

株式会社 東京証券取引所 上場部企画グループ 御中

市場構造の在り方等の検討に係る意見

2019年1月25日

株式会社ストラテジックキャピタル

弊社は、金融商品取引法に基づき登録を行っている投資運用業者です。

意見募集事項の①、③、④及び⑦について、意見を申し述べます。

<意見募集事項①、③及び④について：コーポレートガバナンス・コードの適用>

株式会社東京証券取引所（以下「貴社」と言います。）が公表した昨年12月21日付の論点ペーパーにおいては、新興企業向け市場、実績のある企業向け市場及びステップアップ先の市場（市場第一部）の3市場が予定されているようです。

現在は、市場第一部及び第二部の上場会社はコーポレートガバナンス・コード（以下「コード」と言います。）の全原則について、マザーズ及びジャスダックの上場会社はコードの基本原則について、実施しないものがある場合には、その理由を説明することが求められています。今後は、新興企業向け市場の上場会社であっても、コードの全原則について、実施しないものがある場合には説明を求めることとすべきと考えます。

そして、ステップアップ先の市場上場会社については、コーポレートガバナンスに優れた企業であるべきことから、コードの全原則を実施（コンプライ）していなければならないこととすべきです。

<意見募集事項⑦：その他、見直すべき事項について>

親子上場の問題について申し上げます。

貴社は、平成19年6月25日付の東証上場第11号の「親会社を有する上場に対する当取引所の考え方についての通知」と題する書面により、『親子上場は一律に禁止するのは適当ではないが必ずしも望ましい資本政策とは言い切れず一定のアカウンタビリティの遂行に努めることが望ましい』旨の考え方を表明され、親子上場については抑制的にお考えであったと拝察いたします。

しかしながら、2015年の日本郵政株式会社及びその2つの子会社並びに昨年12月のソフトバンク株式会社の株式上場を認めたことにより、今後は親子上場が積極的に行われるのではないかと、弊社は懸念しております。

一方で、上記の通知において、貴社が子会社の経営活動について親会社グループからの独立性を求めていることが誤解され、上場親会社が上場子会社を放任してしまった結果、大株主のカバナンスが皆無となって子会社経営陣は株主価値向上に無頓着となっている例が散見されます。例えば、上場子会社の少数株主からの面談要請を拒絶する親会社は、「子会社は独立した経営をしている事業体であること」を理由とする場合があります。そもそも、親会社の取締役には、善管注意義務として、保有資産である子会社を適正に管理し、株式の価値の維持向上を図る義務があるはずです。

そこで、親子上場に際しては、以下の2点を上場審査基準又は貴社からの通知等に追加していただきたいと考えます。

- 親子上場の弊害を排除するため、子会社の取締役会は真に独立した社外取締役が過半数でなければならないこととする
- 親会社取締役はその保有する資産たる子会社株式の価値を維持・向上させる責務を負

っている。また、子会社株主等への説明責任も負っている（上記の貴社の通知では「アカウンタビリティの遂行」とされている）。したがって、親会社取締役は、親会社取締役と同様に子会社に対するスチュワードシップ責任を負っている子会社株主である機関投資家と対話する義務があることとする

<意見募集事項⑦今後検討を進めていくうえで留意すべき事項>

(1) TOPIX などの指数の連続性への配慮

現在、TOPIX 等の貴社が公表する指数は、多くの投資家の指標となっており、また、これらの指数に連動する投資商品も数多く存在しております。

従って、新たな市場区分を定めた後も現在の指数との連続性が保てなければ、市場に大きな混乱が生じることとなります。これを回避するための移行措置及び移行期間を適切に設けていただきたいと思います。例えば、現在の市場第一部上場企業をいったんは全てステップアップ先の市場に移行し、ステップアップ先の市場の基準を満たさない企業については、その後5年程度をかけて毎年徐々に外していくこと等が考えられます。

(2) コーポレートガバナンス・コードの遵守状況等の審査

仮に「コーポレートガバナンス・コードを完全実施していること又は一定のコーポレートガバナンス水準の確保」を、ステップアップ先の市場の基準とした場合、多くの企業が基準を満たしている旨の開示を行う可能性があります。

しかしながら、現在、上場企業が貴社に提出しているコーポレートガバナンス報告書を分析した結果、虚偽を記載している例が数多くあります。また、独立社外取締役の中には、自身に期待される役割を理解しておらず、結果として独立社外取締役の人数

条件だけを表面的に充足している取締役会も存在します。仮に、新たな市場区分の施行後の上場基準等にコードの遵守状況が加わるのであれば、貴社は上場企業の表面的な開示だけではなく、その実質を確認するべきであります。例えば、上場審査時に、貴社が次の様な事項を確認することが必要となります。

- 貴社の上場審査の一環として、代表取締役だけではなく、社外取締役全員とも面談し、コーポレートガバナンスの概念、社外取締役の役割（例えば、貴社が全独立役員に配布している「ハンドブック独立役員の実務」の内容）などについて十分に理解していること、また、社外取締役へ社内情報が適時適切に提供されていること
- 社外取締役の独立性（例えば、取引先在籍又は出身者の場合、当該取引先との取引条件等について取締役会で議論する場合、取引先ではなく株主全体の利益代表の立場から意見表明できるか否か等）
- 政策保有株式の議決権行使基準（これを開示せずに原則 1-4 を実施としている上場会社は非常に多い）及びその遵守状況
- 政策保有株式の縮減の方針の具体的内容、直近で縮減した銘柄・株数、今後縮減を予定している銘柄、株数等
- 買収防衛策が導入されている企業については、それが取締役の保身目的となっていないこと（保身目的でないとの認定は容易ではない以上、自己保身のためであると推定すべきであり、その場合、買収防衛策を導入している企業は、事実上ステップアップ先の市場には原則として上場できないこととなる）
- 開示されている代表取締役、取締役・監査役の選解任の方針及び手続きと実態との間に齟齬がないこと

- 報酬委員会・指名委員会の議事録を徴求して、委員会の議論が社長や会社事務局によって主導されているものではないこと
- 取締役会の実効性検証の具体的な内容（例えば、各取締役にアンケートを取ったのであれば、専門家を使ったのか否か、アンケートの内容・回答の実際、アンケート分析の結果の取締役会へのフィードバック等）
- 取締役及び監査役のトレーニングの具体的な内容
- 例えば、上場企業の代表取締役社長が大手メディアのインタビュー等で公然とコードに異を唱えているにもかかわらず、当該上場企業としてはコードを完全実施と開示している場合、開示内容が虚偽ではないこと

以上