

市場区分の見直しに関するフォローアップ会議（第5回） 議事録

日 時： 2022年12月28日（水）13時00分～15時00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（永見メンバー欠席）

【菊池部長】

それでは、予定の時刻となりましたので、第5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。本日は、年末のお忙しい時期にもかかわらず、お集まりいただきありがとうございます。本日もどうぞよろしくお願い申し上げます。

はじめに、本日の出席状況でございますが、永見メンバーがご欠席、熊谷メンバーと松本メンバーがオンラインでのご参加となっております。

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。

【池田課長】

前回の会合では、経過措置の取扱いについて集中的にご議論いただいております。ご議論を踏まえたうえでの経過措置に関する具体的な案につきましては、今後の会合でご議論いただければと思いますので、本日は、上場会社全体の中長期的な企業価値の向上に向けた取組を促していくための具体的な方策について集中的にご議論いただきたいと思います。

具体的には、資料2、資料3に基づきまして、（1）資本効率や株価に対する意識改革、（2）コーポレート・ガバナンスの質の向上、（3）英文開示の更なる拡充、（4）投資者との対話の実効性向上という4つの観点から、ご議論をいただければと思いますので、よろしく願いいたします。

【菊池部長】

それでは、さっそく資料に基づいて東証からご説明をさせていただければと思いますが、事前説明でもご説明しておりますので、説明は短めにさせていただきます。

【門田調査役】

それではお手元の資料2についてご説明します。

まず1ページでは、はじめにということで、これまでの会議の開催状況と第5回の検討内容を紹介しております。

この後の2ページから4ページでは、本日もご議論いただく中長期的な企業価値向上に向けた取組の促進という観点から、前回までのご議論をまとめております。事前説明でご説明しておりますので、本日は割愛させていただきまして、5ページまでお進みください。

5ページと6ページでは、本日もご議論いただきたい事項として、今後の対応の観点を大きく4点挙げております。それぞれについて、具体的な取組の案を記載しておりますが、そういった取組を進めるにあたり、留意すべき事項はあるか、また、そのほかに考えられる取組はあるか、ということをお伺いしております。

まず1. は「資本効率や株価に対する意識改革」です。これまでの議論では、経営における自律性をしっかりと機能させていくため、資本効率や株価に対する意識改革が重要というご指摘をいただいておりますが、このような意識改革を促すための取組として、aからdとして具体案を記載しております。

aからdの取組はそれぞれ関連してくるところですが、まずaは開示の話として、特にPBRやROE等が一定以下の上場会社に対して、投資者との対話に繋げていくという観点から、改善に向けた方針や取組の開示を促す、または義務付けていくというものです。

bは、そういった開示を促していくのに合わせて、取引所からPBRやROE等の一覧を公表することが考えられるかということです。

cは、上場規程の中に設けている企業行動規範に関して、上場会社としての責務という観点から見直す必要がないか、不足がないか、総合的に点検してはどうかというものです。

dは、そのほか、上場会社の意識付けとして、株式報酬制度の導入を促していくことや、資本市場に関する研修機会の提供や、事例の取りまとめ・公表などを、より積極的に行っていくということです。

2. は「コーポレート・ガバナンスの質の向上」です。具体的な取組として、2点、記載しております。

aは、エクスプレインが形骸化している企業が見られるというご指摘を踏まえて、東証において、エクスプレインを行うにあたっての留意点や事例の取りまとめ・公表をしてはどうかというものです。

bは、指名委員会や報酬委員会の実効性向上を促進していく観点から、各委員会の活動状況に関して、コーポレート・ガバナンス報告書等で開示されている内容に基づき実態把握を進めたうえで、その状況や事例を取りまとめ、公表してはどうかというものです。

6ページにまいりまして、3. は「英文開示の更なる拡充」です。

英文開示については、東証ではこれまでも、上場会社への動機づけや、ノウハウの共有といった観点から、様々な取組を進めてきたところで、プライム市場上場会社については、9割超の会社が英文開示を行っている状況です。

ただ一方で、書類別に見ますと、必要な情報の開示はまだ不十分で、海外投資家からは依然として改善を求める声が寄せられている状況です。

その中で、まず①は、プライム市場において、英文開示をさらに進めていくといった観点から、経過措置の終了時期なども見据えて、将来的に英文開示を義務付けていくという方向性について、どう考えるかを伺っております。また、その際に、優先的に取り組むべき書類などについても、併せてお伺いしております。

②は、その他の市場区分、スタンダード市場やグロース市場においても、英文開示は重要というご指摘を踏まえまして、これらの市場区分における英文開示の促進の在り方について、お伺いしております。

最後の4. は「投資者との対話の実効性向上」です。

まず、①は、上場会社側の対応として、投資者との対話を促進していくという観点から、対話の実施状況等について、例えばコーポレート・ガバナンス報告書などにおいて開示を促す、または義務付けるということでございます。

②は投資者側の話ですが、対話の担い手について、クオリティを保ちつつ、裾野を拡大していくため、取引所として取り組めることがあるかをお伺いしております。特に、企業年金などのアセットオーナーにつきまして、企業との対話への意識・関心を高めていくための取組が考えられるかという点もお伺いしております。

資料の本編としては以上でございまして、別冊の参考資料では、ご議論いただきたい事項に関連するコーポレートガバナンス・コードの原則や、これまでの東証における取組、諸外国の取組、そのほか各種データなどをご紹介します。

りますので、適宜ご参照いただければと思います。

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が、本日は論点が4つございますので、2つに分けて、まず、資料5ページの資本効率や株価に対する意識改革、コーポレート・ガバナンスの質の向上についてのご意見を頂戴できればと思います。英文開示の更なる拡充、投資者との対話の実効性向上については、後ほどあらためてご意見を頂戴するお時間を設けさせていただきます。

ご発言の際には、挙手いただければ、私のほうからご指名させていただきます。オンラインでご参加の方がいらっしゃいますので、はじめにお名前を言っていたいたうえで、ご発言いただければと思います。オンラインでご参加の熊谷メンバーと松本メンバーは、ご発言を希望される際は、チャットにてその旨をご入力ください。

それでは、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】

今回の議論では、市場の新陳代謝を促進する力を高めつつ、個々の上場企業の企業価値向上のに向けた取組を促すことが極めて重要だと考えています。それを踏まえて、各論点について意見を申し上げます。

資本効率や株価に対する意識改革については、上場企業が自ら資本効率の改善などに取り組むための環境や仕組みを作るために、資料2の5ページ1. ① aからdの取組の実施に向けて迅速に検討を進めることは適切であると考えます。特にa（開示）の取組は、PBRが継続して一定以下の企業に対して、企業経営の自律性を機能させるために、効率的な施策であると思います。東証が主な開示の記載内容を定め、内容の良し悪しという視点ではなく、投資家の投資判断に必要な情報が揃っているかという視点において、開示の内容をチェックしてはどうかと考えます。さらにその開示に基づいて、投資家との対話を継続し、取組の進捗状況を開示させていくことは、上場企業の自立性を高めるうえで必要なプロセスであると思います。

また、2025年1月にTOPIXの更なる見直しが行われる予定です。T

OPIXの構成銘柄の入替えの検討において、PBRが一定以下の上場企業が、資本効率・収益性の改善に向けて取り組むように、JPX総研において議論を進めることも一案であると考えます。

コーポレート・ガバナンスの質の向上について、資料2の5ページ2. ①aやbのように事例を取りまとめることは、上場企業のコーポレート・ガバナンスの質の向上を促していくために有意義であると思います。それに加えて、上場企業のコーポレート・ガバナンス報告書の内容を東証において確認することが考えられます。例えば、コーポレート・ガバナンス報告書において、「検討中」とされている項目について、次年度以降の状況を継続してチェックすることが望まれます。しかし、東証が一律の解釈を示して原則のコンプライに該当するか否か、エクस्पラインの内容が十分か否かを判断することは、コーポレートガバナンス・コードのプリンシプルベースアプローチの下では適切でないと思われれます。それらの点については、上場企業と投資家との間の建設的な対話の中で解決する必要があると認識しております。

【小池メンバー】

我々は機関投資家ですので、投資家としての視点と、上場している企業が果たすべき責務という2つの観点で意見を申し上げます。

まず、PBR1倍割れという状態は投資家として憂うべき状態であり、早期に解消してほしいと思っておりますが、投資において企業を判断する際には経営指標と株価指標の2つのセグメントで見ることがあります。ROEなどの経営指標については、企業の自助努力で改善することができる一方、株価指標は市場で決まるものなので、ベンチマークを設定してドライブをかけていくことは慎重であるべきと思います。投資家として求める水準としてPBR1倍ということではなく、1倍以上の企業には2倍、3倍になってもらわないといけませんし、そうした全体の底上げを考えていくような市場競争力を高める施策を考えることが本質的な課題だと思っております。エンゲージメントで企業と対話する中で、二極化が進んでいるように感じています。資本コストを把握して、それを上回る事業ポートフォリオをつくることで、結果的にPBRや株価が上がっていくということを理解している企業もあるものの、プライム市場の上位数%~数十%というレベル感でして、問題はそれ以外の企業にあります。こうした企業に焦点を当てるといよりは、市場全体として、経営者が自社の資本コストどれくらいと考えていて、どういった事業にアロケーションをしてどういったリターンを得ているか、その評価・株価に対して経営者がどう考えて

いるかを開示していただけると、対話のきっかけになりやすくなるのではないかと考えています。以前に本会合でもお話ししましたが、必要なのは経営者のキャピタルマーケットリテラシーですので、開示していただくことがリテラシーを上げることになり、そのための研修をしていくことが必要と思います。それに応えられない企業には退出してもらわなければならないと考えています。加えて、新規上場審査においても、一定水準のリテラシーは経営者に求めるべきだと思います。

コーポレート・ガバナンスについては、社外取締役の数や女性取締役の数など形式的には徐々に整いつつありますが、まだまだ実質的な課題が多いと考えておりました。実質を高めていく第2ステージに入ってきたと思っています。そのため、企業に求めるというより、投資家に求めていくことが適切ではないかと思っています。最後に、エクスプレインにおいて「検討中」としている企業について、市場の規律を考えれば放置してはいけないので、明確な回答をしっかりと求めていくことから始めるべきと考えます。

【安藤メンバー】

2点コメントをさせていただきます。

資本効率や株価に対する意識改革に関して、コーポレート・ガバナンス強化、あるいは企業価値向上には、企業経営者の自律/オートノミーが最も重要であると認識しています。そして、自律/オートノミーの質を高めるためにも、1. ①a（開示）はぜひやるべきです。その方法論としては、コーポレートガバナンス・コードの改訂時に盛り込むという考え方もありますが、次回のコード改訂は先になりますので、上場規程あるいは施行規則の中で開示を促すのがよいと考えます。その際に、やはり市場が目しているのはPBRです。当然、PBRは変化するため具体的な基準については議論する必要がありますが、開示を求めることで投資家との対話の促進につながりますし、投資家が日本企業を見直す大きなきっかけになると期待しています。ただし、義務付けとするのか任意とするのかは議論を要しますが、私としては自律/オートノミーを高めるという観点から、プリンシプル・ベースで開示を求め、企業が自社に適した企業価値向上の具体的な方策について公表するのが一番よいと思います。

次に、コーポレート・ガバナンスの質の向上に関して、①bについてコメントをさせていただきます。当社オムロンは監査役会設置会社ですが、2000

年に人事諮問委員会、2003年に報酬諮問委員会、2006年に社長の選解任に特化した社長指名委員会の3つ諮問委員会を設置しており、委員会の内容をさまざまな媒体で詳細に開示しています。一方、企業全体でみると、資料3の16ページにあるとおり、すでに8割の企業が任意の指名・報酬委員会を設置しています。これは、あきらかにコーポレートガバナンス・コードの効果ですが、各諮問委員会がどのように運営されていて企業価値向上に貢献しているのかについて開示されていないケースが多く、中にはメンバーすら公表していない企業もあります。これでは、指名・報酬諮問委員会が形だけになってしまっていると言わざるを得ないので、活動実態の開示を促すことは必要であると考えます。

【松本メンバー】

ROEやPBRの指標については、ブルームバーグなどの媒体で誰でも簡単にわかるものなので、一覧を出す意味はないと思います。逆に、東証としてアクションを起こす際に、それってみんな知っているよねということをやってもかえって軽く見られてしまうのではないかと思うので、指標の一覧の公表については慎重であるべきと思います。

コーポレート・ガバナンスについて、実際にエンゲージメントで企業の社外取締役にアクセスしようとする、しっかりとした経歴の方でも、「社外取締役なので投資家とは話せない」と言われることが、数回ではなく、そこそこあります。社外取締役は本来、株主の利益を守るためにあるものですし、経済産業省のガイドラインにおいても、社外取締役は進んで株主と対話すべきと書かれているにも関わらず、誤解されており、またこの誤解がまかり通っているように感じます。上場企業の社外取締役に対して、社外取締役心得のような簡単なハンドブックを作ったり、東証のウェブサイトにも社外取締役に期待される役割を記載したりなどの啓発活動をしたほうが良いと強く思います。先ほど申し上げたような誤解をされているケースや、あるいはCEOから、投資家からアクセスがあった場合には話さないように言われているケースもあるようですが、そういったことも踏まえ、社外取締役は何を期待されているのかというところについて、積極的に啓発活動をすべきと思います。

【三瓶メンバー】

フォローアップ会議の大事なポイントとして、3つの市場区分をどう生かすのかという論点があります。3つの市場区分を有効に利用して、どのようにそれぞれの活性化を促すのかというときに、最初から市場区分ごとに切り分ける

のは適切でないと思います。市場に求めることは区分に関係なく一緒であるものの、どの程度強く求めるかにグラデーションがあるということであり、絶対にやるべきということから、優先順位が異なるもののでできればやってほしいというようなことを、うまく伝えていくべきと思っています。

すでに多くのメンバーがおっしゃっていますが、残念ながら、上場会社の取締役の上場責任の自覚が足りない、また資本市場を活用しているわりには関心が薄いという印象を持っています。一番驚くのは、こんなに頑張っているのに市場が評価してくれない、あるいは市場が見てくれないと言う企業です。大抵のケースでは市場はきちんと見ており、見たうえで評価ができないのだとダメ出しされていることに気づいていない状況を解消しなければならないと思います。

具体的な取組について、1. ①aについては、企業価値の定量的なドライバーは資本収益性と成長性の2つですが、資料に記載されているのは資本収益性に関する取組ばかりです。これまでのガバナンス改革でも、資本収益性を上げようというメッセージが打ち出されており、あたかもそれだけが目標のように聞こえてしまったのではないかと思います。もちろん、資本収益性を達成しないで成長性に舵を切ると毀損していくので、順序がありますが、いつまでたっても資本収益性だけにこだわっているのが問題です。こういったことの説明をしないとイケないのではないかと思います。その際に、スタートアップは、ビジネスモデルを確立することが優先されるので、場合によっては成長性を先に捉えてビジネスモデルを確立したうえで、徐々に資本収益性を確保するということをあえて言ってあげるなどの説明をしながら何をやらなければいけないのかということ伝えていかななくてはならないと思います。

PBR 1倍割れは、いわば市場から落第点をもらっているということなので、改善にコミットメントをしてくれないと困りますし、5年などでは長すぎて、2年くらいでできると思います。

bの指標の公表については、松本メンバーがおっしゃったとおり、だれでも取得できるものなので、一覧を公表するにしても、改善に向けたコミットメントもあわせて公表しないと意味がないと思います。また、時価総額順に並べるのはミスリーディングだと思います。クオリティの話をしているので、ROEやPBR順、かつ市場区分は全体にすることで、一般に優良企業とされている企業の指標が低いといった実態が見えてくるのではないかと思います。

cの企業行動規範は、2007年の制定以降、2015年にコーポレートガバナンス・コードの制定により受託者責任が明確に書かれたことや、2021

年の改正会社法で社外取締役の設置が義務化されたことで、社外取締役の役割が明確化されたと認識しています。また、2018年のコーポレートガバナンス・コードの改訂後は、資本コストが前面に出されている状況にあります。こうしたことを企業行動規範にあえて書いていく必要があるのではないかと思います。

dの株式報酬制度の導入は一般論としてはよいと思っておりますが、改善に向けたコミットメントと連動していないと意味がないと思っております。株式報酬制度が導入されてきた中で、さまざまな報酬体系が議論されてきましたが、結果的にはPS型（業績連動型）のものがほとんどです。なぜそうなのかというと、PSとRS（譲渡制限付株式）の意義・目的の違いが理解されていないからであり、ただ株式報酬制度を導入すればいいということにすると誤解が増幅されてしまうのではないかと懸念しています。

2については、あらためてなぜコンプライ・オア・エクスプレインなのかを説明する必要があり、コーポレート・ガバナンスの目的を達成するならば、達成方法については自由度が認められているということ、相手に伝わらないとエクスプレインではないということをつまみ砕いて説明する必要があると思っております。

bの指名委員会・報酬委員会については、来年度から有価証券報告書において活動状況や開催頻度等が開示されることとなりますが、もう少し積極的に説明する姿勢を後押ししてあげるような説明をしてもよいのではないかと思います。例えば、社外取締役が中心となって改善・改革をリードしているのか、指名委員会・報酬委員会だけでなく特別委員会を作ることもある中で社外取締役がどのように機能発揮しているのか、事務局案にコメントするだけになっていないか、必要な情報提供を求めているかなどといった表現してほしいことをつまみ砕いて説明する必要があるように思います。

【黒沼メンバー】

まず総論的には、企業価値向上の取組を促進するにあたっては、企業行動規範やコーポレートガバナンス・コードとの関係性を整理しておく必要があるのではないかと考えています。東証の企業行動規範は、上場会社が法的には許されていても一般投資家保護の観点からはしてはならない、すべきではない行為を示したものであり、違反に対する制裁を伴うという規範的な内容を有している点に特徴があります。また、コーポレートガバナンス・コードは、形式的には企業行動規範の中に組み込まれていますが、コーポレート・ガバナンスの観点からベストプラクティスを示したものであり、その価値基準としてステーク

ホルダーとの協働による中長期的な企業価値向上が据えられているという点に特徴があります。

これらに照らして、今回の資料に掲げられている事項についても検討すべきではないかと考えております。今回、取組の候補に挙げられているもののうち、まず、1. の資本効率や株価に対する意識改革については、投資家に対する上場会社の経営責任を意識したものであり、これまで企業行動規範やコーポレートガバナンス・コードにおいては取り上げられてこなかった施策ですが、今回、取り上げるにふさわしいものであると思います。具体的には、PBRやROEなどに着目して、資本効率・収益性の改善について企業に取組を促し、それを東証が点検する手法が望ましいのではないかと考えています。PBRやROEの数値自体を公表することには、私も意味がないと思っていますが、それを意識した経営の改善計画を開示させ、かつ、その後、どの程度確認するのかはさておき、東証が点検していくことが必要なのではないかと考えています。

それから、株式報酬制度の導入の推奨について、企業が具体的に何をすべきかを明確化する点ではよいと思いますが、現在の株式報酬制度は、経営者の退任後に受け取れるものもあり、経営努力のインセンティブ付与の観点から効果的なものなのかどうかは疑問に思うこともあります。これだけを取り上げて推奨するのはいかがなものかと考えております。

2. のコーポレート・ガバナンスの質の向上は、継続した課題ですが、今般、市場区分とコーポレートガバナンス・コードの対応関係が明確化されたことを踏まえ、実質的な遵守状況を問うていくことが必要になると考えます。特に任意で設置された指名委員会・報酬委員会はコーポレートガバナンス・コードでその導入を推奨していることから、東証において、単に書面上のチェックだけではなく、聞き取り調査などで実態把握に努め、任意の委員会が機能していない場合には、個別に改善を促すことが求められるのではないかと考えております。

【神田メンバー】

PBR・ROEの件について、海外投資家と話した際の感触を極めて大雑把に言えば、日本企業に収益の改善や成長性は期待されていないように見受けられます。ROEが高い会社に対しても、自分で投資機会を見つけるので持っている資金を配ってくれればいい、事業資産を売ってその対価を配ってくれればいいという投資家が多くいらっしゃいます。投資家がそういう見方なのでPBRも低く、悪循環に陥っているように思います。

私もPBRやROEの数値自体を公表してもあまり意味はないと思います
が、自社のPBRやROEについてどう考えているのかは、ビジネスモデルと
表裏一体なので、もちろん改善計画があればそれも含めてということになりま
すが、その考えやそれを踏まえて投資家とどのような対話をしているのかを開
示してもらうなど、東証として一押しできることがあるはずだと思います。

それから企業行動規範は策定から15年経っていて、若干の修正は入ってい
ますが、全体的に点検をしていただいて、あわせて実効性確保措置についても
そのメリハリを含めて検討いただければと思います。

株式報酬制度については、資料上は導入の推奨とありますが、今日の論点か
らすれば、何に連動するかということが重要と思われる。これは大きなテー
マなので現時点では一概に言いにくいものの、施策としてその検討をしていく
ことはよいことだと思います。

コーポレート・ガバナンスについては、プライム市場とスタンダード市場の
上場会社には、コードの83の原則のすべてについて、それに対するコンプラ
イ・オア・エクスプレインを行うことが企業行動規範上の遵守すべき事項とさ
れていますので、コンプライもエクスプレインも行わないと上場規則違反であ
り、実効性確保措置の適用対象となるというのが東証の規則上の体系ですが、
実際にはエンフォースに問題があるということかと思えます。策定は2015
年であり、今日まで十分に日が経っている訳ではないため、まだ助走期間と言
えるかもしれませんが、それでも7年は経ったので、まずは適切にエクスプレ
インをしていない事例について、資料にあるような事例の公表といった形でい
いとは思いますが、対応が適切に行われなかった場合には対処するという姿勢をそ
ろそろ示すべきだと思います。

委員会の件は、先ほどもご説明があったように、有報における開示事項とな
るため、それを受けて状況や事例の取りまとめを行うことは良いことである
と思えます。ただ、会社によって状況は異なり、法定の委員会と任意の委員会
では役割などにずれがあります。任意の委員会の推奨を行うこととしたのは20
18年のコーポレートガバナンス・コード改訂時ですが、法定の委員会につい
ては株主総会に提案する取締役の候補者の決定がその役割とされているのに対
し、コーポレート・ガバナンスの文脈ではCEOのサクセッションプランの策
定に焦点が当てられていたため、ずれが生じています。任意の委員会が実際
にどちらの機能を担っているのかあるいは両方ともなのか、法定の委員会
がサクセッションプランの策定も任意に担っているのかなど、まずは実態把握
や活動

状況を確認し、公表していくということが良いと思いますが、それを踏まえ、改善を促すべきことがあれば促していくべきだと思います。たとえば指名と報酬を一つの委員会で対応している場合もあつたりと、会社によっても状況は異なりますので、何をどのように促していくべきなのかも会社ごとに異なるかとは思いますが、今後焦点を当てていくべきテーマだと考えています。

【翁メンバー】

PBR 1 倍割れの問題は、日本企業の経営者が資本コストの重要性を十分に理解していないことが主要な背景であると私も思っています。上場している以上、資本コストを上回る資本収益率が求められるという認識を上場企業経営者がしっかりと理解できるように、意識改革を促す取組をお願いしたいと思います。その意味では、企業の取締役会で、資本コストの考え方や、ROE・ROIC・ROAなど資本の生産性についての自社の考え方を議論していただき、PBRが1倍を割れていたり、これらの資本効率の指標が極めて低かったりする会社には、経営者がその改善のためにどういう方向性で経営を改革していくのかという点について、開示によりコミットしてもらうことが重要と思っています。この点は、プリンシプル・ベースで、自律を求めることが重要だと思います。そして、東証には、それを投資家との対話に結び付けるための環境整備をしていただくことが必要であると思います。

安藤メンバーから、(第三回の会議で)サステナビリティ経営として、資本コストを重視した経営についてお話をさせていただきました。サステナビリティ経営という言葉は最近よく言われておりますが、その中身として、まずはROICや資本コストを意識した経営が行われていることが必要な条件であり、そしてその上にESG、サステナビリティの話があるという順番を理解していただくことも重要であり、経営者の意識改革を促す一つの具体例として紹介していただくことも考えられます。

日本企業は例えば現金保有比率が高いということがよく言われますが、これも資本効率の軽視に起因すると思っております。資本コストや資本収益率の考え方を定着させていくことで、経営の色々な課題を考えるきっかけにさせていただき、経営改革が進むような枠組みを考えていただきたいと思います。私は、経営者の方に特に資本コストと資本収益率の関係を理解していただくことがまず重要だと思っているので、資料2の5ページの1. ①cの取組(企業行動規範等の点検)も必要ですが、aの取組(開示)を起点に意識改革、経営改革を考えていただくことが良いと考えています。

また、コーポレート・ガバナンスの質の向上の観点から、資料に記載のご提案について、質を高めるために好事例の取りまとめ・公表をすること自体は良

いことだと思えます。英国ではレギュレーターであるFRCがその取りまとめを行っており、内容は参考になりますが、それとは立場が異なる東証がどのように行うのが良いのかはよく検討したほうが良いと思えます。ただ、こうした好事例をしっかりと出していくことは大変良いことであり、委員会の活動状況についてのベストプラクティスの紹介も役に立つと思っています。

【菊池部長】

ありがとうございました。委員の皆様からひとつお聞きご意見を頂きましたので、続いてのテーマに移りたいと思えます。英文開示の更なる拡充、投資者との対話の実効性向上について、ご意見を頂戴できますでしょうか。

【熊谷メンバー】

3. ①（プライム市場における英文開示）について、プライム市場のコンセプトを踏まえれば、外国人投資家が必要とする資料のタイムリーな英文開示を検討すると同時に、その利用状況を踏まえて将来的な義務付けを考慮していく必要があると思えます。資料3の25ページにデータがありますが、まずは投資家が必要とする割合が高い決算短信から英文開示を進め、利用状況を踏まえながら、IR説明会資料、適時開示資料、有価証券報告書の英文化を進めていくことが一案となります。有価証券報告書の英文開示については、金融審議会・ディスクロージャーワーキンググループ報告でも指摘されているとおり、全体の英文化は相当な作業が必要となるため、利用ニーズが高い項目を対象に実施することが考えられます。

②のスタンダード市場、グロース市場については、そのコンセプトを踏まえれば、全ての上場会社ではなく、業務上の観点、IRの観点などから必要と考える会社に取り組むべきものです。ただし、上場企業を取り巻く環境は変わりますので、開示に係る海外の規制環境やそれに基づく海外投資家の行動変化などを東証から情報発信し、英文開示を促進していくような取組を行うことも考えられます。

4.（対話の実効性向上）については、プライム市場の上場会社は、コンセプトに基づき、投資者との対話に積極的に取り組むべきであり、対話の実施状況の開示を義務付けることが考えられます。スタンダード市場やグロース市場においても、投資者との対話に積極的に取り組む重要性には変わりはないため、開示を促していく必要があると思えます。

特に本日の前半部分でご指摘がありましたが、社外取締役が対話の相手となることが一部の企業に限られているというのは非常に大きな問題です。社

外取締役は、株主からの付託を受けて、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上を図る観点から、経営を監督することが役割ですので、その役割を強く認識してもらうように促す取組が必要だと考えます。たとえば、コーポレートガバナンス・コードの原則4-14に記載されている取締役・監査役へのトレーニングにおいて、経産省から公表されている「社外取締役の在り方に関する実務指針」を活用した研修を適宜受講させるなどの取組を検討されてはいかがでしょうか。社外取締役が投資家との対話の成果を取締役会の議論に反映させ、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上に向けた取組を進めることが非常に重要であると考えます。

対話の担い手となる投資家への取組については、アセットオーナーであるGPIFや企業年金連合会などが実施している企業との対話状況を聴取し、それ以外のアセットオーナーへの事例紹介を通じて、企業との対話への意義・関心を高めていくことが一つの案として考えられます。

【松本メンバー】

まず、英文開示については、熊谷メンバーが仰ったように重要だと思う一方、最近ではDeepLなどAIによる機械翻訳の技術が進んでいて、もともとの日本語が論理的に書かれていれば、AIでもほぼ正確に翻訳できます。先ほど、PBRやROEの一覧を出しても意味がないと申し上げたのと同様に、英文開示は企業の負担が高く、それに対応すれば東証の注文を聞いたような雰囲気が出る一方で、実際にはAIで解決できてしまうということからすれば、今回の機会を用いて効果的に企業を変えていくことを考えたときに、高いプライオリティをおかないほうが戦略的にはよいのではないかと思います。

対話については非常に重要なテーマで、フィデューシャリー・デューティーや責任投資原則など、投資家側も適切にエンゲージしないといけないという要請がある中で、投資家や株主がどういうエンゲージメントを行い、それに対して企業側がどう答えたかについて、突拍子もない案かもしれませんが、たとえば東証が掲示板のようなものを運営することで、企業に対するエンゲージメントの内容やそれに対する反応を投資家を書くことができ、かつ、その内容に間違いがあれば企業側も書けるといったことができれば、先ほど申し上げたような、社外取締役に話そうとしても話せなかったということや、アクセスはできたものの投資家とは話さないと言われてしまったということが伝わり、インパクトがあると思います。東証がああすべきこうすべきというのではなく、投資家と企業の対話の実効性を上げ、その内容をある程度明らかにするように求めることを通じて、東証が直接手を出すよりも健康な対話が行われるようにし、

かつ、企業において適切な対話を行わなければ恥ずかしいと感じてもらおうようにすることで、ひとりで色々な問題が解決するようにしていくことが効率的かつ効果的ではないかと思います。

社外取締役の話は、もう一度申し上げますと、社外取締役がその責務を誤解しているまたは知らないふりをしているという事例が散見されるため、東証として、上場会社の取締役、特に社外取締役向けに、どのような期待がされているのかを簡潔にまとめたハンドブックを作り、送ることが効果的だと思いますので、ぜひやるべきです。

【小池メンバー】

英文開示についてですが、プライム市場はグローバルな投資家との対話を前提とした枠組みである以上、英文開示を出さないというのは、ルール違反としてもよいのではと思います。逆に、松本メンバーの仰るとおり、AIで対応可能なのであれば、上場会社側もコストを掛けずにできるということであり、対応しなければ、海外投資家からプライムというのは、グローバルな投資家との対話を前提にしているにも関わらず情報が無いと言われてしまうと思います。

投資者との対話の実効性について、アセットオーナーに関しては、こういったことに意識の高い基金は非常に限られていると思っています。ですから、アセットオーナーに対して意識改革をしていただくのは非常に有効だと思っています。アセットオーナーは受託者である運用会社に対してエンゲージメントを求めてきますので、アセットオーナーの意識が高まれば、間接的に運用会社のエンゲージメントスキルは上がってくる、エンゲージメントスキルが上がらなければ受託できないという循環が生まれると思います。

また、エンゲージメントにおける企業の開示に関しては、何をどこまで開示するかが非常に重要なテーマになると思います。プライム市場の上場会社1,800社から一気に開示を求められると、運用会社側が十分に対応できない、そういったキャパシティがない可能性があります。我々自身も1,800社からいきなり電話がかかってきて、エンゲージメントしてほしいと言われても、ほとんど手が回らない状況ですし、こういったことは段階的に動かないといけないのだろうと考えています。

社外取締役については、ご参考ですが、現在運用業界でも社外取締役の役割について議論が起きています。松本メンバーの仰るとおり、社外取締役が自身の責務を誤解しているという風潮もありますが、そもそも社外取締役を任命する際に、経営者がうちの会社にアドバイスをしてくれという依頼の仕方をして

おり、アドバイスを求められていると誤解している社外取締役も結構いるとうかがっています。実際には監督をする立場であるべきですが、アドバイスをすると監督できなくなってしまうということが起きているという風を感じております。ここでやはり、社外取締役のトレーニングもそうですが、我々投資家が社外取締役に適性があるのかといった評価をしなければならないという気づきが運用業界の中でも起き、議論が行われているということを申し伝えたいと思います。

【安藤メンバー】

後半の部分に関して2点コメントさせていただきます。3番目の英文開示の更なる拡充については、方向性に異論があるわけではないのですが、資料3の参考資料の22ページに英文開示の状況をまとめていただいているとおり企業経営者の立場から見てみますと、海外の投資家がこういった情報を使っているかどうかには少々疑念があります。資料では決算短信から有価証券報告書までを記載していただいておりますが、私の経験では、アクティブの投資家が企業を研究する際は、まずアニュアルレポートを読むのではないかと、それも全部ではなく、CEOメッセージ、CFOメッセージ、資本効率に対する考え方を優先して確認しているように思います。その意味では、アニュアルレポートの優先順位が高いと認識しています。そして、アニュアルレポートは、2022年カレンダーイヤーで約800社が統合報告書を公表しており、かなり英文開示が進んでいます。

プライム市場上場企業だから、決算短信、IR説明資料、コーポレート・ガバナンス報告書、有価証券報告書など全ての書類の英文開示があたり前というのは行き過ぎの感があり、優先順位をつけていただきたいと思えます。先ほど熊谷メンバーから「決算短信から」というお話もございましたが、私は、長期の投資家を前提にするならばアニュアルレポートを、できれば統合版のアニュアルレポートの英語版を出すことを推奨するのが良いと考えます。そうしないと企業側の負荷が大きすぎて、笛吹けど踊らずになってしまうことを懸念しています。繰り返しになりますが、英文開示の拡充という方向性に異論はないのですが、プライム市場上場企業には英文開示が当然であるという考え方は実態とずれていると感じます。

一方で、様々な故事来歴をかかえた法定・任意の開示資料があるなかで、それぞれがバラバラに作られている傾向があります。従って、企業経営者に求められていることは、法定・任意の開示資料を全て棚卸したうえで、どういったステークホルダーのために開示しているのか、それを踏まえて英文開示が必要かということをもう一度考え直すことです。やはり英文開示を推奨するので

あれば、その前提として、企業が統合的な開示を実践することも含めて促していただきたいと思います。

また、4番目の投資者との対話の実効性向上は企業経営の自律を高めるためには非常によい手段であり、長期の投資家であればCEOが対話に応じるというのが当然の姿であると考えます。

先ほど松本メンバーから社外取締役との対話についての指摘がありました。社外取締役に直接アポイントを取るのではなく、CEOに対して、社外取締役とこういうテーマで対話したいという風に働きかけていただければ、CEOが拒否するケースというのは、あまりないと認識しています。ただし、企業の情報開示がしっかりしていればそれで事足りる部分があって、投資家は社外取締役と対話する必要はないと考えるケースもあるように思います。

そして、十数年前であればIRオフィサーの役目は、アクティブな投資家といかに対話するかが全てでした。ただし、株主の構造が変わってきた今と比べては、情報開示の重要性が一層増しており、対話をしないパッシブ投資家、あるいはESGの評価機関に対して企業価値を訴求するための重要な手段となっているということを、今一度強調していく必要があります。もちろん、アクティブな投資家との対話は非常に有効ですが、それだけでは十分ではないということを付言いたします。

【小池メンバー】

安藤メンバーのコメントに補足したいのですが、前回海外の投資家のお話をさせていただきましたが、彼らも何から何まで英文開示するということは求めておらず、ポイントとしては、簡潔なもの、比較可能性が高いもの、適時性のあるもの、その中でもIR説明会の資料など会社の概略が簡潔に分かるものというのがスターティングポイントになってくると思われます。ですから、やはりそういった簡潔なものを英文で揃えるということが、対外的には必要なのかと思います。

また、参考までに、我々が社外取締役とエンゲージメントするのがどういう場合かという、通常の経営陣とのエンゲージメントでは我々の言うことを聞いていただけないときですとか、とにかく執行サイドではなく社外取締役に聞かなければ真意が確かめられない、大きなコーポレートイベントや不祥事があるときなどが挙げられます。そういったことですので、ケースとしては数パーセントないくらいの実績でして、社外取締役とのエンゲージメントが意味がないというわけではないのですが、おそらく日本全体において事例が多くないのではという印象があります。

【三瓶メンバー】

まず3番の英文開示については、様々な議論が出ておりますが、東証が義務付けすべきといえるのは、基本的に決算短信と適時開示だろうと思っておりますが、この2つの開示資料については、特にプライム市場においては当然英文開示すべきだろうと思います。

ただ、今色々な議論があった中で少し思ったのは、私が長年見てきた海外の投資家、主にアクティブの投資家の目線となりますが、トップクラスのアクティブ運用者は原典にいきますので、有価証券報告書など全てを見ています。外資系の運用会社であっても、日本語の有価証券報告書を読めるスタッフを雇うところまでやって対応しています。

他方、アメリカの運用会社がアメリカの企業を見るときも Form10-K までみる運用会社とそうでない運用会社がありますが、直接見ない運用会社は、財務情報はもちろん、テキスト情報まで集めてくるようなベンダーがいるので、そういったベンダーが発信する二次情報を使っています。そういう投資家はどこにこういった情報が書いてあるかを実はよく知らず、注記情報などもどこに書いてあるか知らないけれど普通に使えているということがあります。投資家ひとりひとりに書類の要否を聞くと、本当はどの書類が必要か分からない投資家が沢山いるというのが現実ではあります。これは日本だけでなく、世界各国でも同じ話です。

ただ、プライム市場の上場会社であれば、決算短信と適時開示ぐらいは英文開示が必要だと思いますし、適時開示はその名前のおり、大事なタイムリーディスクロージャーですから、本来はプライム市場の上場会社に限らず英文開示すべきだと思います。

有価証券報告書は、この場で議論してもしょうがないかもしれませんが、最近、記述情報を中心に内容が非常に充実しています。その中で、本来は英語で出されたほうが、日本企業の頑張りが伝わるだろうと思う項目として、「経営方針」、「MD & A」、「事業等のリスク」などの記載は随分よくなりました。また、今まさに議論されている「重要な契約」についてもきちんと英文開示されれば価値の高い情報になると思いますし、サステナビリティ情報も新設されますが注目されるべきところだと思います。また、コーポレート・ガバナンスの状況も内容が充実しており、KAMも同様です。株主総会前にぜひ見たいという情報のひとつに特定投資株式があります。ここは文章で英文にするとところはあまり多くないので、そんなに大変なのかなという疑問もあります。

また、今挙げた以外の部分は、定型項目で、一度英語にしたらほぼ毎年使えるように思いますので、それでも英語にしないというのは不思議に思うところではあります。

留意すべき点として、英文にした際のあるあるの困った表記として、表を作成した際に○×をつけるというものがあります。○×は日本と海外とで全く意味が違いますので、こうしたインターナショナルでは伝わらない表現などを東証が教えてあげるといったことはありかと思えます。

また、英文開示は知名度のない企業ほど、また、外部資金調達需要のある企業ほど重要だと思えます。そうするとグロース市場においても英文開示は実はとても重要で、そのことをグロース市場の上場会社にも伝えれば、おそらく理解いただけるのではと思えます。早く海外の資金を調達したいなら、どうやって効率よく英文開示をするかという話になりますので、そこで簡潔で要領を得た開示とは何かというのを伝えてあげることが重要だと思えます。

資料3の27ページに英国の事例があります。英国ではビジネスモデルディスクロージャーというものが制度開示として求められていますが、AIMという新興市場には義務付けられていません。ただ、もしAIMの企業でガイダンスに沿って開示をするとどうなるかということで声をかけたら、ある企業が手を挙げ、それが投資家側からも簡潔で分かりやすく非常に良い開示だという評価がされました。そこでその企業は本格的に任意で開示をしてくれることになったわけですが、こういった形で、任意で開示してもらえるように、モチベーションをドライブするような方法も視野にいれながら、グロース市場の上場会社に働きかけていくというやり方もあると思えます。

また、4番の対話については、対話の実施状況を開示させるということになると、企業側は必ず数を追うことになると思えます。それよりも、数は少なくてもよいものの、1年間を振り返って、気づきが多かった対話、投資家を納得させた対話、具体的な行動に結びついた対話というような実りの多かった対話を3から5ケースほど開示してもらった方がよっぽど価値があると思えます。

それをみて、企業同士でどういった対話をしているかわかりますし、また、気づきを与えてくれる対話のやり方を投資家側にも伝えることができると思えます。また、複数の会社がやってくると良い事例が出てきますので、そういった事例を東証がまとめれば非常に充実したものになると思えます。これをアセットオーナーに見せると、アセットオーナーもアセットマネージャーにどのように期待をしていいのかが分かり、モニタリングに使えるように思えます。

ただ、そういった成果が出てくるような対話を一朝一夕で大量生産できるかというと、先ほど小池メンバーも仰っていましたが、相当難しいと思えます。対話するにはかなり準備が必要で、もちろん知識、スキル、リソースも必要だと思えます。

いくつかのステップを考えると、まず、対話の議題にすべきこと、優先的に

取り組む企業価値に直結する課題の特定というのがとても大変です。これができないとただのボックスティッキングになってしまいます。

その次に、企業価値向上へのパスを考えた課題解決の方法、方向性、どんな行動を期待するのかということまで考えると、企業価値向上とのパスが繋がらないものが出てきたりして、そう簡単ではないということがあります。

さらに期待するときにはどのくらいの時間軸で考えなければいけないのか、複数年にまたがるのであれば、進捗状況を確認していく必要があるため、モニタリングのためのKPIの設定が必要となります。KPIを考えるのは、実は投資側だと思っておられて、投資家がこういったKPIでモニタリングしますと企業に伝えるべきですが、実際にはこれ考えない投資家は多いです。

また、対話の相手として、誰と面談すると一番効果的かということがあります。先ほど社外取締役の話がありましたが、必ず社外取締役かということではありません。そのうえで、どのように相手に伝えるか、そういったことを全部やるとなるとかなり大変です。

社外取締役と対話するというのであれば、海外、特に英国では筆頭取締役または取締役会議長が投資家と対話するのがスタンダードです。企業に変革を求めるときに、投資家としては取締役会の議題にしてほしいので議長に伝えるという趣旨です。一方で、日本の対話はまだ経営陣と対話していることが多く、経営陣が自ら意思決定にもっていくのであればそれもアリなのですが、先ほど小池メンバーが仰ったように、企業風土に関して何かおかしいと思うときは、やはり社外の目を持った方から話を聞きたいということで社外取締役の出番になると思います。そういったどの場面でもどの方と対話するかという使い分けも考えないといけないと思います。そういったことがどれくらいできるかということだと思います。

【神田メンバー】

英文開示については、基本的にはどの企業であっても、資金需要があり、海外投資家を向いているのであれば、求めなくても当然やるはずのものだと思います。そういったなかで、プライム市場については制度的に海外投資家を向いている企業向けの市場区分としており、英文開示が行われてしかるべきです。ただし、何をどこまで英文開示すべきかは、今後自動翻訳の水準が上がれば変わるところではありますが、企業の負担に繋がる点であり、簡単な問題ではありません。企業の負担が膨大になるというのは、外部に委託する費用の問題なのか、委託したとしても戻ってきた内容をチェックする事務負担なのか、書類によっても異なるはずであり、明確ではありません。翻訳業者に任せて、企業は英文自体には責任を持たないというやり方もあり得ると思いますが、現実

は難しいとも思います。

制度論としては、対象書類の範囲について、法定開示か任意開示かが気になるところです。任意開示ではアピールしたいことを書き、都合の悪いことは書かないことになり、法定開示では都合の良いことも悪いことも、少なくとも財務情報については記載することになります。非財務情報については、法定開示でも課題もありますが、今後改善していこうという流れになっているところであり、そうだとすると、法定開示書類が英文化されないことには私は抵抗があります。ただし、全部すべきなのか、すぐにやらないといけないのかといった点については、現実的な解決策を探っていくことで良いかと思います。

一方で、スタンダード市場やグロース市場については、プライム市場とは異なり、結局は上場会社が海外投資家をどう考えるかということになります。海外投資家を相手に資金需要があれば、当然ながら英文開示が求められていくこととなりますので、そのような姿勢でよいと思います。

4. の投資家との対話は非常に難問です。日本において投資家との対話を言い始めたのは、コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードを導入する前あたりからであり、そこでの対話とは、ヨーロッパ流のもので、ヨーロッパ流の対話では株式市場が成熟していることが前提となっていますが、その実態が日本にはないので、難問だと思っています。

会社が投資家を選んで対話するのかということ、株主間の公平性の問題があり、IRの取組は行われていますが、難しいところです。一方で、投資家から会社にアプローチすることは、ある意味自由であり、1, 800社と対話するのは現実的ではないにせよ、問題は少ないと思います。

しかし、誰と誰が対話するのが望ましいかという問題があり、また、投資家といってもアセットオーナーやアセットマネジャーがおり、アセットマネジャーの中にもアクティブかパッシブかなどの種類があり、難しいところです。

さらに、東証として対話を促進していくうえで、制度として難しいのは、機関投資家を対象とする行為規範は作れないということです。機関投資家を相手にするのはスチュワードシップ・コードや対話ガイドラインとなりますが、東証として直接できるものではありません。

また、対話のロジックも明確ではありません。機関投資家が経営者と対話し

てレベルの高いエンゲージメントが実現するのであれば、社外取締役は不要となりますが、ではなぜ機関投資家は社外取締役と対話するのかということです。社外取締役と対話して、その結果として、社外取締役が企業の中で行動して、変えていくことを期待するというのは抽象的にはそうだと思いますが、スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードを導入してしばらく時間が経ち、対話の実態はよくなっていると思います。それを見ても、方向として、経営陣との対話も社外取締役との対話もどっちもいいと思いますが、まだ試行錯誤、道半ばという段階だと思います。

表現はよくありませんが、社外取締役は役に立たない人がやるものだと私は思っています。もともとの欧米のモデルにおける社外取締役は、時間がない、手足がない、情報がない人がやるものです。なぜそういう人になるかということと独立しているからであり、そういう独立性を求めてきたのが欧米のモデルです。時間がない、手足がない、情報がない人に対して、あまり多くを求める対話をするのは生産的と思えません。もちろんケースバイケースであって、企業風土について対話することはありますが、不祥事などのケースでは社外取締役との対話も難しいということも考えられ、各論を考えると難しいところです。

どうしたら良いかの答えはないですが、試行錯誤をしながら、それぞれの投資家に委ねつつ、対話を進めていく方向にかじを切って10年近く経つので、それを進めていくということかと思っています。

【翁メンバー】

英文開示について、プライム市場はグローバルな投資家との対話を軸とした市場である以上、拡充を促す方向で考えていくことが必要だと思います。ただ、何を開示すべきかについては様々な意見が出ておりますので、整理していただいたうえで、優先順位の高いものからしっかりと取り組むようにしていくべきだと思います。

当然ながら、企業価値向上に向けた長期のストーリーをアピールしていくためには任意の年次報告書が重要となる一方で、法定開示の英文対応が遅れることにも懸念があり、どのように義務付けるか、優先順位を検討していただきたいと思っています。

また、3. ②について、特にグロース市場は、スタートアップのスケールアップという観点で海外投資家の資金が入ることが非常に重要であり、英文開示をできるだけ促進していく方向で意欲していくことが考えられます。

4. ①に関しては、私自身も社外取締役を務めており、当該企業の社外取締役がアドホックに投資家と会うことがあります。神田メンバーがご指摘された公平性の観点など、必要に応じて対話しようと思っただけでも悩ましい点が多いところです。社外取締役が対応すべき場合には、筆頭社外取締役や取締役会議長を務める社外取締役が対応したり、IRの場に出席したりといった方法で、対話を少しずつ広げていくことが大事だと思います。もちろんCEOやCFOがどのような対話を行っているか開示を促すことは大変重要だと思います。

一方で、社外取締役に株主との対話への意識が無いという指摘もありましたが、社外取締役のレベルアップは以前から言われている課題であり、経済産業省が整備した「社外取締役の在り方に関する実務指針」でも、上場子会社など少数株主の視点に立つことや対話の重要性が含まれています。社外取締役の意識改革を促していくのは極めて重要であり、そういった既にある指針等を確認し、必要に応じて修正したり、指針自体をより浸透させていったりなど、別途、必要な施策として考えていくべきです。

4. ②に関して、アセットオーナーである企業年金について、スチュワードシップ・コードにコミットしていても、アセットオーナーとしてどのように企業に対してエンゲージメントしていくか、または、受託金融機関にエンゲージメントするように働きかけていくかという点の意識は極めて低いと思います。プロフェッショナルな人材を雇っている企業年金では変化がありますが、多くの企業では依然として人事部の担当だった方が年金基金を担当していることも多く、投資家としての意識が低いように思われます。企業年金の資金拠出者には若者から高齢者まで含まれていますが、その意向が反映されておらず、インベストメントチェーンから切れてしまっているという指摘もあります。SDGsやサステナビリティの考え方も踏まえて、資金拠出者がどのような投資を行ってほしいと思っているかを探ったうえで、それに応じた投資を考えていくことも重要です。コーポレートガバナンス・コードにおいても企業年金に関する原則が設けられているとおり、企業経営においても、そういった観点をしっかり検討していくことが大事だと思います。

【黒沼メンバー】

英文開示の更なる拡充については、プライム市場上場会社は覚悟しているはずであり、プライム市場においては義務付けていく方向性が望ましいと思います。ただし、義務付けるといっても、いきなりすべての英文開示を義務付けるのではなく、優先順位を付していくべきです。様々な意見があるところです。

が、一つの方法として、開示状況を比較可能な形で公表していったらどうかと思います。

他の市場区分、特にスタンダード市場については、英文開示を避けるためにそちらを選択した上場会社もいることを考慮すると、自発的な開示を促すのにとどめるべきです。

対話の実効性向上については、機関投資家によるスチュワードシップ活動が行われていますが、議決権行使で反対したり、個別に対話しても変わらない企業もあります。機関投資家側もスチュワードシップ活動を開示していますが、対話の内容や結果については、企業名は付さずに公表しているのが実態となっています。そこで、対話の実効性をあげるため、機関投資家の活動を集約することが考えられますが、上場会社に開示を義務付けるのは一つの方法となります。

機関投資家は全ての上場会社と対話しているわけではなく、重要な投資先や対話によって改善が期待できる企業と対話を行っているものと考えられ、どこの機関投資家にも相手にしてもらえない企業もあると思いますが、そうした実態も含めて開示することが、企業行動を変える一つの契機になると思われま

【松本メンバー】

先ほど翁メンバーも触れられていましたが、社外取締役の役割に関しては、経済産業省が取りまとめた「社外取締役の在り方に関する実務指針」で深く議論され、最も明確に整理されていますが、その中で、支配株主との利益相反の監視、株主との対話を通じて得た視点を経営者に伝えるといったことが書かれています。

企業には、経営者が前向きに外の声を聞いて会社を良くしていこうという会社と、外の声を聞かずに変わらない会社がありますが、我が国にPBR1倍割れの会社がこれだけ多い現状に鑑みると、きちんと株主の声を聞かず、必要な改革が進まない会社がそれなりにあると推測されます。そういった場合において少数株主の利益を守るのが社外取締役の役割であり、社外取締役と株主との対話をしっかり担保していくことが、日本企業全体の効率を上げるという観点で、極めて重要となります。このように社外取締役は重要な役割を担う立場であり、そういった仕事に耐えられる人が社外取締役になるべきです。少数株主を守ることを軸として、ブレずに考えていく必要があります。

【安藤メンバー】

本日も色々な意見や具体的な提案があり、大変有意義な議論ができました。全てのテーマに共通したこととして、東証の役割について一言コメントさせていただきます。

何人かのメンバーから、企業に新たなアクションを促して、企業がその結果を開示した際に、東証が内容をチェックし、相当性を確認するというニュアンスのご意見がありました。東証が個社別にチェックする、あるいは時系列に定点観測するというのは、東証の責務としてやるべきではないと考えます。

【三瓶メンバー】

社外取締役と投資家の対話が上手くいっていないことは色々な面から言われていますが、なぜ上手くいっていないかを考えたときに、先ほど安藤メンバーが仰ったことが、一見普通のことと思えて、普通ではないということなのかもしれません。企業価値向上に向けてどこで目詰まりしているのか、東証が実態を把握して、お膳立てしていくことも考えられます。

資料3の32ページの社外取締役との対話の状況で、株主の求めに応じて個別に対話を行ってきたのは2.4%、30社程度ということですが、私が会った社外取締役だけでももっと多く、この数字が実態かはわかりません。

私が社外取締役に会うときは、裏口から接触していると思われたいよう、必ずIR担当者や会社に伝えるのが礼儀だと思っています。その際、IR担当者に頼むと社内の段階が多く、1年など非常に時間が掛かりますが、社長との面談の際にこういう理由で社外取締役と会いたいと言え、まっとうな理由なら受け入れられ、数か月で実現できます。

会社側から、例えば、会社の関知しないところで会われると困るといったことや、どのようなルートで言ってもらえると良いということであったり、面談のアジェンダを先に言ってもらえると通しやすいといったことを言う一方で、投資家側もこういうことであれば会えるということと言うなど、上手くいくマッチングの要点の整理を東証が行えば、対話の促進に繋がっていくのではないかと思います。

【菊池部長】

ありがとうございました。

ひととおりメンバーの皆様からご意見をいただきましたが、オブザーバーの経済産業省様からコメントをいただけたとのことですので、よろしく願います。

【経済産業省 浅野産業資金課長】

資料4として、前回お配りいただいた経済産業省の意見を再配布いただいておりますが、1ページにまとめている意見は、基本的には、前回から今回にかけてご議論いただいたことの焼き直しだと思っております。

繰り返しになりますが、コーポレート・ガバナンス改革とスチュワードシップの発揮が極めて重要であり、伊藤レポート以降ずっと強調してきたところですが、市場の規律が大切だという問題意識を持ち続けております。

経過措置については、前回の議論でも3年など非常に短い期間のなかでというご意見がありましたが、我々としても、取引所としての性質を踏まえれば明確な基準とその厳格な運用が重要であり、経過措置は基本的に短ければ短いほど良いと考えています。

そのうえで、各市場のコンセプトが適切かということについて、現時点で間違っているとか、正しいとかいうことを議論するわけではありませんが、コンセプトを適切に反映した設計・運用体制になっているか、今後、時間を掛けて見ていって、見直していくべきであると考えます。

コンセプトと実態を一致させるのが命題であり、例えばプライム市場については、コンセプト自体がグローバルな投資家との建設的な対話を中心に据えた企業向けということであれば、中身は今後取捨選択するとして、英文開示は義務付けるべきです。

グロース市場についても、債務超過基準については制度を見直していただけるということで進展があったところではございますが、高い成長性を有する企業向けの市場というコンセプトを踏まえると、成長性に関する指標を将来的に上場基準に組み込むことも重要であり、検討されるべきであると考えます。また、本会議では議論の範囲外となりますが、TOPIXの見直しも重要な話であり、資料では、構成銘柄の定期的な入替えや、PBR1倍割れ銘柄の扱いについても述べさせていただいております。

全体として、コンセプトと実態を一致させるのが何よりも重要であり、経過措置の取扱いを決めた後は、そういった議論を進めていくべきであると考えます。

また、制度のエンフォースメントに空白地帯があるのではという議論がありました。しかし、いかに立派な制度や仕組みがあっても、エンフォースメントがなければ、形式化・形骸化やすれ違いに繋がりがねません。

取引所の根本に関わる点であり、実務的な観点のご指摘もいただくべきだと思いますが、エンゲージメントを受け付けない会社に対しては、目安箱を設けて実態を把握したうえで、何らかの指導を行っていく必要があると考えます。また、木で鼻をくくったような答弁を続けている会社にもしっかりと指導していくなど、そういった会社を生まない仕組みが必要です。会社の判断に介入する

というよりは、明らかにすれ違っているということを指摘していくことで、規律がもたらされると考えます。

近年のガバナンス改革によって、コーポレート・ガバナンスの側ができたのは間違いありませんが、エンゲージメントが実際に機能して、日本の資本主義にしっかり組み込まれていくうえで、取引所に必要な機能は何なのかという議論が行われることを期待しています。

経済産業省としても、経済産業政策の新機軸を考える審議会が進んでおりますが、PBR 1倍割れ問題は大きい話題として上っており、また、エンゲージメントも大きく取り上げていくべき課題だと考えており、引き続き、学ばせていただければと考えています。

【菊池部長】

ありがとうございました。それでは、これをもちまして、本日の会合は終了させていただきます。

最後に、次回の日程についてご説明させていただきます。

【池田課長】

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。次回以降の会議では、これまでの議論を取りまとめていきたいと考えておりますので、よろしくお願いいたします。

以上でございます。

【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。

本日はまことにありがとうございました。次回もよろしくお願いいたします。

以 上