

「少数株主保護に関する上場制度の見直し等について」に寄せられたパブリック・コメントの結果について

当取引所では、「少数株主保護に関する上場制度の見直し等について」について、その要綱を本年3月27日に公表し、同年4月26日までの間、広く意見の募集を行い、その結果、38件のコメントが寄せられました。

本件に関してお寄せいただいた主なコメントの概要及びそれに対する当取引所の考え方は以下のとおりです。

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	1. 少数株主の賛成割合等の開示	
1	<ul style="list-style-type: none"> 今回の見直しは、少数株主保護の強化にとどまらず、上場子会社や支配的な株主を有する企業の経営陣に対して親会社・支配的な株主の意向から独立した判断をサポートし、自社独自の企業価値向上に向けた取り組みを後押しするという観点で、意義深いと評価する。今後も多くのステークホルダーとの対話を継続し、上場制度のさらなる改善・整備を進めていただくことを期待する。 そのうえで、今回の賛否割合の開示の対象となる上場会社に対して、少数株主の利益を保護する意義・必要性について改めて説明することで、対象会社の納得感もより増すのではないかと。 	<p>※ 見直しの趣旨にご賛同いただきありがとうございます。お寄せいただいたご意見のとおり、上場会社に対しては、今回の見直しの趣旨を十分に理解いただき、少数株主に配慮した経営を進めていただけるよう、趣旨等の周知に努めてまいります。</p> <p>※ また、見直し後の状況や市場関係者の意見等も踏まえながら、少数株主保護の観点から必要な施策については、引き続き検討・実施してまいります。</p>
2	<ul style="list-style-type: none"> コーポレートガバナンス・コード等を通じて企業と株主の対話が促進されて10年以上が経過したものの、株主構成が安定していることを背景に、対話に消極的、あるいは対話だけでは変革が困難な企業も多くある。その意味で、今回の見直しのように株主構成に着目して平時からマジョリティ・オブ・マイノリティ (M o M) を意識した取締役選任を求めることは 	

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	<p>意義が大きい。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ なお、ファミリー企業の中には、オーナーシップとリーダーシップが相乗効果を生む強い企業もあれば、オーナーシップの傘に隠れて弱いリーダーが経営を続けている価値破壊企業もあり、今後更なる施策の強化を期待。 	
3	<ul style="list-style-type: none"> ・ 株主総会の議決権行使は一般株主の重要な意思表示の場であり、その結果の分析・開示は、一般株主の意思を経営や取締役会の意思決定等に活かしていく観点から有益。 ・ 今回の少数株主の賛成割合等の開示が、上場会社が、資本構成の在り方が企業価値向上に資するかについて継続的に検証する契機となることを期待。 	
4	<ul style="list-style-type: none"> ・ 少数株主の声を可視化し、企業と株主との建設的な対話につなげようとする趣旨は理解するが、見直しによって少数株主の賛否割合が会社法上の可決・否決の基準であるかのように扱われ、結果として決議要件を実質的に変更するような制度運用とならないよう、趣旨を明確にすべき。 	<ul style="list-style-type: none"> ※ 見直しの趣旨にご賛同いただきありがとうございます。 ※ ご指摘のとおり、今回の見直しは、会社法上の取締役選任議案の決議要件自体を変更するものではありません。 ※ 一方で、議決が多数決で行われるとしても、少数株主から、相当数の反対票という形で懸念が示された場合には、少数株主との対話を進めていただくとともに、対話を通じて得られたフィードバックを踏まえて、少数株主の利益が適切に確保されるよう、追加的な施策の必要性等に

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
		<p>ついて検討いただく必要があります。</p> <p>※ 今回の見直しは、そうした取組みを促す観点から、少数株主の賛成割合等の開示を求めるものですが、そうした趣旨については適切に周知してまいります。</p>
5	<ul style="list-style-type: none"> 取締役会が少数株主の懸念を対話等を通じて把握し、必要な施策を検討することは、企業の中長期的な企業価値向上に資するものと理解している。 他方で、自らの短期的利益のみを追求する株主により、制度が本来の趣旨を外れて利用され、会社に対する一方的な圧力の口実となるリスクを懸念する。 	<p>※ 今回の見直しは、必ずしも少数株主からのフィードバックどおりに対応することを求めるものではなく、反対理由等のフィードバックを踏まえ、株主共同の利益の確保、中長期的な企業価値向上の観点から、上場会社として必要と考える施策を検討・実施いただくことを想定したものです。</p>
6	<ul style="list-style-type: none"> 上場会社の取締役会が株主との対話に努めたとしても、株主側の事情によりその機会・内容が限定されたり、自らの短期利益のみを追求する株主から過大な要求を受けるおそれがある。そのような場合に得られたフィードバックは、必ずしも中長期的な企業価値向上に資するものではないことから、株主から得られたフィードバックの全てに対して追加的施策を講じることの検討を必須とするものではないことを明確化すべき。 	
7	<ul style="list-style-type: none"> 企業が対応方針や追加的施策を検討するにあたっては、「中長期的な」企業価値の持続的向上の観点から分析・検討すべきことを明記すべき。これにより、企業が短期的な株主利益の要求に左右されることなく、中長期的な企業価値向上に資する施策を検討する契機となる。 	
8	<ul style="list-style-type: none"> コーポレートガバナンス・コードで規定されている「株主総会で相当数の 	<p>※ ご指摘のとおり、コーポレートガバナンス</p>

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	<p>反対があった会社提案議案」について、支配的な株主を有する上場会社に 限らず、原因の分析や対応について株主への開示を求めることを要望す る。</p>	<p>ス・コード（以下、「コード」という。） では、株主構成を問わず、相当数の反対 票が投じられた会社提案議案について、 反対理由の分析等を行うことが求められ ております。</p>
9	<ul style="list-style-type: none"> コーポレートガバナンス・コードにおいても、支配株主の有無を問わず、 相当数の反対票が投じられた会社提案議案について、反対の理由や反対票 が多くなった原因の分析・分析を踏まえた対応状況の説明が求められてお り、両制度に基づく開示義務が重複的となるのではないか。 	<p>※ 一方で、国内外の機関投資家からは、特 に、支配的な株主と少数株主との構造的 な利益相反のリスクのある上場子会社等 において、相当数の反対票が投じられて いるにもかかわらず、実質的な対話に繋 がらないケースが多いとの指摘が寄せら れていたことから、今回、上場子会社等 を対象として、上場制度上の義務として、 少数株主の賛成割合等の開示を求めるこ ととしたものです。</p> <p>※ なお、反対理由の分析等を求める点にお いては、コードと今回の見直しの内容は 一部重複しておりますが上場会社に二重 に手間が生じることにはならないと考 えております。</p>
	<p><対象企業></p>	
10	<ul style="list-style-type: none"> 上場会社の4～5割でPBR1倍割れが続く状況において、40%以上の 	<p>※ 今回の見直しは、実質的に議決権の過半</p>

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	大株主を有する上場会社では対象が少なすぎる。公開買付制度の見直しにより、公開買付けが義務付けられる閾値が30%に引き下げられたことも踏まえ、30%以上とすべき。	数を保有しているに等しい株主が存在し、当該株主が実質的な取締役の選任権限自体は有しているような上場会社に対して、少数株主も意識した経営を行っていただくことを趣旨としたものです。
1 1	<ul style="list-style-type: none"> 国際慣行（英国、シンガポール、ドイツ、フランスなどで、実効支配が推定される水準）との整合性も踏まえ、30%を閾値として採用を検討すべき。 	※ こうした趣旨を踏まえ、対象企業は、多くの上場会社の議決権行使比率等を勘案した際に、実質的に過半数を保有しているに等しい状態と評価し得る水準として、40%以上の大株主を有する企業に限定しています。
1 2	<ul style="list-style-type: none"> 30%以上を保有していれば、体感としては株主総会で議案が否決されることはほぼないと考えており、より確実性を重視する観点から、将来的には30%以上、あるいは3分の1以上という水準を検討すべき。 	※ 対象企業の拡大については、見直し後の状況や市場関係者の意見等も踏まえながら、引き続き検討してまいります。
1 3	<ul style="list-style-type: none"> 対象企業を40%以上の議決権を保有する株主を有する企業に限定せず、30%超や20%超の大株主が存在する場合についても、対象とすることが望まれる。 	
1 4	<ul style="list-style-type: none"> 株主総会における平均出席率が80～85%であり、かつ15～25%の株主が常に経営側に賛成票を投じるという状況においては、40%の議決権保有は、実質的に常に会社に対する完全な支配権をもつに等しい。実質的な支配が行使されている範囲をより正確に反映する観点から、20%へ引き下げるべき。 	
1 5	<ul style="list-style-type: none"> 持分法適用関連会社の基準や、従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会において認識している実質的な支配の実態（20～30%でも実質的な支配力をもつ場合があること）等も踏まえ、40%ではなく20%に引き下げるべき。 	
1 6	<ul style="list-style-type: none"> 実務上、20%以上を保有する株主は、事業運営、資本配分、ガバナンス 	

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	<p>に重要な影響力を行使できるのが一般的であり、特に、日本企業には20%から50%の議決権を有する主要株主が存在するケースが多いため、議決権の20%以上を保有する主要株主が存在する企業に適用されるべき。</p>	
17	<ul style="list-style-type: none"> 主要株主の合算対象について、3親等以内の近親者まで含めるべき。 他方で、対象範囲を拡張する場合、上場企業が正確な情報を把握できない事情がある場合には直ちに上場規則違反とならないよう、適切な救済ルールを設けるべき。 	<p>※ 主要株主の合算対象については、対象の把握に係る上場会社の事務負担や、適用対象の客観性・予見可能性にも配慮し、現在の、上場規則上の「支配株主」と同様としています。</p>
18	<ul style="list-style-type: none"> 主要株主の合算対象について、2親等以内の近親者が含まれている点は評価できるが、血族・法律上の関係に限らず、事実婚の配偶者や同居人、シビル・パートナーを含めるべき。シンガポールや香港等でも、近年、家族構造の変化を反映する観点から、こうした「近親者」の定義の拡大を行っている。 	<p>※ ただし、当該合算方法によっては40%以上とならない場合であっても、実態として40%以上を保有すると考えられる株主が存在する場合には、任意で対応することが適切であるケースもあると考えられることから、株主との関係性や投資家との対話も踏まえ、各社の状況に応じ対応をご検討いただけるよう促してまいります。</p>
19	<ul style="list-style-type: none"> 主要株主の合算対象について、大量保有報告書において事業上の関係性に基づく長期保有を保有目的として記載している他の主要株主も含めるべき。事業上の関係性に基づく長期保有株主が集合的に支配的影響力を行使し得る会社では、取締役の事実上の選任権限が当該株主グループに集中する構造となり、取締役会の独立性と少数株主への配慮が決定的に重要となる。 	<p>※ なお、お寄せいただいたご意見については、見直し後の状況や市場関係者の意見等も踏まえながら、引き続き検討してまいります。</p>
20	<ul style="list-style-type: none"> 主要株主の合算対象について、政策保有株主、5%超を保有する個人及びその近親者（資産管理会社含む）を含めるべき。 	
21	<ul style="list-style-type: none"> 主要株主およびその近親者が関係する財団については、主要株主等が議決 	

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	<p>権の過半を保有しない場合であっても資産管理会社と同等視されるべきであり、財団の保有分を合算して40%以上を保有する株主が存在する場合についても対象となることを記載すべき。</p>	
22	<ul style="list-style-type: none"> ・ 事業上の取引関係等を背景に会社提案を支持する安定株主が支配的水準で存在する会社を包括的に対象企業として捕捉する観点から、流通株式の定義において非流通株式として取り扱われる株式についても合算対象とすべき。 	
23	<ul style="list-style-type: none"> ・ 上場子会社に限らず、ファミリー企業・オーナー企業についても同様に取締役選任議案に対する少数株主の賛否割合の開示を義務付けるべき。 	<p>※ 今回の見直しは、上場子会社のみを対象とするものではなく、個人を含む主要株主やその近親者、資産管理会社等の保有分を合算して40%以上の議決権を有する場合についても適用対象としております。</p>
24	<ul style="list-style-type: none"> ・ 議決権保有割合に関わらず、特定の同族が代表取締役社長等に世代を超えて就任しているような「同族経営会社」も対象企業に加えるべき。議決権保有割合だけでは、分散保有や持ち合い株主による支配の補完を十分に評価できない。世代を超えた就任は、取締役の選任権限が特定の同族に握られており、他の少数株主には及ばないことを示す指標となる。 	<p>※ 今回の見直しでは、適用対象の客観性・予見可能性等にも配慮し、大株主の議決権保有割合により対象企業を判断することとしております。</p> <p>※ お寄せいただいたご意見については、見直し後の状況や市場関係者の意見等も踏まえながら、引き続き検討してまいります。</p>
25	<ul style="list-style-type: none"> ・ 議決権比率の算定において、株式の名目上の保有割合のみでは、実質的な 	<p>※ 今回の見直しは、株主総会で決議された</p>

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	<p>議決権行使能力が十分に反映されない場合がある。オプション、転換証券等により実質的な影響力が付与され得ることを踏まえ、それらを適切に捕捉できるようにすべき。IFRS基準では、支配の有無を評価する際には、「投資先に対する潜在的議決権および他者が保有する潜在的議決権も考慮すべき」と規定している。</p>	<p>議案について、事後的な分析を求めるものであるため、当該株主総会の基準日時点では議決権を有さない潜在株（新株予約権など、将来の一定条件の下で議決権に転化し得るもの）については、対象企業の判定においても、考慮しないものとしています。</p> <p>※ お寄せいただいたご意見については、見直し後の状況や市場関係者の意見等も踏まえながら、引き続き検討してまいります。</p>
<p><対象議案></p>		
26	<ul style="list-style-type: none"> 少数株主の利益保護の観点からは、会社提案の取締役選任議案に限らず、すべての議案（株主提案において少数株主から一定数の賛成票があった場合を含む）について同様に、開示の対象とすることが望まれる。 	<p>※ 今回の見直しでは、上場子会社の経営陣等に少数株主をより意識していただくとともに、それを監督する社外取締役の実効性向上を図っていく観点から、まずは、会社提案の取締役選任議案を対象とすることとしています。</p> <p>※ 一方で、コードにおいて求められているとおり、本来、株主総会において相当数の反対票が投じられた会社提案議案については、取締役選任議案に限らず、少数</p>
27	<ul style="list-style-type: none"> 対象議案を会社提案の取締役の選任議案に限らず、会社提案・株主提案の別を問わない全議案とすることが望ましい。株主利益に係る全ての議案において、企業が少数株主の利益を適切に確保しているかについて、少数株主側が適切に判断できるよう、適切な情報開示が行われる必要がある。 	
28	<ul style="list-style-type: none"> 会社提案の取締役選任議案に限定されるべきではなく、株主総会で採決されるすべての議案に適用されるべき。これにより、買収への対応方針（いわゆる「ポイズンピル」）や、少数株主から強い支持を受ける株主提案で提 	

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	<p>起された懸念など、日本における幅広いガバナンス上の課題に対処することが可能となる。</p>	<p>株主の反対理由等の把握に向けた対話等を進めることが期待されます。</p>
29	<ul style="list-style-type: none"> ・ 対象議案を会社提案の取締役選任議案に限定することは、少数株主の意思を適切に把握するという趣旨に照らして不十分。また、株主提案議案に関しては、少数株主の意思を可視化するという観点からは、会社提案議案と同等の意義がある。したがって、対象議案を決議された全ての議案としていただきたい。 	<ul style="list-style-type: none"> ※ また、ご指摘のとおり、近年、他の少数株主の賛同を得るような株主提案も増えてきているものと認識しております。 ※ 対象議案の拡大については、見直し後の状況や市場関係者の意見等も踏まえながら、引き続き検討してまいります。
30	<ul style="list-style-type: none"> ・ 取締役選任議案のみならず、株主総会に付議される会社提案議案全てに拡大すべき。ただし、実務上の負担を考慮し、当面は以下の優先議案から段階的に拡大することも許容する。 <p>【第1段階（直ちに拡大）】</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 取締役・監査役・会計参与の選任・解任議案（現行対象） ➢ 役員報酬（総額・個別・株式報酬）の承認議案 ➢ 剰余金の配当議案 <p>【第2段階（順次拡大）】</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 定款変更議案（株主権利に影響するもの） ➢ 関連当事者との重要取引の承認議案 ➢ 合併・事業譲渡・組織再編等の承認議案 ➢ 自己株式取得・第三者割当増資等の議案 <ul style="list-style-type: none"> ・ また、株主提案議案についても、追加的に義務付けるべき。 	
31	<ul style="list-style-type: none"> ・ 株主提案と、取締役選任以外の全ての議案に対象を広げることが有効。例えば株主提案で社外取締役候補者が提示された場合、当該候補者が少数株 	

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	主からどの程度の支持を得ていたのかという情報は、会社が把握し、少数株主の声として経営に反映すべき。また、取締役選任議案以外でもファミリー財団への有利発行など、M o Mの必要性が高い議案がある。	
3 2	<ul style="list-style-type: none"> 会社提案の取締役選任議案に限定されているが、株主の権利に影響を及ぼしうる定款変更議案や剰余金の処分に係る議案など、少数株主の権利の保護が論点となる議案が存在していることから、これらの議案についても、少数株主の過半数の反対が生じた場合には、適切な説明責任等の履行が期待される。 	
3 3	<ul style="list-style-type: none"> 対象議案は、取締役の選解任議案すべて（会社提案・株主提案の別を問わない）とすべき。株主提案を含む全ての議案における少数株主の賛否割合について情報開示を行うことにより、企業が少数株主の利益確保に配慮し実行しているかを判断できる状況となり得ると考える。 	
	＜少数株主の範囲＞	
3 4	<ul style="list-style-type: none"> 真に独立した株主の意見を反映する観点から、少数株主の範囲から、資本提携・持ち合い等の構造的関係を有する株主や、取締役の指名や選任に関する契約や口頭合意などの非公式な手段を通じて取締役選任への影響力が生じ得る株主も除外すべきことを明確にすべき。 	<p>※ 今回の見直しでは、「少数株主」については、上場会社の株主のうち、40%以上の大株主（親会社、40%以上の議決権を保有するその他の関係会社、主要株主であって、近親者や資産管理会社等の保有分を合算して40%以上の議決権を保有する株主）を除いた株主とし、他の株主の除外を一律で求めることは想定しておりません。</p>
3 5	<ul style="list-style-type: none"> 上場会社の役員（資産管理会社や持株会を含む。）や主要株主は一般株主と異なる利害関係を有しているため、「少数株主」から除外すべき。 	
3 6	<ul style="list-style-type: none"> 本制度の実効性は、賛否割合の算定基礎となる「少数株主」の定義に大きく依存することから、少数株主から、従業員持株会や上場会社の役員の保有する株式、株式の持ち合い関係にある先の株式、大口取引先（上場会社の 	

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	<p>有価証券報告書において主要な取引先として記載されている者であって、当該上場会社の総議決権の3%以上を保有するもの)を除外すべき旨を明示的に規定すべき。</p>	<p>※ お寄せいただいたご意見については、見直し後の状況や市場関係者の意見等も踏まえながら、引き続き検討してまいります。</p>
37	<ul style="list-style-type: none"> 複数の株主が、個々には微小な議決権比率の保有に留まる一方で、複数共同で議決権を行使し、上場会社に大きな影響力を行使する（いわゆるウルフパック戦術）など、市場の不透明性に端を発する問題がある。このような態様で共同して議決権を行使する株主については、「少数株主」から除外することを検討すべき。 	
	<p><少数株主の賛成割合等を踏まえた対応の進捗の開示が求められる賛成割合の閾値></p>	
38	<ul style="list-style-type: none"> 少数株主の反対率の閾値について、日本における実際の議決権行使パターンや国際的なベストプラクティスをより適切に反映する観点から、50%から20%に引き下げるべき。日本の経営陣は、20～40%の反対でも重要なガバナンス上のシグナルと認識することが多い。また、イギリスでは所有構造が非常に分散しているが、そうした中UK Corporate Governance Codeでは20%以上の反対で対応が求められており、今回の見直しの50%という閾値は比較して著しく高い。 	<p>※ 「少数株主の50%超」という水準は、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティ要件を意識したものです。</p> <p>※ 一方で、賛成割合がこれを上回る場合であっても、例えば、主要な機関投資家（スチュワードシップ・コードを遵守する機関投資家等）の賛成割合が50%以下であるような場合など、必要に応じて、任意での対応も検討していただくこととしております。</p>
39	<ul style="list-style-type: none"> 少数株主の反対率の閾値について、日本における実際の議決権行使パターンや国際的なベストプラクティスをより適切に反映する観点から、50%から20%に引き下げるべき。日本では、20～40%の反対でも重要なガバナンス上のシグナルと認識されることから、少数株主の反対率が50%を超えないと経営陣に対応義務を課さない設計は、日本の株主総会の 	<p>※ お寄せいただいたご意見については、見直し後の状況や市場関係者の意見等も踏</p>

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	実務を十分に踏まえていない。	まえながら、引き続き検討してまいります。
40	<ul style="list-style-type: none"> 反対率が50%に達しない場合でも、機関投資家の大多数が反対しているようなケースでは自主的開示が適切である可能性があるとの整理に賛同する。企業間でこの裁量権が一貫して適用されるよう、自主的な開示がベストプラクティスとみなされる状況について、さらなるガイダンスを示すべき。 	
41	<ul style="list-style-type: none"> 少数株主保護の観点で用いられるMOMの考え方を踏まえれば、「少数株主の50%超の反対票」ではなく、「少数株主の50%超の賛成が得られなかった」ことを基準にすべきではないか。もし「少数株主の50%超の反対票が投じられた議案」について追加開示を求めるのであれば、少なくとも反対票には棄権を含めるべきではないか。 	<p>※ 賛成割合を開示する臨時報告書における現行の実務も踏まえ、取締役会として、少数株主の反対理由の把握のためにどのような対応を行うかについて開示を求める要件については、「少数株主の50%超の反対票が投じられた場合」を改め、「少数株主の50%超の賛成票が得られなかった場合」に修正させていただきます。</p>
42	<ul style="list-style-type: none"> 真に会社に対して自己の意思を届けようとする少数株主を把握する観点から、賛否割合の算定にあたっては、白票及び白紙委任状により行使された議決権を除外すべき。 	
43	<ul style="list-style-type: none"> 臨時報告書との間で、議案単位、母数、少数株主から除外する株主の範囲、賛成・反対・棄権・未行使分の取扱いおよび様式について、可能な限り共通化すべき。 	<p>※ また、この場合における「賛成割合」の計算方法（母数や賛成、反対、棄権等の取扱い）についても、基本的に臨時報告書と同様とします。例えば、臨時報告書においては、事前行使分及び当日出席の一部の株主から議案の賛否に関して確認できた議決権の集計により、議案の可決</p>
44	<ul style="list-style-type: none"> 上場会社は、少数株主の賛否率の算出方法（「少数株主」の定義、採用する分母、棄権票や不行使票の取扱い）を明確に説明すべき。 また、透明性および比較可能性を確保するため、少数株主の賛否割合等は、臨時報告書における全体の決議結果と同一の表形式で並列して提示され 	

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	<p>るべき。</p>	<p>要件を充足する場合には、出席株主の議決権数の一部を集計しない取扱いも実務上行われていることから、少数株主の賛成割合が50%を超えることが判明している場合には、株主総会に出席した少数株主の議決権の数（株主総会前日までの少数株主による事前行使分及び当日出席のすべての少数株主分）に対する、少数株主による事前行使分及び集計対象とした当日出席の少数株主のうち各議案に関して賛成が確認できた議決権の数の割合を計算いただくことが考えられます。</p> <p>※ なお、少数株主の賛成割合等については、決議結果に係る臨時報告書とは別に、適時開示いただくこととなりますが、少数株主の賛成割合等に関しては、臨時報告書と同様の表形式での開示を想定しております。また、少数株主から除外する株主の概要等についても記載を求めています。詳細は、適時開示ガイドブック （https://www.jpx.co.jp/equities/listing/disclosure/guidebook/index.html） 及び 開 示 様 式 例</p>

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
		<p>(https://www.jpx.co.jp/equities/listed-co/format/tddoc/index.html) をご参照ください。</p>
4 5	<ul style="list-style-type: none"> 現在の株主総会実務では、議案の成否の判定における効率性の観点から少数株主の議決権行使を一部切り捨てた集計・開示が是認されていたが、今回の見直しにより、実務慣行の見直しが図られることは歓迎されるべき。効率的な集計の経済合理性は否定しないが、少数株主保護の観点から意思表示を精査する目的は正当であり、株主総会実務に過度な負担を与えるものではない。 	<p>※ 臨時報告書における現行の実務にも配慮し、株主総会に出席した全ての株主の議決権行使の賛否の集計まで求めるものではありません。</p>
4 6	<ul style="list-style-type: none"> 反対率が50%に達しない場合でも自主的開示が望まれる例として、主要な機関投資家の大多数が反対している場合が挙げられているが、主要な機関投資家を特別に位置付ける取扱いは、発行体向けの実務的助言としては理解できるものの、株主平等の原則の観点からは問題があるのではないかと。 	<p>※ ご指摘のとおり、今回の見直しでは、任意での対応が望まれる場合の例示として、主要な機関投資家（例えば、受託者責任を負い、中長期的な視点で投資先企業と対話することを表明している投資家として、スチュワードシップ・コードを遵守する機関投資家）の賛成割合が50%以下である場合を例示しています。</p> <p>※ これは、一般的な個人株主の賛成率の高さや安定株主の存在を考慮したものです。当然ながら、こうしたケースに限られるものではなく、主要な機関投資家以</p>

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
		外であっても、相当数の反対票が示された場合には、同様に対応の要否を検討することが期待されます。
	＜開示時期＞	
47	<ul style="list-style-type: none"> 株主総会後の開示時期を「速やかに」とする必要性には疑問があり、臨時報告書と同様に「遅滞なく」とすべきではないか。 一方で、経過開示を認めた上で、株主総会終了後1か月以内を期限とするなど、遅延防止のための明確なバックストップを設ける形でルールを設定すべき。 	※ ご指摘を踏まえ、各議案に対する少数株主の賛成割合等の開示時期については、株主総会后「速やかに」を改め、臨時報告書と同様、株主総会后「遅滞なく」に修正させていただきます。
48	<ul style="list-style-type: none"> 「株主総会后、速やかに」とは、株主総会当日中の開示を一律に求める趣旨ではなく、議決権の数値について必要な確認・精査を行ったうえで、実務上合理的な期間内に開示する趣旨であることを明確にすべき。 	※ 具体的な期限を一律に定めることはしませんが、株主総会当日の開示を求めるものではなく、議決権行使結果の集計や少数株主の50%超の賛成票が得られなかった場合には対応方針の検討に要する時間を踏まえ、合理的な期間内に開示すればよいものとします。
49	<ul style="list-style-type: none"> UK Corporate Governance Codeでも同様に6か月としていることは認識しているが、日本の実態を踏まえた制度となるよう、少数株主から得られた意見や追加的な施策の開示期限について、株主総会后6か月から4か月へ短縮すべき。 日本企業の場合、株主総会6か月後の時点では、翌年の取締役選任に向け 	※ 今回の見直しでは、対話による少数株主の反対理由の把握や、反対理由を踏まえた取締役会における追加的な施策の検討・実施も求めていることから、これらに要する期間等も踏まえ、総会后6か月

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	<p>た審議が開始されていることが多く（3月期決算企業の場合、10月～11月頃から開始されることが多い）、取締役会決定が行われた後の事後的なエンゲージメントや、対応策の検討・開示となってしまうおそれがある。</p>	<p>以内の開示を求めることとしています。 ※ ただし、ご指摘のとおり、少数株主から得られた意見を翌年以降の株主総会に適切に反映いただくことも念頭に、適切なタイミングでの対話の実施を促していくとともに、追加的な施策の例として、翌年以降の定時株主総会に向けた取締役の選任基準や選任プロセスの見直しなどが考えられる旨も明示することとします。</p>
50	<ul style="list-style-type: none"> ・ 少数株主との実質的な対話に十分な時間を確保しつつ、投資家からのフィードバックが次回の取締役選任に反映されるようにする観点から、少数株主から得られた意見や追加的な施策の開示期限について、株主総会后6か月から4か月へ短縮すべき。 ・ 加えて、株主総会后速やかに株主との対話を開始することを期待されるよう、ガイダンスで明示すべき。 ・ 日本企業の場合、株主総会后6か月後の時点では、翌年の取締役選任に向けた審議が開始されていることが多く（3月期決算企業の場合、10月～11月頃から開始されることが多い）、取締役会決定が行われた後の事後的なエンゲージメントや、対応策の検討・開示となってしまうおそれがある。 	
51	<ul style="list-style-type: none"> ・ 追加的な施策を実施する場合の「実施状況」は、株主総会后6か月以内の開示内容として記載できないことも想定されるため、6か月を超えても経過開示が適切であることを示すべき。 	<p>※ ご指摘のとおり、施策の内容によっては、株主総会后6か月以内に、その全体像や最終的な成果を十分に記載できない場合があると想定されることから、そうした場合には、6か月経過後も必要に応じて経過開示を行うことが期待されます。</p>
	<p><開示内容></p>	
52	<ul style="list-style-type: none"> ・ 少数株主を意識した経営を促し、見直しが必要な取締役の選任基準や選任 	<p>※ 各社が取り組むべき追加的な施策は、少</p>

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	<p>プロセスが放置されることを防止する観点から、株主総会后6か月以内に開示すべき事項について、具体的な観点を明示すべき。</p> <ul style="list-style-type: none"> 例えば、「具体的な取締役の選任基準および選任プロセスならびにそれらの見直し内容と見直し結果」といった個別項目を示すことが適当である。 	<p>数株主の反対理由によっても異なると考えられることから、一律の開示項目を設けることは想定しておりません。</p>
5 3	<ul style="list-style-type: none"> 株主総会后6か月以内に開示が求められる内容は、少数株主の反対意見が真に理解され、対話が行われ、それに基づいて行動が取られたことを示す責任を取締役に課すものであり、賛同する。あわせて、これらの内容について、定型的または形式的な回答では要件を満たさないことを明確に示すべき。 	<p>※ 一方で、一般的には、反対の理由が個別の候補者への懸念のみならず、取締役の選任基準やプロセス自体にあることも多いと考えられることから、追加的な施策の例として、翌年以降の定時株主総会に向けた取締役の選任基準や選任プロセスの見直し（指名委員会の活用の在り方等も含む）も明示することとします。</p>
5 4	<ul style="list-style-type: none"> 「ボイラープレート」型の開示を抑制するため、実質的な対話の証拠を求める明確なガイダンスを示すべき。 	
5 5	<ul style="list-style-type: none"> 「取締役会としての追加的な施策」について、表面的な対応を防ぎ、実効的な対応を促す観点から、具体例を示すべき。 開示内容が不適切と判断される場合には、東証が企業に対して適切な開示を促す旨を明記し、注意喚起を行うべき。 	<p>※ なお、各社の開示内容の妥当性や十分性について、当取引所が個別に審査するものではありませんが、見直し後の開示状況についてはフォローアップし、実効的な開示・対応が進むよう、必要に応じて、追加的な施策を検討してまいります。</p>
5 6	<ul style="list-style-type: none"> 少数株主の50%超が反対した取締役選任議案に関する対話方針や追加対応の記載水準等について、Q&A等で明確化すべき。その際、記載例はあくまで一例と位置付け、個社の事情に応じた説明や対応の余地を確保すべき。 	
5 7	<ul style="list-style-type: none"> 少数株主からの高い反対票が複数年にわたり継続する場合には、実質的な改善施策が十分に実行されていない可能性があると考えられるため、より踏み込んだ対応方針や改善状況の説明が求められるべきである。 	

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	<ul style="list-style-type: none"> 特に、少数株主の反対が継続的に50%を超える場合には、指名委員会による判断や対応について、より高い説明責任が求められると考えられる。 	
58	<ul style="list-style-type: none"> 取締役会としての対応に加え、少数株主の利益を図るべき独立社外取締役の対応や意見、指名委員会が果たしている機能についても、適切に開示が行われるような制度設計とすべき。 	
59	<ul style="list-style-type: none"> 海外機関投資家は議決権行使基準を開示していない場合が多く、反対理由の把握が困難である。上場会社から、積極的に実質株主にアクセスし、フィードバックを取得することを義務付ける趣旨ではなく、IR等の面談で得られた場合のみ記載し、得られなかった場合は記載しなくてもよいとの理解でよいか。 	<p>※ 反対票を投じた全ての株主からの網羅的なフィードバックの取得を求めるものではありませんが、主要な株主については、必要に応じて、上場会社からアプローチのうえ対話を行うなど、合理的な範囲で反対理由の把握のための対話を実施いただくことが想定されます。</p>
60	<ul style="list-style-type: none"> 少数株主から得られた意見や取締役会としての追加的な施策の開示は、「少数株主の50%超の反対票が投じられた議案があったと認める場合」の経過開示として行うべきことを明確化すべき。 また、開示すべき内容について、「株主から得られたフィードバックの概要」は、「少数株主」から得られた「少数株主の反対理由や意見等」の概要である（親会社その他の支配株主のフィードバックの開示を求めるものではない）点を明示すべき。 	<p>※ ご指摘のとおり、少数株主から得られた意見や取締役会としての追加的な施策の開示は、「少数株主の50%超の賛成票が得られなかった議案があった場合」に開示した反対理由の把握のための対応方針の経過開示として行っていただくことを想定しております。</p> <p>※ また、「株主から得られたフィードバックの概要」についても、親会社その他の支</p>

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
		配株主ではなく、「少数株主」から得られたフィードバックを意図したものですので、その旨を明示します。
	2. 独立役員の独立性基準・開示の見直し	
	① 独立性基準の拡充	
6 1	<ul style="list-style-type: none"> 政策保有関係にある場合、実質的に独立していないと考えられることから、独立性を認めない取扱いとすべき。 	<p>※ 利益相反のおそれは、保有の経緯や目的、保有割合等によっても様々と考えられることから、今回の見直しでは、政策保有先の業務執行者に関して、一律に独立性を否定することとはしていませんが、該当状況の記載を求めることを通じて、一般株主と利益相反が生じるおそれがない者に該当するかどうか、個社の状況を踏まえた実質的な判断を促していくこととしています。</p> <p>※ そのうえで、独立性の取扱いについては、見直し後の状況や市場関係者の意見等も踏まえながら引き続き検討してまいります。</p>
6 2	<ul style="list-style-type: none"> 独立社外取締役は、すべての株主、特に少数株主の立場から重要な監督役割を果たし、経営陣に対する説明責任を果たさせる存在であるべきことから、政策保有関係にある場合には、単に開示を拡充するにとどまらず、独立性を認めない取扱いとすべき。 	
6 3	<ul style="list-style-type: none"> 政策保有株主は、一般株主(少数株主)とは利益が一致しないケースが多々あると考えられることから、政策保有関係にある先からの役員について、本来は要開示ではなく独立性なしとすることが望まれる。 	
6 4	<ul style="list-style-type: none"> 上場会社(またはそのグループ)と株式持合い関係にある会社の業務執行者もしくは5年以内に業務執行者であった者は、属性情報の開示を求めるだけでなく、独立性を認めないものとすべき。株式持合いは、相互に財務及び関係性の面でインセンティブを生じさせるものであり、一般株主の利益を代表する機能を適切に果たせない懸念がある。また、金融機関などでは、銀行などの子会社を通じた株式持合いが多いことから、単体ではなく、グループ全体で捉えるべき。 	

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
6 5	<ul style="list-style-type: none"> 上場会社（またはそのグループ）と株式持合い関係にある会社の業務執行者もしくは5年以内に業務執行者であった者は、属性情報の開示を求めるだけでなく、独立性を認めないものとするべき。 	
6 6	<ul style="list-style-type: none"> 株式持合い関係は、主要株主関係と同様に、企業間に構造的な結びつき、相互の義務、利害の一致を生み出すことから、株式持合い関係にある会社の現職または最近までの業務執行者についても、独立性を認めないものとするべき。 	
6 7	<ul style="list-style-type: none"> 主要株主がグループ企業である場合（例えば、子会社として銀行をはじめとする金融関連子会社を有する金融機関グループ等）には、社外役員候補者が当該主要株主のグループ企業に現在所属している、または過去に所属していた場合についても、原則として独立性要件を満たさないものとして整理することが適当ではないか。 	<ul style="list-style-type: none"> ※ 今回の見直しでは、主要株主のグループ企業の業務執行者について、一律に独立性を否定することは想定しておりません。 ※ 一方で、例えば、当該主要株主の重要な子会社の業務執行者であるような場合においては、その者が一般株主と利益相反の生じるおそれがない者に該当するかどうか、個別に検討することが期待されます。 ※ お寄せいただいたご意見については、見直し後の状況や市場関係者の意見等も踏まえながら、引き続き検討してまいります。
6 8	<ul style="list-style-type: none"> 役員候補者指名権の合意に基づき指名された役員候補者は、特定株主との 	<ul style="list-style-type: none"> ※ 今回の見直しでは、主要株主に該当しな

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	<p>特別な関係を前提とするものであり、「一般株主と利益相反が生じるおそれがない者」とは言い難い。したがって、独立性基準の拡充においては、当該合意の対象となる役員を本来追加すべきであり、少なくとも属性情報としての開示を拡充すべきである。</p>	<p>い場合でも、例えば、上場会社の役員候補者の指名等に関する契約（口頭での合意を含む）を有する株主や、実態として継続的に取締役を派遣しているような株主及びその業務執行者等については、一般株主と利益相反が生じるおそれがあるものとして、独立役員の要件に該当しない懸念がある旨を示した上で、これらの者を独立役員に指定する場合は、会社との関係性や独立性があると判断する理由について、十分な説明をお願いすることとしています。</p>
69	<ul style="list-style-type: none"> 上場会社やその親会社グループと密接に関連する経済団体・業界団体において、影響力のある役職に就いている場合には、一般株主との利益相反が生じるおそれがあることから、独立性の判断にあたっては、資本関係のみならず、そうした非資本関係についても考慮すべき。 	<p>※ 現在の独立性基準で、ご指摘いただいたような基準は設けておりませんが、お寄せいただいたご意見については、見直し後の状況や市場関係者の意見等も踏まえながら、引き続き検討してまいります。</p>
70	<ul style="list-style-type: none"> 主要株主のうち、「当該上場会社と取引関係を有さない主要株主」については、独立性を認めない類型から除外するよう修正していただきたい。独立性基準は本来、業務執行からの独立性を確保することを目的とするものであり、原案の主要株主に関する基準は、株主（株主共同の利益と利益相 	<p>※ 純投資を目的として保有する主要株主であっても、投資期間等によっては他の一般株主との利害の対立が生じるおそれがあると考えられることから、主要株主の</p>

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	反関係にない株主を含む) からの独立性まで求める趣旨と受け取られかねない。	業務執行者については、当該上場会社との取引関係の有無にかかわらず、一律に独立性を認めないこととしています。
7 1	<ul style="list-style-type: none"> 「最近」については通常1年以内と整理されているものの、機関投資家においては、大株主出身者が社外取締役就任の場合のクーリングオフ期間を3～5年程度と設定している例が多いことを踏まえると、「最近」は3年以内とすべき。 	※ 今回の見直しでは、実質的に「現在」と同視できるような場合として、「最近」(通常1年以内) について主要株主の業務執行者に該当していた場合について、同様に独立性を認めないものとしております。
7 2	<ul style="list-style-type: none"> 主要株主出身者の「独立性なし」とする期間について、最近(1年以内)では短すぎる一方、過去10年以内では長すぎるという意見がある。機関投資家の議決権行使基準でも、いわゆるクーリングオフ期間を過去3年以内あるいは5年以内などと定めている場合があり、情報開示を要請する期間とあわせて、引き続き議論していただきたい。 	※ お寄せいただいたクーリングオフ期間の設定については、見直し後の状況や市場関係者の意見等も踏まえながら、引き続き検討してまいります。
7 3	<ul style="list-style-type: none"> 「最近」については3年、「過去」については5年とすべき。その上で主要株主、主要な取引先(メインバンク含む)、政策保有先の業務執行者に5年以内に該当していた者は独立性を認めないものとする事で、いわゆる「お友達」社外取締役を一定排除できると考える。 	※ なお、「最近」の定義については、ご指摘のとおり「1年」を絶対的な基準とするものではありませんが、当該主要株主の業務執行者が従事していた業務内容が上場会社と関係していたかどうかで、取扱いに差を設けることは想定しておりません。
7 4	<ul style="list-style-type: none"> 実質的な関係の継続や非公開情報へのアクセス、組織に対する残存的な忠誠心、進行中の意思決定に関与していた可能性といった観点から、「最近」は1年では不十分であり、より長いクーリングオフ期間を検討すべき。 	
7 5	<ul style="list-style-type: none"> 「最近」については通常1年以内と整理されているものの、例えば主要株主の業務執行者であっても、その業務内容が当該上場会社とほとんど関係 	

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	しない場合には、退任後1年以内であっても独立役員要件を満たすと判断するなど、個別の事例に応じた柔軟な運用を行っていただきたい。	
76	<ul style="list-style-type: none"> 「近親者」に関しては、現行の独立性基準との整合性を図る観点から、「重要でない者を除く」との文言を追加すべきであるとする。 	<ul style="list-style-type: none"> ※ ご指摘のとおり、「近親者」から、主要株主または上場会社が主要株主である先の業務執行者（最近において該当していたものを含む。）のうち、重要でない者の近親者は除く旨を明示します。 ※ なお、「重要」な者に該当するかどうかは、会社法施行規則第74条第4項第7号ホ等に準じて上場会社が判断するものとしませんが、例えば、主要株主もしくは主要株主である先の役員・部長クラスの者などが想定されます。
② 属性情報の記載の拡充		
77	<ul style="list-style-type: none"> 属性情報の記載の拡充について「政策保有株式（みなし保有株式を含む）」と明記すべき。一般的に、政策保有株式は有価証券報告書における「特定投資株式」を指すものとして理解されており、みなし保有株式が含まれないと受け取られる可能性がある。 	<ul style="list-style-type: none"> ※ ご指摘のとおり、政策保有株式については、純投資目的以外の目的で保有する特定投資株式のほか、みなし保有株式も含む旨を明示します。
78	<ul style="list-style-type: none"> みなし保有株式は名目上の所有権こそないものの、議決権行使においては企業に指図権があるケースや、企業年金における保有でも議決権行使は本体企業の意味に従うケースなどが想定され、議決権行使等を通じて保有先企業に影響を与える存在として捉える必要がある。したがって、政策保有 	

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	<p>株式にはみなし保有株式を含めることを明記する必要があると考えられる。</p>	
79	<ul style="list-style-type: none"> 主要でない取引先の業務執行者を社外役員として登用する場合には、売上高の詳細な記載にとどまらず、過去に同一企業から社外取締役等への登用実績があったかどうか、また相互就任の関係が存在しないかといった点についても併せて記載するようにしてほしい。 	<ul style="list-style-type: none"> ※ 今回の見直しでは、主要株主に該当しない場合でも、実態として継続的に取締役を派遣しているような株主及びその業務執行者等については、一般株主と利益相反が生じるおそれがあるものとして、独立役員の要件に該当しない懸念がある旨を示した上で、これらの者を独立役員に指定する場合は、会社との関係性や独立性があると判断する理由について、十分な説明をお願いすることとしています。 ※ なお、相互就任先については、現行制度においても、属性情報の開示が求められております。
80	<ul style="list-style-type: none"> 取引関係の規模等に関する記載については、上場会社側にとっての取引規模のみならず、社外役員候補者が所属する企業側にとっての取引の重要性や規模感についても併せて把握できるような開示がなされることが重要であると考えます。 	<ul style="list-style-type: none"> ※ 独立性基準では、上場会社を主要な取引先とする者についても独立性が否定されており、上場会社との取引による売上高等が当該取引先の売上高等の相当部分を占めているような取引先でないかを合理的な範囲で確認していただいております。

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
		<p>※ そうした状況を踏まえ、主要な取引先に該当しない場合についても、取引先にとっても主要でない（売上高等の相当部分を占める状況でない）ことを投資家が判断できるよう、合理的な範囲で記載を求めるとします。</p>
8 1	<ul style="list-style-type: none"> ・ 主要でない取引先等の取引関係に関する判断・開示実務については、以下の点の明確化を要望する。 <ul style="list-style-type: none"> ➤ 軽微基準又は重要性基準 ➤ 確認対象となる期間 ➤ 企業グループの範囲 ➤ 候補者本人や所属先の申告・確認書を前提にしてよい範囲 ➤ 再任時における確認を簡素なものとする ➤ 東証基準に照らして最低限どこまで確認すれば足りるのかという実務ライン ➤ 最低限必要な確認事項を示すQ&A等の整備 ➤ 最終的な議決権行使判断が各機関投資家の責任と判断に委ねられることを前提としつつ、金融庁、機関投資家、議決権行使助言会社及び発行体実務家との継続的な対話を通じて、独立性判断や関連開示に関する主要論点についての共通理解の形成を、中長期的な検討課題として位置付けること 	<p>※ 上場会社の主要でない取引先の出身者等に関する該当状況の記載については、必ずしも具体的な金額まで求めるものではなく、「売上高は●万円未満」、「全体の売上高の●%未満」等、独立性がある一定の金額または割合未満であることが把握できれば良いものとしていることから、記載を不要とする軽微基準等を設けることは想定しておりません。</p> <p>※ また、確認方法に関しても、合理的な範囲で、候補者や所属先に照会の上、当該者からの申告等に基づき行っていただくことで差支えありません。</p> <p>※ 加えて、主要でない取引先単体との関係を記載すればよく、当該取引先のグルー</p>

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
8 2	<ul style="list-style-type: none"> 主要でない取引先等との取引関係の開示の具体化について、単年度の取引金額だけでなく、複数年契約の累積金額を含めるべきであることを示すべき。長期契約の交渉や承認に関与することは、年次金額のみでは見えない利益相反を生じさせる可能性があり、投資家が独立性を適切に判断するには、経済的な全体像を把握する必要がある。 	<p>プ会社との関係の記載を一律で求めるものではありません。</p> <p>※ なお、確認期間に関しても、一律の基準を設けるものではありませんが、現在の取引先との関係性の記載を求める趣旨であることを踏まえれば、通常は、直近事業年度における取引関係を確認することで足りると考えられます。</p>
3. 少数株主保護に関するその他の意見		
8 3	<ul style="list-style-type: none"> 議決権の40%以上を保有する大株主を有する会社に該当しない場合、形式的には今回の見直しの適用対象外と理解しているが、その場合であっても、一定の議決権を保有し、人事・事業・財務上の結び付き等を通じて一般株主と異なる影響力を有する株主が存在する会社については、コーポレートガバナンス・コードの実質化の一環として、資本構成の適切性を継続的に検証することが期待されているものと理解でよいか。 	<p>※ 今回の少数株主の賛成割合等の開示の義務化については、議決権の40%以上を保有する大株主を有する会社を対象としていますが、企業価値向上の観点から、現在の資本形態を取ることが適切かどうかについては、上記の対象かどうかに関わらず、検討・開示を進めることが期待されます。</p> <p>※ 当取引所では、2023年に、親子関係にある上場会社やその他の関係会社／関連会社の関係にある上場会社を対象として、グループ経営や少数株主保護のあり方の検討・開示を求めてきたところです。</p>

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
		<p>※ 引き続き、各社における開示状況をフォローアップのうえ、必要な施策を検討してまいります。</p>
84	<ul style="list-style-type: none"> ・ 新規上場時の対応として、親会社等の持株比率を減少させることを確約させるべき。子会社等を上場させる判断は、親会社等が自社では株式価値を最大化できないと判断した結果と思われる。本来は、持株比率を20%未満まで引き下げてから上場させるべきだが、それが難しい場合でも、例えば親会社等の持株比率を5年以内に33.4%未満に減らすこと、かつ、将来的には20%未満まで下げていく方針であることを、新規上場時に公表することを義務付けるべき。 ・ また、既に上場している子会社等については、親会社等の持株比率が20%未満となるまでの間、以下のルールを策定すべき。 <ul style="list-style-type: none"> ① 親会社等による子会社等上場維持の意義の開示 親会社等の価値向上に資する子会社等であれば、完全子会社化することでそのメリットを100%享受でき、そうでない子会社等は、全て売却することが合理的な判断。そうした中で、敢えて上場子会社等として維持するのであれば、なぜその形態が親子双方の株主価値向上にとって最適なのか、親会社等がベストオーナーである理由を具体的に開示する義務を課すべき。 ② 親会社等による子会社等価値向上への協力 親会社等は子会社等の株主価値向上にコミットすることを誓約すべ 	<p>※ 上場子会社は、歴史的に見ても、大企業の中の社内ベンチャーに対する成長資金の供給を通じて、日本の産業育成に寄与してきた実績があり、当取引所として、子会社上場を一律に禁止することは考えておりません。</p> <p>※ 一方で、当取引所では、親子関係にある上場会社やその他の関係会社／関連会社の関係にある上場会社を対象として、そうした資本形態を取ることが、企業価値向上の観点から最適かどうかについて、あらためて、投資家の目線を踏まえた検討・開示をお願いしており、今後も各社における開示状況をフォローアップのうえ、必要な施策を検討してまいります。</p> <p>※ また、少数株主保護の観点から必要な施策についても、今回の見直し後の状況や市場関係者の意見等も踏まえながら、引</p>

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	<p>き。「資本コストと株価を意識した経営」の要請をアップデートし、特に、子会社等のPBRが1倍未満の場合は、解消に向けた対応方針を子会社等と早急に協議のうえ開示することが望まれる旨を明記すべき。</p> <p>③ 取締役の過半数を真に独立した社外取締役とすること 上場子会社等においては、大株主である親会社等の意向に沿った経営が行われやすい傾向にあるため、少なくとも、親会社等の持株比率が20%未満となるまでの間は、取締役の過半数を真に独立した取締役とすべき。</p> <p>④ 親会社等による子会社等買収におけるMOM条件の義務化 依然として親会社等が安価な価格で子会社等を買収する事例が存在。大株主による買収は成立する可能性が高く、一般株主が公正な価格でないと考える場合であっても、買収に応じる強圧性が存在することから、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定を義務付けるべき。</p> <p>⑤ 親会社等による子会社等買収に係る対抗提案があった場合の応募又は不応募の理由開示 親会社等による子会社等の買収公表後、第三者から対抗提案があった場合には、親会社等においても、対抗提案に応募するか、又は対抗提案と同条件以上まで買収価格等を引き上げるといった対応を検討すべき。また、そのような対応ができない場合には、その理由の開示を親会社等に義務付けるべき。</p>	<p>引き続き検討してまいります。</p>
85	<p>・ 今回の見直しでは、「40%以上の議決権を保有する大株主を有する上場</p>	<p>※ 貴重なご意見をありがとうございます。</p>

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	<p>会社」という新たな類型が整理されたが、支配株主を有する上場会社を対象とするその他の上場規定について包括的な見直しは行われていない。これらの規定について、新たな定義への適用拡張を含めた検討状況を明らかにしてほしい。</p>	<p>※ 少数株主保護等の観点から必要な施策に関しましては、見直し後の状況や市場関係者の意見等も踏まえながら、引き続き検討・実施してまいります。</p>
86	<ul style="list-style-type: none"> 支配的な株主を有する上場会社は、少なくとも年に1回、少数株主向けのIRの機会を設けることを努力義務とすべき。また、独立社外取締役が少数株主との対話に参加する機会を設けることを推奨すべき。 	
87	<ul style="list-style-type: none"> 1年に1度は少なくとも社外取締役が投資家と対話することを促す、又は社外取締役に対してIRから情報が直接伝わるような仕組みの構築を促すことも検討すべき。 	
88	<ul style="list-style-type: none"> 少数株主保護の実効性は、単に対話の機会が存在するかどうかではなく、その対話が記録として残され、企業側の対応の有無、および内容が外部から検証可能な形で可視化されていることによってはじめて担保される。そうした観点から、株主対応窓口（文書受付の有無）と記録管理方針の明示等、開示と実態の乖離を埋める制度設計が不可欠である。 	
89	<ul style="list-style-type: none"> 決算説明会を機関投資家限定とし、個人投資家を排除する企業が多数存在するなど、少数株主の利益が十分に確保されていないと感じる事例が多くある。 	
90	<ul style="list-style-type: none"> 東証として、会社法改正の議論において株主提案権の過度な制限に反対する旨の見解を表明するとともに、少数株主の実質的な意思表示手段の確保の観点から、株主提案権の維持・拡充を関係省庁に働きかけることを求める。 	

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
9 1	<ul style="list-style-type: none"> コーポレートガバナンス・コードの原則等において、株主総会における「実質的対話」の内容（再質問権の保障など）を具体化・義務化すること、また、株主総会議事録の記載内容の充実化、株主総会のインターネット同時配信・録画閲覧権の制度化を要望する。 	
9 2	<ul style="list-style-type: none"> 今回の見直しや関連制度の設計にあたっては、実際に支配株主を有する会社の少数株主として不利益を被った経験を持つ個人投資家、ならびに個人投資家の利益保護を目的として活動するNPO法人をはじめとする投資家団体の関係者を、有識者会議等の構成メンバーに加えるべき。 	
4. 早期事業再生法に関する見直し		
9 3	<ul style="list-style-type: none"> 債務削減や希薄化が少数株主に与える影響を踏まえ、より一層の透明性確保が重要。特に、債権者集会の決議の内容だけでなく、株主価値、持株比率、将来のキャッシュフローに与える影響まで含めた開示を求めるべき。 	<ul style="list-style-type: none"> ※ 早期事業再生法に関する適時開示項目については、事業再生ADR等と同様、債務免除等の金融支援が行われた場合の適時開示に準じて、早期事業再生手続を実施するに至った経緯、権利変更の概要、早期事業再生計画の概要、今後の見通し等の開示を求めることとします。 ※ 金融支援の一環として、第三者割当等が行われる場合には、別途の適時開示項目において、希薄化の規模や割当後の持株比率等の開示が求められています。
9 4	<ul style="list-style-type: none"> 改善期間の長期化は少数株主の不確実性を高めることから、改善期間を1年以上延長する場合は、定期的な進捗報告、再生計画の詳細開示、継続的 	<ul style="list-style-type: none"> ※ 上場維持基準に適合していない場合には、適合するまでの間、毎事業年度末後

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	なアップデート等、厳格な条件を課すべき。	3か月以内に適合に向けた計画の進捗状況を開示することが求められており、改善期間が一定期間に及ぶ場合であっても、継続的な情報提供が行われる仕組みとなっています。

提出者： 1,7,8,13,26,63,72=一般社団法人スチュワードシップ研究会、2,10,21,31=Kaname Capital、3,52,83=海外機関投資家、5,6,37=日本製鉄株式会社、11,18,25,34,40,53,66,74,82=Norges Bank Investment Management（*）、12,46,57,67,73,79,80,87=アモーヴァ・アセットマネジメント株式会社、14,39,50,54,65=Oasis Management Company Ltd.（*）、15,38,44,49,64,69,93,94=ACGA（*）、16,28,62=Morant Wright Management Limited（*）、17,41,45,47,51,55,58,60,68,76=上場会社法制の在り方を考える会、19,22=フィデリティ投信株式会社、20,61=シンプレクス・アセット・マネジメント株式会社、27,78=一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム、29,42=株式会社ナナホシマネジメント、33,71,77=三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社、70=Effissimo Capital Management、75=株式会社三陽商会、84=株式会社ストラテジックキャピタル、その他は個人

（*）ご意見の原文は英文でご提出いただいております。当取引所において原文を和訳した上で、その概要をご紹介します。

以 上