

## **市場区分の見直しに関するフォローアップ会議（第14回） 議事録**

日 時： 2024年1月17日（水）18時00分～19時20分

場 所： 東京証券取引所 15階第一会議室

出席者： メンバーリスト参照（神田メンバー、小池メンバー欠席）

### **【菊池部長】**

それでは、予定の時刻となりましたので、第14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。遅い時間での開催となり恐れ入りますが、本日もどうぞよろしくお願いいたします。

はじめに、本日の出席状況でございますが、神田メンバー、小池メンバーがご欠席となっております。

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。まず1つ目が、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」についてです。資料1から4で、昨年末時点の開示状況のご報告と、投資者との面談に基づき取りまとめた対応のポイントと事例の案をご説明し、ご意見をいただければと思います。こちらは、本日の議論を踏まえて、今月下旬～来月上旬に公表を予定しています。

2つ目は、資料5でございますが、プライム市場における英文開示拡充の方針についてです。前回いただいたご意見を踏まえた今後の方針をお示ししておりますので、ご意見があればお願いできればと思います。こちらは、2月下旬に制度要綱を公表してパブリック・コメント手続に付せればと考えております。

3つ目は、資料6でございますが、グロース市場の機能発揮に向けた今後の対応についてです。こちらについても、前回いただいたご意見を踏まえ、今後の方針をまとめておりますので、ご意見があればお願いできればと思います。まずできる実務的な対応は速やかに進めつつ、今後の当会議で上場基準の関係については引き続き検討することを想定しております。

また、全体を通しまして、本日ご欠席の小池メンバーからのコメントを資料のセットの最後にお付けしておりますので、適宜ご参照いただければと存じます。

本日の議題等は、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つございますが、まず、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」についてご説明とご意見を頂戴しまして、その後、プライム市場における英文開示拡充の方針と、グロース市場の機能発揮に向けた今後の対応については、まとめてご説明とご意見を頂戴できればと思います。

それでは、まず、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」について、資料1から4に基づきご説明いたします。

### 【門田調査役】

それでは、資料についてご説明いたします。

まず、資料1が、先日1月15日に一覧表と併せて公表した、2023年12月末時点の開示状況に関するまとめ資料です。

2ページが全体の開示状況ですが、検討中の企業も含めると、プライム市場では49%、スタンダード市場では19%が開示を行っており、前回集計時から、開示企業の数には一定の進捗が見られております。

今後の対応方針について下の部分に記載しておりますが、引き続き、より多くの企業に検討・開示を行っていただけるよう取り組んでいくとともに、取組みの中身の部分が継続的にブラッシュアップされていくことが重要でございますので、本日議論をさせていただく対応のポイントや事例集の公表を通じて、実効的な取組みを促してまいりたいと考えております。

3ページはプライム市場のPBRと時価総額水準別の開示状況ですが、全体として開示は進捗しているものの、引き続き、傾向として、PBRが低い企業/時価総額が大きい企業ほど開示が進展しており、1倍未満かつ1,000億円以上では78%まで開示が進んでおります。

また、4ページはプライム市場の業種別の開示状況ですが、こちらも前回集計時と同様に、平均PBRが低い業種ほど開示が進んでおり、銀行業では94%まで開示が進んでおります。

また、5ページはプライム市場の英文開示の状況ですが、「資本コストや株価を意識した経営」に関する開示を行っている企業のうち、およそ半数の47%が、同内容の英文開示を行っているという状況です。

資料2は、先ほどの開示状況に関する集計の詳細データでございますので、資料1に掲載しきれなかったデータも含めて記載しておりますので、適宜ご参照ください。

続きまして、資料3と資料4が、「資本コストや株価を意識した経営」に関する投資者の視点を踏まえた対応のポイントと事例の案でございます。

資料は2つに分かれておりまして、資料3が本編、資料4が別添の事例集です。

資料3をご覧いただければと思いますが、まず、4ページで「はじめに」ということで、資料の背景や趣旨についてまとめております。

具体的には、昨年3月の要請後、企業の取組みに対する国内外の投資者からの期待が高まる中で、上場会社の皆様の検討の参考としていただくため、2点目にありますとおり、要請後に東証で行ってまいりました国内外の90社超の投資者との面談で寄せられた声に基づき、投資者の視点から期待される対応のポイントや、それらのポイントが押さえられていると投資者が評価する事例を取りまとめたものです。

また、このような対応の事例を見て、単に表面的に真似をすればそれでよい、という誤解を避けるため、経営陣や取締役会が主体となり、十分な現状分析を行ったうえで取組みを推進していただきたいという旨を3点目に記載しております。

5ページは資料の構成ですが、資料は昨年3月の要請の3つのステップ、具体的には、現状の分析と評価、取組み検討と開示、株主・投資者との対話という3つのパートに分けて、それぞれ対応のポイントと事例をまとめております。

まず7ページからが「I. 現状分析・評価」でございます。

この後のパートでも同様ですが、各パートの最初で、小まとめとしてポイントの全体像をお示ししたうえで、その後のスライドで、各ポイントについて解説を入れております。

各ポイントの内容は、後ろのスライドでご説明させていただきますので、8ページをご覧ください。

まず8ページのポイントの1つめが、取組みの出発点として、投資者の視点から資本コストを捉えるということです。

背景としては、右下の「投資者目線とのギャップがある実例」に記載しておりますとおり、企業において、資本コストには唯一の正解があると考え、画一的な算出式を求めたり、投資者から認識のズレを指摘されることを恐れて、資本コストの開示を躊躇するケースがあり、この点は、我々が上場会社とセミナーなどでコミュニケーションを取る際も多く感じるところでございます。あく

までもCAPMなどのモデルで算出される値は推計値の1つであり、重要なのは、自社で認識している資本コストの水準について、株主・投資者と認識が揃っているか、ギャップが無いかという点だと考えてございます。

そのようなギャップを埋めるための手段として、自社で把握している資本コストの水準とあわせて、算出に用いたモデルやパラメータを提示したり、複数のモデルで算出することのほか、実際にあった事例として、投資者に資本コストの水準をヒアリングするなどが、有効な手段として考えられるところです。

この後のスライドでも同様ですが、ここで記載したポイントを押さえた事例について、右側で何社か掲載するとともに、右下で、反対に、先ほども申し上げましたような投資者目線とのギャップがある事例について、匿名で記載しております。

次の9ページでは、資本コストに関する考え方の参考となるコンテンツとして、東証で過去に行ったセミナーやeラーニングについて、改めてご紹介しております。

次の10ページは、ポイントの2つめとして、単にPBRが1倍を超えているかどうか、ROEが8%を超えているかどうかということだけではなく、投資者の視点を踏まえて多面的に分析・評価することが期待されているということです。

具体的には、次の11ページでお示ししているような、収益性と市場評価に関するマトリクス分析により、自社の立ち位置を確認することや、必要に応じて、国内外の同業他社との比較や、時系列の分析、セグメント別の分析を行うことなどが考えられます。

12ページまでお進みいただき、ポイントの3つめが、先ほどの収益性や市場評価の分析とあわせて、投資者からは、バランスシートが効率的な状態となっているか点検することが期待されているということです。

具体的には、事業運営や成長投資を進めていくにあたり、過剰な現預金を抱えていないか、現預金以外の資産についても、収益獲得の観点から必要な内容となっているかなどについて、定期的に点検を行うことが考えられます。

また、この後の取組みの検討にも関わるところですが、バランスシートの点検の結果、改善が必要ということであれば、改善に向けた計画について、株主・投資者に示していくことも重要な点となります。

14ページからが「II. 取組みの検討・開示」についてです。

14ページが小まとめのスライドですが、こちらではポイントとして4点挙げております。内容については、この後のスライドでご説明します。

まず、15ページがポイントの1点目ですが、昨年3月の要請の中でも明示

しているとおり、投資者から期待されているのは、自社株買いや増配のみの一時的な対応など、指標を改善するためのテクニカルな取組みではなく、中長期的な企業価値向上の実現に向けて、成長投資や事業ポートフォリオの見直しなど、経営資源の適切な配分を意識した抜本的な取組みを行うということです。

最近、対応としてリキャップCBの事例なども少し出てきておりますが、その点は投資者目線とのギャップ事例として、右下にカッコ書きで例示をさせていただきます。

16ページがポイントの2点目ですが、企業価値向上の観点からは、収益性の向上だけではなく、資本コストを低減させるという意識を持つことも重要ということです。

投資者から多く指摘があった点として、資本コストを把握するまでに至った企業のなかでも、資本コストの低減に意識的に取り組む企業はまだ少ないということでございまして、投資者に対する情報開示が不十分なケースなど、資本コストの上昇要因に対処することにより、資本コストの低減に取り組むことも、企業価値向上の実現に向けては重要ということでございます。

17ページがポイントの3点目ですが、先ほどの企業価値向上の実現に向けた取組みとあわせて、経営者の意識を高めるための枠組みづくりとして、役員報酬を活用するということです。

具体的には、一定の株式報酬を組み込むなど、経営者が中長期的な企業価値向上に取り組む健全なインセンティブとして機能するよう報酬設計を行うということであり、株主・投資者の視点からも、そのような役員報酬設計が行われているかという点は、投資判断上の材料となるということです。

また、経営者だけではなく、その他のマネジメント層や、一般社員に対しても、株式やストックオプションの付与など、企業価値向上に向けたインセンティブを与えることは、企業価値向上に向けた経営の促進に有効だと考えられます。

18ページのポイントの4点目は、開示の仕方についてですが、一部の開示においては、単に取組みを列記するだけの事例も見られておりますが、株主・投資者の理解を促進するためには、中長期的に目指す姿を明示したうえで、それに紐づける形で各取組みを説明することが有効ということです。

例えば、目標とする指標をいくつかの要素に分解し、それぞれについて取組みを示すことや、ロジックツリーなどを用いて、各取組がどう目標の実現に繋がるのかを示すこと、また、グロース市場における成長可能性等の開示のように、成長の実現に向けた方針や道筋を示す中で、各取組みを説明することなども、実際に投資者から評価されている事例として挙げられているところです。

20ページからが「Ⅲ. 株主・投資者との対話」についてです。

こちらが20ページが小まよめのスライドですが、大きく3つのポイントを掲げております。

まず、21ページのポイントの1点目ですが、投資者からは、依然として投資者との対話に消極的な経営者が見られているという声がある中で、株主・投資者との信頼関係を構築し、対話を成長のドライバーとしていくためには、経営陣・取締役会が対話の重要性を理解し、主体的に関与することが重要ということだす。

具体的には、IR/SRに社内リソースを適切に配分することや、経営陣自らが直接コミュニケーションを行うことも有効な手段となります。

また、経営を監督する立場である社外取締役についても、株主・投資者からの求めがあれば対話に参加し、ガバナンスの現状や課題認識について話をするということも、株主・投資者がガバナンスの実効性を理解するうへでは有効だと考えられます。

次の22ページのポイントの2点目は、これまでのフォローアップ会議でも取り上げておりますが、投資者に関する企業の理解が不十分な結果、対話が噛み合わないという課題があるということだ、そのような対話相手の投資者の属性やマテリアリティを理解したうへで実際の対話に臨むことで、対話の実効性を高めていくということだございます。

また、企業規模が大きいなどの理由により、投資者からの認知が十分ではなく、投資者からのアプローチが無い場合であっても、企業自ら、成長の伴走してくれる投資者をターゲットングし、アプローチしていくということも、企業向上の実現に向けた積極的な取組みとして、考えられるところだございます。

最後の23ページがポイントの3点目で、株主・投資者との対話を通じてどのような気づきがあったのか、それらがその後の取組みにどのように繋がったのかなど、対話の実施状況を開示することにより、株主・投資者との更なる対話・エンゲージメントの深化に繋げるとのことだす。

昨年3月には、「資本コストや株価を意識した経営」と併せて、プライム市場の全上場会社に対して「株主との対話の推進と開示」のお願いを行っており、次のページでも再掲してありますが、そこで示されている事項などについて開示を行ったうへで、更なる対話に繋げていただくことが期待されます。

資料3は以上でございまして、資料4が別添の事例集でございまして。

こちらが最初にはじめにというスライドを入れており、国内外の90社超の

投資者との面談を通じて、先ほどご紹介したようなポイントが押さえられている事例として、投資者が評価しているものを取りまとめたものである旨を記載しております。

こちらの事例集では、多くの企業の皆様にご参考としていただくため、幅広い企業規模や業種から約30社程度を取り上げております。

各事例においては、投資者から寄せられた評価のポイントとともに、先ほどの各ポイントに沿った解説を記載しており、先ほどの対応のポイントの資料とあわせてご覧いただくことを想定しております。

また、本日の会議後の資料の公表にあたっては、事例のところはマスキングした形で公表を行いまして、本日の議論を踏まえた修正と、今後、上場会社の了解を得るプロセスを経たうえで、最終版は今月下旬から来月上旬にかけて公表していきたいと考えてございます。

資料のご説明は以上でございます。

#### 【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】

資本コストや株価を意識した経営について、大変詳細な資料をまとめていただき、また、事前説明時にお話しをした資料3と4について、コメントを反映していただきまして、誠にありがとうございます。大和総研では上場企業と機関投資家の双方とお話をする数多くの機会を頂いておりますので、それらを踏まえて意見を申し上げます。

ご説明いただいた上場企業による開示率の上昇は極めてポジティブに捉えております。機関投資家は一覧表の公表に大きな期待を寄せており、上場企業に対して東証の要請への対応を呼びかけているというお話を聞いております。また、上場企業にとって開示企業の一覧表の公表は要請への対応意欲を駆り立てたようで、開示企業数の増加に寄与したと感じております。足元でも、開示に向けた企業の動きは続いているようでございますので、開示率がさらに上昇することを期待したいと思います。

開示に向けた企業の動きを一段と促す際に、資料3及び資料4は非常に有用であると考えます。好事例集にありがちな卓越した企業だけではなく、ケース分けが行われて様々な事例が掲載されているのは企業にとって非常に使いやすいと思います。上場企業とお話する際に例示があると、担当者の理解が急速に進む印象を受けております。

今後に関しましては、定期的に状況を見て、それに応じて適時適切な対策を打つことが求められます。例えば、スタンダード市場の開示が相対的に進んでいないことを考えると、ある程度期間を置く必要はあるものの、スタンダード市場の開示を促進させていくような施策を検討していくことが考えられます。

その他、今回はデータがありませんが、前回のデータによれば支配株主を有する企業では相対的に開示が進んでいなかったと思います。親会社などとの関係で開示が難しいという事情があるのかもしれませんが、親子関係にある上場会社や持分法適用関係にある上場会社には昨年末に東証からの情報開示の要請があり、コミュニケーションをとって開示をしていくことが勧められました。その点を踏まえると、関係がある企業同士でコミュニケーションを取り、対応していくことが求められるのではないかと考えています。

### 【三瓶メンバー】

まず、資料をとりまとめいただきありがとうございます。かなり詳細な資料になっていると思いました。

そこで、資料3や4が90社超の投資者へのヒアリングに基づくものという点は非常に重要だと思います。ただ、資料3の4ページに「投資者から高い評価が得られている取組み」と記載されているが、現時点で比較的良い取組みの事例だと思います。ベストプラクティスだと誤解がないよう、正しい位置づけが伝わればよいと思います。

7ページですけれども、一連の要請で期待されていることは、一過性の対応ではなく事業ポートフォリオ見直し等であることを記載していると思います。そのため、「事業ポートフォリオ」というキーワードは入れた方が良く、7ページですと「バランスシート」の前に入れるとより明確になると思います。

この後、具体的な箇所について述べます。

10ページで、「PBRやROE等の指標は、業種・業態によって平均的な水準は異なり」とありますが、書き方を工夫する必要があると思います。というのも、同業種・同業態といったピアグループしか比較対象でないといった考え方が広がると、いわゆるサイロ思考になって、それを前提とした取組みになってしまうためです。今の業種の範囲に甘んじているとビジネスモデルの本格的な見直しやイノベーションが遅れる懸念があるので申し上げました。

11ページでは、事前説明で指摘した点を反映いただきありがとうございます。

15ページでは、事前説明の際に申し上げたことを踏まえて、リキャップCBをギャップ事例に追記いただきましたが、追記する箇所を変更した方が良い

と思っています。例えば、解説の3点目に記載されている「一過性の対応」の後や、ギャップ事例でも「一時的な対応」の後に例示として記載した方が良いと思います。今は前に記載されているので、一時的な対応がリキャップCBに限定されているように読めてしまう可能性があります。

この資料にあげている事例は90社超の投資者のヒアリングを踏まえたものであるのですが、削除してほしいとは申し上げませんが、適当か疑問に思った事例が2つほどありました。

23ページでは、企業側からエンゲージメントの状況を開示してもらおうと興味深いことが分かりました。エンゲージメントの目的は2つに分類されることがあります。1つは情報収集。もう1つは、企業価値向上のための変革促進、言い換えると変化をもたらすエンゲージメントです。前者の成果は状況の理解や把握、もしくは開示の改善になります。後者の成果は、改革の取り組みによる価値の向上です。一連のガバナンス改革や様々な取り組みの目的は、企業価値の向上であり、エンゲージメントに求められることは本当は後者ではないかと思っています。開示はその一つ手前の段階だが、多くのエンゲージメントはそこで留まっているのが現状です。そのため、各社のエンゲージメントの実施状況をこのように区別してモニタリングし、まだ情報収集や開示に留まるケースが多いのか、事業の変革で企業価値を向上させるエンゲージメントまで到達しているのか見ていくことで、エンゲージメントの実質化の課題の見える化につながると思います。そういったモニタリング体制があったら役に立つと思いました。

#### 【安藤メンバー】

まず、15日は資料公表と記者レク対応、お疲れ様でした。各種報道を見ても、想定以上の良い反応がありました。既に本腰を入れて取り組み始めている企業もありますし、きちんと対応していかなければならないという経営者の危機感が確実に高まりました。その意味で、まさに「山が動き始めた」感じがあり、また今後1か月ごとに開示の状況がアップデートされるので、この流れは止まらないと考えます。そして、こうしたプロセスの中で、取り組みの質も徐々に上がってくるという好循環が必ず起きます。最初から理想を求めるのではなく、一歩踏み出したことに大きな意義があり、企業は他社事例も参照していくなどして着実に前進していくことを期待しています。

資料の内容についてコメントはありませんが、資本コストの関連とは次元の違うテーマについて1点お願いがあります。資料3の20ページ2行目で、「開示を行った内容をベースとし」と記載していただいておりますが、これはとても重要なメッセージです。なぜなら、欧米企業と比較して日本企業は明らか

にフェアディスクロージャーの意識が低いと感じているためです。したがって「開示を行った内容をベースとし」という文言はわかりやすいので残していただいたうえで、その後に「フェアディスクロージャールールに則り」などといった文言を加えていただくようお願いします。例えば、開示をしていないにもかかわらず、大株主にだけ重要な事実を説明するというケースが依然としてあるようです。この点は徹底的に改善していかないと、欧米のように規律のある成熟したマーケットになりません。他のメンバーから異論がなければ是非追記をお願いします。

### 【永見メンバー】

全体として特に違和感はありませんが、そのうえで2点だけコメントさせていただきます。

一つ目は資料3の5ページについてですが、この資料あるいは議論のスコープは、主に財務戦略や資本効率にあるように見えますが、株価を意識するという観点、企業価値を向上させるという観点では、効率性の追求だけではなく、成長性の追求という話もあるのではないかと考えています。プライム市場の上場会社において、仮にトップラインは成長しなかったとしても、少なくとも利益やキャッシュフローについては成長しているべきだと思います。財務戦略のみにフォーカスが当たりすぎると、日本経済全体として効率性・生産性は改善されても、結果的に縮小均衡に陥らないかと懸念しています。そのため、5ページ目のフレームワーク自体を変えていただく必要はありませんが、成長戦略についても触れていただければどうかと思いました。会社によっては、これから思い切って投資・M&Aを行うために一定の期間は資本効率・収益性が落ちるもののその後に収穫期を迎える、というケースもあるはずですが、財務戦略・資本効率という数値の改善だけに変なプレッシャーがかかると、日本全体が縮小均衡になってしまうので、ミスリーディングがないよう、それと対になる成長戦略という観点についても言及いただければありがたいと思います。

もう一つが資料1についてで、一見、開示済みの企業はそこまで多くないように見えますが、資料にも記載いただいているとおり、昨年12月末時点の数値とのことであり、一番山が動くのは2024年6月の定時株主総会後のコーポレートガバナンス報告書においてだと思っています。そこでしっかりと記載がなされれば比率は一気に上がるはずですので、しっかりと言及いただけるよう、3月末決算の会社に対して具体的に働きかけていくのが良いのではないかと思います。それにより記載が進むことでクリティカル・マスに到達し、開示を行うのは当たり前であって、エチケット、マナーだという状況にもっていく

べきだと考えています。

#### 【松本メンバー】

資料3は、教科書のような内容で、大変すばらしく参考になるものです。ただし、具体的な取組例として掲げられている会社のうち、少なくとも1社は、開示されている内容と私が観察してきた実態に違いがあります。では他は大丈夫なのかという疑問を持つこととなります。会社が書いていることと実際に実施されていることは別物であり、それは投資家に話を聞くなど丁寧に調べていかないと分からないことです。全体的な中身はとても素晴らしい内容で、東証の資料の中でもここまで素晴らしいものは見たことがないくらいですが、取組例については保証がなく信頼性を落とす要因になりかねないので、よくよく慎重に考えていただいたほうがいいのではないかと思います。もしかすると私が気づいた1社だけなのかもしれませんが、他にもたくさんあるかもしれず、そこが気になりました。

#### 【黒沼メンバー】

私も資料についてはとてもよく出来ていると思っております、特に注文を付けることはありません。事例集については、私はどれが本当に投資家の目線に沿っているかといったところについては判定する能力がないため、コメント控えますが、いくつか質問があります。

開示状況について、私は、依然として少ないという印象を受けておりまして、コーポレート・ガバナンス報告書をこの間改訂していないということが理由になっているのかを教えていただければと思います。

また、事例集においては、決算説明会資料などが取り上げられており、必ずしもコーポレート・ガバナンス報告書の記載ではありませんが、コーポレート・ガバナンス報告書の更新を待たずに、取組みを開示することを以前から推奨していたのかについても教えて頂きたいと思います。

いずれにしても今回の資料の公表の妨げになるようなことではないのですが、ふと疑問に思いましたので、教えていただければと思います。

#### 【門田調査役】

1点目については、昨年10月26日に、本年1月の一覧表の掲載開始をアナウンスした際に、上場会社に対して、コーポレート・ガバナンス報告書へのキーワードの記載等の更新のお願いを通知しておりますので、基本的には、そちらをご確認いただいて、定期更新のタイミングに関わらず、コーポレート・ガバナンス報告書を更新いただいていると認識しています。

ただ、未だコーポレート・ガバナンス報告書の更新にまで至っていない会社もいらっしゃるかと思いますので、そういった会社が、今後、更新した場合には、翌月の一覧表に追加していくといったことを想定しています。

また、開示を行っていただく書類については、もともとの要請の中でも、必ずしも、コーポレート・ガバナンス報告書の中で開示をしていなくても、決算説明資料や統合報告書などで開示いただくことで良いこととしております。ただ、そういった場合にはコーポレート・ガバナンス報告書の中に、記載している書類についてリンク先とセットで言及いただくことをお願いしておりますので、今回の開示例についても、コーポレート・ガバナンス報告書にそういった記載がある会社を対象としまして、リンク先の書類まで参照したうえで、事例として取り上げたものとなります。

### 【翁メンバー】

取り纏めありがとうございます。また、15日の開示企業の一覧の開示については、随分とメディアでも取り上げられており、企業の前向きな動きがどんどん広がっていくと良いと考えております。

先ほど、三瓶メンバーが、資料3の4ページにある「高い評価」という表現について指摘されていましたが、私も表現は注意して、あくまで現時点で参考になると考えられる企業といった表現にしたほうがよいと感じました。

また、永見メンバーのご指摘とおり、7ページなどを見ても、やはり財務の視点の記載が中心なのですが、本来はビジネスモデルの改革に結び付けていく、事業自体もしっかりと考えていくことが重要ですので、それが分かるように表現を工夫していただくと良いのではないかと感じました。

資料では、投資家の見方を紹介しているということを最初に断っていますので、中の表現についても、「重要だ」という表現もありますが、投資家から「期待されている」といった表現に統一してはどうかと思います。そこまでこだわらなくても良いのかもしれませんが、この資料は東証が判断したものでなく、あくまで投資家の見方をまとめたものですので、そういった表現に気をつけることも必要ではないかと感じました。

それから、先ほど安藤メンバーがご指摘されたフェアディスクロージャーの考え方を一言入れておくという点も重要なご指摘だと思います。

また、永見メンバーからもご指摘がありました。18ページに「エクイティ・ストーリー」がはじめて出てきます。我々が要請している資本コストや株価を意識した経営の「株価」という観点ではエクイティ・ストーリーは極めて重要となりますが、少し埋没している印象を受けましたので、エクイティ・ストーリーをしっかりと考えていただくことの重要性も強調してはどうかと思

ました。

### 【熊谷メンバー】

皆さんのご議論にもあった通り、事例の位置づけが大きな論点だと思えます。おそらくやらないといけないことは2つありまして、1点目はスクリーニングという観点からは、より多くの方の目を通す、もしくは、少数の超一流の専門家の目を通すという形で念入りにチェックする必要があります。

また、2点目として、そもそも東証がオーソライズしたかのような印象を与えること自体の是非に関する議論を深める必要があると思えます。先ほど、三瓶メンバーや翁メンバーがおっしゃったとおり、4ページの「高い評価」という表現を和らげるという方法もあるかもしれませんが、ただ、そこを和らげるだけでは1頁の1行の文章に過ぎませんから、もう少し根本的に、資料の基本的なコンセプトや事例の位置づけなどについて、東証が何らかのオーソライズをしたものなのか、それとも、あくまで投資家の目線を東証がまとめたものなのかという点などをしっかりと整理し、示した方が良いのではないのでしょうか。

やはり、極端な話ですが、東証がオーソライズして、その企業が3か月で潰れたというような話ではまずいと思えますので、その辺りは慎重に検討すべきだと考えます。

### 【三瓶メンバー】

今の熊谷メンバーの話のうちがって思い出したのですが、ヒアリングを行った投資家90社の属性分布、例えば、国内・海外の別や、アクティブかパッシブか、アクティブのファンドマネージャー／アナリストなのか、または、ESGアナリストや責任投資部の方なのかといった情報を載せておくことが良いのではないかと思いました。

ESGアナリストや責任投資部の方は、開示の内容が良ければ良いといっている、それが実際に企業価値向上に繋がるか、バリュエーションに影響するかというところにあまり関心がないという可能性があります。一方で、アクティブのファンドマネージャーであれば、結果を出してくれるかが非常に重要ということで、少し視点が違うように思います。

ヒアリングした投資家の属性がどんな分布かという記載がされているだけでも、全ての事例が同じ観点で選ばれているわけではないということが伝わるのではないかと思います。

### 【松本メンバー】

今の話の流れもあるので、事例集はリスクもあるのではと思います。ある投資家からすると全然出来ていないと思われるような会社を、別のタイプの投資家は、チェックボックス的には満たしているということで、良い事例だと言っている可能性があり、色々なニュアンスがあるため、事例集の扱いは非常に難しいのではと思います。

#### 【安藤メンバー】

事例集については、もちろん扱いは慎重にすべきですが、私は公表することに意味があると考えます。一般にこういった資料は最終ページにディスクレームを付けますが、むしろ冒頭に趣旨を詳しく説明してはどうでしょうか。

もちろん詳しく書いても読まれない、あるいは、あくまで取組みの事例集であると説明しても好事例集と受け止められることはあるかもしれません。

ただし、資料3は大変よく出来ているため、資料4がないと画竜点睛を欠くということになりかねません。他のメンバーの方も指摘されたように、良い意味で指南書的な資料ですので、具体的な事例がないと、企業に十分理解されない懸念があります。

もちろん誤解を生じさせるかもしれないということではありますが、懸念を認識しつつ、それを乗り越え、位置付けを十分に説明したうえで公表することが、当フォローアップ会議の良いところであると考えます。

#### 【菊池部長】

ありがとうございました。

続きまして、プライム市場における英文開示拡充の方針とグロース市場の機能発揮に向けた検討についてご議論をいただければと思います。それぞれ、資料5と資料6に基づき、ご説明させていただきます。

#### 【中村部員】

それでは、資料5からご説明させていただきますが、前回のご議論を踏まえた英文開示拡充の方針案をまとめております。3ページをご覧ください。

基本的には、前回お示しした方向性を踏襲するものとなっておりますが、前回ご指摘いただいたとおり、プライム市場のコンセプトを踏まえれば、投資判断に重要な情報については、全て英語で同時開示されることが、現時点においても望まれる姿であることを踏まえ、1ぽつ目のとおり、企業行動規範において、総論的な努力義務規定を設けることとしています。

そのうえで、義務化の内容としては、2ぽつ目にありますとおり、まずは、

決算情報と適時開示情報について、2025年3月以降、決算期で段階を踏んで、日本語による開示と同時の英文開示を義務付けることとしています。

他方で、上場会社の実務等も踏まえ、決算情報について短信全文の開示が難しい場合や、適時開示情報に関して特に発生事実などは全文の同時開示が難しいケースがあると想定されますので、その範囲については、日本語による開示内容の一部又は抜粋でも可とすることとしております。

また、一部又は抜粋で可とした場合でも、必要な体制整備に時間を要する企業も想定されることから、具体的な実施時期等を記載した計画を開示している場合には、義務化の適用自体を猶予することとしています。

エンフォースメントにつきましては、3ぽつ目にありますとおり、英文開示については日本語の開示の参考訳と位置づけ、内容の正確性は実効性確保措置の対象外としつつ、英文開示自体を行っていない場合で、計画も開示していない場合などは、実効性確保措置の対象となり得ることとしています。

そのうえで、前回ご意見をいただきました、対象書類の拡大や計画の開示による猶予の終了といった対応期限の設定などについては、上場会社の対応状況も踏まえ、継続的に検討していければと考えております。

これらの内容につきましては、冒頭で池田から申し上げたとおり、来月下旬に制度要綱を公表できればと思っております。あわせて上場会社の実務が混乱しないよう、Q&Aなどのガイダンスも示していきたいと思っております。

何かお気づきの点がございましたら、ご意見を頂戴できればと思います。

#### 【議員調査役】

続きまして、資料6でございますが、前回のご議論を踏まえて、グロース市場の機能発揮に向けた今後の具体的な対応案をまとめております。

基本的には、前回ご提示した取組み案を踏襲するものとなっており、1番から4番までの項目については、できるものから速やかに実施したいと考えております。

また、5番と6番、特に前回多くご意見を頂いた上場基準の件については、次回以降のフォローアップ会議で、ファクトを踏まえてご議論いただければと考えております。

こちらでも何かお気づきの点がございましたら、ご意見を頂戴できればと思います。

## 【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】

資料5の英文開示の拡充に向けた方針については、基本的に賛同いたします。企業の負担が重くなる部分はあるかと思いますが、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に照らせば、基本的に英文開示にしっかりと対応できる企業がプライム市場に上場すべきと考えます。

ただ、現実問題として、プライム市場の上場会社には様々な企業があります。対応リソースが十分な会社もあれば、不足している会社もあります。こうした状況の中で、今回の方針では企業に取組みを委ねている部分がございますので、企業は要請を充足していると判断されるボトムラインの提示を求める可能性があります。推奨ガイドラインやパブリック・コメントに対する回答で、東証としての考え方や海外投資家の要望などを明確に示し、一定程度の開示を促していくことが考えられます。また、英文開示を行っておらず、計画の開示も行っていない場合には、実効性確保措置の対象になるとされていますが、具体的な措置を推奨ガイドラインやパブリック・コメントに対する回答で示すことも一案かと思えます。

資料6にある今後の対応案には賛同いたします。上場基準の引き上げ、プロ向け市場の活用の促進については、今後議論していくものになりますが、他の項目に関しては、順次進めていただき、グロース市場への上場が成長の契機となるようにしていただければと思えますし、従来から申し上げているとおり、市場の新陳代謝も高めていかなければならないと考えます。

既存の上場企業には、対応案の中にある、機関投資家への情報発信の支援をとりわけうまく活用していただきたいと感じています。上場企業にとって業績を上げていくことは当然重要ではありますが、効果的で適切なIRを行うことも非常に大切です。

前回の議論では、情報の粒度について投資家の認識とのギャップがあるとのこと発言がございましたが、上場企業の一部では、投資家への質問をあまり行ったことがないという印象を受けることがあります。投資家と面談する機会がない企業だけでなく、投資家と面談する機会があっても質問をあまり行っていないような企業があります。投資家の質問には受動的に回答するものの、投資家に自社が疑問に思うことなどを能動的に質問するには至っていない、もしくは投資家への質問が議論に発展した場合には対応する準備ができていないということかもしれません。このような状況では、投資家との認識ギャップを埋める

ことは難しいと考えられます。個々の企業で状況が異なりますので、東証が、「このようにしてください」という特定の指示を出す類の話ではないかとは思いますが、投資家に求められる開示情報の粒度の話から中長期の戦略の話に至るまで、投資家の考え方や資本市場について疑問に思うことなどがあれば、それらを解消する機会にしていいただければと考えます。

### 【三瓶メンバー】

資料5、資料6についてご説明いただき、ありがとうございます。

まず資料5については、全体的にこれまでの議論をすっきりまとめたものとなっており、良いと思います。

その中で、3ページの「適用時期」の表の中の「計画の開示」の部分ですが、実施時期を書きさえすれば、いつまでも猶予が認められるように、すなわち期限が決まっていないうように見えます。この点、私は最長1年で良いのではないかと思います。この期限を決めておかないと、市場区分の見直しの際の経過措置と同様の問題が起こり、期限は決められていないではないかということ、最初から長めの計画、たとえば5年後からという計画が出てくることも考えられ、それを認めてよいのかという問題が出てきます。英文開示の範囲について、全文が望まれる一方で一部又は概要でも良いとする以上は、1年以内に対応いただかないと形骸化するのではないかと思います。そうだとすると、4ページの図において、3月期の会社は「計画開示」が2回出てきますが、2回目（2026年）は流石に認められず、そこから英文開示をしていただくことになるのではないかと考えています。

資料6については、以前にグロース市場の課題について議論したときに、IPO時の資金調達額よりも売出し額のほうが大きい会社が多いという問題がありました。それを踏まえれば、1番の上場理由等の開示にあたって、資金調達額と売出し額の比率についての考え方を開示するという、一回踏みとどまってなぜそのような金額・比率になっているのかを考えてもらったうえで、なぜそれでいいのかを説明してもらうということが必要だと思っており、そうしないと根本的な部分の解決が始まらないように思いました。

また、3番について、一つご質問です。グロース市場においてはコーポレートガバナンス・コードの基本原則のみが適用されており、実際にグロース市場の上場会社はその対応状況について驚くほどシンプルな記載をしています。コーポレート・ガバナンス報告書での記載となると、詳細なものを書いていただくイメージも想起されます。実際にはどちらのイメージでの記載を想定され

ているのでしょうか。

#### 【議員調査役】

出来る限り、詳細に書いていただく想定でございます。たとえば、応対者、相手の投資家の属性、質疑応答があればその内容など、実際の説明会・個別面談の状況をできる限り具体的に書いていただければと考えております。去年3月にはプライム市場上場会社に株主との対話の状況を開示いただくようお願いいたしました。それと似たイメージで、グロース市場上場会社にIRの具体的な状況を開示いただく想定です。

#### 【三瓶メンバー】

そうだとすると、基本原則のみ適用ということとの関係はどうなるのでしょうか。

#### 【議員調査役】

ご指摘のとおり、コードについては基本原則のみの適用となっておりますが、現在もコーポレート・ガバナンス報告書には「IRに関する活動状況」という欄があり、コードへの対応状況とは直接的に紐づかない形で設けられております。今般の対応にあたっては、その欄に書いていただきたい内容をご案内することを想定しております。

#### 【永見メンバー】

両方とも、全体に違和感ありません。そのうえで、まず英文開示についてですが、一部又は概要でも良いという記載について、ぜひハイライトいただけるとありがたく思います。全部を求めると誤解されると、かなりパニックになるのではないかと考えています。

また、この件は、たとえば監査法人など、ステークホルダーが存在するのではないかと考えています。多くの監査法人においては、英語まではチェックしないのが普通だと思いますが、今後は英語も含めてチェックしなければいけないのかといった論点が生まれますので、監査法人を混乱させないことも重要であり、ステークホルダーとしての監査法人に配慮するコメントを何かに記載しておいた方がよいのではないかと考えました。また、通常、適時開示については東証が事前確認を行っていますが、東証に日英双方の開示を確認するキャパシティがあるかは分かりかねるところであり、単純に仕事量が倍以上になることが想定される中、実際に実務が回るのかはポイントだと思います。

他のエンフォースメントなどの件については、他の委員の方々と同じ意見

で、特に違和感はありません。

また、グロース市場に関して、上場基準の引き上げについては、そもそも引き上げるのかどうかも含めて、非常に強く関心事として受け止められており、私にも連絡を頂くところです。結果としてどうするにせよ、方針自体は早めに決める方が混乱なく望ましいのではないかと考えています。

#### 【安藤メンバー】

英文開示の義務化については、企業行動規範で規定する前提であっても、企業の自発的な取り組み、つまり、やらされ感ではなく積極的にやるべきものであるという雰囲気醸成が重要です。

具体的には、英文開示を義務化する際には、次の2点を祝詞に明記していただくようお願いします。

1点目は、そもそもプライム市場は「グローバルな投資家との建設的な対話を中心に据えた市場」であるという前提についてです。つまり、企業自らがプライム市場を選択しているということを出発点とすることが重要です。

2点目は、現状の株主だけでなく、将来の潜在的な株主に外国人投資家になる可能性があるわけなので、英文開示を行うことは株主に対する責任、つまり、企業にとってはコーポレート・ガバナンス責任そのものであるということを確認していただくことが必要です。

この2点について企業側の認識が希薄であると、結果として、広範囲かつ質の高い英文開示が短期間に進展しないこととなります。「当社には英文開示は必要ない」といったプライム上場企業の言い訳を許してはいけません。

因みに、三瓶メンバーが指摘された計画開示の期限については、私も明確にすべきであると考えます。

#### 【黒沼メンバー】

英文開示について2点申し上げます。

開示の範囲の留意事項について、私は前回の会合で、決算情報については一部又は概要は認めないほうが良い一方、適時開示については、全文を同時に開示させることで開示自体が遅れては元も子もないので一部又は概要で良いと発言したのですが、決算情報について一部又は概要でも良いとする理由はあるのでしょうか。決算説明会資料などを念頭においているのであれば、もう少し限定する形で留意事項を定めたほうが良いのではないかと思います。言い換えれば、決算短信、四半期決算短信については全文を同時に開示するというのが良いのではないかと思います。

もう1点は計画の開示についてですが、三瓶メンバーがおっしゃったように、猶予期間を当初から明示する方が望ましく、その例として1年というのには賛成です。

#### 【中村部員】

ご質問いただいた決算情報について一部又は概要を認める理由についてですが、決算情報については、決算短信と任意開示書類である決算説明会資料を想定しているところ、決算説明会資料を作成している会社であれば、決算短信のサマリーと決算説明会資料で十分ということも考えられるため、まずは最低ラインとして、一部又は概要からはじめることでどうかと考えております。

#### 【黒沼メンバー】

ご説明はよく分かりましたが、留意事項にその辺りを織り込む形で記載できないでしょうか。例えば、説明会資料がきちんと英文開示されていれば、決算短信についてはサマリーのみも認めるなどと書き込むことはできないでしょうか。

#### 【池田統括課長】

2月に制度要綱を出す際には、もう少しガイドになるようなものをあわせて示していければと思っております。

具体的には、先ほどからの決算情報についてのご指摘もそうですし、適時開示についても、たとえばTOBやファイナンスに係る開示や第三者委員会の報告書など、ひたすら分量が多いものについて全て英文を出すのかという疑問も想定されますので、その辺りも含めて示していく想定でおります。

#### 【翁メンバー】

繰り返しになってしまう部分が多いのですが、英文開示は安藤メンバーがおっしゃったように自発的なものであり、かつ、上場会社自らプライム市場を選んだわけなので、当然やっていただくことが期待されていますし、約7割の海外投資家が現状のプライム上場会社の英文開示に不満をもっている中で、まずは最低限ここからはやりましょう、という趣旨がうまく伝わるような説明をお願いしたいと思います。また、計画の開示について、1年以内という期限を付けることにも賛同します。

グロース市場については、上場時期をしっかりと考えて、成長の中でどう上場時期を考えるのか、上場時期の設定に係る開示を求める趣旨がうまく伝わるよ

うな発信が必要だと思えます。

**【松本メンバー】**

英文開示について、東証からの追加説明を聞いて安心したのですが、投資家が決算短信をどこまで細かく読んでいるか疑問に思いますし、全文を対象に含めると監査法人が大変なことになるのではないかなど様々な論点があります。資料において「通期決算短信から適用」と書かれており、決算短信がメインなのかと誤解してしまいましたので、パブリック・コメント手続きなどを経て洗練されていくのだとは思いますが、そのあたりは気を付けていただければと思います。

**【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。

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。