

2020年2月22日

東京証券取引所
上場部 御中

株式会社ストラテジックキャピタル
代表取締役 丸木強



市場区分の見直しに向けた上場制度の整備について（第二次制度改正事項） に関する意見

弊社は、金融商品取引法に基づき登録している投資運用業者です。標記について、下記の通り弊社の意見を申し述べます。

記

意見：

プライム市場の上場基準として以下を追加していただきたく存じます。

1. コーポレートガバナンス・コード（以下「CGコード」といいます。）を全て遵守していること
2. 上場親会社または上場子会社を有している場合は、より高いコーポレートガバナンスの水準を備えること
3. 自社の製品やサービスとの関連性がないか、又は希薄な株主優待を実施していないこと
4. 株主に取引先持株会が存在しないこと、及び、取引先持株会に参加していないこと

理由：

1. について

貴取引所に上場する会社は、グロース市場に上場する場合を含め、CGコードにおける全ての原則を適用するべきです。さらにプライム市場については、同市場に上場することが即ちコーポレートガバナンスに優れた企業であることを意味するよう、CGコードの全原則を遵守していることを上場の要件とすべきと考えます。

「CGコードの全原則を遵守していること」がプライム市場の上場基準になれば、多くの企業が自社のコーポレートガバナンス報告書（以下「CG報告書」といいます。）において、遵守している旨の開示を行うものと思われま

しかしながら弊社の分析によりますと、現在、上場企業が貴取引所に提出しているCG報告書にCGコードを遵守しているとの記載がある場合でも、それが虚偽である例が多数見られます。

また、独立社外取締役についても、自身に期待される役割を理解しておられない方々が存在し、結果的に独立社外取締役の人数・割合条件を表面的に充足しているだけと見られる取締役会も存在します。

このような観点から、プライム市場の上場基準に「CGコードを遵守していること」を加えて頂ける場合は、貴取引所において、上場企業が開示する内容を表面的に確認するだけではなく、その実態も確認していただきたく存じます。

例えば、上場審査時に、以下の事項を確認していただきたく存じます。

- CG報告書記載内容に虚偽が含まれていないこと
 - ✧ 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
 - ✧ 取締役会の実効性評価の具体的な内容（例えば、各取締役にアンケートを取った場合、第三者機関の利用の有無、質問・回答の具体的内容、アンケート分析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及び実施状況
- 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を遵守している旨記載している上場会社が非常に多く見られます）及びその遵守状況
- 政策保有株式の縮減方針の具体的な内容、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（当該会社が保身目的でないことを証明しない限り、保身目的と推定すべきであり、買収防衛策を導入している企業は、事実上プライム市場には上場できないこととすべきです。）
- （任意の）報酬委員会・指名委員会の議事録に基づき、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と判断できること
- 貴取引所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、貴取引所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¹、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、独立取締

¹ 東京証券取引所「[2020～2021 新規上場ガイドブック（市場第一部編）](#)」13頁及び「[2020～2021 新規上場ガイドブック（市場第二部・JASDAQ編）](#)」13頁によれば“（独立役員面談で）上場後に独立役員として果た

役に真に独立性（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）があること等。

2. について

貴取引所は、2007年6月25日付東証上場第11号の「親会社を有する会社の上場に対する当取引所の考え方についての通知」と題する書面にて、『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』との、親子上場について抑制的な見解を示されています。

しかしながら、上記書面により、貴取引所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と誤解され、上場親会社が上場子会社を放任した結果、大株主によるカバナンスが全く働かなくなり、子会社経営陣が株主価値向上に無関心となっている例が散見されます。例えば、上場子会社の親会社が上場子会社の少数株主からの面談要請を受けた際に、「子会社は独立した経営をしている事業体であること」を理由に拒絶する場合があります。本来、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、子会社株式の価値の維持向上に努めることが求められるはずです。

貴取引所におかれては、「支配株主及び実質的な支配力を持つ株主を有する上場会社における少数株主保護の在り方」について昨年9月に中間整理をされ、検討を継続されていることと存じます。

そこで、親子上場に際しては、以下の2点をプライム市場の上場審査基準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を占め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・向上させる責務を果たしている。また、子会社の他の株主等への説明責任も果たしている（上記の貴取引所の通知では「アカウンタビリティの遂行」とされている）。

このような観点から、親会社取締役は、子会社に対するスチュワードシップ責任を負う他の子会社株主（機関投資家）と対話する義務があることとする。

3. について

現在の東証一部上場会社の中には、株主数の減少による東証二部への指定替え回避のため、

すことが期待される役割・機能等についてどのように認識しているのかヒアリングを行います”とされていますが、社外取締役に対するヒアリングだけにとどまらず、社外取締役に十分な理解を促すため、貴取引所に強く要請していただきたく存じます。

自社の製品やサービスとの関連性がないか、又は希薄な株主優待を導入して株主数を増やした会社があります。

まず、自社に投資対象としての魅力がないという本来の問題を直視せず、このような方策で、コストをかけてまで形式要件を満たすことは妥当ではありません。そもそも、プライム市場の上場要件の株主数基準は緩和されますので、株主数の水増し目的で導入した上記のような株主優待には意味がなくなります。

上記のような株主優待にはコーポレートガバナンス上の問題や法令上の問題もありますが、最大の問題は、海外投資家が受領しても使用できないという点で、グローバルマネーの呼び込みを狙うというプライム市場の趣旨に反するということです。

4. について

流通株式の新しい定義に、取引先持株会が保有している株式は含まれません。取引先持株会（以下「取持会」といいます。）の目的は取引先との親睦を深めること²であり、取持会が取得する株式は安定株主作りを目的とするものです。また、取持会は定期的に株式買付けを行うため、取持会を設置している会社の流通株式は減少し続けることとなります。

弊社は、取持会は一定の流通株式を上場要件とするプライム市場の趣旨に反するものであるのみならず、政策保有株式の縮減を推奨するコーポレートガバナンス・コードの原則 1-4 の趣旨に反するものであると考えます。

以上

² 日本証券業協会「持株制度に関するガイドライン」（2018）

[https://www.jsda.or.jp/shijyo/minasama/mochikabu_mochitoushiguchi/mochikabuGL\(20180914\).pdf](https://www.jsda.or.jp/shijyo/minasama/mochikabu_mochitoushiguchi/mochikabuGL(20180914).pdf)