2023 年 11 月 2 日　全 8 頁

増加するプライム市場上場会社への要請

「資本コストなどを意識した経営」に加え、英文開示の義務化も

政策調査部　主任研究員　神尾　篤史

[要約]

- 東京証券取引所（東証）で「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」（フォローアップ会議）の第 12 回が開催された。「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」（「資本コストなどを意識した経営」）及び「株主との対話の推進と開示」に対する今後の取組みやプライム市場上場会社に対する英文開示が議論された。

- 「資本コストなどを意識した経営」では、開示促進・取組みの実効性向上に向けて、開示企業の一覧表の公表や企業の規模・状況に応じて上場会社の好事例を挙げるなどの取組みが検討され、メンバーから概ね賛同する意向が見られた。開示企業の一覧表の公表については、東証から 10 月 26 日に詳細な内容が公表された。併せて、PBR 1 倍超の上場会社にも積極的な対応が求められた。

- プライム市場上場会社に対する英文開示の義務化については開示書類、開示タイミング、義務化のスケジュールなど、メンバーから多くの見解が出された。現時点での決定事項はないが、一定の基準を決めて段階的に義務化していくべきとの意見が多かった。

第 12 回フォローアップ会議

東京証券取引所（東証）で 10 月 11 日に「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」（フォローアップ会議）の第 12 回が開催された。今回は、（１）「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」（「資本コストなどを意識した経営」）及び「株主との対話の推進と開示」に関する今後の取組み、（２）プライム市場における英文開示の拡充、（３）プライム市場上場会社のスタンダード市場再選択結果、（４）プライム市場における女性役員の選任に係る制度改正、が議題となった。

本稿では、主に議論になった（１）と（２）について、会議の議事録に基づいてメンバー間の議論を簡潔にまとめる。なお、（１）の「資本コストなどを意識した経営」は、メンバーからの意見を踏まえて、東証から 10 月 26 日に「『資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応』に関する開示企業一覧表の公表等について」が公表されているため、その内容も紹介する。

大和証券グループ　株式会社大和総研 丸の内オフィス　〒100-6756 東京都千代田区丸の内一丁目 9 番 1 号 グラントウキョウノースタワー
このレポートは投資勧誘を意図して提供するものではありません。このレポートの掲載情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。㈱大和総研と大和証券㈱は、㈱大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。内容に関する一切の権利は㈱大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等はご遠慮ください。

（１）「資本コストなどを意識した経営」及び「株主との対話の推進と開示」に関する今後の取組み

「資本コストなどを意識した経営」と「株主との対話の推進と開示」は、2023 年３月 31 日に東証から要請されたものである。前者の「資本コストなどを意識した経営」は PBR（株価純資産倍率）の水準を問わず、プライム市場とスタンダード市場の全ての上場会社に開示と取組みが要請されている。経営層が主体となって、資本コストや資本収益性を十分に意識した上で、経営資源の適切な配分の実現を求めるものである。後者の「株主との対話の推進と開示」は、プライム市場上場会社に要請されている。プライム市場はグローバルな投資家との建設的な対話（エンゲージメント）を中心に据えて企業価値向上に取り組む市場と位置付けられている。株主から対話の申込みがあった場合、真摯な対応が重要であるため、体制整備・取組みを促すことを目的として要請されたものである。前回のフォローアップ会議で７月 14 日時点の上場会社による両方の取組み状況が報告されたが[1]、その結果に基づいて今回は具体的な促進策が議論された。

（「資本コストなどを意識した経営」の今後の取組み）

東証の集計によると、「資本コストなどを意識した経営」について開示したのは、プライム市場で 31%、スタンダード市場で 14%であった。プライム市場では PBR１倍以上の会社の方が１倍未満よりも開示が進んでいないことが示された。この結果を踏まえて、東証は「開示企業一覧表の公表、趣旨・留意点の再周知」「対応のポイント・取組事例の公表」「対応状況の集計・周知」という促進策を示した（図表１）。

図表１　東証が提示した「資本コストなどを意識した経営」の今後の取組み

開示企業一覧表の公表、趣旨・留意点の再周知	● 対応を進めている企業の状況を投資家に周知し、企業の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**【**年明け**を目途に開始、毎月１回更新予定】 ➢ ＣＧ報告書において、記載例に沿い「【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・リスト化 ※ 今回の要請では、開示の形式・書類は一律に定めていないものの、いずれの形式でも開示した場合には、投資家がその閲覧方法がわかるよう、ＣＧ報告書において、開示している旨や閲覧方法（開示書類のリンク）の記載をお願いしている ➢ 具体的な取組み内容等を示さず単に「検討中」という旨を開示する場合には、上記のキーワードに続けて「（検討中）」という記載を新たに求めることとし、一覧表においても分類して掲載 ● 公表開始前に、**要請の趣旨・留意点について上場会社に改めて周知**【**10月中**予定】 【周知のポイント】 ➢ **既にＰＢＲ１倍超**でも、株主・投資者の期待を踏まえつつ、**更なる向上に向けた取組みが期待される**こと ➢ **「検討中」**とする場合でも、**検討状況や開示時期について可能な限り具体的な説明が期待される**こと ➢ 開示企業一覧の公表にあたり、要請に基づく開示を行っている場合には、**コーポレートガバナンス報告書に「【資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応】」というキーワードを記載いただきたい**こと
対応のポイント・取組事例の公表	● **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、**企業の規模や状況に応じていくつかのパターン**を取りまとめ、公表【**年明け**を目途】
対応状況の集計・周知	● **企業の開示状況**や**投資家等からのフィードバック**等を**概ね半年に１回程度集計**【**次回は年明け**を目途】

（出所）東証「『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」（2023 年 10 月 11 日）

[1] 上場会社の開示状況は、神尾篤史「『資本コストなどを意識した経営』に関する開示促進を議論」（大和総研レポート、2023 年９月 15 日）参照。

① 開示企業一覧表公表、趣旨・留意点の再周知

上述した「『資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応』に関する開示企業一覧表の公表等について」で対応が公表されている（図表２）。

開示企業の一覧表は 2024 年１月 15 日から東証のウェブページで公表が開始され、各月末時点の状況は翌月 15 日を目途に更新予定である。初回は、2023 年 12 月末時点のコーポレート・ガバナンス報告書（CG 報告書）の状況に基づいて集計される。掲載項目は、証券コード、企業名、市場区分、業種、要請に基づく開示状況（開示済/検討中の別）、要請の英文開示の有無である。

「開示済」の場合は、【資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応】、「検討中」の場合は、【資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応（検討中）】というキーワードが CG 報告書に掲載されていることが集計条件である。「開示済」では、開示している旨や閲覧方法についての記載、「検討中」では、検討状況や開示の見込み時期について、可能な限り具体的な説明が求められる。要請を英文開示している場合は、【資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応】、または【資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応（検討中）】の後に、【英文開示有り】と記載することが求められる。

図表２　開示企業の一覧表の詳細

掲載項目	証券コード、企業名、市場区分、業種、要請に基づく開示状況（開示済/検討中の別）、英文開示 ※ 掲載項目の**具体的なイメージについては、５ページ**をご参照ください
開示状況の集計方法	直近に提出されたＣＧ報告書の「コードの各原則に基づく開示」欄、もしくは、「コードの各原則を実施しない理由」欄において、 ➢ 「**【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場合には「**開示済**」 ➢ 「**【資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応（検討中）】**」というキーワードを記載している場合には「**検討中**」 として集計 ※ いずれのキーワードも記載されていない場合、一覧表には掲載されません ※ 要請に基づく開示内容について、英文でも開示を行っている場合には、上記のキーワードに続けて「**【英文開示有り】**」と記載してください（その場合、一覧表の「英文開示」欄を「有」とします） ※ キーワード記載方法の具体的なイメージについては、５ページをご参照ください
公表方法	以下、日本取引所グループ ウェブサイトに、Excelファイル（日・英）を掲載 【日本語】https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/follow-up/02.html 【英語】https://www.jpx.co.jp/english/equities/improvements/follow-up/02.html
公表開始時期・更新頻度	◆ 初回は、**２０２３年１２月末時点のＣＧ報告書の状況に基づき集計**し、**２０２４年1月１５日（月）を目途に公表**予定 ◆ その後は、各月末時点の状況に基づき、翌月１５日を目途に一覧表を更新（**毎月更新**）

（出所）東証「『資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応』に関する開示企業一覧表の公表等について」（2023 年 10 月 26 日）

なお、一覧表の詳細と併せて、相対的に開示が進んでいない PBR１倍超の会社にも、株主・投資家の期待、国内外の同業他社との比較、PBR 以外の資本収益性や市場評価に関する指標の状況などを勘案して、積極的な対応が要請された。

② 対応のポイント・取組事例の公表

これは上場会社の開示や取組みの中から、企業の規模や状況に応じて好事例を挙げるものである。メンバーからは失敗から学ぶことは重要であることから、「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」との意見があった。また、PBR 1 倍超の会社でもさらなる向上に向けた取組みが期待されることが示された上で、「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」から、上場会社が開示や取組みを考えていく必要性が指摘された。「書きぶりがよいことを評価するというよりは、書きぶりが良くて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」という留意点も示された。

（「株主との対話の推進と開示」に関する今後の取組み）

この要請に対して東証が集計した上場会社の開示状況は、プライム市場上場会社で 34%であった。この結果を踏まえ、東証は「企業の取組みの好事例の紹介」「投資家の目線の紹介」「投資家へのメッセージの発信」などの促進策を示した（図表３）。メンバーから以下のような発言があった。

図表３　東証が提示した「株主との対話の推進と開示」の今後の取組み

企業の取組みの好事例の紹介	● **経営者が率先して対話にコミットしている企業や対話による気づきを企業価値向上に活かしている企業、対話の前提となる経営情報の開示やＩＲ活動に積極的に取り組み、投資家へのアピールを行っている企業等**について、企業の取組みを経営者インタビューやセミナー等の形式で紹介【**年明け**を目途】 ※ あわせて、本要請の趣旨・留意点を改めて上場会社に周知 【周知のポイント】 ➢ 対話・エンゲージメントは、もちろん企業側から投資家にアプローチするケースもあるものの、基本的には投資家側からアプローチするものであり、今回の要請は、**投資家からの対話の申し込みがあった場合に真摯な対応を求めるもの**であること ➢ **株主との対話の実績がない場合は、対話の申し込みがあった場合に真摯に対応するための体制整備や情報開示・ＩＲ活動の拡充を通じた投資家へのアピール等の取組みを開示する**ことが考えられること
投資家の目線の紹介	● **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【**年明け**を目途】
投資家へのメッセージの発信	● 対話の担い手となる**機関投資家に対しても**、**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」を踏まえた各社の取組みをアジェンダとして設定する等、**積極的に対話をリードしていただきたい旨を発信**【順次実施】
その他	● 対話・エンゲージメントの実効性向上のほか、企業の情報開示・ＩＲ活動が適切に投資家に届くよう、**企業と投資家の接点作り**等、取引所としてのサポート策を継続的に検討・実行

（出所）東証「『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」（2023 年 10 月 11 日）

① 企業の取組みの好事例の紹介、投資家の目線の紹介

企業の好事例の紹介では、経営者が率先して対話にコミットする企業や対話による気づきを

企業価値向上に活かす企業、対話の前提となる経営情報の開示や IR 活動に積極的に取り組む企業などが念頭に置かれており、メンバーからも企業の事例紹介の重要性が指摘された。さらに、「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」や「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」という意見もあった。

改めて対話の意義を周知する必要性も強調された。「昨今のコンテクストとしては、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」という指摘があった。

② 投資家へのメッセージの送信など

これは対話の担い手となる投資家に「株主との対話の推進と開示」の要請などを周知し、積極的に対話をリードするように依頼するものである。メンバーからは、機関投資家によって対話のスタンスや質に大きな差異があることが指摘された。「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」とされた。

メンバーからは上場会社の社外取締役と機関投資家との対話の重要性を指摘する声があり、投資家側でも社外取締役との対話の方法論が確立されていない部分があるため、「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」「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を整理する」という必要性が述べられた。

資産運用業界の対話に対する問題意識もメンバー間で共有された。「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」とされており、機関投資家を集めた分科会を作って議論することが提案された。主幹事証券会社や投資銀行の考えなどを理解する必要性も併せて述べられた。

プライム市場における英文開示の拡充

今回のフォローアップ会議から英文開示の拡充について本格的な議論が開始された。東証はプライム市場上場会社に対して「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」（東証「論点整理を踏まえた今後の東証の対応」（2023 年 1 月 30 日））という意向を示してきたが、英文開示する書類、明確な時期などは示していなかった。図表 4 に示した

論点に基づいて議論が行われたが、現在のところ開示書類や時期などを決定するというよりは、メンバーからの意見を幅広に集めようという意向のようである。以下では①英文開示書類の種類、英文開示のタイミング、②義務化のスケジュール・対象・方法についての意見をまとめる。

図表４　英文開示の拡充に関する論点

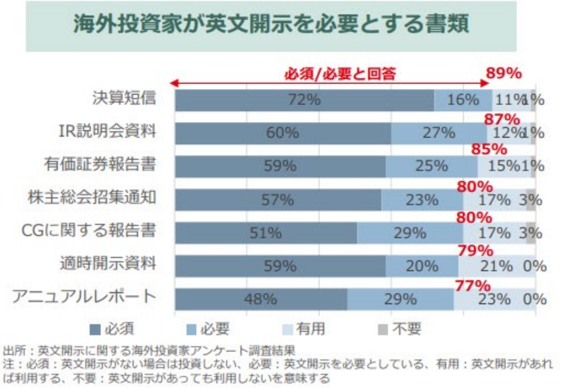
1. 総論
   - ■ 海外投資家からは幅広い書類について高い英文開示のニーズが寄せられている一方で、プライム市場上場会社の英文開示の実施状況は書類によって取組状況に大きな差があることから、段階的に英文開示を拡充していくことが適当と考えられるがどうか
   - ■ 例えば、以下のように進めていくことでどうか
     - プライム市場の全上場会社を対象に、海外投資家からの英文開示のニーズが特に高い書類について、優先的に義務化
     - その上で、海外投資家からの英文開示のニーズは一定程度高いものの、企業の取組状況との乖離がある書類については、努力義務とするなどによって、企業の取組みを推進
       ※ 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
2. 各論
   - ■ 以下の項目について、どのように考えるか
     - 優先的に義務化を行う書類 /努力義務等によって企業の取組みを推進していく書類の範囲
       ※ 書類の中で、項目・情報を一部に限定することも考えられるか
     - 上記の書類の英文開示のタイミング
       ※ 即時性が重視される書類や、経営戦略や事業環境など、中長期的な視点での情報の開示を主な目的とする書類など、書類によって差を設けることも考えられるか
       ※ 英文開示が間に合わないことにより、日本語による開示タイミングが後倒しになる懸念があることを踏まえ、どのように考えるか
     - 義務化 /努力義務の適用の時期

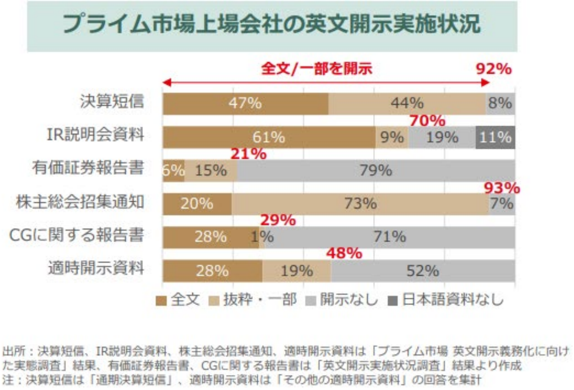
（出所）東証「プライム市場における英文開示の拡充について」（2023 年 10 月 11 日）

①　英文開示書類の種類、英文開示のタイミング

英文開示書類については、メンバーから幅広く意見が出ており、統一した見解は見られなかった。「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」という意見がある一方で（図表５）、「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」という意見もあった。

図表５　海外投資家による英文開示の必要書類（左）プライム市場上場会社の英文開示状況（右）



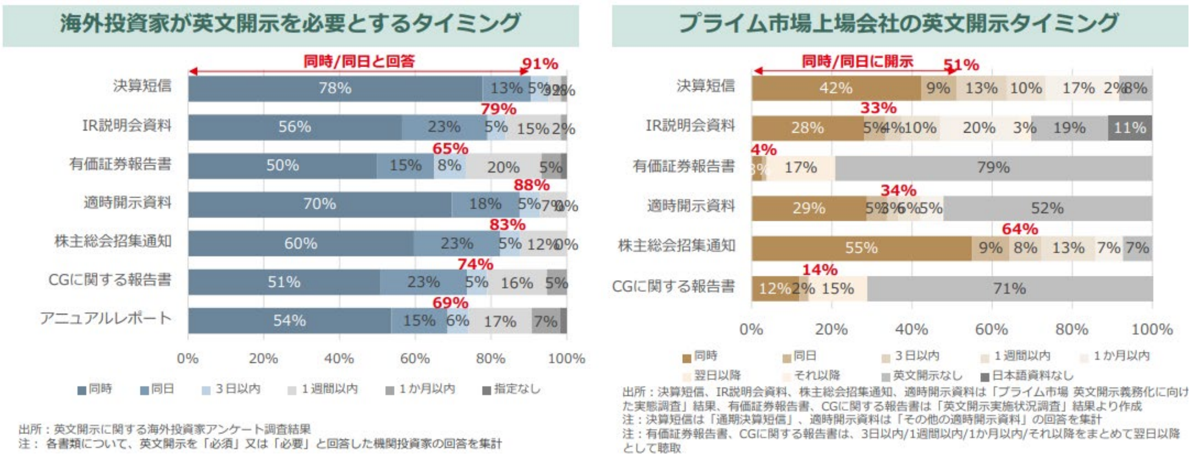


（出所）東証「プライム市場における英文開示の拡充について」（2023 年 10 月 11 日）

法定開示書類を念頭に考えるべきという声も複数あり、「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」や「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」という見解もあった。図表５にある海外投資家の 79%が適時開示書類の英文開示が必要としている一方で、適時開示書類している企業は 48%という差異を取り上げ、「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」という強い表現もあった。

英文開示のタイミングは、開示書類による違いを考慮するという指摘はあったものの、原則的には日本語資料と英文資料を同時に公表することが望ましいという考え方が多かった。「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」ということがメンバーの発言の背景にある。図表６にもあるように、海外投資家が英文開示を必要とするタイミングとプライム市場上場会社の英文開示タイミングには大きな違いが見られ、例えば適時開示資料については「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」との意見があった。

図表６　海外投資家が英文開示を必要とする時期（左）プライム市場上場会社の英文開示時期



（出所）東証「プライム市場における英文開示の拡充について」（2023 年 10 月 11 日）

②　英文開示の義務化のスケジュール・対象・方法

英文開示の義務化を段階的に進めていくべきという意見が多かった。図表７で示しているように、台湾や韓国では会社規模に応じて段階的に開示を義務化させている状況を踏まえた意見があり、経過措置が終了する「2025 年３月から段階的に義務化していくことが適当」とされた。2022 年度末のプライム市場の外国法人等の株式保有比率が 30.8%であることを踏まえ、「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」という意見もあった。また、「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」という考え方も見られた。

図表７　台湾と韓国の英文開示動向

		対象会社	英文開示の対象項目	英文開示タイミング
台湾	①第１段階（２０２０年7月～）	**払込資本金が１５０億台湾ドル以上**の上場会社	取引所規則に定める**重要な情報**（日本における適時開示情報に該当） ※ なお、**株主総会の議案及びその補足説明資料**、**年次報告書**についても、段階的な義務付けを実施（２０２０年～２０２３年）のうえ、**すでに全上場会社に適用**	中国語による開示と同様
	②第２段階（２０２１年～）	払込資本金が１００億台湾ドル以上又は**海外投資家比率が３０%以上**の上場会社		
	③第３段階（２０２２年～）	払込資本金が２０億台湾ドル以上の上場会社		
	④第４段階（２０２４年～）	**全上場会社**		
韓国	①第１段階（２０２４年～）	以下のＫＯＳＰＩ上場会社 • **資産１０兆ウォン以上**かつ海外投資家比率が５%以上 • 資産２兆ウォン以上かつ**海外投資家比率３０%以上**	取引所が定める開示項目のうち、 • **決算に関する開示事項**（売上・利益の大幅な増減や資本金の大幅な棄損、配当の決議、不適正開示など） • **重要な意思決定に関する開示事項**（組織再編、事業活動の停止、再生/解散手続き、事業の取得/譲渡、自己株の取得/消却など） • **売買停止対象の開示事項**（減損、増資/減資など）	韓国語による開示から３日以内
	②第２段階（２０２６年～）	**資産２兆ウォン以上**のＫＯＳＰＩ上場会社	取引所規則による開示項目（第１段階から拡大予定）と一部の法定開示を想定 ※ 詳細は、第１段階の状況を踏まえて今後確定 ※ 第２段階から新たに対象となった企業は、２０２７年までは第１段階の開示項目に限る	原則として韓国語による開示と同時

出所：各取引所の公表資料を基に、東証作成

（出所）東証「プライム市場における英文開示の拡充について」（2023 年 10 月 11 日）

この他、プライム市場のコンセプトにグローバルな投資家との建設的な対話があるため、「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いと思うのですが、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」とする意見があった。一方で、義務化するものと努力義務とするものに分けて、「海外投資家の保有比率などに応じて推奨度を設けた上で、義務化とは別の努力義務の枠組みで推進してはどうか」という見解もあった。

最後に

冒頭で述べたように、今回のフォローアップ会議では（1）から（4）まで議題に上がったが、そのうち、（1）「資本コストなどを意識した経営」及び「株主との対話の推進と開示」に関する今後の取組み、（2）プライム市場における英文開示の拡充、（4）プライム市場における女性役員の選任に係る制度改正は、プライム市場への要請であった。昨年の新市場の開始後、プライム市場への要請が一段と増えているように感じられ、プライム市場の上場会社の負担が増しているようにも受け取れる。

東証が掲げるプライム市場のコンセプトは、①多くの機関投資家の投資対象になりうる規模の時価総額（流動性）、②より高いガバナンス水準、③グローバルな投資家との建設的な対話を中心に据える、となっており、一連の要請はこれらのコンセプトに則したものと言える。プライム市場で上場するということはコンセプトに合った会社になるということに他ならない。プライム市場に上場するからには上述した要請に対応していくことが求められる。