

投資家アンケート調査結果について

— コーポレート・ガバナンス向上に向けた最近の東証の取組み —

■（株）東京証券取引所

■平成20年10月21日

コーポレート・ガバナンスに関する東証の取組み

- 上場会社コーポレート・ガバナンス原則の策定（2004年3月）
- コーポレート・ガバナンス報告書制度の導入（2006年6月）
 - ✓ 各社のコーポレート・ガバナンスの状況を記載した報告書の提出を求めて、これを東証HPに掲載
→投資者にとってのガバナンス情報の比較可能性の向上を実現へ
- コーポレート・ガバナンス白書2007の公表（2007年3月）
 - ✓ コーポレートガバナンス報告書に基づき、各社のコーポレート・ガバナンスの状況を分析
- 企業行動規範の策定（2007年11月）
 - ✓ 従来からの要請事項に加え、総則・株式に関する事項・機関に関する事項・その他の事項を規範として明確化
- コーポレート・ガバナンスに関する審査項目を明確化（2007年11月）
- コーポレート・ガバナンスに関する投資家向け意見募集（2008年6～7月）
- 支配株主と取引を行う場合における少数株主保護の方策の指針をコーポレート・ガバナンス報告書の記載事項として追加（2008年7月）
- M&Aルールに関する投資家ヒアリング（買収防衛策を中心に）（2008年7月）

投資家向け意見募集(本年6月26日～7月25日実施)について

■ 目的

- 「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」=本年度の重点課題
- 環境整備に向けた作業の前提として、問題点や課題の洗い出しの必要性
→ 幅広い意見を効率的に集約するため、本意見募集を実施

■ 意見募集したテーマ

- 従来より投資家から個別に意見が寄せられてきた事項に関してテーマを設定したほか、コーポレート・ガバナンス全般に関する自由意見を募集
 - a 大幅な希釈化を伴う新株式等の発行
 - b 不透明な割当先に対する第三者割当てによる新株式等の発行
 - c 株式持合い
 - d 多くの株主の株主権を奪うような株式併合
 - e 買収防衛策の導入
 - f 買収防衛策の発動
 - g 取締役の機能・役割
 - h 監査役の機能・役割
 - i 機関投資家の議決権行使
 - j その他

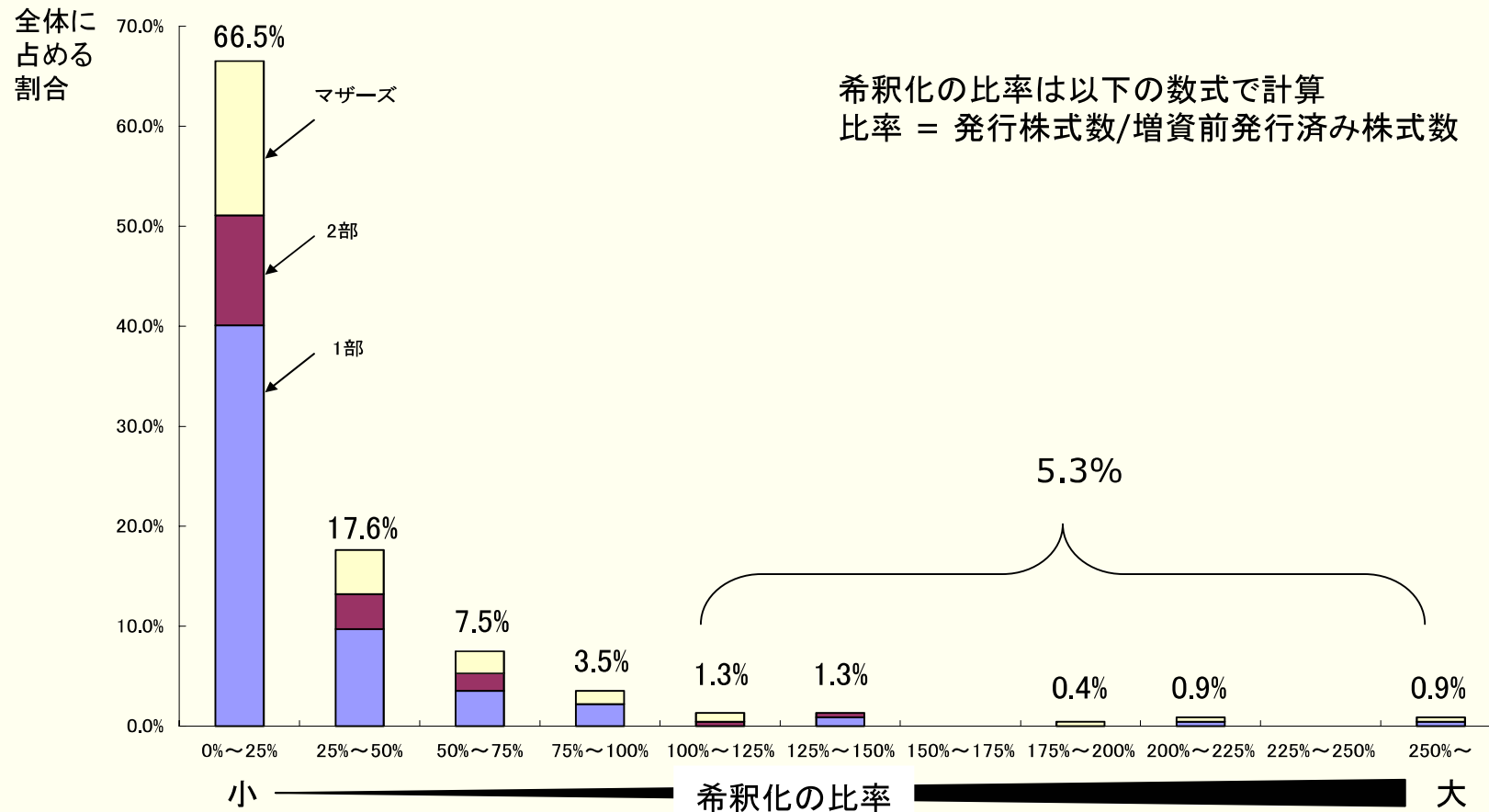
■ 意見募集の結果

- 合計41件(海外機関投資家30件、国内機関投資家6件、国内個人投資家5件)

投資家向け意見募集—寄せられた意見の概要①—

- 大幅な希釈化を伴う新株券等の発行に関して寄せられた意見
 - 会社法の下、上場会社に取り締役会決議による第三者割当てが認められることから、株主の意思に反して第三者割当てが行われ、株主の権利が希釈化されること自体へ反発する意見多数
 - 具体的方策としては、株主総会決議によるもの、優先的に新株引受権が付与されるべきとするもの、それぞれ10件以上の意見
 - (参考)2006年4月から2008年3月にかけて行われた第三者割当てによるエクイティファイナンス227件のうち、希釈化の割合が100%を超えるもの、すなわち増資前の発行済株式数以上の新株を発行するものが全体の5.3%を超えている。
- 不透明な割当先に対する第三者割当てによる新株式の発行等に関して寄せられた意見
 - 発行者と第三者の関係の情報公開がほとんどない点を問題視する意見
 - 対応策としては、大幅な希釈化を伴う新株券等の発行に関して寄せられた意見と同様

(参考) 第三者割当による資金調達状況(2006年4月～2008年3月)



出所: 開示資料から事務局作成

投資家向け意見募集 —寄せられた意見の概要②—

- 株式持合いに関して寄せられた意見
 - 資本が非効率に利用されることを批判する意見
 - 投票結果の歪みによる少数株主の権利侵害、取締役の説明責任の懈怠等を懸念する意見
 - 具体的方策としては、持合いに関する開示義務の強化、持合いの相手方との取引に関して株主の承認を求めることなどが意見として示されている。
 - ✓ 持合いの状況を開示した例あり
- 多くの株主の株主権を奪うような株式併合に関して寄せられた意見
 - **背景**: 株式併合と第三者割当の結果、約8割の株主が株主としての地位を失った事例
 - 少数株主を排除することについて批判する意見
 - 取締役の説明責任の強化、少数株主が搾取・経済的リスクにさらされることから守られるようなルールを要望する意見
 - 株式併合は株主総会の特別決議による承認が必要という前提の中で、どのように少数株主保護を図れるか検討が必要

投資家向け意見募集—寄せられた意見の概要③—

■ 買収防衛策の導入に関して寄せられた意見

- 導入の目的は、経営陣の保身であってはならず、株主がより良い価格を得るための交渉の機会を確保するためであるべきとする意見
- 「目的」「株主価値向上に資するか」等の徹底した説明が必要とする意見
- 導入の決定については、株主の承認を必要とするもの、独立取締役の存在を前提として取締役会とするもの等、様々な意見が見られた

■ 買収防衛策の発動に関して寄せられた意見

- 発動の是非・方法について決定する者がどの機関であるべきかについては意見が分かれている
 - ✓ 株主総会が意思決定することについては、持合い等株主構成を問題とする意見
 - ✓ 取締役会が意思決定することについては、独立取締役の必要性を主張する意見
- (第三者委員会について)
近時買収防衛策を導入した東証上場企業の9割以上が第三者委員会を設置し、意思決定時の参考としているが、第三者委員会については、独立性への疑義、株主に対して責任を有していないこと等を問題視する意見あり

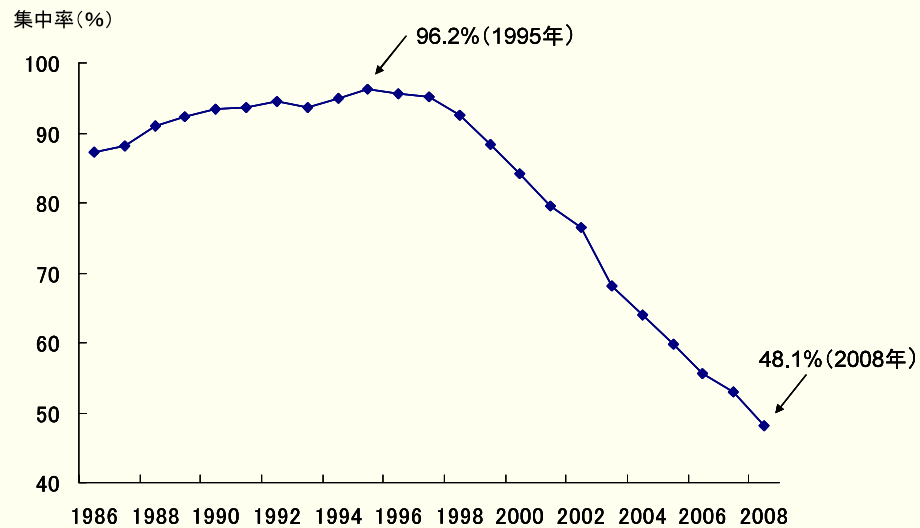
投資家向け意見募集—寄せられた意見の概要④—

- 取締役の機能・役割に関して寄せられた意見
 - 取締役の役割は株主の利益を代表し、会社の成長・企業価値の最大化を図ることであり、株主に関する信任義務を負っているとの意見
 - 社外取締役の必要性に言及する意見多数
- 監査役の機能・役割に関して寄せられた意見
 - 社外取締役が果たすべき機能を社外監査役に求める意見
 - 一方、社外監査役は、取締役会での投票権がなく、社外取締役の代替にはなりえないとする意見

投資家向け意見募集—寄せられた意見の概要⑤—

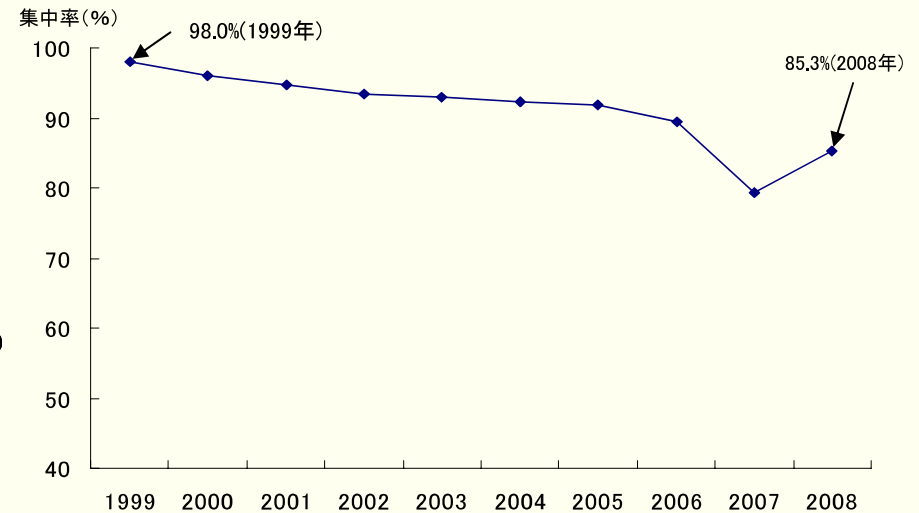
- 機関投資家の議決権行使に関して寄せられた意見
 - 効果的な投票を妨げる集中日は緩和されるべきとの意見多数
 - 招集通知、参考書類の送付をより早期(3~4週間前)にすべきとの意見
 - 英語による参考書類等作成を要望する意見
 - 議決権行使の結果について、賛成・反対・棄権等、結果の詳細が開示されるべきとの意見
- その他の意見
 - 様々な事項への意見が寄せられたが、傾向としては、取締役の報酬、子会社上場、支配株主との取引、MBO等、経営陣の権限濫用が懸念される事項に関する意見が多い

(参考) 定時株主総会開催日の集中度



日ベースによる集中度

出所: 東京証券取引所HP



週ベースによる集中度

出所: 東京証券取引所内部データから事務局作成