

2024年1月31日 全7頁

プライム市場での英文開示が2025年から開始予定

「資本コストや株価を意識した経営」の事例集は2月上旬までに公表予定

政策調査部 主任研究員 神尾 篤史

[要約]

- 東京証券取引所で「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14回が行われた。主に、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」（「資本コストや株価を意識した経営」）における投資家の視点を踏まえた対応のポイント・事例、プライム市場における英文開示拡充の方針が議論された。
- フォローアップ会議で示された「投資者の視点を踏まえた『資本コストや株価を意識した経営』のポイントと事例（案）」では、バランスシートが効率的な状態となっているか、経営資源の適切な配分を意識した抜本的な取組みを行っているかなど、上場会社が留意すべき10個のポイントが示された。
- プライム市場における英文開示拡充については、2024年2月下旬に制度要綱が示される予定である。「プライム市場における英文開示拡充の方針（案）」では決算情報、適時開示情報が対象となり、日本語と同時で開示が求められることが示された。全書類・全文での同時開示が望まれるが、一部又は概要を英文開示することも可能という留意事項が付されている。3月決算の場合は、決算情報が2025年3月期の通期決算短信、適時開示情報が2025年4月の適時開示から開始される予定である。なお、英文開示の体制整備に対する配慮から、具体的な実施時期及び実施に向けた取組みを記載した計画の開示を行っている場合は、適用が猶予されることも示された。

第14回フォローアップ会議

東京証券取引所（東証）で1月17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14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」（「資本コストや株価を意識した経営」）に関する開示状況、（2）「資本コストや株価を意識した経営」に関して投資家の視点を踏まえた対応のポイント・事例、（3）プライム市場における英文開示拡充の方針、（4）グロース市場の機能発揮に向けた今後の対応が議論された。本稿では、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。

(1) 「資本コストや株価を意識した経営」に関する開示状況

「資本コストや株価を意識した経営」に関する 2023 年 12 月末時点の開示状況（開示済みと検討中の合計）はプライム市場で 49%と、東証による 2023 年 3 月末の要請から 9 か月で約半分の会社が開示を行った（図表 1）。3 月決算企業に限れば、プライム市場で 59%が開示しており、2023 年 7 月 14 日時点の 31%から大きく増加した。要請で求められる取締役会での自社の現状分析・計画策定には多くの時間を要することを踏まえれば、プライム市場の多くの会社に対応したと評価できよう。一方で、スタンダード市場の 2023 年 12 月末時点の開示状況は 19%である。3 月決算企業に限っても 21%と、2023 年 7 月 14 日時点の 14%から若干上昇したものの、プライム市場ほどの顕著な変化はない。

図表 1 「資本コストや株価を意識した経営」の開示状況

		プライム市場 開示割合		スタンダード市場 開示割合	
全企業 対象	23年12月末時点	合計	49%	合計	19%
		開示済み	40%	開示済み	12%
		検討中	9%	検討中	7%
3月 決算企業 対象	23年12月末時点	合計	59%	合計	21%
		開示済み	48%	開示済み	13%
		検討中	11%	検討中	8%
	23年7月14日時点	合計	31%	合計	14%
		開示済み	20%	開示済み	4%
		検討中	11%	検討中	10%

(出所) 東京証券取引所『「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する開示状況（2023 年 12 月末時点）』（2024 年 1 月 15 日）などより大和総研作成

プライム市場の全上場会社を PBR（株価純資産倍率）別時価総額別で見ると、PBR 1 倍未満で時価総額が大きい会社ほど開示が進んでおり、PBR 1 倍以上で時価総額が小さい会社では相対的に開示が進んでいない（図表 2）。対応できる社内リソースが少なかったり、PBR 1 倍以上であれば対応不要という誤解が拭えていない可能性がある。

メンバーからは、開示結果を評価する声が多く、「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」という声があった。今後に向けては、「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」や「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」という意見があった。

図表2 プライム市場の時価総額別、PBR 別の開示状況

全企業対象（23年12月末時点）	1 倍未満	1 倍以上
	78%	46%
時価総額1,000億円以上	開示済み：65% 検討中：13%	開示済み：41% 検討中：5%
	59%	32%
250～1,000億円	開示済み：44% 検討中：15%	開示済み：23% 検討中：8%
	37%	22%
250億円未満	開示済み：28% 検討中：9%	開示済み：17% 検討中：6%

（出所）東京証券取引所「集計結果の詳細データ（2023年12月末時点）」（2024年1月15日）より大和総研作成

（2）「資本コストや株価を意識した経営」に関して投資家の視点を踏まえた対応のポイント・事例

東証は開示率の上昇や開示の質の向上のために、「投資者の視点を踏まえた『資本コストや株価を意識した経営』のポイントと事例」、「事例集」を2024年1月下旬から2月上旬を目途に公表予定である。フォローアップ会議では、これらの2つ資料の内容について議論が行われたが、現時点で対外公表されたのは「投資者の視点を踏まえた『資本コストや株価を意識した経営』のポイントと事例（案）」のみで、さらに本資料の上場会社の事例部分は掲載準備中というマスキングがなされている。

マスキング部分以外で明らかになっているのは、上場会社が留意すべきポイントである。すなわち、「資本コストや株価を意識した経営」で要請された、自社の資本コスト・資本収益性や市場評価に関して取締役会で現状分析・評価を行う【現状分析・評価】、現状分析に基づいて、改善に向けた方針や目標、計画期間、具体的な取組みを取締役会で検討・策定し、現状評価と合わせて開示する【取組みの検討・開示】、計画を推進し、開示に基づいて投資家との積極的な対話を行う【株主・投資家との対話】に則したポイントが記載されている。

図表3にその内容をまとめているが、例えば、【現状分析・評価】で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ポイントとして挙げられている。これは、従来型の売上や利益水準など損益計算書上の指標の説明に終始せず、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など、投資家が重視する資本収益性や成長性などの指標を用いたバランスシートを精査する対応が期待されるというものである。また、【取組みの検討・開示】では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ことが挙げられている。これは、投資家の期待収益率である資本コストや資本収益性を十分に意識した上で、抜本的な取組みを進め、経営資源の適切な配分を行うことであり、例えば、将来のキャッシュフローも含め、資本を成長投資や株主還元はどう配分していくのか、キャッシュアロケーション方針を策定することなどが考えられている。

図表3 投資家の視点を踏まえた対応のポイント（案）

現状分析・評価	投資家の視点から資本コストを捉える →「投資家の期待収益率」である株主資本コストをCAPM（資本資産価格モデル）等のモデルを用いて算出するだけでなく、投資家と資本コストの認識が合っていることが重要
	投資家の視点を踏まえて多面的に分析・評価する →PBRが1倍を超えていたり、資本収益性の水準が十分であると考えられる場合でも、国内外の同業他社との比較やセグメント別に資本コストや資本収益性を分析することが有用
	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 →従来型の売上や利益水準など損益計算書上の指標の説明に終始せず、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など、投資家が重視する資本収益性や成長性などの指標を用いた分析・目標設定を取り入れた対応が期待される
取組みの検討・開示	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 →資本コストや資本収益性を十分に意識した上で、抜本的な取組みを進め、経営資源の適切な配分を行う。例えば、将来のキャッシュフローも含め、資本を成長投資や株主還元はどう配分していくのか、キャッシュアロケーション方針を策定することなどが考えられる
	資本コストを低減させるという意識を持つ →資本コストを上回る資本収益性を達成し、その差を拡大させていくことが必要となるが、資本収益性の向上だけでなく、資本コストを低減させる取組みも重要。投資家との情報の非対称性の解消、投資家の経営に対する信頼や収益の安定性・持続性に対する確信度を高めることなどが低減の手段と考えられる
	中長期的な企業価値向上のインセンティブとなる役員報酬制度の設計を行う →経営者自身が企業価値向上を自分事として捉えることが重要であり、経営陣の報酬が、持続的な成長に向けた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
	中長期的に目指す姿と紐づけて取組みを説明する →単に取組みを羅列するのではなく、中長期的に目指す姿の実現に向けて、どのような意図で各取組みを実施するのか、各取組みがどのように課題解決に繋がるのか、目標とする経営指標をいくつかの要素に分解した上で、要素ごとに改善に向けた取組みを示すなど分かりやすく開示する
	経営陣・取締役会が主体的かつ積極的に関与する →対話における企業側の課題として、多くの投資家が、対話内容が経営層に届いていないと感じている。株主・投資家との継続的な信頼関係を構築し、対話を実効的なものにしていくためには、経営陣や取締役会が、対話の重要性を十分に理解した上で、主体的に関与していくことが重要
株主・投資者との対話	株主・投資家の属性に応じたアプローチを行う →株主・投資家との対話の実効性を向上させるためには、対話の相手方の属性（アクティブ/パッシブの別、グロス/バリュア/配当重視など）や相手方にとってのマテリアリティを十分に理解した上で、タイプに応じたアプローチを行う
	対話の実施状況を開示し、更なる対話・エンゲージメントに繋げる →対話を通じて株主・投資家からの評価やフィードバックを得ながら、取組みを加速・ブラッシュアップしていくという好循環を生み出すためには、対話の実施状況や実例、そこで得たインプットがどのように経営の意思決定に取り入れられているかなどについて株主・投資家に示すことで、更なる対話・エンゲージメントの深化に繋げることが有効

（出所）東京証券取引所「投資者の視点を踏まえた『資本コストや株価を意識した経営』のポイントと事例（案）」（2024年1月17日）より大和総研作成

メンバーからは、個別の会社事例の中には計画と行動が伴っていないケースがあり、これらの資料が「好事例集」と捉えられないように留意すべきという声が複数あった。具体的には「会社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」や「現時点で比較的良好な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」とされた。もっとも、留意すべきポイントや事例集は上場会社の参考になり、「上場企業とお話し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」とや「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」という意見もあった。これらのメンバーの声を踏まえて、「投資者の視点を踏まえた『資本コストや株価を意識した経営』のポイントと事例」、「事例集」は公表されることになると思われる。

(3) プライム市場における英文開示拡充の方針

これまで複数回の議論が行われてきたが、2024年2月下旬に制度要綱が公表される見通しとなった。「プライム市場における英文開示拡充方針（案）」によれば、英文開示対象は決算情報（決算短信・四半期決算短信・決算補足説明資料（説明会資料））、適時開示情報（全ての適時開示項目）であり、開示のタイミングは日本語と同時とされている（図表4）。留意事項として、「全書類・全文について同時開示することが望まれるが、日本語における開示の内容の一部又は概要を英語により開示することでも可」とされているが、会議における東証の追加説明では「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」とされた。東証からは、英文開示に関するガイドのようなものを制度要綱公表時に示す考えも示された。上場会社の多くが懸念すると思われる英文内容の正確性については、日本語の開示の参考訳として位置付けられ、東証からディスクレーマーの記載例も案内される見込みである。

図表4 プライム市場における英文開示拡充の方針（案）

<書類・タイミング・適用時期など>			
項目	想定される書類と適用時期	英文開示 タイミング	留意事項
決算情報	・決算短信・四半期決算短信 ・決算補足説明資料（説明会資料） →2025年3月1日以後に終了する事業年度に係る通期決算短信から適用	日本語と 同時開示	全書類・全文について同時開示することが望まれるが、日本語における開示の内容の一部又は概要を英語により開示することでも可
適時開示情報	全ての適時開示項目 →2025年3月1日以後に終了する事業年度の末日の翌日から適用		

<計画の開示など>

- ・英文開示の体制整備に対する配慮から、具体的な実施時期及び実施に向けた取組みを記載した計画の開示を行っている場合は適用を猶予
- ・英文開示は日本語の開示の参考訳と位置づける
- ・英文開示自体を行わず、計画の開示も行わない場合などは実効性確保措置の対象になる
- ・英文開示状況は定期的にモニタリングが行われ、初回は2025年夏が想定されている。更なる対象書類の拡大などについては継続的に検討される

（出所）東京証券取引所「プライム市場における英文開示拡充の方針（案）」（2024年1月17日）より大和総研作成

適用時期は決算期によって異なり、3月決算会社が早く、決算情報が2025年3月期の通期決算短信、適時開示情報が2025年4月の適時開示、一方、2月決算会社は遅く、決算情報が2026年2月期の通期決算短信、適時開示情報が2026年3月の適時開示と想定されている。なお、英文開示の体制整備に対する配慮から、具体的な実施時期及び実施に向けた取組みを記載した計画の開示を行っている場合は適用が猶予されることが示された。英文開示自体を行わず、計画の開示も行わない場合などは実効性確保措置の対象になる。英文開示状況は定期的にモニタリングが行われ、初回は2025年夏が想定されている。更なる対象書類の拡大などについては継続的に検討される。

メンバーからは英文開示拡充の方針について、概ね賛同の声が寄せられた。ただし、計画の開示による開示の猶予期限について注文が付けられ、「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された。その他のメンバーからも、1年以内という期限に賛同の意見があった。

(4) グロース市場の機能発揮に向けた今後の対応

英文開示と同様に、これまで複数回の議論が行われてきており、東証が示した「グロース市場の機能発揮に向けた今後の対応（案）」にはメンバーから賛同の意見が示された（図表5）。注目された「上場10年経過後40億円以上」という上場維持基準の引き上げについては、次回以降の会議でファクトを踏まえて検討されることになった。

図表5 グロース市場の機能発揮に向けた今後の対応（案）

#	項目	今後の予定
1	上場理由等の開示の促進	<ul style="list-style-type: none"> 新規上場時の「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示項目に、上場理由、上場時期・ファイナンス内容の設定に係る考え方を追加【速やかに】
2	上場準備に関する正しい理解の促進	<ul style="list-style-type: none"> ケーススタディ（IPOにあたり問題となる例／ならない例、たとえば赤字上場やM&Aの実施など）を踏まえたFAQ集を公表【今春目途】 上場準備会社がIPOに係る疑問を東証に直接相談できる窓口をより活用【速やかに】 IPOを巡る課題について実務関係者（主幹事証券会社・監査法人・VC・発行体等）と幅広く意見交換を行う場を設置【今春目途】
3	投資者への積極的な情報発信の促進	<ul style="list-style-type: none"> 投資家向け説明会・個別面談等を通じた積極的な発信を推奨し、その実施状況の開示（コーポレート・ガバナンスに関する報告書を想定）を促進【速やかに】
4	機関投資家への情報発信の支援	<ul style="list-style-type: none"> 機関投資家の目線を紹介する経営者向けIRセミナーを開催【準備ができ次第】 積極的にIRを行う経営者へのインタビュー記事（好事例）を発信【同上】 経営者から機関投資家への情報発信の機会を創出（接点づくり）【同上】
5	上場基準の引き上げ	<ul style="list-style-type: none"> 本フォローアップ会議において、ファクトを踏まえ検討【次回会議以降】
6	プロ向け市場の活用促進	

（出所）東京証券取引所「グロース市場の機能発揮に向けた今後の対応（案）」（2024年1月17日）

おわりに

「資本コストや株価を意識した経営」に関する開示については、留意すべきポイントや事例集が公表されることで上場会社の理解が大いに促進されることが期待される。今後対応予定の会社や開示後ブラッシュアップを計画する会社などは、最初の段階ではこれらを模倣していくことが考えられるが、自社の状況に調節していくことが必要である。投資家とのコミュニケーションを通じて、必要な情報を加えることや求められる対応を行い、オリジナルなものにし、自社で自律的に対応できるようにすることが期待される。

プライム市場での英文開示は2025年からの開始が予定されている。英文開示の体制整備に対する配慮から、計画の開示を行っている場合は適用が猶予されるものの、その期限は1年以内という意見がメンバーの間にある。背景には、「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り、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いう考え方がある。リソースの不足する会社は早めに準備・対応することが望まれる。