水準として、総議決権数の100%以上にあたる第三者割当（同9件）などが考えられる。

当懇談会では、多くの買収防衛策が取得後総議決権の20%以上となる場合をトリガー事由としており、それ以上の取得は会社経営への影響が少なくないという認識が浸透していると考えられること、25%以上の希釈化の中には例えば上場会社間の業務・資本提携を目的に行われる事例も見られたが、既存株主の権利を希釈化させてまで実施することについて、一般株主の立場から十分に合理性が説明されているとは言い難いなど株主の納得性を増す必要があると思われる事例も少なくないことなどから、25%以上の希釈化を対象とすることが適当であるとの結論でおおむね一致した。

なお、事例研究によれば、25%以上の希釈化に該当する件数は116件中47件であり、新たなルール整備によるインパクトは小さくないようにも思われる。しかし、実施の決定から資金の支出予定時期までは相当程度の期間が設けられている事例が多く、何らかの手續を求めることによる時間的制約の影響は軽微であると考えられる。また、緊急性の高いものについては例外を設けることにより対応することができる。さらに、実際に課される手續を工夫することによって、その負

担はさらに軽減される。これらの点にかんがみて、25%以上の希釈化を対象とすることが妥当である。

一方、会社による株主の恣意的な選択という観点からは、希釈化のみならず、一定以上の大株主の異動という観点を入れるべきである。

その場合、どのレベルとすることが適当かについては、支配株主の有無や支配株主の属性は、株主・投資者の投資の前提になっていることも多いと推測され、取締役会決議のみで支配権の移動する取引が行われることは一般株主の立場からは問題があるということができることから、支配権の移動¹¹がある場合とするのが適当である。

なお、問題ある事案は特定の市場区分に偏っているのではないかとすれば市場区分にかかわらず全体に手続的ルールを設けることは行き過ぎではないかとの指摘があったが、25%以上の希釈化を伴う第三者割当 47 件のうち、市場第一部は 15 件、市場第二部が 15 件、マザーズは 17 件であり、各市場区分に属する企業数を考慮するとマザーズにおける発生割合が高いものの、件数としてはいずれも同程度であり、いずれも市場の信頼性維持や株主・投資者保護の観点からは無視できない程度の件数が発生していることから、全ての市場区分を対象とすることが適当である。

(iii) 株主の納得性を増すための手続

具体的に、株主の納得性を増すための手続としてどのようなものが必要かについては、株主の納得性を増すという目的から、まずは、会社が株主に対して第三者割当により資金調達をする必要性和相当性を十分に示すことがその基本である。必要性和相当性を示す方法としては、会社法が、上場会社については資金調達の機動性を重視し、第三者割当の決定権限を取締役に与えていることを考えると、これを尊重しつつ、客観的な立場から見て、第三者割当による資金調達が会社にとって必要かつ相当であると株主が納得できるような手続を踏むことが原則と考えられる。例えば、会社の説明の正当性を担保できる程度に経営陣から一定程度独立した特別委員会や社外取締役等に第三者割当の必要性和相当性についての意見を求めるといった手続が考えられる。

その他には、買収防衛策の発動の場合と同様、直接的に株主の意思を問う方法、すなわち、株主総会における勧告的決議や正式な株主総会決議などで当事者である株主の意思を確認する方法が考えられる。

なお、これらの手続を取らなかった会社に対する上場規則の実効性確保手段と

¹¹ 支配権の移動の定義については、第三者割当の結果、割当先が保有することになる株式に係る議決権数が総議決権数の 2 分の 1 を超える場合をおおむね目安とすることが適当である。

しては、処罰的措置としての公表措置¹²や上場契約違約金¹³に加えて、上場会社のクオリティの改善を促すための措置としての改善報告書や特設注意市場銘柄等を利用することが、株主・投資者保護及び市場の信頼性維持の観点から望ましい。

(iv) 例外的取扱いが必要な事例

25%以上の希釈化や支配権の移動を伴うような第三者割当の中でも、上述のような株主の納得性を増すための手続をとることが困難な、緊急性の高いものがありうるのではないかという指摘があった。例えば、資金繰りが急速に悪化して、即時のファイナンスが必要な場合等が考えられる。

そうした緊急性の高いものについてまで手続を求めると、かえって株主の利益に反する結果となる場合もありうることから、そのような場合には、通常求められる手続を求めない例外を認めるべきである¹⁴。

ただし、上述のとおり、株主の納得性を増すための手続として、いくつかの選択肢を認めれば柔軟な対応が可能である上に、そもそも、会社法は、取締役会の決定から新株発行の効力発生日まで少なくとも2週間を要求している（会社法第201条第3項、第5項）¹⁵ことから、そのような取扱いが必要な事例は、極めて例外的な場合に限られることになろう¹⁶。

(b) 割当先に関する問題への対応

① 不適切な割当先の排除

割当先に関する問題が指摘される理由の一つは、反社会的勢力等との関係の有無が確認できないことにある。実際、事例研究の対象とした116件中63件は、東証の上場会社か取引参加者であるなど、反社会的勢力等との関係に一定の歯止めがあるものといえるが、53件は海外に設けられたファンドなどであり、中には必ずしも割当先の属性が明らかではないものが見受けられた。

第三者割当への反社会的勢力等の関与は、市場の信頼性・公正性の確保の観点から断固排除すべきであるという点に異論はなく、上場廃止措置を背景にして、少なくとも新規上場の際と同程度には、反社会的勢力等の関与がないことを確認するプロセスを設けて未然防止を図るべきである。

¹² 有価証券上場規程第508条第2項、第4項

¹³ 有価証券上場規程第509条

¹⁴ 新株予約権については、直ちに資金調達につながらないケースも多いとの指摘もあったことから、緊急性の高いものかどうかの判断にあたって、慎重に考慮する必要がある。

¹⁵ そのほか、金融商品取引法に基づいて、有価証券届出書の効力発生前の待機期間（中15日又はおおむね中7日）を考慮の必要がある。

¹⁶ NYSEのListed Company Manualは、一定の場合に株主総会の開催を求め、資金調達の遅れが企業の財務状態を著しく悪化させるような場合に例外を認めているが、株主総会という一定の時間とコストを要する手続きですら、通常、年に1~2件程度と極めて少数にとどまっていることに留意が必要である。

なお、割当先が明らかでないことの問題として、反社会的勢力等に割り当てる場合のみならず、大株主がひそかにその持分割合を増加させるためにオフショアのファンド等に新株を割り当てるなどの問題もあるとの指摘があるが、ファンド等の匿名性もあり、実質的な割当先を全て開示により明らかにすることには限界がある。したがって、この問題については、以下に述べるように、支配株主の異動が生じる等、株主への影響が大きい場合について、事後的に割当先との取引の健全性について確認を行うことで対応することが適当である。

② 割当先との取引の健全性への疑義

割当先に関して問題が指摘されるもう一つの理由は、当該割当先との間で行われる取引の健全性に疑義が生じる可能性があることにある。

新規上場審査においては、株主の利益を保護する観点から申請会社の企業グループが事業を公正かつ忠実に遂行しているか否かについて確認しており、その一要素として、申請会社の企業グループが、支配株主を含む関連当事者等との間で、取引等を通じ不当に利益を供与又は享受していないことなどを確認している。株主・投資者の利益保護及び市場の信頼性維持の観点からは、上場後においても機会をとらえて同様の視点からの確認を行うことが望ましいところであるが、中でも第三者割当を行うことにより支配株主の異動¹⁷を生ぜしめ、会社の意思によって上場審査時の前提を変更することは、問題が大きいと考えられる。

したがって、第三者割当により支配株主の異動があったような場合には、支配株主との間で不当な取引等が行われていないかについて事後的に確認するプロセスを設けて、株主・投資者保護及び市場の信頼性の観点から問題が大きい場合には、上場廃止措置をとることとすることにより、そうした事態の未然防止を図ることが適当である¹⁸。

(c) 有利発行に該当するかどうか明確でない事例への対応

当懇談会の議論の過程において認識された問題として、「特に有利な」払込金額である場合（会社法第 199 条第 3 項）（以下「有利発行」という。）に該当するか否かが必ずしも明確とはいえない事例への対応がある。

有利発行に該当するかどうかについては、一般には、時価から 10%程度低くても「特に有利」とはいえないとされているが（最判昭 50・4・8 民集 29 卷 4 号 350 頁、東京高判昭 46・1・28 高民 24 卷 1 号 1 頁）、一時的に株価が高騰しているような場合には、急

¹⁷ 支配株主の定義につき、有価証券上場規程第 2 条第 42 号の 2、有価証券上場規程施行規則第 3 条の 2。なお、「支配株主の異動」については、適時開示の対象となっている（有価証券上場規程第 402 条第 2 号 g）。

¹⁸ 第三者割当以外の理由による、支配株主の異動をどのように考えるかという問題については、経営陣による恣意的な大株主の選択を排除するという趣旨を重視して、少なくとも当面は第三者割当によるものに限ることで足りると考えられる。

騰前の一定期間の平均値などの株価を基準として考えることが認められている（東京地判昭 47・4・27 判時 679 号 70 頁、大阪地決昭和 62・11・18 判時 1290 号 144 頁）¹⁹。

有利発行であるにもかかわらず、株主総会の承認なしに新株発行が行われるような場合は、会社法上違法な新株発行であって、株主は差止請求が可能（会社法第 210 条第 1 号、第 201 条第 1 項、第 199 条第 3 項）であるが、そのためには、有利発行であるか否かを判断する根拠が必要であり、価格の算定根拠等について十分な情報開示がなされていることが大前提である。

しかしながら、例えば 1 ヶ月終値平均ではディスカウント率は 10%以下であるが、前日終値では 10%を超えるといった、計算方法次第ではディスカウント率が 10%超となるような場合など、有利発行に該当するおそれがあるような第三者割当の事例において、払込金額の算定根拠について十分な説明がなされていない事例が少なくない。

そこで、払込金額の算定根拠について十分な説明を求めるとともに、計算方法次第ではディスカウント率が 10%超となる場合については、適法性を担保するため、例えば、適法性について監査役（委員会設置会社の場合は監査委員会）がいかなる意見を述べたか等の開示を会社に求めるなどの対応をとることが考えられる。

また、新株予約権付社債及び新株予約権の第三者割当は、有利発行に該当するかどうかの判断が難しく、疑わしい事例が比較的多いように思われたことから、新株予約権付社債及び新株予約権の第三者割当については、全ての事案を対象として払込金額の算定根拠や適法性に関する開示を求めることが考えられる²⁰。

（d）資金的裏付けのない第三者割当への対応

以上のような問題のほか、第三者割当の実施を公表しておきながら、割当先から資金の払込みがなされず増資が中止されるような事例が見られる。資金的な裏付けが明確でない第三者割当実施の情報は、時に市場を混乱させ、市場に対する信頼を著しく損なわせるおそれがあるほか、故意に株価を操作するために悪用されるおそれがあるなど、不特定多数の投資者に不測の損害を与える可能性がある。

そこで、市場の公正性や株主・投資者保護の観点から、上場会社は、事前に割当先の資金手当ての状況を確認することが望ましく、東証はこれを担保するために、資金

¹⁹ 株式に関する第三者割当増資についての証券業界の自主ルールでは、株主総会の特別決議を経る場合を除き、取締役会決議の直前日の価額に 0.9 を乗じた額以上の価額とすることを原則としているが、直近日又は直前日までの価額又は売買高の状況等を勘案し、当該決議の日から払込金額を決定するために適当な期間（最長 6 ヶ月）をさかのぼった日から当該決議の直前日までの間の平均の価額に 0.9 を乗じた額以上の価額とすることも認めている（日本証券業協会「第三者割当増資等の取扱いに関する指針」平成 18 年 5 月 1 日）。

²⁰ 新株予約権付社債や新株予約権の行使価額や払込金額の算定方法には確立したものがないため、監査役も意見を述べるのは困難ではないかという指摘があった。この点を考慮して、監査役が適法性を判断するうえで考慮した払込金額の算定要素に関する開示の充実を求めるのが適当との意見のほか、株式の第三者割当の発行条件に関する指針（脚注 19 参照）と同様に、新株予約権付社債や新株予約権の発行条件についても一定の指針が形成されることが望まれるとの意見があった。

手当ての確認手続の実施を求めるとともに、当該確認の方法及びその結果の開示を求めよう制度整備を行うことが適当である。

(e) まとめ

以上、第三者割当に関する対応策をまとめると下記の表のとおりになる。

問題意識	対象	手続／審査	備考
希釈化・支配権の移動	希釈化300%超	✓ 実質審査の対象とする	✓ 株主の利益を侵害するおそれが少ない場合は措置を講じない。
	希釈化25%以上 又は 支配権の移動あり	✓ 経営陣から独立した者からの意見聴取 又は ✓ 株主総会決議などによる株主意思の確認	✓ 左記の手続きを実施することが困難なほど資金調達の緊急性が高いと東証が認める場合は、手続きは不要。
割当先に関する問題	支配株主の異動あり	✓ 事後的に支配株主との間の取引について確認	
	割当先が上場会社及び取引参加者以外	✓ 割当先の反社会的勢力等との関係の有無について確認	
有利発行の該当性	計算方法次第ではディスカウント率が10%超	✓ 開示資料に監査役からの適法性に関する意見を追加など	✓ CB及び新株予約権の場合は必ず必要。
資金的手当	第三者割当全般	✓ 上場会社による割当先の資金手当ての確認並びにその方法及び結果の開示	

3 株式併合

(1) 問題意識

株式併合は、会社法上²¹、株主総会の特別決議による承認を受ければ、これを行うことが認められている（会社法第180条第2項、第309条第2項第4号。）。

しかし、その結果一株に満たない端数が生じ、株主としての地位を失う少数株主にとっては影響が重大である²²。例えば、一部の上場会社において、株主数の約8割が株主

²¹ 平成13年の商法改正前は、資本金減少の場合、合併等組織再編の場合、一株当たり純資産額を5万円以上とする場合に限り株式の併合が認められていた（平成13年改正〔平成13年法律第79号〕前商法第214条第1項）。

²² 株主の地位喪失という効果は、全部取得条項付種類株式（会社法第108条第1項第7号）を利用することによっても得られるほか、議決権に着目すると、単元株式数を変更することによって、議決権を喪失する株主が生じる場合がある。株主・投資者の利益の保護及び市場の信頼性の維持という観点からは、これらの同様の効果を有する事例にも同様に対応する必要があるが、株式併合は、後述のとおり、会社法上株式買取請求権が認められていないなどの問題も多く、ここでは、一株未満の端数が生じ、株主としての地位を失う少数株主がいる場合について議論する。

としての地位を失う株式併合を行うとともに、これによって実質的に拡大した授權資本枠を利用して著しい希釈化を伴う第三者割当を行ったケースが見られるように、特に、大多数の株主が株主としての地位を失うような株式併合は、株主・投資者の利益と市場の信頼性への影響が重大であることから、取引所において制度的な対応を強化する必要がある。

その他、株式併合に関しては、端数の金銭処理に問題のある事例が見られるとの指摘があった。一株に満たない端数が生じた場合、その端数の合計に相当する数の株式については競売にかけられ、その代金を端数の数に応じ分配することになる（会社法第 235 条第 1 項）。市場価格のある上場株式については、市場価格での売却が可能であるが（会社法第 235 条第 2 項、第 234 条第 2 項）、反対株主に買取請求権が認められる場合と異なり「公正な価格」が保証されるものではなく、また、売却処理により株価の下落を招くことを回避しようとする、一度に売却することも困難であり、速やかな金銭処理に支障を来すことがあると指摘されている。

（2）現状

東証では、有価証券上場規程の中の企業行動規範において、「流通市場に混乱をもたらすおそれのある（中略）株式併合」を禁止している（有価証券上場規程第 434 条）。

これに違反した場合には、公表措置をとることができるほか（有価証券上場規程第 508 条第 4 項第 1 号）、場合によっては、上場契約違約金の対象となりうる（有価証券上場規程第 509 条）。

しかしながら、公表措置は状況によっては投資者に注意を促すといった程度の効果しかなく、十分な抑止効果を期待できないことがある。また、上場契約違約金については、もともと公表措置と上場廃止の間隙を埋めるために導入されたという経緯から、実行されたとしても上場廃止措置の対象とするほどではない企業行動については意味があるが、さらに進んで、実質的に禁止すべきほど抑止の必要性の高い行為については、上場廃止の対象とすることを検討する必要がある。

（3）対応策

一株未満の端数を生じる株式併合は、少数株主の権利を毀損することから、株式併合により達成しようとする目的の合理性や、その目的に照らして株式併合を選択することの必要性と相当性を慎重に検討することが求められる。

これについては、例えば、少数株主の株式を端数にして会社経営から追い出す目的で利用されるような場合については、会社法上、不当な場合は多数決濫用を理由として総会決議が無効となるとの考え方²³や、特別利害関係人の議決権行使による著しく不当な

²³ 神田秀樹『会社法〔第 11 版〕』（弘文堂）110 頁

決議として決議取消事由（会社法第 831 条第 1 項第 3 号）となるとの考え方²⁴があるほか、併合後の一株が極端に大きいことにより、一部の株主を除き、大部分の株主が株主としての地位を失う等の場合には、株主平等の原則の違反が生じうるという考え方²⁵もある。流通市場という観点からは、場合によっては市場の混乱や市場の信頼性を著しく損なわせるおそれを否定できないことをも踏まえると、極端な場合にはこれを実質的に禁止するといった規制をすることが適当である。

したがって、一株未満の端数を生じさせることにより、株主の地位を奪う結果となるような株式併合については、株主の権利の不当な制限の観点から実質審査の対象とし、合理的な理由なく著しく多くの株主の地位を奪うなどの問題がある場合には、市場の信頼性や株主保護の観点から上場廃止の対象とすることにより未然防止を図るべきである。

なお、株式併合については、反対株主の買取請求権が規定されていないことから、一株未満の端数については、その端数の合計数に相当する数の株式を競売し、売却金を従前の株主に分配することとなっており（会社法第 235 条第 1 項、なお同第 2 項）、反対株主に対して公正な価格による買取りは保証されていない²⁶。したがって、上場会社としては、一株未満の端数を生じ株主の地位を奪うような株式併合が、株主の権利の不当な権利侵害とまではいえない場合であっても、株主の利益にできる限り配慮して、株式買取請求権が確保されるような他の代替手段がある場合は、当該他の手段を選択することが望ましい。

Ⅲ 株主と上場会社の対話促進のための環境整備

1 問題意識

株主が経営陣を選任し経営を負託する株式会社法制にあつては、議決権を通じた株主の経営陣に対するモニタリングと経営の負託に伴い経営陣が株主に対して負う説明責任が、制度の根幹として重要な役割を果たしている。

特に、昨今、企業を取り巻く環境が急速な変化を見せる中であつて、会社経営者は、株主・投資者に、より適正に企業の現状を理解、評価してもらう必要があるとともに、その時々の経営判断のプロセスについての説明責任を果たすことが求められるようになっており、株主と上場会社とのコミュニケーションの充実の重要性が以前にも増して認識され、I R 活動を通じた投資者との対話の重要性が高まっているといえる。

I R 活動については、東証がコーポレート・ガバナンスに関する報告書において I R に

²⁴ 江頭憲治郎『株式会社法〔第 2 版〕』（有斐閣）263 頁注 2

²⁵ 前掲江頭 126 頁注 6

²⁶ 単元未満株式の買取請求等につき、会社法第 192 条、第 193 条、合併等における反対株主の買取請求権につき、同第 785 条ほか。

関する活動状況の記載を求めているほか、日本 I R 協議会においても、I R 行動憲章²⁷が策定され指針が示されるなど、環境整備に一定の進展が見られる。

一方、株主の議決権行使については、株式会社制度における株主の基本的な権利であり、株主総会の活性化や議決権行使の円滑化は、株式会社制度の根幹をなすものであるにもかかわらず、従来から日本では、機関投資家も含めて必ずしも議決権行使が積極的に行われてきたとは言い難い状況にある。このような状況は、近時、アクティビスト・ファンドの出現といった状況の変化をきっかけにして、改善に向かっていると指摘されているが、投資者からは、依然として、招集通知の早期発送、電子投票の導入、株主総会における議決権行使結果の開示等、多岐にわたる要望が寄せられており、議決権行使環境には、改善の余地があると思われることから、当懇談会で対応について議論した。

2 議決権行使を容易にするための環境整備

東証では、有価証券上場規程の企業行動規範において、議決権行使を容易にするための環境整備を上場会社に求めている（有価証券上場規程第 438 条、有価証券上場規程施行規則第 437 条）。具体的には、①集中日開催の回避、②招集通知の早期発送、③招集通知等の電磁的提供、④招集通知等の英訳、⑤電子投票の導入について、努力義務を定めている。

これらに関する取組状況については、資料編 19 頁以降（資料 2 株主と上場会社の対話促進のための環境整備）に示されているとおり、おおむね改善の傾向にあり、上場会社における取組は一定の成果が見られているといえる²⁸。

しかしながら、議決権行使はコーポレート・ガバナンスの基本であることから、より一層の環境改善に努める必要がある。東証は、議決権行使に関する環境の一層の整備に向けて、上場会社における実施度合い等の調査等を行い、状況の整ったものから順次制度の強化を図ることが望ましい。

3 議決権行使結果の開示

議決権行使に関連して、近年、投資者から強い要望が寄せられている事項として、議決権行使結果の開示が挙げられる。これについては、特に東証はルールを設けていない²⁹。

²⁷ 日本 I R 協議会「I R 行動憲章 — 企業価値の向上と資本市場の発展のために —」2008 年 12 月
(https://www.jira.or.jp/jira/jsp/usr/outline/pdf/IR_gensoku.pdf)

²⁸ 東証ホームページに、株主総会の招集通知等を掲載し、一覧性・検索性を向上するほか、議決権行使に係る環境整備について、コーポレート・ガバナンスに関する報告書における記載の充実を求める等、さらなる対応を求める声も聞かれた。

²⁹ イギリス等では既に上場会社による議決権行使結果の開示は義務化（“poll (1 株 1 議決権による決議) (Companies Act 2006 第 284 条)”の結果開示について、Companies Act 2006 第 341 条、委任状による議決権行使について、Combined Code on Corporate Governance, June 2008, D.2.2) されているほか、EU では、総会後遅くとも 15 日以内に議決権行使結果を自社のインターネットサイトで開示することについて、本年 8 月までに法制化を図ることが求められている (DIRECTIVE 2007/36/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies; <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2007:184:0017:0024:EN:PDF>)。)

議決権行使結果の開示を求める投資者は、その理由として、投資者に議決権行使の重要性とその成果を認識させることに資すること、取締役会提出議案の支持の度合いを明らかにすることは株主と上場会社の対話の端緒となること、委任状又は書面投票についての不正解釈等についての疑義を払拭すること等を指摘する。

この点、会社法は、委任状及び書面投票について、議決権行使の適正性を確保するため、総会の日から3ヶ月間本店に備え置き、株主の閲覧に供することを求めており（委任状につき、会社法第310条第6項、第7項。書面による議決権行使につき、同第311条第3項、第4項。）、上述のような目的を達するのに必要な最低限の手当では会社法に規定されている³⁰。

しかしながら、これらを閲覧できたとしても株主が自ら集計などの作業をすることは容易でない。議決権行使に関するプロセスの透明性の向上を図る観点からは、株主が議決権行使結果に容易にアクセスできるような制度の整備を進めていくことが望ましい。

IV 終わりに

本報告書は、株主・投資者保護及び市場の信頼性維持の観点から、取引所市場を利用するにあたっての一定のルールについて提言を行うことにより、東京市場に対する投資者の信頼回復及び市場の活性化を図り、上場会社が市場において資金調達を円滑に行うための大前提を整備することを目的とするものである。金融危機以降、米国型資本主義や市場メカニズムへの疑義も指摘されるところであるが、上場会社と投資者が今後も活発な対話を継続し、より一層、市場の透明性が向上されることこそ、信頼回復及び市場の活性化に不可欠である。当懇談会は、東証が、本報告書における提言を踏まえ、パブリックコメントを含む関係各所からの意見も参照しつつ、より良い制度整備を行うことを期待したい。

上場会社におけるコーポレート・ガバナンスについては、東証のみならず、関係各所で議論が行われており、特に金融審議会金融分科会の我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループでは、上場会社等のコーポレート・ガバナンスのあり方に関して、本報告書が取り上げた事項を含む幅広い事項について議論を行っているところである。

今後、当懇談会は、これまで十分に議論できなかった事項などについて、必要に応じて引き続き検討を行うこととする。

³⁰ 全国五証券取引所に上場されている国内会社（新興企業・外国企業を除く）2562社を対象としたアンケート調査によれば、回答会社1962社中、7社において議決権行使書の閲覧・謄写請求があったと回答している（商事法務研究会『株主総会白書〔2008年版〕』旬刊商事法務1850号75頁）。なお、正当な理由なく拒絶した場合には過料が課されることとなっている（会社法第976条第4号）。

<資料編>

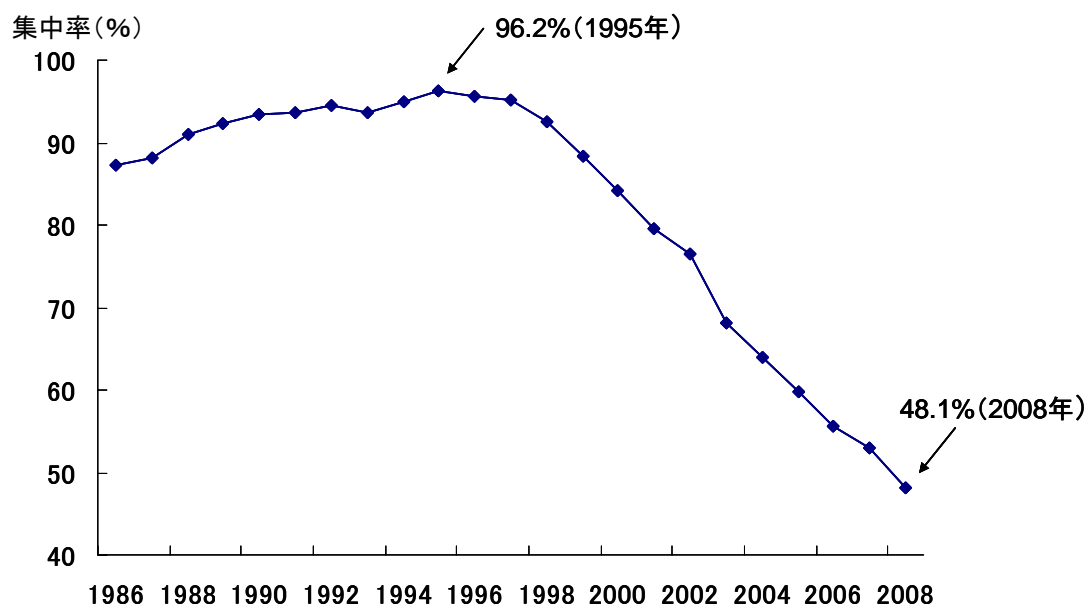
資料1 各国における第三者割当に関する制度の概要

	日本(会社法/東証)	イギリス(Companies Act 2006*2-1、LSE)	アメリカ(デラウェア会社法/NYSE)
会社法 (上場 会社)	<p>(原則) 授権資本枠の範囲内*1であれば、取締役会の決定で第三者割当てが可能(199条1項、2項、201条1項)。 (授権資本枠の変更には株主総会の特別決議が必要)</p> <p>(例外) 有利発行の場合は株主総会の特別決議(199条2項、201条1項、199条3項)。</p>	<p>(原則) 定款又は株主総会の普通決議による授権の範囲内(授権の期間は5年以内)に限り、取締役による株式等の割当てが可能(551条)であるが、株主がpre-emption right(優先的引受権)を有する(561条)*2-2。 ただし、pre-emption rightは定款又は株主総会の特別決議により排除可能(570条、571条)</p> <p>(優先的引受権の例外) Bonus Share(564条)、対価の全部又は一部が金銭でない場合(565条)、従業員持株制度(566条)</p>	<p>定款に記載された範囲内の数量であれば、取締役の決定で可能(161条) (授権資本枠の変更は、取締役会の推奨があれば、株主総会の普通決議で可能、242条)</p>
取引所 ルール 等	<p>第三者割当については特に規定なし</p> <p>(参考) <企業行動規範> 432条「流通市場の機能及び株主の権利を尊重する。」 435条 MSCB等の発行に係る尊重義務</p>	<p>(原則) 金銭対価とする場合、優先的引受権を株主に付与しなければならない(LR9.3.11)</p> <p>(例外) ①会社法に従って優先的引受権が排除されている場合、又は②ライツイシュー若しくはオープンオファー*2-3を行う場合で、株主の優先的引受権の排除が端株にかかるものか、他国の法規制等のため、排除することが必要若しくは適当な株式にかかるものであるとき、他(LR9.3.12)</p> <p>Pre-emption Groupの原則(引受権の除外に関する原則)*2-4 ・1年に普通株資本の5%未満(3年間に7.5%を超えない)の発行に関する引受権の除外については、原則として承認される(8、10) *2-5。 ・特定の事案に関する優先的引受権が問題となっている場合には、原則5%以下のディスカウントまでが認められる(11)。</p>	<p>(原則) 以下の場合株主総会の承認が必要(Listed Company Manual 312.03) ①株式報酬 ②関連当事者等への発行(但し、大株主であることのみをもって、関連当事者に該当する場合は、簿価又は市価以上の金銭を対価とするもので、発行済株式数又は議決権数の5%を超えない場合を除く) ③発行済普通株にかかる議決権の20%超にあたる場合、又は発行済普通株の総数の20%超にあたる普通株を発行する場合(但し、i)金銭対価の公募又はii)簿価及び市場価格以上の金銭を対価とする真正な私募*3は除く) ④支配株主が変わる場合</p> <p>(例外) 株主総会の承認を得ることで資金調達に遅れがでると、財務状態が著しく悪化する場合(312.05)</p>

*1 原則として発行済株式数の4倍を超えることはできない(会社法37条3項、113条3項)。
 *2-1 Companies Act 2006の本体関連条文は、2009年10月1日より施行されることになっており(<http://www.berr.gov.uk/files/file48793.pdf>)、現在適用するのはCompanies Act 1985であるが、Companies Act 2006を前提とした。
 *2-2 株主に引受権を付与し、その申込期間経過後は、第三者割当も可能(Companies Act 2006第561条(1))。
 *2-3 ライツイシュー、オープンオファーの定義については、LR Appendix 1参照(<http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/LR/App/1>)。
 *2-4 優先的新株引受権の排除に関するガイドライン(Disapplying Pre-emption rights; A Statement of Principles July 2008)
<http://www.pre-emptiongroup.org.uk/documents/pdf/Statement%20of%20Principles%20July%202008.pdf>
 *2-5 5%以上の発行でも承認される場合がある(Statement of Principle 15, 16)
 *3 証券会社等が私募目的で引き受ける場合又はいずれの株主も5%以上の株式・議決権を取得しない場合をいう(Listed Company Manual 312.04(g))。

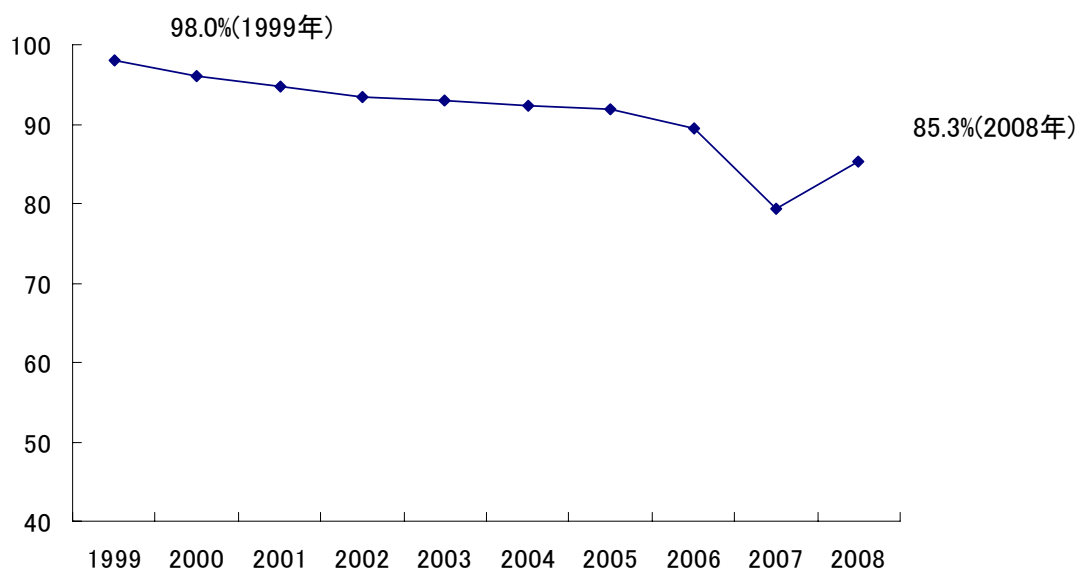
資料2 株主と上場会社の対話促進のための環境整備

2-1 定時株主総会開催日の集中率（日ベース）



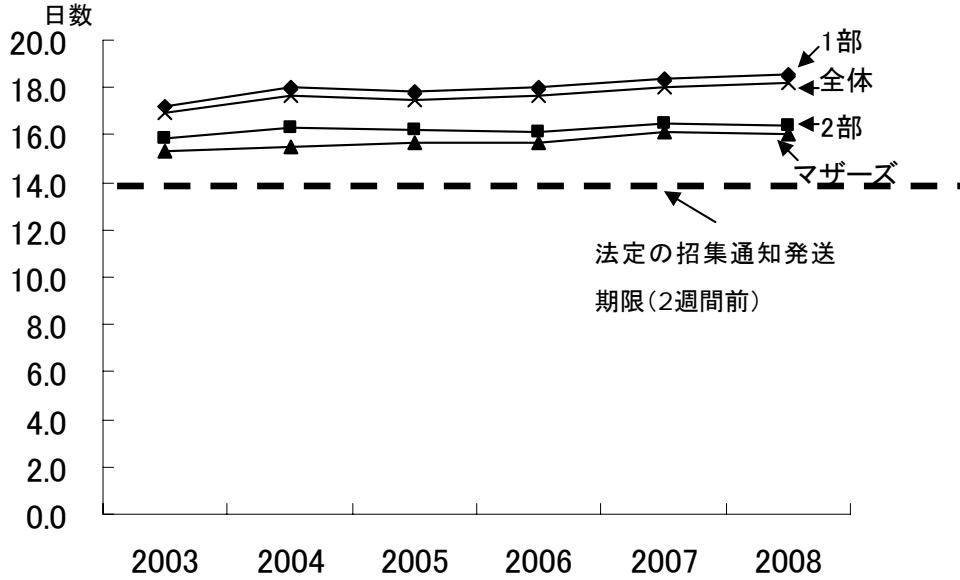
出所：東京証券取引所ホームページ (<http://www.tse.or.jp/listing/sokai/shuchu/graph.pdf>)

2-2 定時株主総会開催日の集中率（週ベース）



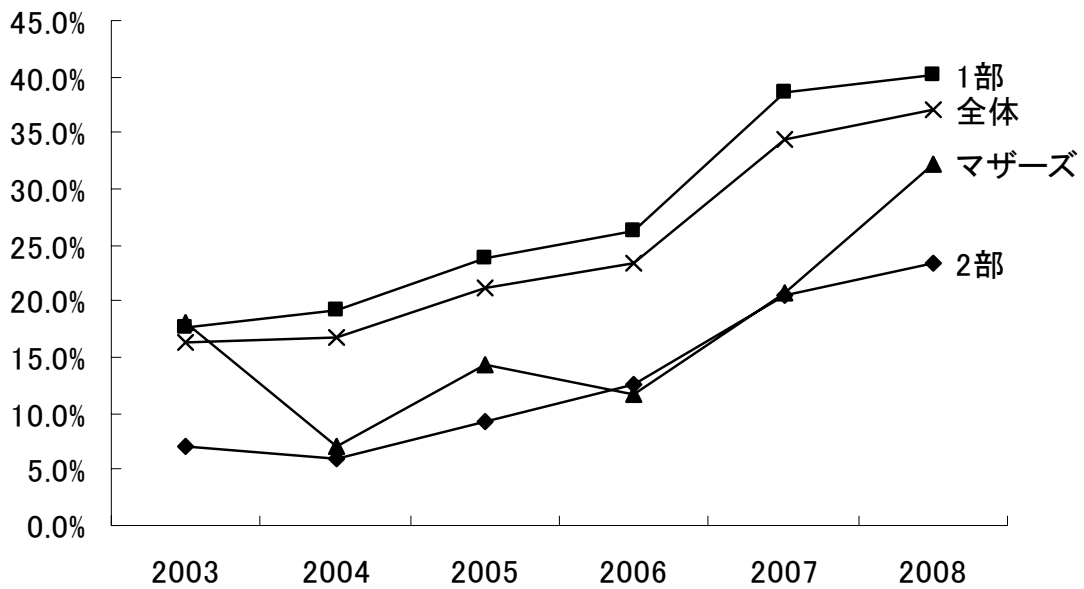
出所：東京証券取引所内部データから事務局作成

2-3 招集通知の発送予定日から株主総会開催予定日までの日数



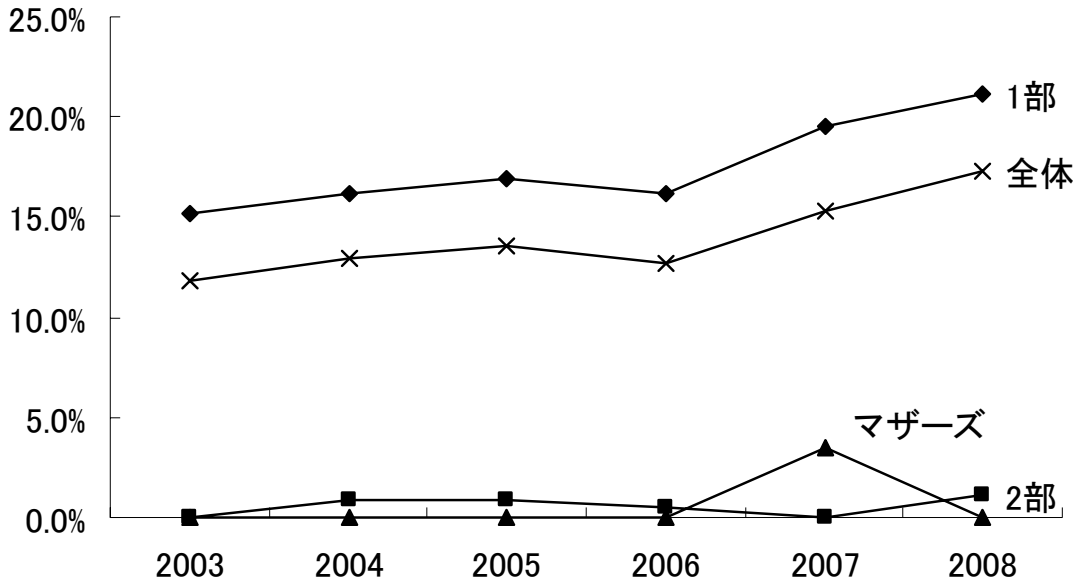
出所: 東京証券取引所が実施しているアンケート結果から事務局作成

2-4 招集通知等をホームページへ掲載(予定を含む)している上場会社の割合



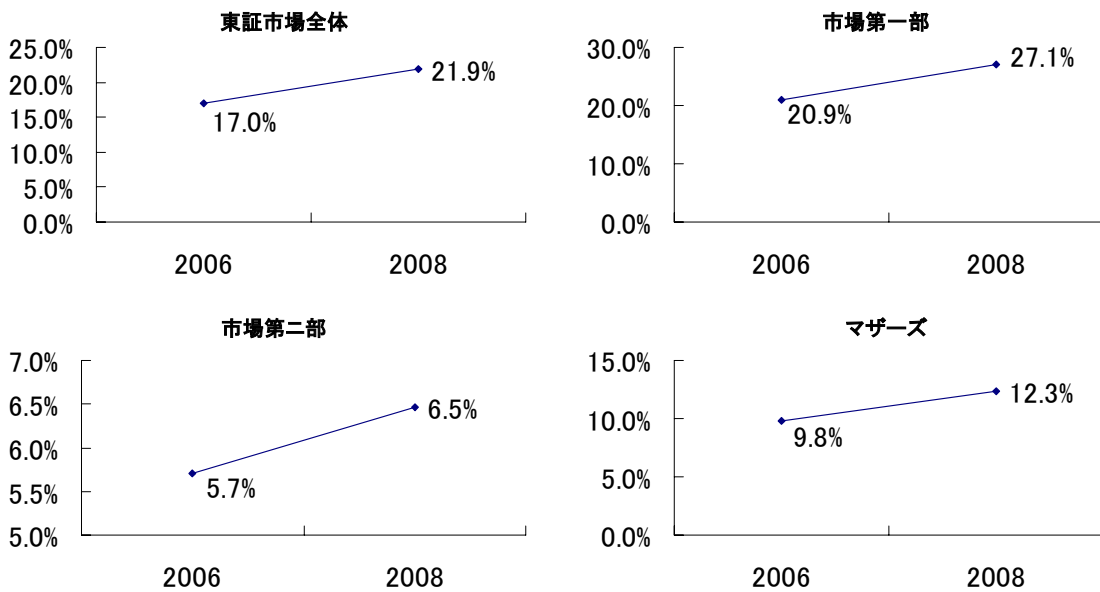
出所: 東京証券取引所が実施しているアンケート結果から事務局作成

2-5 英文の招集通知等を作成（予定を含む）している上場会社の割合



出所: 東京証券取引所が実施しているアンケート結果から事務局作成

2-6 東証上場会社における電子投票の導入状況



出所: コーポレート・ガバナンス報告書データより事務局作成

<委員名簿>

(50音順 敬称略)

座長	神田 秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科 教授
委員	池尾 和人	慶應義塾大学経済学部 教授
〃	大崎 貞和	(株)野村総合研究所 主席研究員
〃	太田 克彦	新日本製鐵(株) 執行役員
〃	鹿毛 雄二	企業年金連合会 前常務理事
〃	黒沼 悦郎	早稲田大学大学院法務研究科 教授
〃	幸田 博人	みずほ証券(株) 執行役員経営企画グループ長
〃	佐藤 淑子	日本IR協議会 事務局長・首席研究員
〃	高田 明	野村証券(株) IBビジネス開発部マネージング・ディレクター
〃	武井 一浩	弁護士・西村あさひ法律事務所
〃	武井 優	東京電力(株) 常務取締役
〃	中川 俊一	花王(株) 取締役常務執行役員
〃	中島 茂	弁護士・中島経営法律事務所
〃	柳川 範之	東京大学大学院経済学研究科 准教授