

## 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

平成20年8月26日  
株式会社東京証券取引所

当取引所では、本年5月27日に「2008年度上場制度整備の対応について」を公表し、今年度の上場制度整備の重点課題として「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」を掲げており、その検討の進め方として、問題点や課題の洗い出しを早急に行ったうえで総合的な施策を取りまとめていくこととしております。そこで、その問題点や課題の洗い出しのため、当取引所では、平成20年6月26日から平成20年7月25日までの間、投資家向けの意見募集を行いました。本件意見募集では、「2008年度上場制度整備の対応について」において問題として例示した事項について項目ごとに意見を伺う（別紙aからd）とともに、買収防衛策を含め東証上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する問題意識を併せて伺いました（別紙eからj）。

これらに対しまして、国内外の投資家から合計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）の意見が寄せられました。寄せられた意見の概要につきましては別紙をご参照ください。

当取引所では、本件意見募集、及び、並行して実施した投資家に対するヒアリングにおいて投資家の皆様からいただいた意見を参考にしながら、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進めてまいりますので引き続きご協力お願いいたします。

以上

## 別紙：寄せられた意見の概要

◎：同様の意見が10件以上だったもの	○：同様の意見が4～9件だったもの
●：同様の意見が3件以下だったもの	

### a 大幅な希釈化を伴う新株式等の発行に関して寄せられた意見

#### 【当該テーマに関する現状の評価】

- 差別的な希釈化が発生するような新株の発行は適切ではない。
- 大幅な希釈化を伴う新株の発行については支持できない。
- 日本には授権資本制度が存在するが、授権資本の枠が大きすぎる。

#### 【当該テーマに関して求められる施策】

- ◎全ての、又は、発行済み株式数の一定の割合を超えるものなど一定の新株の発行について、株主総会の決議によるべき。
- ◎全ての、又は、発行済み株式数の一定の割合を超えるものなど一定の新株の発行の際には、希釈化から適切な保護を受けるため、既存株主に新株優先引受権（Pre-emptive right）が与えられるべき。
- ◎会社は、新株の発行により資金調達するのであれば、株式や社債など資金調達手段ごとのコストの違いを踏まえて、新株の発行による資金調達をする合理的な理由を株主に対して説明しなければならない。
- 株主は会社の支配権の変更など会社の長期的な成功に関わる基本的な決定に参加することができるべき。
- 授権資本の枠については、毎年、株主総会で再決議されるべき。
- 既存株主権を大幅に希釈化する新株式の発行等については、既存株主の経済的利益等が侵害される懸念があることから、既存株主、特に少数株主の権利を尊重するようなエクイティ・ファイナンスに関するルールが策定が望まれる。

### 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に関して寄せられた意見

#### 【当該テーマに関する現状の評価】

- 希釈化を伴うことに加えて、発行者と第三者の間の情報公開がほとんどない点が重要である。これが第三者に有利な発行条件で行われるならば、さらに株主価値を破壊する。
- 透明性は資本市場の効率性において基本的な要件であるが、日本の市場は様々な面で透明性が低い。
- 情報開示の有無というよりは、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が、株主の事前の同意や、適切で独立した監視が行われずに、実行されることが問題だ。

- 現在の判例を見る限り、株主の利益とならない経営陣の保身のための企業防衛的第三者割当であっても、日本では会社法による差止めは実質的に不可能である。会社法上の適法性判断にとどまらず、もう一步踏み込んだ「市場ルール」が定められ、市場原理が働くような制度の設定および世界的に通用する価値観が広く産業界に浸透することが期待される。
- 不透明な割当先に対する第三者割当という形態による新株発行が起り得るといふ事実が、日本のマーケットに対する既存投資家、潜在的投資家の信頼を傷つける。

#### 【当該テーマに関して求められる施策】

##### (透明性の確保)

- ◎少数株主を守るため、会社はすべての第三者割当（規模が一定以上のもの）について、大幅な希釈化を伴う新株発行が行われたこと、この発行がどのように既存株主の利益になるのかなど、既存株主への詳細な情報公開があるべき。
- 透明性の改善については、ACGAの日本のコーポレート・ガバナンス白書の提案を参照するべき。

##### (第三者割当による新株式等の発行の制限)

- 既存株主に新株優先引受権を与えるべき。
- 1年間に株主割当以外の方法により行われる新株発行の数量とディスカウント率について制限がかけられることが望ましい。
- 株主総会で年間の株式発行枠設定したときは、それを上回って発行した場合の説明の手続きなどを確保するべき。
- 株主に対する事前の同意を求めるべき。NYSEでは、発行済み株式数の20%を超える新株発行については、株主投票を要求している。日本でも、このようなルールが少数株主の利益を保護するために求められている。
- 割当先の第三者が大規模な株式の取得を行うのであれば、適正価格によるTOBを行うべき。
- 株主割当以外の新株発行について年次総会での株主の承認を要件とすべき。
- 適切で、経営陣から独立した監視が必要。新株を関係者に私募で発行する際には、独立非執行取締役又は監査役によって承認されるべき。
- 不透明な割当先に対する第三者割当による新株式等の発行については、取締役会と経営陣が意思決定をするべき。

##### (その他の施策)

- 上場会社の資金調達柔軟性を確保しつつ、同時に少数株主の権利を保護するため希釈化に対するルールを作るべき。
- ルール作りにおいて、ACGAの日本のコーポレート・ガバナンス白書における提案を参照すべき。

### c 株式持合いに関して寄せられた意見

#### 【当該テーマに関する現状の評価】

- 資本が非効率的に利用され、投資家のリターンを低下させる。
- 株主総会における投票結果を歪め、株式持合いの相手方以外の少数株主の権利を侵害するおそれがある。
- 株式持合いは、説明責任を妨げ、質の低い経営陣の保身を助ける。
- 株式持合いを「議決権の取引」に使用し、買収防衛目的に利用するのは問題。
- 一般の株主は、事業を行う公開会社に資金を提供しているのであって、有価証券投資をする会社に資金を提供しているのではない。生産的でない株式持合いに会社の資本を拘束するのではなく、余剰資金は、事業に再投資するか、株主が再投資できるよう、自社株買い又は配当により株主に還元することが望ましい。
- 相手方が自社の株式を保有しているかどうかによって、会社が相手方とのビジネスを行うかどうかを決めるべきではない。
- もし株式持合いがビジネスに有益であるとするなら、投資に対するリターンは株式持合いをしている会社の方が高くあるべきだが、証拠が全くない。
- 他社の株式を保有することについての株主への説明が不十分。
- 株式持合いは、株式持合いの相手方の株式を持つという不必要な市場リスクに株主をさらすことになる。したがって、1つの株式における株価の下落が不必要に他の上場会社の株価に影響することになる。
- 株式持合いは、取引関係を強固にする目的に有効に働くこともありうる。
- 株式持合い行為そのものに対する反対論が最近多く見られるが、株式持合いを通じて得られる業務上の利益も勘案する必要があり、原理的観点からのみ反対することは、いささか短絡的。
- 株式持合いのような行為が規制されない市場全体に対する投資家の不信感、投資意欲の低下につながる恐れがある。

#### 【当該テーマに関して求められる施策】

- 一定以上の規模又は全ての株式持合いに関する開示義務を強化する。
- 株式持合いの相手方との取引に関して、株主の承認を求めるなど規制を強化する。
- 事業目的に役に立たない株式の持合いを防ぐため、株主に対する信託義務を理解している独立取締役の必要性和適格性が明確にされるべき。
- 法改正を要するかもしれないが、経営者の保身目的での持合い行為に歯止めをかけるため、株式持合い分の議決権の行使を否認する。
- 新たな株式の持合いが計画されるなら、それが会社の利益になるかどうかを判断するため、株主の投票によって決定されるべき。大株主／支配株主が株式持合いの当事者である場合には、彼らはその承認の決議から排除されるべき。

- 多くの取引所で、上場に際して、株式持合いを排除して計算する高いレベルの浮動株基準を設定している。これは、市場参加者がより正確に投資先の会社の所有構造を理解することを確実にする。
- 買収防衛策などの重要な案件を株式持合いに参加していない独立株主の投票によること、少数株主が公平に取り扱われることを確実にするガバナンス構造の導入などを通じて、株式持合いの削減に取り組むべき。
- 取締役が自分たちだけで新たな株式持合いを作り出すことができないように、大規模な新株の発行について株主の承認を必要とする規制を導入するべき。

**【その他】**

- 株式持合いについては、明確な定義がなく、そのことが上場会社にとっても株主にとっても混乱のもととなっている。
- 株式持合いに関する我々の見方は ACGA の日本のコーポレート・ガバナンス白書に反映されている。

**d 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**

**【当該テーマに関する現状の評価】**

- 多くの少数株主の権利を事実上取り除くために株式併合をするのは、まったく受け入れられない。
- 株式併合を使って、小さな単元未満株主を排除し、効果的に少数の大株主の手に会社の所有権を集中させることは、少数株主に対する経営権の不公平な悪用である。
- 一般的な株式併合は、株価基準に係る上場資格の維持など、会社にとって合法的な戦略的な選択肢となる可能性があり、必ずしも既存株主の株主権を奪うことにはならないと考えている。また、上場会社は、同業他社の株価水準と合わせるためや、特定の機関投資家の投資ガイドラインに規定するレベルの株価に持ってくるために株式併合を行うことも考えられる。

**【当該テーマに関して求められる施策】**

- 多くの株主の議決権を奪うような株式併合は、特に例外的な状況でのみ使用されるべき。株主に対して明確な説明をし、株主の承認を求めることが重要。
- どんな株式併合も、すべての株主が公平に取り扱われることを確保された方法で行われるべき。少数株主が搾取される、又は、他の株主と比較して高い経済的損失のリスクにさらされることから守られるようなルールであるべき。
- 大株主／支配株主が、その持分に比例せずに資本構成の変更から利益を得るのであれば、彼らはその承認決議から排除されるべき。
- 多くの株主の議決権を奪うような株式併合については、取締役会と経営陣が意思決定をするべき。

- 会社は、株式併合の目的だけでなく、会社の所有権に対する潜在的な影響についても、株式併合が株主の投票にかけられる前に、情報公開するべき。

#### e 買収防衛策の導入に関して寄せられた意見

##### 【当該テーマに関する現状の評価】

- 利害関係者の利益を侵害するものであり、すべての買収防衛策に強く反対。
- 買収防衛策の激増に対して懸念している。これらの買収防衛策は、株主の利益を守るために使われているのではなく、一般株主の犠牲のもとに経営陣を守るために使われている。
- 買収、開示に関する法令、規制は更新され、新しい TOB ルールなど会社の M&A のための公平な仕組みは作られた。買収防衛策は企業価値を守るために必要ではなく、株主の利益にも合致しない。

##### 【買収防衛策導入の目的】

- ◎ 買収防衛策の目的は、成果を出していない取締役会・経営陣を保護することではない。
- 買収防衛の目的は株主が可能な限り良い価格を得ることができるようにすることである。
- 買収防衛策は、買収が適正な価格（すなわち買収者が利益を上げることができる価格で、かつ、買収に応じた既存の株主が適切に補償されるような価格）で行われるように入念に設計されなければならない。

##### 【買収防衛策導入の手続き】

- ◎ 買収防衛策の導入にあたっては、「株主価値向上に資するのか」「取締役の保身目的ではない仕組みか」等について株主に対して徹底的な説明がされるべき。
- ◎ 買収防衛策の導入にあたっては、株主の承認を得るものとするべき。
- 株主が、毎年定時株主総会において、買収防衛策について見直すことができるようにするべき。
- 手続きの公正さを確保するため、取締役の構成は、独立社外取締役が過半数を占めるべき。
- 買収防衛は、株主の利益に寄与する機能を果たすことができるが、潜在的な濫用を防ぐための適切な対策が必要だ。独立取締役が取締役会にいることは基本的な対策である。
- 企業価値研究会による報告書において、株主総会決議に諮ることで防衛策導入に係る株主のお墨付きを得たことにすること及び第三者委員会にその発動に係る判断を「丸投げ」することが取締役の「責任逃れ」である旨が指摘されているが、法的拘束力の無い報告書による指摘事項を上場会社が実務面でどの様に反映するかについてはかなりの温度差があることが予想されるため、会社法上の適法性判断からもう一步踏み込んだ「市場ルール」が定められ、市場原理

が働くような制度の設定および広く産業界に世界的に通用する価値観の浸透が期待される。

- 不公平で適切でない買収防衛策の採用は、妨げられるか、あるいは、少なくともやる気をなくさせるようにするために、経済産業省のガイドラインが修正されることが不可欠である。

#### 【買収防衛策の内容】

- 買収防衛において防衛対象とするのは「濫用的買収者」に限られるべき。
- 買収防衛策の濫用を防ぐため適格オファー条項、サンセット条項や、株主による承認などを含む構造的な対策も必要だ。
- 買収防衛策については、トリガー条項の必要性を含め、ISS の提案に沿ったものにするべき。

#### 【その他】

- 買収の提案は、公開企業の株主になされるものであり、それゆえに意思決定をするのは株主であって、どんな買収提案についても本質的に利益相反関係にある経営陣ではなく株主が最終的な決定権を持つべき。
- 買収提案に対する最高の防御は、株主に支持されるような経営管理と資本管理に基づく高い株価である。
- 企業価値研究会の新たな報告書などを踏まえ、経営者の保身ににつながるような方策については、東証として制限してほしい。
- 買収防衛策は、完全に経営陣から独立した委員会によって厳格にコントロールされたものであるべき。
- 最終的には、会社の買収防衛策が一般株主を守っているのか、経営陣の保身に寄与し、株主の権利を奪っているのかについては、どれだけ公平に当該買収防衛策が組成され、導入されたのかに、大いに依存する。多くの国において、買収防衛策が本来的に不公平であるとされていることは、特筆に値する。
- 企業価値研究会の報告書は、東証によって何らかの形で推薦されるべき。
- 「買収防衛策」という呼称をやめ、「株式の大規模買付時の対応手続」に変更する。
- 買収防衛策の適切性を考えるときは、TOB が会社のパフォーマンスを向上するのに重要な役割を果たすことが出来るということを認めることが重要だ。TOB が起こる可能性があることだけでも、実際に経営に規律をもたらし、経営陣に株主価値の向上に焦点を当てさせることによって、企業価値の向上に実際に役立っている。さらに、戦略的買収者による買収は、株主共通の利益を増大させるような価値のあるシナジーをもたらす可能性があり、単にさらなる経営陣の個人的な利益のために買収防衛策によって毀損されるべきでない。

- 買収者に対して金員を交付することを伴う買収防衛策は、短期的な利益の追求のため特定の株主に破壊的な活動に関与することを奨励することになりかねないため、そのような買収防衛策を支持することは株主の利益にならない。

#### f 買収防衛策の発動に関して寄せられた意見

##### 【当該テーマに関する現状の評価】

- パフォーマンスの悪い取締役会と経営陣を守ろうとするような買収防衛策の発動は、どちらも等しく一般株主に対して悪用されるおそれがあるため、反対。
- 利害関係者の利益を侵害するものであるため、すべての買収防衛策に強く反対。
- 買収防衛は株主の利益のために行使されるべきで、支配権市場の効率的な運用を妨げるようなものであってはならない。
- 経営陣による買収提案の検討期間の引き延ばしは、買収者による買収の実行・完了を著しく遅延させ、実質的に防衛策の発動と同様の効果を持ち、ひいては買収に賛成しているかもしれない一部または多くの株主の株式売却の機会を奪っており適切でない。

##### 【買収防衛策発動の手続き】

##### (買収防衛策発動の決定者)

- ◎ 買収防衛策の発動の是非、方法について決定する者は、経営陣及び関係会社から完全に独立したものであるべき。
- 独立／特別委員会委員の「独立性」要件について、客観的な定義が提供されるべき。
- 独立取締役は、買収防衛のような経営陣、会社、株主の利益が分離するような場面で、重要な役割を果たしうる。買収防衛策発動の決定の公正さを確保するため、社外取締役が取締役会で過半数を占めるべき。
- 適切な株主の代表が、買収提案の評価をしなければならない。
- 買収防衛策の発動の是非の決定者は、関係するビジネスの経験を相当程度積んだ者であるべき。
- TOB が開始されるとき、独立取締役から成る委員会が、提案を評価して、勧告するべき。ただし、委員会が、ポイズンピルを実行することを勧めたとしても、買収防衛策を発動するには、3分の2の株主が承認しなければならないとすべき。
- 独立/特別委員会のメンバーは株主の利益に対して責任を持ち、必要であれば株主と対話するべき。
- 一般的に、株主に代わって行動するとされる独立／特別委員会は、買収防衛策の発動に関する取締役会の決定を覆す権限を持っておらず、独立／特別委員会が選任されても株主の利益の保護には十分ではない。

- 独立／特別委員会を構成する委員は究極的には既存経営者によって選任されるため、委員会の独立性に対する疑念は払拭できない。さらに、経営や投資に関する実務経験や知識を十分有していない委員が選任されるケースもあり、委員会の質が問われる場合もある。そこで、東京証券取引所が主体となって構成される、名実共に独立性の高い委員会を設立することを提言する。
- 主たる会社（株主）に対する信認義務、法律的な責任が執行取締役にかかっているときや、社外取締役が経営陣から「独立」していない場合、及び、日本において、社外取締役の価値が一般に理解されていないような状況のなかでは、買収防衛策を発動する際に、社外取締役を主たる意思決定者とする利点については、懐疑的である。
- 株式持合いが増えてきていることを踏まえると、株式持合いをしている多数株主が買収防衛策の発動を承認しても、発動は完全には正当化できない。
- 取締役は、あらゆる投資の意思決定の実行について、既存株主に責任を持たなければならない。正式で、透明性の高い手続きが必要だ。
- 経産省と法務省による買収防衛に関するガイドラインと金融商品取引法における TOB ルールは、買収防衛策が導入されている上場会社に対し買収提案があった場合における買収防衛策の公平な適用を確保するために、当該上場会社の取締役会の役割と責任を明確にするよう修正されるべき。

（買収防衛策発動の決定に係る情報公開）

- 買収防衛策の発動のプロセスにおいては、全ての株主に対する高いレベルの説明責任と透明性が要求されるべき。とりわけ、買収防衛策の発動条件と、買収防衛策の発動がなぜ、またどのように長期的に株主の利益にとってベストなのかについて説明を望む。敵対的買収の際は、株主は、既存経営陣と買収者の両方から会社の将来計画に関して、適切な情報を受領する機会が与えられるべき。
- 防衛策発動のためには、グリーンメーラーでない場合、上場会社が考えるみずからの理論株価が TOB 価格を上回ることを説明して開示するべき。
- 買収提案が株主共同の利益を毀損するかという実質判断に基づく発動が安易に行われることを防ぐため、より厳格な開示要請（例えば、経営者が考える安定株主比率を自主申告させる等）を求めることなどを期待。

（買収者に対する金員交付）

- 買収者に対して金員を交付して行うような買収防衛策の発動は、企業からの多額の資金流出を招くこととなるなど、一般株主の利益が損なわれるおそれがあることから発動されるべきではない。

【その他】

- 買収防衛策の発動を株主総会に確認するタイプが増えており、防衛策を導入する企業は安定株主工作を行う誘惑にかられる恐れが大きいと思われる。こうした持合いなどの安定株主が支配する資本市場になることはガバナンス上の健全

性が損なわれ日本企業のダイナミズムを殺ぐことになると資本市場関係者として強く懸念している。

## **g 取締役の機能・役割に関して寄せられた意見**

### **【取締役求められる機能・役割】**

- ◎取締役の役割は、究極的には、株主の利益を代表して、中長期的な戦略を策定し、戦略を実行する経営陣を監視し、会社の成長・企業価値の最大化を図ることであり、株主に対する信託義務を負っている。
- 取締役の責任は、細かくは、a)実行可能な長期的な経営戦略を持っていること、b)会社はその戦略を達成するための体制を有していること、c)CEOを雇い評価すること、d)適切な財務慣習や内部統制が導入され、財務数値が正確に会社の業績を反映していること、e)会社の長期的な目標を達成することに向けてやる気を促すような報酬制度が導入されていること、以上のことを確実にすることである。
- 債権者や顧客、ビジネスパートナー、従業員、地域社会などの他の利害関係者の利益も取締役にとって重要であるが、しかし、これらは、会社の長期的な成功における株主の利益を代表する基本的な役割に関連するので、株主の利益と一体をなすものである。

### **【取締役の機能・役割に関する現状の評価】**

- 監査役設置会社においては、社外取締役を選任する義務はなく、自主的に独立社外取締役を選任するのは自由であるがそれを行っている会社は比較的少ないこととあいまって、経営陣にほぼ完全な裁量を与え、経営上の意思決定に関して効果的で、独立した監視がほとんど行われない状況となっている。
- 独立した非執行取締役あるいは社外取締役の人数が、他の先進国の市場と比べて日本ではきわめて少ない。
- 日本の社外取締役の本当の独立性について疑問を感じることが多い。例えば、任命された社外取締役が、実はメインバンクや、親会社、他のグループ会社やビジネスパートナーたちの関係者であることが多い。
- 日本の現状は、取締役の利己的な行動に関して、特に買収防衛の状況において、効果的なチェックアンドバランスを提供するのにまだ十分でない。

### **【会社の機関設計】**

- 取締役会は、報酬、任命、監査の3つの重要な委員会を設置し、全ての委員会が独立取締役によって最低でも過半数を占められるべきであり、それぞれの委員会の委員長は会社から独立しているべき。
- 全ての会社は、独立取締役により構成される報酬委員会と監査委員会を取締役会とは別に設けるべき。

- 会社が監査役設置会社にとどまることを選択したときにも、取締役会の独立性についての必要条件を適用されるべき。

#### 【取締役会の構成】

- ◎ 一定の社外取締役を選任するべき。あるいは、社外取締役の選任を推奨するべき。
- 取締役会の役割が経営陣の監視とされるのに、経営陣が取締役会の多数を占めるのは間違っている。取締役会は、経営陣で構成されるのではなく、必要なときに政策や経営陣の変更を行うことができるよう独立取締役が多数を占めるべき。
- 社外取締役のより厳しい「独立性」の定義を制定するべき。
- Comply or explain 形式で上場会社に対して社外取締役の任命を義務付けるような上場ルールの制定をするべき。
- 取締役会には、会社が行っているビジネスをよく知っている会社出身の取締役も選任されるべき。
- 取締役会の議長は、CEO は別の者で、執行権限のない社外取締役が務めるべき。
- OECD のコーポレート・ガバナンス原則に、取締役会は会社の問題について客観的な独立した判断をすることができるようにするべきであり、また取締役会の独立性には、通常、取締役会の十分な数のメンバーがマネジメントから独立していることを必要とすると、はっきり記載されている。
- 経営陣が会社に重要な量の持分を持っているか、または大株主によって推薦される場合のみ、経営陣は取締役会の一員であることができる。
- 取締役会に関する法的な枠組みも慣習も日本では他の国と異なっているのは理解しているが、全ての株主に代わって行われる、外部からの独立した監視が必要であると強く信じている。
- 取締役会の人数に上限を設けるべき。
- 社外取締役に財務の専門家を配備するべき。
- 社外取締役による監視機能に期待している。
- 海外で活躍する会社は、外国人の取締役に任命することを考えるべき。

#### 【社外取締役の適格性】

- 独立／社外取締役は、必ずしも上場会社の所属する業界の専門知識を持っている必要はない。
- 関連するビジネスの経験を持っていること。
- 取締役会での議論において建設的な役割を果たせるだけの十分なビジネスあるいは類似の見識を持っているべき。
- 適切で多様な能力、知識、経験を持っていること。
- 重要な関係会社と結びつきがないこと。
- 経営者から独立していること。

- 有能な執行取締役であった者が、有能な「非執行取締役」であるとは限らない。
- 独立取締役は会社の外部者であるべきで、過去にも現在にも会社と関係があったことのない人であるべき。

#### 【社外取締役に求められる機能・役割】

- 独立社外取締役の存在は、適切な外部の見方を促進することによって、資本活用の効率性の改善や、会社の競争力の強化、リスクマネジメントにおける精通といった点において役に立つ。社外取締役は、独立した精神と外部の見方を取締役会における議論にもたらすだけでなく、真に独立した取締役の存在は、経営陣の利己主義と会社の戦略の不十分な実行に対する重要な防御策をも提供する。
- 真に独立した取締役が取締役会にいることは、取締役会が株主に対する信認義務に対して敏感でいるということを助ける。
- 社外取締役の積極的な取締役会への出席が望まれる。

#### 【その他】

- 潜在的に経営陣と利害の対立が起こる領域を回避し、取締役会の独立した監視機能を守るため、経営陣による干渉や承認なく外部コンサルタントを雇う権限を含め、取締役会の独立した仕事をサポートする内部の仕組みが必要。
- 取締役関連のガイドランと独立取締役の定義についてはACGAのガイドラインに同意する。
- 年次報告書において、独立取締役の役割をはっきりと説明して、自社のコーポレート・ガバナンスシステムの構造について説明するべき。情報公開は、関連する委員会の詳細、何回取締役会と委員会が会合を開いたかについての情報を含むべき。
- 取締役の選任に際して、取締役候補者の資質が判断できるような資料を望む。
- 社外取締役を任命していない会社は、任命する動機が与えられなければ、自主的には社外取締役を受け入れることは難しい。

### h 監査役の機能・役割に関して寄せられた意見

#### 【監査役に求められる機能・役割】

- 伝統的な監査役制度を採用している会社においては、社外監査役が一般的に委員会設置会社で社外取締役が果たす監視機能を果たすことが期待されている。

#### 【監査役に関する現状の評価】

- 内部監査役は、社外取締役と同じ役割、責任を果たすものではなく、広くコーポレート・ガバナンスの件について明確な知識を持ってはおらず、また彼らは取締役会での投票権もない。したがって、彼らは独立取締役の代替にはなりえない。

○実際には、監査役の機能はむしろ限定的で、法令遵守と会計監査の問題に焦点を絞っている。

●日本の監査役の役割は米国と全く異なっている。取締役会が日本では独立していないので、監査役は株主が持っている唯一の防護壁。しかし、監査役は多くの場合、経営陣から完全に独立しているというわけではない。さらに、退職一時金を監査役に支払う習慣があるため、株主よりも経営陣のために行動するという疑念を払拭できない。

#### 【会社の機関設計】

○上場会社は、国際標準である委員会設置会社に移行すべき。

●会社が監査役設置会社にとどまることを選ぶなら、独立監査役が会社の効果的な監視にとって鍵になる。その場合は、社外監査役の人数や、改選頻度など、経営に対する効果的な監視ができるような体制を整えるべき。

#### 【監査役の適格性要件】

○経営陣から独立しているべき。

●社外監査役の設定は義務付けられているが、これを一歩進め会社と利害関係がない独立監査役の義務付けをすべき。独立監査役の定義については会社法の社外監査役の定義とは逆に独立性を有しない場合の考え方を示すべき。

●独立取締役によって、ファイナンスと会計の経験に基づき選任されるべき。

●社外監査役の独立性を強化した基準を設定されるべき。

●監査役について、独立性の要件が実際に守られているかどうか疑問。

●監査役の独立性が強化されることを望む。監査役の独立性に関する経営陣の関与を減らすための方策が採られるべき。監査役の任命についても、株主の投票が義務化されるべき。

#### 【その他】

●監査役設置会社においても真に独立した取締役を1名あるいは2名任命することが必要。

●監査役の報告者は監査委員会（もし存在するなら）であるべきで、経営陣ではないべき。究極的には、監査役は経営陣でなく株主のために雇用されているのであって、それゆえ株主は監査役の任命、再任に際して、毎年の年次株主総会で、投票する機会を与えられるべき。

●私は監査役の機能・役割については、ACGAガイドラインに賛成する。

●社外監査役の社外取締役への変更を推奨する。

### i 機関投資家の議決権行使に関して寄せられた意見

#### 【株主総会の開催日程の集中】

- ◎株主が効果的に投票することを制限する株主総会の集中は緩和されるべき。株主総会の集中は、物理的に株主が総会に出席することを妨げるだけでなく、機関投資家の議決権行使の意欲をそぎ、議決権行使の意思決定の質を下げる。
- 株主総会の集中を緩和するため、株主総会の招集時期について、基準日から3か月以内とされている規制について、4か月、5か月とするなど緩和するべき。

**【株主総会に関する株主への情報提供】**

- ◎株主総会の招集通知、議決権行使のための参考書面などの情報をより早期（3週間前、4週間前）に開示すべき。
- 会社は、株主総会の招集通知、議決権行使のための参考書面などの情報を英語で作成するべき。
- 株主総会の招集通知、議決権行使のための参考書面などの情報をより充実させるべき。
- 株主総会招集通知書をPDF形式で閲覧できるようにする。

**【株主総会における議決権行使】**

- ◎株主総会の議決結果について、賛成、反対、棄権の総投票数を含め、全てが開示されるべき。
- 電子的に議決権行使を可能とし、海外投資家の議決権行使を容易にするために、上場会社のICJ(機関投資家向け議決権電子行使プラットフォーム)への登録を義務付ける又は促進する。
- 株主総会における議決においては、全ての決議案において投票による議決を行うべき。
- 株主総会への出席者に対する規制を緩和し、仲介業者が合法的な代理人として認識されることが必要。
- 機関投資家が受託責任を果たしているかに関する情報を提供するため、機関投資家による議決権行使記録の公開を義務化するべき。
- 株主は、異なる議案について、別々に投票する権利を持つべきであり、会社は、異なる議案をまとめて採決してはならない。
- 株主は、秘密投票が出来るべき。
- 株主は一人あるいは複数の取締役候補に累積的な数の票を投票できるべき。累積投票が使用できることで、株主は自分の利益が取締役会において代表される確率を上げるよう投票することができる。
- ノミニーアカウントを通じて実質的に株式を保有する海外の投資家は、基準日において株式を保有している限り、議決権を行使し、株主総会に出席する権利が与えられるべき。
- 機関投資家は議決権行使を行うべき。機関投資家は、自らの事業の利益を基に投票行動をしてはならない。

## j その他の意見

### 【取締役報酬の開示】

- 経営陣・取締役の報酬の方針や関連する仕組みについて、株主に対して、透明性の高い方法で、適時に開示されるべき。コーポレート・ガバナンス報告書の情報は有益だが、報酬制度とインセンティブスキームに関する情報はまだ網羅的でない。
- 取締役・監査役の個別報酬の開示、取締役の経歴等の開示、各取締役の取締役会出席率の開示が求められる。
- 報酬の仕組みは、経営陣・取締役の利害を会社のパフォーマンス（理想的には株主へのリターン）に連動させ、株主の利害と一致させる仕組みとならなければならない。

### 【子会社上場】

- 子会社上場は、親会社と上場子会社の少数株主との利害衝突の可能性のあることから、望ましくない。
- 上場子会社のガバナンスを強化するために、上場子会社の社外取締役に関する厳しい独立性の要件が導入されるべき。親会社出身者が、上場子会社の社外取締役及び社外監査役として選任されないことが望ましい。
- 原則として、子会社上場は、規則等によって厳しく制限されることが望ましい。既存の上場会社について、利益相反が発生しないように適切な資本政策をとるよう取引所が指導することが望まれる。

### 【支配株主との取引】

- 少数株主保護の観点から、次の3つの段階の規則が、関連会社取引に関して考えられる。（1）上場会社に対して関連会社取引の公平性を担保するために行っている手段を開示させる。（2）関連会社取引の公平性を担保するための手段について、ベストプラクティスを定め、上場会社に対して、**Comply or explain** を求める。（3）上場会社に対して、親会社、兄弟会社あるいは、支配株主との重要な取引に関して、特別委員会の承認を取るよう求める。

### 【資本コストの意識の必要性】

- 上場企業は、資本コストを意識して経営をするべき。事業に投資され魅力的なリターンを生み出すのでなければ、株主資本は内部留保されるべきではない。余剰資本については、株主に払い戻して、株主がその資金を効率的にほかの投資に再配分できるようにするべき。
- コーポレート・ガバナンス報告書などにおいて、経済的利益(Economic Profit)、株主資本コストに関する認識、株主還元策についての開示を義務付ける。

### 【株主との対話の促進】

- 上場会社の取締役は、一般株主が取締役会に何を期待しているかを知るために、株主と積極的に対話をするべき。

- 英語による適時開示の普及には進展も見られるが、一部の会社はまだ英語で開示をしていない。英語による開示を全ての上場会社に対して義務化すべき。

#### 【MBO、親会社・支配株主による買収】

- MBO、親会社又は支配株主による買収においては、株主と取締役・経営陣の利害が対立するおそれがあるため、開示の強化に加えてこれらの取引に関連するコーポレート・ガバナンスを強化すべき。
- 投資家と少数株主の保護の観点から、MBO や支配株主による買収の際の利害対立について、関連会社取引と同様、（１）上場会社に対して当該取引の公平性を担保するために行っている手段を開示させる。（２）当該取引の公平性を担保するための手段について、ベストプラクティスを定め、上場会社に対して、Comply or explain を求める。（３）上場会社に対して、親会社、兄弟会社あるいは、支配株主との重要な資本取引に関して、特別委員会の承認を取るよう求める等の方策を採用すべき。
- MBO 価格は公開時価格を下回ってはならない。

#### 【1株1議決権の原則】

- 我々は、全ての株主に等しい議決権が与えられるような株式の構成を好む。我々は、少ないあるいは多い議決権のある株式の発行については、支持しない。会社による議決権について均等でない資本構成の資金調達にも賛成しない。
- ひとつのグループの株主が、不均衡に議決権を有することを許すような構造は、少数の株主が個人的な利益のために多数の少数株主の意思を踏みにじる可能性を作り出す。そのような二重構造は合法的であれば、会社はそのような構造、状況、及びそれが他の株主に与える影響の方法と程度について開示をするべき。

#### 【コーポレート・ガバナンス一般】

- コーポレート・ガバナンス原則を発展させるなどにより、コーポレート・ガバナンスにおけるベストプラクティスを定める規範を作成し、株主と会社との間の建設的な対話を確保するために、Comply or explain の仕組みを導入すべき。
- 上場会社の取締役会は、明確なコーポレート・ガバナンスのガイドラインを持つべき。企業年金連合会のコーポレート・ガバナンス原則を受け入れることは価値ある第一歩の1つである。

#### 【その他】

- 取締役の任期は、複数年ではなく1年間であるべきであり、任期をずらすこともすべきでない。
- 経営陣の責任においては、長期的に株価を上昇させ会社の価値を高めることと、定期的な配当を含め余剰資本を株主に返すことを含めて、株主価値がもっとも重要であるべき。

- アメリカの ERISA 法のように、日本でも仲介業者（インベストメントマネージャー、受託者、年金基金、寄付金基金など）による信託義務に関して、明確な基準が必要。上場企業の取締役に対しても同様の義務を課すべき。
- 会計監査人は監査機能だけを果たすべきであり、コンサルティングや税準備などのサービスを会社に対して提供すべきでない。
- 日本は効率的な支配権市場を発展させる必要がある。そのためには、会社法・金融商品取引法などの法令、各種規制は、調和が取れている必要がある。
- コーポレート・ガバナンス報告書を、表計算ソフトで編集できる形でデータベース化してほしい。
- 無配企業に対して、ペナルティを設ける。

- ※ 本資料は、本件意見募集に対して寄せられ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。
- ※ 寄せられた意見につきましては、意見の多寡にかかわらず参考にさせていただきますので、同様の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というものではありません。
- ※ 寄せられた意見の中には個別具体的な事例について言及するものもありましたが、それらの意見については一般化した意見として紹介しております。

以上