

市場区分の見直しに関するフォローアップ会議（第12回） 議事録

日時： 2023年10月11日（水）9時30分～11時30分

場所： 東京証券取引所 15階特別会議室

出席者： メンバーリスト参照

【菊池部長】

それでは、予定の時刻となりましたので、第12回の「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」を開催させていただきます。本日もどうぞよろしくお願いいたします。

それでは、さっそくではございますが、議事に入らせていただきたいと思います。まず、本日の議事について、ご説明いたします。

【池田統括課長】

本日もよろしくお願いいたします。

本日は大きく3つ議題がございますが、まず1つ目が、資料2でございますが、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」と「株主との対話の推進と開示」についてでございます。前回のご議論も踏まえ、今後の取組みの具体案についてご意見をいただければと思います。本日の議論の結果を踏まえ、速やかに実行に移していきたいと考えております。

2つ目は、資料3でございますが、先月末までに実施しておりました、プライム市場からスタンダード市場への市場区分の再選択の結果と、それを踏まえた経過措置適用会社の状況について、ご報告させていただきます。

3つ目は、資料4でございますが、プライム市場における英文開示の拡充に向けて、海外投資家のニーズや上場会社の取組状況も踏まえまして、ご意見をいただければと思います。

なお、資料5につきましては、プライム市場における女性役員の選任に係る規則改正の内容のご報告となりますので、会議の最後に簡単にご説明いたします。

以上でございます。

【菊池部長】

それでは、早速ですが、資料の説明に入らせていただきたいと思います。本日は、議題が3つございますので、それぞれのテーマごとに、ご説明とご意見を頂戴できればと思います。

それでは、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」及び「株主との対話の推進と開示」に関する今後の取組みについて、資料2に基づきご説明いたします。

【門田調査役】

それでは、資料2についてご説明いたします。

まず、前半が「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請についてです。

2ページで、前回の議論の内容をお示ししたうえで、3ページで、前回の議論を踏まえた今後の取組みの具体案について、大きく3点、お示ししております。

1点目は、前向きに対応を進めている企業の状況を「見える化」し、取組みを後押しする観点から、要請に基づき開示している企業の一覧表を公表してはどうかというものです。今回の要請では、開示を行う書類に定めはないものの、投資者のわかりやすさという観点で、開示を行っている場合には、その旨と閲覧方法をCG報告書に記載していただくよう求めているところがございますので、CG報告書の中で、こちらに記載した【資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応】というキーワードを記載している企業を抽出し、リスト化する想定です。

また、「検討中」という開示を行っている会社もおりますので、その場合には、先ほどのキーワードの後に「(検討中)」という記載を求めることとし、一覧表の中でも、中身まで開示している企業と分けて掲載したいと思っております。

こちらは年明けから開始する想定ですが、リストの公表に先立ち、要請の趣旨や留意点について、上場会社に改めて周知してまいりたいと考えております。

周知の内容としては、たとえば、PBRが1倍を超えていても、対応が期待されること、検討中とする場合でも具体的な説明が求められること、開示を行っている場合には、CG報告書にキーワードを含めて開示している旨を記載いただきたいことなどを想定しておりますが、そのほか特に強調して伝えていくべき点があるかなど、ご意見をいただけますと幸いです。

また、2点目の取組みとして、投資者の視点を踏まえた対応のポイントや、投資者の高い支持が得られた取組みの事例について取りまとめ、周知するということです。その際、企業の規模によって、たとえば、大企業の事例ばかりでは中小規模の企業には参考にならないということがあったり、PBRが1倍割

れでもROE・稼ぐ力が低くて1倍割れなのか、ROEが高くても成長性の評価などに課題があり1倍割れなのかなどによって、対応のポイントが変わってまいりますので、対応のポイントや事例も、企業の規模や状況に応じていくつかのパターンを作成できればと考えております。

また、3点目として、対応状況の集計と周知について、前回8月の会議で1度ご報告したところですが、同様の集計について、今後も半年に1回程度は公表してまいりたいと考えております。

続きまして、4ページ目以降が「株主との対話の推進と開示」の要請についてです。こちらも5ページで、前回のフォローアップ会議の議論の内容をお示ししたうえで、6ページで、前回の議論を踏まえた今後の取組みの具体案についてまとめております。

1点目として、企業の取組の参考となるような好事例を、年明けを目途に、紹介することを想定しております。例えば、経営者が率先して対話にコミットしている企業や、経営情報の開示やIR活動に積極的に行っているなど、対話に真摯に取り組んでいる企業について、経営者インタビューやセミナー等の形で取りまとめることを想定しております。また、こうした好事例の紹介と併せて、本要請の趣旨・留意点として、矢羽根のようなポイントについて、あらためて周知を図っていくことを考えております。

2点目として、上場会社と投資家の目線を合わせていくという観点から、投資家がどういった目線で対話・エンゲージメントを実施しているか、企業にどういった情報開示・IRを求めているかについて、実際の投資家の声をインタビューやセミナー等の形式で紹介していくことを考えております。

3点目として、これまで申し上げたような上場会社に対する働きかけと並行して、機関投資家サイドに対しても、今回の要請の趣旨を周知するとともに、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」なども踏まえつつ、積極的に対話をリードしていただきたい旨を伝えてまいります。

また最後に、対話・エンゲージメントの実効性を向上していく、あるいは、企業の情報開示・IR活動が適切に投資家に届くようサポートする観点から、企業と投資家の接点作りなど、取引所としてその他のサポートを行うことができるかについても、継続的に検討を行っていく想定です。

資料のご説明は以上ですが、本日は、こうした取組みについてどのように考えるか、要請の趣旨等の周知にあたり、特に強調すべき点はあるかといったことについて、ご意見を頂戴できれば幸いです。

資料2については以上です。

【菊池部長】

それでは、メンバーの皆様方からご意見を頂戴したいと思います。どなたからでも結構ですので、よろしくお願いします。

【熊谷メンバー】

各論に入る前に、総論的なお話について、一言だけ申し上げます。

先々週、官邸で岸田総理に40分間程度ご進講させていただいた際、資本コストや株価を意識した経営の実現を目指した最近の東証の取組み等についても、簡単にご説明しました。岸田総理は、9月下旬にニューヨークで講演され、我が国が資産運用立国を目指すという考えを世界に向けて強く発信されましたが、海外投資家が、日本企業が今度こそ変わるのではないかという大きな期待感を抱いていることを現地で実感されたご様子でした。

手前味噌ながら、資本コストや株価を意識した経営の実現を目指した東証の取組みが、海外投資家の日本企業に対する非常に前向きな見方を醸成することに、極めて大きな効果をあげてきたことは疑う余地がありません。資産運用立国の実現に向けて、本フォローアップ会議において、皆様と建設的な議論を続けていくことができればと思います。

以上のことを申し上げたうえで、各論に入ります。

資料2の3ページ目と6ページ目については、前回の議論を丁寧に反映して頂き、内容については、大筋において異論はございません。その上で3ページ目について4点、コメントをさせて頂ければと思います。

まず初めに、「開示企業の一覧表の公表」や「対応状況の集計・周知」を行うことで、企業の開示や取組みをさらに促進することは極めて重要な方策だと思えます。前回8月の会議後に、大和総研では企業とディスカッションする機会を持ちましたが、公表された集計を見て、「東証の集計対象に入らなければ」という意識が醸成された企業が数多く見受けられましたので、開示促進に大きな効果があったと認識しております。

本日の資料では一覧表の公表や対応状況の周知について、「年明けを目途」とされていますが、事前に明確な開始時期や公表時期を明らかにしてはいかがでしょうか。タイミングを明確にした方が、企業はそれに向けてしっかりと行動すると思いますので、開示のさらなる促進につながると考えます。

2点目は「要請の趣旨・留意点の周知」についてです。「周知のポイント」の矢じりマーク1つ目で、PBR1倍超の企業に「更なる向上に向けた取組みが期待される」とありますが、もう少し強い表現とすることをご検討ください。この取組みは要請であり、強制ではないものの、開示や進捗状況などを確認して、必要に応じて東証がさらなる要請を行う意思を明確に示されてはいかがかと思います。

3点目は「対応のポイント・取組事例の公表」の「投資者の高い支持が得られた取組みの事例」の取りまとめについてです。好事例を取りまとめることは有益だと思いますが、一方で『失敗の本質』という名著がいまだに読み継がれているように、失敗から学ぶことが極めて重要です。公表の仕方は細心の注意を払う必要がありますが、たとえば、架空の事例などを作り、投資家と目線がズレている開示・取組みを例示することも企業にとっては非常に有益だと考えます。

4点目も「対応のポイント・取組事例の公表」の部分ですが、「企業の規模や状況に応じていくつかのパターン」の取りまとめについてです。中小規模の企業と話すと、大企業の事例は参考になるが、自社でできそうな取組みとは距離があることが多いという声が聞かれます。それを踏まえると、状況に応じたパターンを示すといった形できめ細やかに対応することは有益だと思われま

す。ただし、このようなガイダンスは本要請の初期段階に必要なものであり、企業自身が創意工夫をしていくように徐々に促していかなくてはなりません。事例公表に関連することですが、東証が主催して機関投資家の声を企業に届けるためにセミナーを開くことも選択肢の一つになるかと思います。資料も有用ですが、実際に話を聞くとより一層理解が深まるということはよくあると思いますので、今後ご検討ください。

【小池メンバー】

前回の会合に残念ながら出席できなかったため、皆さまの議論のご参考として、実際に機関投資家としてエンゲージメント等の活動を行っている我々が、具体的にどのような活動を展開しているかというイメージとして、資料6を提出しておりますので、ご紹介させて頂ければと思います。

まず1ページ目ですが、機関投資家としての投資活動は大きく分けて3つあります。1つ目が運用における投資判断・投資先企業の選定、2つ目が投資後

のエンゲージメント、3つ目が投資先企業への議決権行使です。この3つのプロセスを一体運営することを通じて、企業の変革を促し、受託資産の運用パフォーマンスを向上させることが運用会社の役割となります。

投資判断におきましては、まず、投資を実行するのに十分な開示が行われている企業に投資をするというのがスタートとなります。運用会社として受託者責任を全うするためには、アセットオーナーに説明できることが最低条件となりますので、開示・IRが十分に行われていない企業については、投資をしたくてもできないということになります。この点はひとつ課題になってくるかと思えます。

次に、エンゲージメントは、持続的な企業価値向上を目的とした企業との建設的な対話ということですので、単なる会話ではなく、運用会社として考える投資先企業の理想像・あるべき姿についてしっかりと分析して、投資先企業にそれを理解していただく、お互い共有していくことで、そこに向けたマイルストーンをしっかりと設定して、管理していくということになります。そのため、業務のボリュームも非常に大きくなっております。

当社の体制としては、1ページのとおり、エンゲージメント推進室10名、企業調査を行う企業のアナリストにあたるグローバル・リサーチ部25名、議決権行使を中心とする責任投資調査部11名の合計46名がそれぞれのステージ・役割に応じて、企業との対話を行っております。

その上で、責任投資のハンドリングは責任投資委員会で行っております。また、1ページ目には記載されていないのですが、利益相反を監視して、その公平性を担保するために外部の有識者・社外取締役を含む、責任投資諮問会議という諮問機関が責任投資委員会のモニタリングを行っております。昨今ですと、金融グループの中の運用会社として厳重な利益相反の管理が求められておりますので、このような重層的な体制でエンゲージメントを行っております。

2ページに昨年の実績を載せておりますが、1010件のエンゲージメント活動、対象先企業は520社となっております。エンゲージメントの相手先としては、半数以上が役員で、社長が201件です。ご参考までに、当社のウェブサイトで私自身がCEOエンゲージメントということで、投資先企業のCEOの方と対談を行った内容も掲載しております。

エンゲージメントのテーマについては、事業戦略、財務戦略、ESG関連と幅広いテーマで議論をしております。資本効率については、財務戦略に該当しますので、会話の全体の15%程度と考えていただいていると思います。

総勢46名総がかりで、1010件、520社というのが現状で、ボリューム的には限界かと感じておきまして、我々の課題だとも認識しております。

3ページ目以降は、具体的な対話の流れを載せております。企業が特定できないように加工しておりますが、イメージ把握のための資料ということでご容赦ください。対象企業は、国内の製造業、時価総額が約5000億円の企業です。

まず、エンゲージメントのスタートですが、とにかくこの会社の理解・課題分析、そして機関投資家としてのゴールセッティングをするというところから始まります。ですから、アナリストが色々な分析をして、この会社がどうあるべきかというところをイメージとしてまず持ち、それを企業に投げかけて対話が始まるということです。

同社については、技術力やマーケティングは非常にしっかりしているものの、過去10年においては資本効率性が低下傾向にありました。その原因を特定したうえでの資本効率性向上への取り組みや意識も希薄でした。また、部門別では、特定の地域で国際競争力を失った低採算のビジネスも抱えていましたが、事業ポートフォリオの議論も行われておらず、開示も十分に行われているとは言えない状況でした。

アナリストはデータがないため、色々なデータを推計し、仮説検証を行いながら企業と対話をしてきました。3ページ目のエンゲージメントの流れにもありますとおり、2年近くかけて対話してきております。最初は長期の資本効率分析から始め、中期経営計画にROICの目標を開示すべきではないか、不採算事業をどう立て直していくかという対話を続けていましたが、中々ご理解が得られなかったため、社外取締役にもコンタクトを行いまして、我々が考えていることをお伝えし、社内で共有いただきました。

そのベースとなるのが、4、5ページ目の企業分析になります。こうした分析の内容を紹介させていただきながら、我々が考える同社の企業価値や、こういった事業を展開すべきではないかといったことを、対話として議論しております。

現在、我々のような運用会社はエンゲージメントのクオリティを厳しく問われています。対話と会話は全く違うと思っております。対話というのは、持続的な企業価値向上に資する対話ですので、やみくもに企業にアプローチをしていくということは運用会社の立場からは難しい面もあります。一方で、多くの企業と対話をしないと、日本の資本市場が活性化しないという問題意識も強くありますので、クオリティを高めながら、カバレッジを増やすということに大きな課題を抱えています。そこが日本の資本市場におけるネックなのかなと感じています。先ほどご紹介したように、46名で1010件、520社というのは、我々のひとつのベンチマークでして、これをどのように効率的に展開していくかというのが非常に重要だと思っております。

エンゲージメントというのは色々な定義があり、議決権行使だけでもエンゲージメントと捉える投資家もいると思います。ただ、我々としては、世の中が求めているクオリティの高いエンゲージメントとは、その企業と対話し、企業価値が上がるアドバイス・提案をコミュニケーションの中で継続的に提供していくことだと思っております。

そのうえで、東証の資料2に関して、3ページの「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を開示している企業の一覧表を公表することには賛成です。実は、開示状況のデータを見て一番がっかりしたのは、PBRが1倍超の企業の開示率が低いという点であり、ここが日本の資本市場の企業の意識の低さの表れなのかと感じています。一方で、開示状況は7月中旬の数字であり、総会对応含めて企業も忙殺されていた時期かと思っておりますので、その後の進捗も気になります。“要請の趣旨・留意点について上場会社に改めて周知”に記載の周知ポイントについては、しっかりと伝えていくべきだと思います。また、開示の都度、好事例についてもしっかりと出していただければと思います。

また、6ページについては、IRのインフラが整っていない上場企業も数多くあると思っておりますので、一体どういったIRを展開していくべきかといったコンテンツの事例なども、積極的に紹介していただければと思います。

蛇足ですが、昨日、日本証券アナリスト大会が開催され、アナリストによるディスクロージャー優良企業の選定・公表も行われております。新興市場からも3社、ディスクローズに関して大賞が選ばれておりますが、こういったアナリスト協会の取組みなども是非活用していただければ、もっと意義のある展開ができると思います。

現在は東証が中心となって議論していますが、ここまで議論が盛り上がってきますと、外部の協会などとの連携もメッセージの拡張性には役立つと思います。現在、私はアナリスト協会の会長をしておりますが、協会としても、こういった取組みに積極的に関与させていただけると、協会の社会的使命も果たせると思いますので、色々な外部の声というのをも積極的に活用していただければと思います。

【安藤メンバー】

資料2の3ページの取組みを加速させるにあたり、実務的な提案があります。具体的には、コーポレート・ガバナンス報告書のフォーマットそのものに「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」という項目を新設すると良いのではないかと考えます。

現在は、各社がそれぞれの形で、それぞれの場所に適宜取組状況を記載をしている状況ですが、大項目としてコーポレート・ガバナンス報告書に入れることで、東証としてあらためて要請の重要性を示すこともできますし、企業にとっても、投資家にとっても、各社の取組みを比較しやすくなるはずです。

【翁メンバー】

資料2の3ページについては、私も安藤メンバーのご提案は良いものだと思います。今回は、単にキーワードを記載している企業を抽出するというものですが、今後実質的なものにしていく必要があると思っておりますし、リストの公表にあわせて、対応のポイントや取組事例とパッケージで出すことで単にキーワードが載っているだけでなく、こういった対応が望ましいのかということが見えるようにしていくべきだと思います。

また、PBR1倍超の企業も、単に対応が期待されるというだけでなく、海外の企業のPBRがどうなっているかであるとか、そういったことも含めて、今の日本企業の立ち位置について啓蒙するようなメッセージがあった方がよいのではないかと思います。

6ページについては、やはり経営者・CEOが率先して対話しているかということ大事であり、その点がしっかりと伝わるのが重要だと考えております。

また、小池メンバーのご説明もありましたが、投資家に対するメッセージ発信もしっかりとやっていくことが重要と考えております。

【三瓶メンバー】

資料2の3ページの「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を開示している企業の一覧表を公表すること、また、「検討中」の企業について区分して掲載することについては賛成です。

現在、コーポレート・ガバナンス報告書を見てみると、対応しているかどうか非常に判別しにくいものがあります。例えば、コーポレートガバナンス・コードの原則5-2の説明箇所、「企業価値向上に向けた取組み」という開示のリンク先が記載されているものの、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」なのかどうか分からないといったものです。実際にリンク先を見ても、今回の東証からの要請への対応なのかどうか判別しにくいので、こういったキーワードを決めて、それを基に抽出いただき、企業に認識してもらうというのは非常に良い取組みだと思います。

また、周知のポイントの1つ目の矢ばねにある、PBR1倍超の意識づけが上手くできていないという点についてですが、運用会社がよく使う用語で、当

たり前過ぎて死語になっているかもしれませんが、「GARP (Growth at Reasonable Price)」という言葉があります。

これはまさに、PBRの絶対水準に注目するのではなくて、成長が期待されるとそれに比例してバリュエーションが上がっていくという観点です。

GARPラインに比べて、はるかに下回っている企業が多いということを明確に示し、対応のポイントのところで、そうしたことを理解して取組みを開示している会社と、そうでない会社を明確化していく必要があると思います。

その中でも、書きぶりがよいことを評価するというよりは、書きぶりが良く市場が持続的に良い反応をしたものを選ぶ必要があります。一過性のアナウンスメント効果で株価が上がったけれども、実力としての決算が発表されると再び落ち込むという事例も見られます。ですので、取組みがきちんと中身が伴っているものを選んだ好事例とすることが重要かと思います。

また、そうしたことをモニタリングにするために、半年に1回程度集計するというのは、良い取組みだと思います。

次に、6ページですが、事前相談の際の指摘について反映いただきありがとうございます。

追加の意見として、社外取締役との対話が、投資家側・企業側の双方で非常に重要になっていると思います。最近、日本のガバナンス改革が進んでいるといった場合には、必ず社外取締役の人数の増加、比率の上昇のチャートがまず示されますが、それによりどのような成果が上がっているかは見せるものがなく、全体としては社外取締役がそれほど機能していないということかと思えます。それを機能させるためには、投資家との直接対話が重要となります。

一方で、投資家側においても、社外取締役と何をどう話すべきか分かっていないことも多くあります。社外取締役とのミーティングは、経営陣とのミーティングとは全く違うものであり、アジェンダ設定から、何を言って良いのか、不適切なのかを整理することが重要です。先ほど、小池メンバーから事例の紹介もありましたが、どういう場面で社外取締役との対話が必要になって、そこで何を話すのかということ整理すると、資料にも記載がある「企業と投資家との接点づくり」にも役立つと思います。それにより、投資家も自信をもってアジェンダを設定して対話を申し込む、それを受けた企業も、安心してミーティングを受けられるといったように、活性化に繋がると思います。このような社外取締役との対話のアジェンダ事例を作成するとよいと思います。

【永見メンバー】

全般について違和感なく、周知をしっかりとさせていただくという前提で、ま

ずはやってみるというスタンスで良いと思います。

6 ページ目の「投資家の目線の紹介」については、投資家によってエンゲージメントや対話のスタンス、質に相当なばらつきがあるため、事例が一つや二つだけだとミスリーディングになる可能性があります。網羅はできないにしても、一定数は担保いただけると、発行体も多面的に理解することができます。

【松本メンバー】

「株主との対話の推進と開示」について、6 ページに「企業の取組みの好事例の紹介」とありますが、悪い例も紹介した方がよいと思います。会社名は無しでもよいので、悪い例も出すことにより、そのような会社に対してプレッシャーを与えていくことが効率的・効果的だと思います。

また、「投資家へのメッセージの発信」とありますが、永見メンバーもおっしゃったように、機関投資家によってエンゲージメントの量や内容に大きな差があります。当然ながら、発行体と投資家が資本市場の両輪であるため、投資家側の状況についても情報公開していくのは効果的だと思います。具体的には、こういうことをやっている、こういうことしかやっていないなど、投資家のスペクトラムやエンゲージメントの内容を分かるようにしていくことが考えられる。それが見えるようになると、投資家でもこれではダメだとプレッシャーが掛かるため、効果的だと思います。

「その他」に関係しますが、東証がウェブ上で目安箱のような窓口を設けて、発行体・投資家の双方から、対話・エンゲージメントにおいてこのような良いことあった、悪いことがあったなどの事例を投稿できるようにすると、東証から聞きにいかなくても情報が集まり、効率的になって良いと思います。

【神田メンバー】

3 ページの「開示企業一覧表の公表」のところで、「検討中」という3文字だけでは誤解を招く恐れがあるため、何年後にどうするかが分かるよう、工夫ができればしていただきたいと思います。

また、先ほどの安藤メンバーの発言の趣旨には賛成ですが、制度的な話として、企業行動規範の望まれる事項にも入っていないものに関して、コーポレート・ガバナンス報告書に記載欄を設けることについて、どう整理するかということは考える必要があると思います。今回の「お願い」は資料でも「要請」とされており、将来的に企業行動規範の望まれる事項に入れる方向で検討すべきだと思いますが、現時点では、企業行動規範の望まれる事項にはなっておりません。コーポレート・ガバナンス報告書には、コーポレートガバナンス・コードの原則に基づく開示やエクस्पラインの内容、企業行動規範の遵守すべき事

項・望まれる事項に関連した記載欄がありますが、今回の件に関して記載欄を設けると、さらに色々なものが混在することになります。このため、直感としては、企業行動規範の望まれる事項に入れたうえで、記載欄を設ける方が良いと思いますが、先行して記載欄を設けることに反対ではありません。いずれにせよ、コーポレート・ガバナンス報告書と企業行動規範の関係について、一度整理していただきたいと思います。

対話については難問ですが、今後の取組みについてはこのような方向でよいと思います。1点だけ、事例の公表に関して、単にエンゲージメント・対話を行ったというだけではなく、その結果どうなったのか、ならなかったのかというのを、企業の方で開示してもらえると好事例になると思います。野村アセットマネジメントの資料は良い事例を示していただいていると思いますが、企業の側からもエンゲージメントによりこうなった、ならなかったというのが開示されると良いと思います。

また、野村アセットマネジメントの資料の2ページで、2022年のエンゲージメントテーマのうち69%がESG関連ということですが、ESG関連でも、エンゲージメント・対話によってどうなったかという事例が示されるとよいと思います。一般論ですが、企業の側としても、テーマとしてESG関連が7割近くあるので、それによってどう変わったのか、変わっていないのかというのが、事例でよいので示されると、参考になると思います。

【小池メンバー】

おっしゃるとおり、単に対話をしましたと開示をするのではなく、対話の中身を開示したり、その後のパフォーマンスを開示したりしていくことも考えられます。どの企業にも受けてもらえるわけではありませんが、私どもが話している限りにおいては、対話の内容をパブリックに開示することについて前向きな企業も多くあります。

加えて、そもそもエンゲージメントとは何か、何のためにやるのかを、今一度周知いただければと思っています。昨今のコンテキストとしては、資本効率に焦点が当たりがちではありますが、経営に関する幅広いテーマがあり、そうしたテーマについて機関投資家として企業と対話を行うことで企業価値向上の役に立つ、そしてそれが日本の株式市場のためにもなるという、もともとの出発点を改めて周知いただかないと、資本効率性の開示を行っているから問題ない、PBRが1倍を超えているから問題ない、ということにもなりかねません。改めてその点は周知を強く行っていただければと思います。

また、永見メンバー・松本メンバーにご指摘いただいたように、機関投資家によってエンゲージメントのクオリティに差があるというのは事実であり、

我々が高いというつもりもありません。この点は、資産運用業界としても課題意識を持っており、各社がそれぞれ悩まれています。対応する人数が足りていない会社もあれば、エンゲージメントを行う先が少ないので対応できているという会社もあり、各社のスタイルによって異なるので、先ほど申し上げたように、このフォローアップ会議がここまで盛り上がってくると、たとえば機関投資家を集めた分科会を作り、機関投資家の総意を取るということも必要だと考えています。あるいは、企業はおそらく主幹事証券会社や投資銀行に相談していると思いますので、主幹事証券会社や投資銀行がどう考えているかのインプットを得ていくということも必要だと思います。また、アナリストのカバレッジの問題もあり、アナリストが全ての企業をカバーしているわけではなく、むしろカバーしている会社のほうが少ない中、アナリストとしてこの問題をどう考えるのかについても把握すべきです。この会議のメンバーが中心となって議論を行っていくということは今後も変わりがないとは思いますが、議論の幅を広げることで、より実効性のある議論が行えたり、我々の考えの浸透度が高まっていったりするように考えています。

【三瓶メンバー】

いま小池メンバーが仰ったことに全面的に賛成です。金融庁が開催している「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」においても、直近で同じ議論がありました。金融庁から非常に充実した資料が提出され、エンゲージメントについて投資家がどのような点で問題を感じているか、数多くの声が記載されていました。私はその席で、折角そういった声が集まっているので、それをどう解決していくのか、あるいはエンゲージメントの定義をどう定めるのかなどを、機関投資家が集まって議論していくべきではないかと申し上げたところです。

小池メンバーが仰ったように、そもそもエンゲージメントをどう捉えるのかを整理しないと、その果実を得る方向にはいかないように思います。日本でエンゲージメントを促進していくためには、何が目的でどういう種類がありうるのかを考える必要があります。企業も投資家もエンゲージメントをしたと開示するのであれば、それはどの種類に関してなのかを示してもらする必要があります。自分で定義を広げてあれもこれもエンゲージメントだと言ってしまえるということがないようにしないといけません。金融庁もこの会議にオブザーバーとして入っていただいています。これは東証だけの問題ではなく、より大きな問題として考えていくべきではないかと思っています。

【翁メンバー】

一言だけ、小池メンバーがご提出された資料6の2ページの右下には、事業戦略、財務戦略、ESG関連などエンゲージメントのテーマが記載されておりますが、これは重点が置かれたテーマを示すものであると理解しております。私たちが求めている資本コストや株価を意識した経営というのは、全てのテーマに関係するものであって、PBR・ROE・ROIC、資本コストなどを考えるということは、事業戦略を考えるということでもあり、長期目線でサステナビリティを考えるということでもあると思っております、そのメッセージは既に出してきています。エンゲージメントを行われる機関投資家においては、ぜひそうした視点でエンゲージメントにあたっていただきたいと思っております。

【黒沼メンバー】

私は、資料2の3ページと6ページに書かれていることを進めていくことに基本的に賛成ですが、そのうえで2点ほどコメントしたいと思います。

まず3ページに関して、取組み内容の記載にあたり、検討中である会社については「検討中」という言葉を付してもらうということについて、今の時点ではそれでいいと思っております。ただ、実際には何段階にも分かれているはずであり、どういう取組みをしていくかを決めたとはいえ実施もしている場合、決めてはいるもののまだ実施していない場合、まだ決めておらず検討をしている場合など、様々な場合が考えられます。ですので、最終的には、きちんと内容を見たうえで、どのように分類すべきか、東証に判断いただくことが望ましいと思っております。その目的は、取組み内容を決定・開示いただいたうえで、実際にその内容を進めていただくことにあります。

それから、先ほど神田メンバーから大変重要なお指摘がありまして、私も気になっていた点ですので、コメントさせていただきます。コーポレート・ガバナンス報告書に記載欄を設けて記載してもらうということに関してですが、企業における資本収益性や市場評価の改善が、そもそも、コーポレート・ガバナンスの話なのか、そもそも企業行動規範の話なのかを整理すべきように思いました。私の印象では、企業行動規範は、市場における企業の振る舞いについて望ましいこと・望ましくないことを定めたものであり、コーポレートガバナンス・コードは、投資家との対話を通じて企業価値を向上させていくにあたり企業側がどうすべきかということを決めたものとの理解です。本件は、どちらかというとなら後者に馴染む話であるように思いましたが、そうだとすると、(市場区分の見直しに関するフォローアップ会議とは別に開催している)コードに関するフォローアップ会議で議論をせず勝手に決めていいのかという問題もあります。

いずれにせよ、市場区分の見直しに関連して、企業価値向上のために東証が

望ましいと考えることを進めていこうとしている中で、取り急ぎ、それを確保するために、コーポレート・ガバナンス報告書にしっかりと記載をしてもらうということは良いことであるように思いますが、欄を設けてまで記載してもらうべきかという点は、今後の検討課題にはいかがでしょうか。

【熊谷メンバー】

コーポレート・ガバナンス報告書に記載してもらうという件について、結論から申し上げますと、私は記載してもらった方がいいように考えています。ただ、五月雨式に記載事項が増えるとキリがありませんので、企業行動規範とコーポレート・ガバナンス報告書の関係などに関する議論をしっかりと整理した上で、プライオリティを決めてから、コーポレート・ガバナンス報告書に取り込んでいくべきではないかと思えます。

【神田メンバー】

黒沼メンバーのご指摘に関連して、私も、企業行動規範とガバナンスコードの趣旨・位置づけについては、基本的には黒沼メンバーと同じ理解をしていましたが、ただ、この後ご説明いただく資料5にある女性役員比率の向上の件については、ガバナンスコードではなく企業行動規範に規定されています。本日でなくとも、どうして本件は企業行動規範に規定したのか、考え方をお聞きできればと思えますし、あるいは、今後、企業行動規範の全般的な見直しを行っていく際に、考え方の整理を行っていただければと思えます。

【菊池部長】

ありがとうございました。
続きまして、プライム市場上場会社のスタンダード市場再選択結果についてについて、資料3に基づきご説明いたします。

【門田調査役】

それでは、資料3についてご説明いたします。
まず、1ページが、スタンダード市場再選択の結果です。
本年1月に、経過措置の終了時期を決定したのに伴いまして、プライム市場上場会社に対して、審査なしでスタンダード市場に移行できる再選択の機会を設けたところですが、4月から9月の特例期間において、合計177社から申請がございました。
左下の流通株式時価総額別の選択状況をご覧くださいますと、スタンダード市場を再選択した企業の多くは流通株式時価総額100億円の基準に適合して

いない企業であり、流通株式時価総額が小さくなるほど再選択の比率が高くなっております。

一方で、すべてのプライム市場の基準に適合しながらスタンダード市場を選択した企業も14社見られております。

これら再選択を行った企業については、10月20日にスタンダード市場に移ることとなりますが、その後の各市場区分の社数は右下の円グラフのとおりで、プライム市場は1,659社、スタンダード市場は1,621社となる見込みです。

旧来の市場第一部からスタンダード市場に移った会社は、昨年の新市場区分移行時に338社、今回の再選択で177社おり、合計では515社、旧来の市場第一部の24%となります。

この後のスライドはご参考資料で、2ページでは今回の再選択に伴う市場区分変更後の時価総額の分布状況、3ページでは時価総額と流通株式比率別の選択状況、4ページでは市場区分変更後の経過措置適用会社の状況をご紹介します。

4ページのとおり、今回の市場区分変更後においても、プライム市場では115社、3市場合計では379社が経過措置適用会社として残ることとなりますが、このような経過措置適用会社の対応状況については、今後も継続的にモニタリングしてまいります。

ご説明は以上でございます。

【菊池部長】

只今ご説明した内容につきまして、ご質問やご意見がございましたら、お願いいたします。

【神田メンバー】

感想にはなりますが、結果的に状況（社数）としてはほぼ想定どおりであったと思っています。ただ、プライム市場を選択した上場会社の中には、心配はいらぬのかもしれませんが、流通株式時価総額が50億円を下回っている会社もあるとのこと。そういった会社には、今後どうするのかを東証側から問いかけてもよいのではないかと思います。

また、一番問題なのはスタンダード市場の経過措置適用会社であり、ほかに行先がありませんので、いずれ経過措置期間が終了となります。自己責任として放置しておいていいのかは論点であり、もし打ち手があるのであれば、早め

に手を打っておくといいいのではないかと思います。

【安藤メンバー】

資料3の1ページを拝見して、あらためて市場区分見直しの成果があったと受け止めました。その心は、誰かに強制されることなく、企業自らが移行先となる市場区分を選択したことにあります。私は常々、グッド・コーポレート・ガバナンスは、企業の自律／オートノミーが重要であると申し上げてきましたが、それがこのような形で果たされたというのは大いに意味があります。

加えて、この意思決定は、各社の取締役会で審議されたはずですので、副次的な効果として、取締役会の在り方、社外取締役の関与という観点からも意義があり、取締役会の活性化にもつながりました。少なくとも、スタンダード市場への移行を決心した企業には、様々な局面で良い効果が現れてくると、期待も込めて認識しています。

【永見メンバー】

資料3の4ページに関して、神田メンバーと同じ意見にはなりますが、プライム市場の経過措置適用会社が減った一方、スタンダード市場では経過措置適用会社が滞留しているというのは、市場運営のグランドデザインとして、想定どおりの結果だったのではないかと思います。

今後は、そのスタンダード市場の企業をどうしていくのかが重要であり、具体的には、たとえば地方の取引所との連携や、まだ先ではありますが、非上場会社になるにあたって必要なプロセスについて検討しておくなど、少しずつ準備を進めておくべきだと思います。現状、それを周知するタイミングではまだないとは思いますが、いざというときにコミュニケーションが取れるよう、準備をしておくことが大事だと思っています。

【翁メンバー】

今のご意見に近いのですが、スタンダード市場の経過措置適用会社に関しては、非上場化も含めて、事業やビジネスモデルの再構築が検討されるように環境を整えることが重要だと思っています。

【菊池部長】

ありがとうございました。

続きまして、プライム市場における英文開示の拡充について、資料4に基づき、ご説明させていただきます。

【中村部員】

資料4についてご説明させていただきます。

4ページ目は、プライム市場上場会社の英文開示の現状についてでございます。改訂コードの適用も踏まえ、プライム市場上場会社における英文開示の取組みは進展している一方、海外投資家からは、日本語との情報量の差、開示のタイムラグ、中小型株における英文開示の不足などについて不満の声が聞かれるところでございます。

5ページ目は、フォローアップ会議におけるこれまでの議論の振り返りでございまして、経過措置の終了にあわせて、英文開示を義務化する方針を1月末に公表しております。

6ページ目は、諸外国における英文開示の動向についてでございます。台湾や韓国では、段階を踏んで英文開示を義務付ける動きが進んでおります。

続きまして、海外投資家の英文開示ニーズとプライム市場上場会社の英文開示の実施状況について、データをお示しいたします。今回、海外投資家の利用状況や企業負担等を踏まえた検討に向けて、海外投資家、上場会社それぞれにアンケート調査を実施してございまして、8ページ目はその調査概要でございます。

次のページ以降がその結果でございまして、9ページ目では、書類別の状況をお示ししております。例えば、適時開示資料などで、投資家のニーズと企業の取組状況にギャップが生じている状況でございます。

10ページ目は、企業の取組状況を、時価総額別/海外投資家保有比率別に見たものでございます。左下のグラフで赤く囲んでおりますが、時価総額1,000億円以上とそれ未満との企業で、取組状況に差が見られるところがございます。

11ページから15ページ目は、書類の中の項目・情報別の状況をお示ししてございまして、11ページ目が決算短信、12ページ目が有価証券報告書、14ページ目が適時開示、15ページ目が招集通知についてでございます。

ここまでの書類の範囲についてでございまして、16ページ目は開示のタイミングについてでございます。多くの資料において、投資家のニーズと企業の取組状況との間にギャップがある状況でございます。

続いて、18ページ目と19ページ目は、英文開示の促進にあたって、上場会社から寄せられた意見をご紹介します。義務化の対象とする書類は優先順位をつけるべきといった声や、社内リソース等の関係で同時/同日開示が難しいといった声のほか、英文開示に関するノウハウを提供してほしいといった実務的な声が寄せられているところがございます。

こうしたことを踏まえまして、ご議論いただきたい事項を21ページ目に記

載しております。まず、総論として、やり方についてでございますが、海外投資家からは幅広い書類について高い英文開示ニーズが寄せられている一方、企業の取組状況は書類によって大きな差があることから、段階的に英文開示を拡充していくことが適当と考えられるかどうか、としております。例えば、プライム市場の全上場会社を対象に、投資家のニーズが特に高い書類について、優先的に義務化したうえで、投資家のニーズと企業の取組状況に乖離がある書類については、努力義務とするなどによって、企業の取組みを推進することかどうか、としております。なお、その場合に、時価総額や海外投資家保有比率に応じて程度の差を設けることも考えられるかといったことも視点としてお示ししております。続いて、各論になりますが、書類の範囲、開示のタイミング、義務化等の時期について、それぞれご意見をいただければと思っております。

以降のページにご参考として、英文開示に関する東証の取組を載せておりますが、説明は割愛させていただきます。

全般としまして、今回は英文開示について具体的に議論する初回となりますので、まずは幅広くご意見を頂戴できればと考えております。

以上でございます。

【菊池部長】

それでは、ご意見を頂戴したいと思います。よろしくお願いいたします。

【熊谷メンバー】

海外投資家と話す、日本企業に投資しない理由として英文開示が行われていないことを理由に挙げるケースがあり、非常に大きな機会損失があると感じています。特に、現状は、今回の東証の要請を踏まえて、多くの日本企業が変わろうとしている局面にあります。こうした変化の局面は投資家にとっては大きな投資チャンスになるはずであり、英文開示を通じてそうした情報を積極的に発信していくべきです。

英文開示資料に誤りがあっても罰則がないことを考えると、もちろん細心の注意を払わなければなりません。行き過ぎた無謬性に拘泥することなく、人工知能を活用した翻訳ソフトなどをうまく活用することが英文開示資料作成の有力な補助ツールになるのではないかと思います。個人的には、最近の翻訳ソフトは非常に質が高いと感じており、これを有効活用すれば、企業の英文開示率が飛躍的に上昇するのではないかと期待しております。

こうしたことを踏まえた上で、21ページ目の総論と各論について意見を述べさせていただきます。

英文開示の範囲は、9ページ目左図でも示されているように海外投資家から

「開示必須」とされる割合が高い決算短信、IR説明会資料、適時開示資料、有価証券報告書などを候補として優先的に義務化をしていくことが考えられます。有価証券報告書は他の書類に比べて一覧性が高い一方で、翻訳する分量が多いケースもあるので、海外投資家が期待する項目を優先的に英語化しても良いと思います。また、有価証券報告書のまま英語化することも考えられますが、よりビジュアルで分かりやすい資料にするために、英語化が求められる項目の内容をまとめたプレゼンテーション資料も認めるといった方策も一案です。これはグロース市場で求められる「事業計画及び成長可能性に関する事項」のような分かりやすい資料をイメージしています。

また、台湾や韓国のように企業の規模に応じて段階的に開示を義務化しても良いと思います。今年1月30日の東証資料では「経過措置の終了にあわせて、必要な情報の英文開示を義務化することを念頭」と書かれており、企業も準備しているはずなので2025年3月から段階的に義務化していくことが適当だと考えます。ただし、英文開示のノウハウを多くの企業と共有して、なるべく早く開示できるように取り組むべきです。既存の「英文開示実践ハンドブック」を改めて共有することも有益だと思います。

その際、時価総額や海外投資家保有比率に応じて、開示書類の種類に程度の差を設けることは控えた方が良いと思います。「グローバルな投資家との建設的な対話」というプライム市場のコンセプトがあるので、こうしたことに対応できる企業がプライム市場に上場すべきであると考えられます。

最後に、開示のタイミングについては、なるべく日本語資料と同時が望ましいことは言うまでもありませんが、資料の性質や段階的な義務化の時期によって分けることも検討しても良いのではないかと思います。例えば、決算短信、適時開示資料は即時性が求められる資料であり、11ページ目、14ページ目にあるように全ての項目において海外投資家の高い英文開示ニーズがあるため、公表タイミングは日本語と同時であることが望ましいと考えられます。

【永見メンバー】

プライム市場に対する義務化自体には賛成ですし、基本的には、熊谷メンバーと同様に、同日・同時であるべきだと思います。もし同時が難しいのであれば、同日以内というのが望ましいと思います。

意見が少し異なるのが、開示する書類についてでして、有価証券報告書は、発行体からすると英訳の負荷が高い一方、投資家のニーズはそこまで高くないと思っています。例えば、弊社を例に挙げると、海外投資家比率は40%程度ですが、実際に英文開示を行っているのは決算短信のサマリー、適時開示資料、決算説明会資料で、それ以上の英訳を求められたことは上場以来5年間あ

りません。こうしたことから、有価証券報告書の英文開示は追って必要にはなるかもしれませんが、優先度と言う意味では低いのではないかと考えています。

【三瓶メンバー】

総論について、プライム市場の全上場会社を対象に、投資家のニーズが高い書類について優先的に義務付けるということは同意します。一方で、それに続く文章についてはどうかと思っており、投資家のニーズが高く、企業の取組状況と乖離が大きいところほど、早く乖離を解消しなければならないと思います。また、海外投資家保有比率に依拠するというと、にわとりと卵になってしまい、これから海外投資家を呼び込みたいというときに、英文開示しなければ海外投資家を惹きつけられないので、この尺度は落とすべきと思います。

各論について、まず、私が把握している海外投資家の不満の最も大きいところは、情報がないというよりは、日本語との情報量の格差、タイミングの格差など、ディスアドバンテージがあるということです。そうしたことからして、9ページ目で目を引くのが適時開示資料です。79%の投資家が必要としているのに対して、企業の実施状況は48%となっており、これは適時開示という資料の重要さからすると極めて重大な乖離だと思います。また、16ページ目を見ると、投資家の88%が同時/同日の開示が必要としているのに対して、34%しか同時/同日開示を行っておらず、英語では適時開示になっていないということです。これは相当な問題だと思います。従って、こういった乖離の大きいところは早く解消する必要があると思います。

また、12ページ目に、有価証券報告書における重要な項目が挙げられており、従来こうした項目が指摘されていることは把握しています。ただ、経営上の重要な契約について、今後、個別分野における「重要な契約」の有価証券報告書への記載が求められることになるので、今までは「該当なし」が多かったので英訳のニーズがなかったのかもしれませんが、今後この部分のニーズも高まると思います。

15ページ目のデータには違和感を覚えました。英語以前に日本語においても、実際に事業報告や計算書類を読む必要があったのは、長年の機関投資家実務経験の中でも2回ほどしかありませんでした。決算短信では注記がない財務会計処理について、監査が行われる事業報告で注記を見つけるという場合などに限られ事例はあまり多くありません。通常の機関投資家のフローの中に、事業報告や計算書類を読むというのは入っていないと思うので、おそらく英文で見たことがない投資家が、そういうものがあるなら見てみたいとして回答した結果なのではないかと推測します。

14ページ目で適時開示の状況を項目別にまとめていただいておりますが、どの項目も非常に投資家のニーズが高いです。そのため、適時開示については早く手を付けてほしいと思います。また、金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ、その後の東証の四半期実務検討会の議論の中でも、適時開示が充実すれば、将来的に四半期開示を任意としても良いのではないかという議論があります。ただ、こうした状況を見ますとやはり適時開示への姿勢が低いと思いますので、より適時開示に対する真摯な対応を求める必要があるのではないかと思います。

英文にするのが大変だという声があるようですが、英語にすると遅延が起こるといえるのは言い訳にならないと思います。また、先ほど熊谷メンバーからソフトが進化しているというお話がありましたが、生成AIの活用を視野に入れたときには、もはや英訳という作業の問題ではないと思います。英訳自体は比較的簡単にできる一方で、それを公表する際に、完璧な英語というよりミスリードにならないように、伝達内容、意図、専門用語が正しく使われているか、重大な虚偽や瑕疵がないかなど、どこをチェックするのかということ体制として整える必要があり、英訳の作業がどうこうという話ではないと思います。企業側でも、マインドセットを変えなければならない部分があると思われました。

【安藤メンバー】

プライム市場上場会社として、英文開示が必至であるという原則は大前提として、経営情報の開示については、英文開示に限らず多くの課題を抱えており、あるべき姿と実体があまりにも違います。したがって、あるべき姿のみを念頭に議論を進めてしまうと、質の高い英文開示が促進されない懸念があります。ましてやAIで翻訳したものをそのまま開示するというのは、日本企業のマインドセットからすると無理があります。特に、企業側は会社法、金商法、任意の開示と、様々な開示を行いつつ、しかも年々開示項目も増えている状況ですので、開示資料ごとに優先順位を付けるのはマストであると考えます。もちろんガイドラインで示されなくとも、企業が自発的に英文開示をしたい、海外投資家を積極的に呼び込みたいというのであれば自主性に任せれば良いだけです。

したがって、21ページに記載いただいているとおり、段階的に進めていくという考え方は非常に重要ですので、私としては海外投資家保有比率でメリハリを付けられないか検討することを提案します。東証による調査によると、2022年度末における外国法人等の株式保有比率は30.1%、そしてプライム市場に限っても30.8%であり、これを目安として、海外投資家保有比率

が30%以上の企業は優先順位に従って英文開示を進めることをもって、不十分な英文開示に関して「山を動かしていく」ことが現実的であると考えます。

まさに手段であるはずの英文開示が目的になってしまっていて、結果として粗製濫造に陥ると、逆に海外投資家からの日本企業の英文開示に対する信頼は地に落ちます。十数年前からある話ですが、翻訳会社に外注してそのまま開示すると必ず齟齬が生じます。必ず社内において内容をチェックする必要があるので、企業は、その関連の実務に相当なプロセスと時間を要しているということを理解する必要があります。

そして、段階的に進めていかない限り、あるべき姿と現実の差は埋まりません。これは英文開示に限った話ではなく、三瓶メンバーから指摘があった適時開示の在り方などの議論も含んでいるので、英文化の必要性ばかりに焦点を当てると結果が出ない、あるいは良くない結果が生じる可能性があることを懸念します。この点については、慎重に詰めたうえで進め方を決めるべきですし、金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループとの連携も必須です。統一的に進めていくためにも、是非本フォローアップ会議が主導することが必要であると考えます。

【黒沼メンバー】

安藤メンバーからの指摘はそれぞれもつともだと思っており、それを理解したうえでの発言と捉えていただければと思います。投資家のニーズを踏まえて、またプライム市場のコンセプトに沿ってということからすると、英文開示は進めていくべきであり、まずは、決算短信、少なくともサマリー情報と適時開示についての英文開示を東証規則で義務化すべきだと思います。その際、適時開示については同時開示が望ましいし、現在東証で提供されている様々はサービスに従って取り組めば可能ではないか、現在は規則上で義務付けられていないのでこうした状況に留まっているのではないかと思います。ただ、適時開示について、14ページある株式及び新株予約権の発行等の中には、買収防衛策としての新株予約権の無償割当てなども含まれていると認識しており、プランによって相当複雑な内容になりますので、そういうものについては概要でもよいので英文で同時に開示をすることでよいと思います。他方、業績予想の修正について44%しか英文開示を行っていないというのは驚くべきことで、海外投資家には極めて不親切な制度になっていると思います。まずは東証の制度を改正して、英文開示の義務付けをすべきではないかと考えます。

【小池メンバー】

まず、なぜ英文開示が必要なのかという点について、とても良いタイミング

に我々はいるのではないかと思います。岸田政権において資産運用立国が掲げられ、「投資される国」を目指す発信されている中で、英文開示は「投資される国」になるための最低限の社会インフラであると思っています。その意味で義務化の方針には賛成します。ただ一方で、三瓶メンバーもおっしゃっていましたが、海外投資家がフラストレーションに感じているのは、情報の格差や大手の企業でも開示している企業としていない企業があること、また開示している企業でも開示している内容にバラつきがあるというところだと思います。バラつきはあることで市場全体の評価を押し下げてしまっている気がしており、まずはバラつきを統一していくことが必要だと思います。

一方で、すべての企業に求めるのはハードルが高いので、段階的に義務化を進めていくことがひとつ考えられると思います。どこから始めるかというのもポイントでして、海外投資家がユニバースとして考えている企業、指数で言うと、TOPIX500やJPXプライム150指数に採用されている企業は統一感をもった、レベル感の合った開示内容、クオリティを最初に義務化して、そこから広げていくことが、海外投資家の心証、日本の株式市場に対する評価の改善につながるのではないかと思います。また、その対象に入らない時価総額が大きい企業であって、海外投資家に保有されてしまっているような企業、例えばアクティビストに保有されている企業を何社か見ると、英文開示が行われていません。ただでさえ声の大きいアクティビストが日本企業の開示がないと声を上げると、レピュテーションリスクも背負うことになるので、データの正確性の問題はありますが、海外投資家の保有比率などに応じて推奨度を設けたうえで、義務化とは別の努力義務の枠組みで推進してはどうかと思います。一方で、三瓶メンバーもおっしゃっていましたが、これから海外投資家を呼び込んでいきたい企業が情報発信する場としては積極的に活用すべきですし、そうした企業が出てくるのが資本市場としては好ましいと思いますので、義務化/努力義務化の2つに分けて英文開示を要請していくことが好ましいと考えています。

【松本メンバー】

市場は世界に開かれているので、英文開示を推進していくことは当然だと思いますが、ややlost in translationというか、海外機関投資家が本当に何を必要としているのか、あるいは発行体側は何が問題なのかという点について、両側の事情や意見をもう少し詳しく丁寧に掘り下げて調べる必要があるのではないかと思います。例えば、海外機関投資家が何もかも英文で開示してくれと本当に言っているのか、もう少しニュアンスがあるのではないかと思いますし、AIを使って翻訳するというのは発行体だけでなく投

資家もできることであり、技術も急速に進歩している中で、両側が本当に必要としていることが何なのか、単なるアンケート調査ではなく、海外機関投資家を数社呼んで議論するなどの丁寧な掘り下げをしないと、総論は良いのですが、各論に入っていくと、労多くして功少なしくなってもいけないので、そのあたりの解像度を上げる必要があると思います。

【翁メンバー】

進め方が大事だと思っています。今回初めて海外投資家の7割以上が日本企業の英文開示について不満をもっているという声やニーズと企業の実態との差異がわかったわけで、これをプライム市場の企業がどう捉えるのか、どう考えるのか問いかけることが重要だと思います。アンケート調査結果を見ますと、なぜ英文開示をしなければならないのかといった認識をもつ企業もまだ多いようですが、海外投資家のニーズとの乖離があるということをしっかり受け止めていただき、マーケットに評価されるためには英文開示が必要であるというマインドセットの変化を促すことが重要だと思います。義務化されたからやらなければならないということではなく、やらないと企業経営としてまずいというマインドセットが大事だと思います。

やり方としては、松本メンバーから指摘があったように丁寧なリサーチが必要とは思いますが、東証としては、望ましい優先順位を早く出していくということだと思います。本日の議論を伺っていても、決算短信や適時開示については、同時かつ同じ量の開示が望ましいと思いますが、そういった望ましい順番を早期に示していったらどうかと思います。

また、19ページ目にあるように、企業に対して東証にできることは様々ありそうに思います。海外投資家の声をまとめるなど、こういった英文開示のサポートができるか検討したうえで実施し、そうしたステップも踏まえて段階的に義務化を進めていくべきではないかと思います。

【神田メンバー】

非常に難問で、安藤メンバーや翁メンバーがおっしゃったことは重要だと思います。

やり方としては、コーポレートガバナンス・コードのようにまずは形を整えてくださいとして、それはコンプライ・オア・エクスプレインとする方法が良いと思います。実際は質が伴わないと意味はないのですが、実態は徐々に進むという前提で申し上げます。段階的にしかできないとは思いますが、プライム市場のコンセプトとして、海外の投資家の投資対象になると宣言しているので、それと一貫する必要があり、コンプライ・オア・エクスプレインで良

と思うのですが、プライム市場の全上場会社は英文開示をするという「形」から入るべきだと思います。

書類の範囲について、適時開示資料について投資家のニーズと企業の取組状況に乖離があるのは非常にショックで、適時開示資料、決算短信、有価証券報告書といった法定開示書類が英文開示の対象のベースになるべきだと思います。その理由は以前も申し上げましたが、法定開示書類は、失礼な言い方にはなりますが、企業にとって都合の悪いことも開示しなければならず、一部だけ英文にするのでは企業にとってもリスクになると思いますので、最も詳細な法定開示書類である有価証券報告書の全文の英文開示を少なくとも目指すべきで、適時開示資料などについても同じことが言えると思います。

タイミングについても、形としては同時を目指すべきということになると思います。ただこれはトレードオフで、実際にできるかという問題がありますので、そのために、ひとつはAIやソフトの活用が考えられますが、先ほど安藤メンバーから指摘があったように機械翻訳をそのまま開示するのは企業側のマインドセットとして抵抗があるということであれば、松本メンバーがおっしゃったように投資家側もソフトは使えるので、そうした案内をするといった工夫が考えられると思います。もう一つは、有価証券報告書の全文を英文開示している企業が6%、かつ同日に開示している企業が2%ほどありますので、これらの企業にノウハウを教えていただいて、他の企業の参考にしていただければどうかと思います。おそらく企業秘密ということでもないと思いますので、教えていただくということは検討に値すると思いました。

【三瓶メンバー】

先ほど松本メンバーから発行者側と利用者側の実態の解像度が上がればというお話があったので、少し補足説明させていただければと思います。

15ページ目の招集通知の状況について、投資家のニーズと企業の取組状況の乖離だけを見ると、優先順位が高そうに思えます。ただ、実際どうなっているかという点、招集通知は議決権行使に必要な書類で、3~4週間という限られた時間の中で内容を咀嚼して行使判断をしなければなりませんので、企業が英訳するのを待つなんてことはなく、議決権行使助言会社が必要な部分を英訳してくれて、それに応じて対応することになります。英訳してくれるものが自動的にフローの中にデータとして入ってくるようにシステムに組み込まれていますので、英訳がないから困るということはありません。例えばこういったときに事業報告が使われているかと言うと、役員報酬の決定を代表取締役が再一任する場合に、それは問題であるとする投資家が事業報告の内容を読み取って、この場合には再任議案に反対しようといったような判断をするといった場

面です。この場合、フローとして、事前に議決権行使助言会社にフラグを立てて教えてほしいと伝えておくことで、議決権行使助言会社が英訳してくれます。全文を読めたほうが気持ちがいいということで、81%という数字になっているのかもしれませんが、実務上はそのように動いています。こういったことをひとつひとつ突き止めて理解したうえで、優先順位を考えることが解像度を上げるということではないかと思います。

【熊谷メンバー】

1点目は、神田メンバーがおっしゃったことに賛成で、プライム市場はこういう市場だという原理原則はしっかりと踏まえなければいけないと思います。

他方で2点目として、他のメンバーの皆様もおっしゃっていましたが、例えば、企業や投資家にきめ細かくヒアリングをしていくことも必要だと思いますし、当初は段階的に導入していくことや、小池メンバーがおっしゃったように義務化/努力義務化を分けるなど、実際の決定にあたっては現実を踏まえたいうえで、きめ細かく進めていかななくてははいけません。

3点目として、ソフトを使った英文開示の作成ですが、私は機械翻訳をそのまま出せるというようなことを申し上げているわけではなく、かなり事務負担の軽減につながるものであって、出てきたものを社内の専門家がポイントを絞ってチェックした上で発表するのであれば、作業量としては大幅に削減されるのではないかとということをお願いしただけです。

おそらく1点目と2点目に関しては、若干の温度差はあるにしても、大枠の方向性はメンバーの中である程度の一致が見られるのではないかと思います。

【松本メンバー】

本件とは関係がないのですが、今後のフォローアップ会議で何を議論していくのかが気になるころでして、東証でスケジュールを組まれています、会議で意見を聞いていただけるとよいと思います。ちなみに私は、支配株主の存在というのが様々な場面で問題になっており、例えば、資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応の要請に対応しない企業が多いといったことや、スタンダード市場を選択された会社に多いといったことなど、支配株主が存在する企業の問題は看過できないものがあると思われるので、そのあたりについてしっかり議論すべきと思っています。

【菊池部長】

ありがとうございました。

それでは、これもちまして、本日の会合は終了させていただきます。

最後に、資料5と次回の予定についてご説明させていただきます。

【池田統括課長】

本日も活発なご議論をいただきまして、誠にありがとうございました。

最後に、資料5について、簡単にご報告いたしますが、政府・女性版骨太の方針において、プライム市場における女性役員比率に係る数値目標等が示されたことを踏まえ、規則改正を実施し、昨日から施行しております。

背景としては、グローバルな投資家との対話を念頭により高い水準のガバナンスが期待されるプライム市場でさえ女性役員がいない企業が約2割に上る中、国内外の投資家はその投資判断において企業の女性役員比率を重視する傾向が強まっていることを踏まえたものでございまして、内容といたしましては、2030年までに、女性役員の比率を30%以上とすることを目指す。そのための第一ステップとして、2025年を目途に、女性役員を1名以上選任するよう努める。そして、これらの目標を達成するための行動計画の策定を推奨するというもので、こちらを企業行動規範の「望まれる事項」に入れております。

先ほどご指摘もいただいております、「望まれる事項」に入れた背景といたしましては、目標と現状との乖離がある中で、コンプライ・オア・エクスペインを求めたりCGコードに基づく開示を求めたりするのはなかなか難しいということで、そのような対応としております。いずれにしましても、企業行動規範については、CGコードとの関係も含めて、今後の議論のテーマとしておりますので、またご意見を頂ければと考えております。

また、次回のフォローアップ会議の議事につきましては、また事前説明でご相談させていただきます。よろしく願いいたします。

【三瓶メンバー】

いまご説明いただいた資料5についてですが、東証にもフィードバックが来ているのではないかと思いますけれども、海外投資家からは、「役員」という言葉の使い方について、法定の役員のことなのか、そうではない執行役員なども含むのかなど、定義が曖昧だとの意見が寄せられています。どういう機関設計の場合にどこまで含むのか、明確化を図るべきだと思います。資料には、「執行役員又はそれに準じる役職者を含むことができる」とありますが、「準じる」というのはよく分からないので、もう少しわかりやすい説明をすべきです。私も海外投資家から、準じるとはどこまで入るのか、会社が好きに決めていいのかなどと質問を受けることがあります。おそらくそうなのだろうと曖

味に回答をせざるを得ない状況にありますので、もう少しすっきりと定義を定めていただけるとありがたく思います。

【池田統括課長】

ご指摘の点は、会社によってはたとえばフェローと呼ばれるような方がいらっしやったりなど、個社によって状況が異なりますので、そうした方々も含まれるようにしたほうが、実態に即しているとのご意見を踏まえたものでございます。今後は、ご指摘いただいた点を踏まえ、出来る限りクリアな形になるよう、示していきたいと思っております。

【黒沼メンバー】

神田メンバーが先ほど指摘されたように、私も本件をCGコードの一部として規定しなかったことに大きな違和感がありました。先ほど、コンプライ・オア・エクスプレインには馴染まないとのご説明もありましたが、私はそうは思いませんでした。また、政府決定を受け、このような具体的な数値を企業行動規範として定めたという制定過程についてもご説明いただくべきかと思っておりますので、今後そうした場を設けていただければと思っております。

【池田統括課長】

ありがとうございます。承知しました。

【菊池部長】

それでは、以上をもちまして本日は散会とさせていただきます。本日もまことにありがとうございました。次回もどうぞよろしくお願いいたします。