

2022年2月25日 全10頁

企業の英文開示、どこまで求められる？

決算短信、IR説明会資料の次は有価証券報告書の英文開示か

金融調査部 研究員 藤野大輝

[要約]

- 2021年6月にコーポレートガバナンス・コード（CGコード）が改訂され、プライム市場上場会社は、海外投資家のニーズに応えられるような英文開示を行っていくことが求められている。本稿ではわが国の上場会社の英文開示の現状と海外投資家のニーズを比較して今後必要と考えられる英文開示について考察する。
- ほとんどのスタンダード市場、グロース市場上場予定会社は株主総会招集通知や有価証券報告書を含め、各書類の英文開示は行っていない。一方、プライム市場上場予定会社は、決算短信、株主総会招集通知について約7割の会社が英文開示を実施・予定しており、IR説明会資料も約6割の会社が英文開示を行っている。しかし、事業報告や、CG報告書、有価証券報告書についてはまだ英文開示が進んでいないようだ。
- 海外機関投資家等の多くは、わが国の上場会社の英文開示状況は改善していると考えているが、現状に満足しているわけではなく、開示の量が不十分、開示のタイミングが遅い、日本語の開示と英文開示の表現に差異がある可能性があるといった理由で、不満を抱えている者が多い。
- 海外機関投資家等は決算短信、IR説明会資料の英文開示を特に重視している。これらに続いて、アニュアルレポート、有価証券報告書の英文開示を優先すべきと考えている。そのため、既に決算短信やIR説明会資料の英文開示を行っているプライム市場上場予定会社などは、特に投資判断や議決権行使に重要な情報から順に有価証券報告書の英文開示に取り組んでいくことが期待される。

1. 改訂CGコードで企業の英文開示への要求が高まる

2021年6月にコーポレートガバナンス・コード（CGコード）が改訂された。今回の改訂では、東京証券取引所（東証）の市場区分の見直しに伴って、特に高い水準のガバナンスが求められるプライム市場上場会社に対して、別途、高度な規定が設けられている。

プライム市場上場会社向けの規定の一つとして、補充原則3-1②後段が挙げられる。従来、上場会社に対しては、株主に占める海外投資家の比率を踏まえて、招集通知の英訳（補充原則1

－ 2④) や合理的な範囲内の英語での情報開示 (補充原則 3－1②) を進めるべきとされていた。今回の改訂によって、これに加えてプライム市場上場会社は、開示書類のうち必要とされる情報については英文開示をすべきとされた。

図表 1 CG コードにおける英文開示に関する言及

補充原則 1－2④

上場会社は、自社の株主における機関投資家や海外投資家の比率等も踏まえ、議決権の電子行使を可能とするための環境作り (議決権電子行使プラットフォームの利用等) や招集通知の英訳を進めるべきである。

特に、プライム市場上場会社は、少なくとも機関投資家向けに議決権電子行使プラットフォームを利用可能とすべきである。

補充原則 3－1②

上場会社は、自社の株主における海外投資家等の比率も踏まえ、合理的な範囲において、英語での情報の開示・提供を進めるべきである。

特に、プライム市場上場会社は、開示書類のうち必要とされる情報について、英語での開示・提供を行うべきである。

(注) 下線部分 (大和総研付与) が 2021 年 6 月の改訂箇所。
(出所) 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」

まず、招集通知の英訳 (補充原則 1－2④) については、2015 年の CG コード策定時に、海外投資家も十分な検討期間を確保できるように収集通知の英訳を行うべきという指摘があり、盛り込まれた。

海外投資家等の比率を踏まえた英文開示 (補充原則 3－1②前段) については、海外投資家による投資の割合も低くないことを踏まえ、重要な情報については英文開示を進めるべきと判断され、CG コード策定時に盛り込まれた。ただし、海外からの投資額がほとんどない企業もあることも踏まえ、「合理的な範囲」で開示を進めるべきとされた。この合理的な範囲については、各社が適切に判断をすることが想定されている。

2021 年の改訂で、プライム市場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、国際競争力を持つ市場となることを考えていることを踏まえ、プライム市場上場会社に対しては積極的な英文開示の実施を期待していることが明確にされた。

プライム市場上場会社が英文開示を行うべきとされる、開示書類のうち「必要とされる情報」については、東証は「フォローアップ会議の提言を踏まえたコーポレートガバナンス・コードの一部改訂に係る上場制度の見直しについて (市場区分の再編に係る第三次制度改正事項)」(以下、パブコメ回答) で以下のように述べている。

・プライム市場がグローバルな機関投資家との建設的な対話を中心に据えた企業向けの市場区分と位置付けられていることを念頭に置き、そうした対話に資する情報開示となるよう、各社において、投資家のニーズ等も踏まえつつ適切に判断する

- ・我が国を代表する投資対象として優良な企業が集まる市場にふさわしいガバナンスの水準を求めていく必要があるという指摘があることに鑑みて、投資家のニーズ等を踏まえつつ適切に判断する
- ・必要とされる情報の英文開示においては網羅性や十分性の確保が重要である
- ・スタンダード市場にも求められる「合理的な範囲」での英文開示よりも広い範囲と解される
- ・英文開示を一切行わない場合には、その理由を十分に説明する

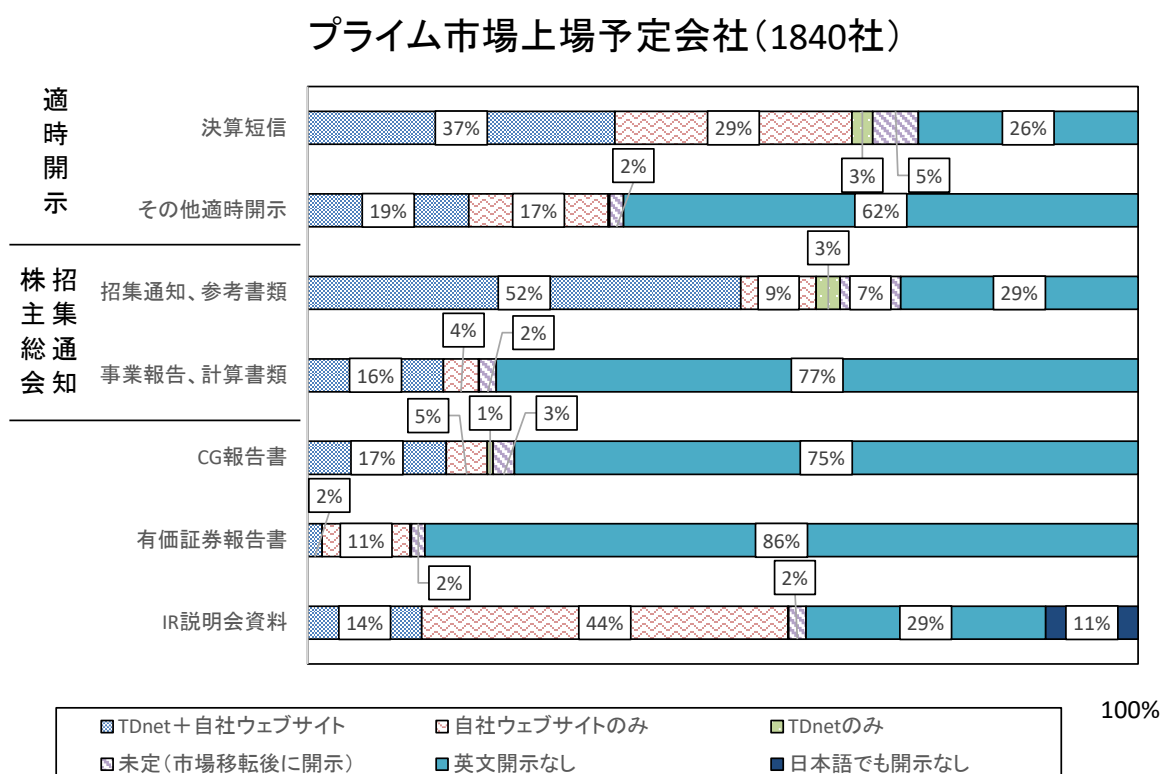
つまり、プライム市場上場会社は、より高いガバナンス水準が求められる、グローバルな投資家との対話を見据えた市場を選択したことに責任を持ち、海外投資家のニーズに応えられるような英文開示を行っていくことが求められていると考えられる。

本稿では、企業が開示書類のうち必要とされる情報の英文開示を行っていく参考として、まずは各市場の上場会社の英文開示状況を確認した上で、海外投資家の求める英文開示について整理する。こうしたわが国の英文開示の現状と海外投資家のニーズのギャップから、今後必要と考えられる英文開示について考察する。

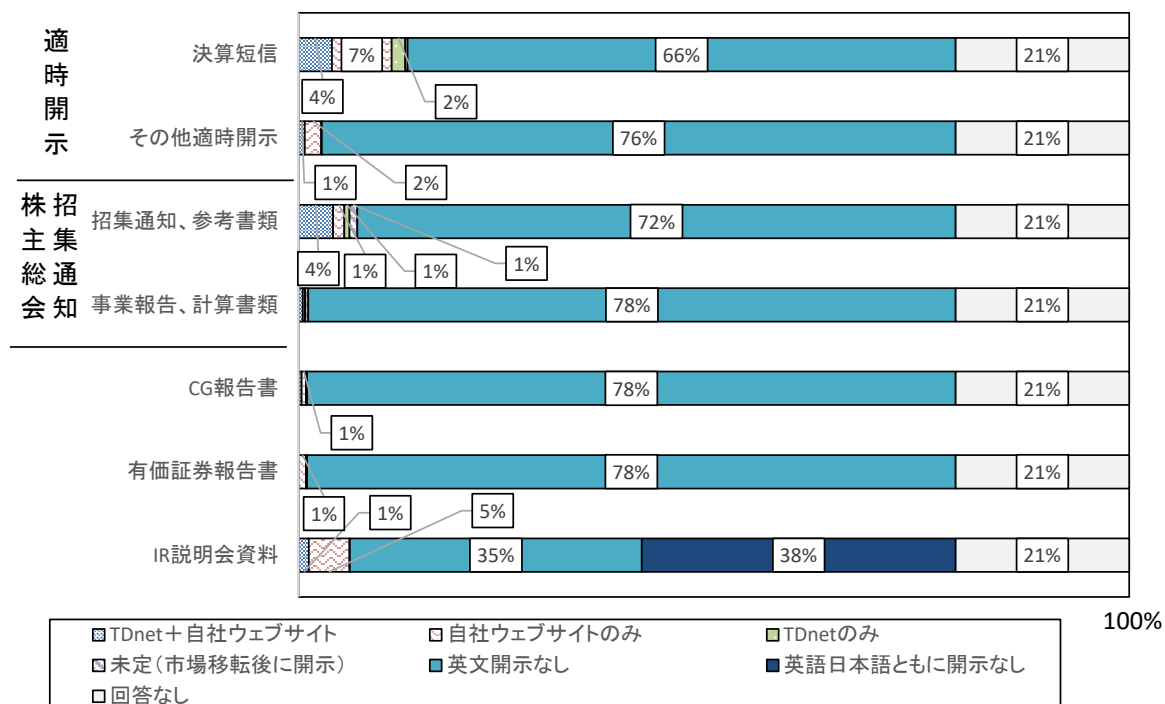
2. 各市場の上場予定会社の英文開示状況

まずはプライム市場、スタンダード市場、グロース市場それぞれの上場予定会社が、適時開示、株主総会招集通知、有価証券報告書などについて、どの媒体を用いて英文開示を行っているか、もしくは行っていないかについて確認する（図表2）。

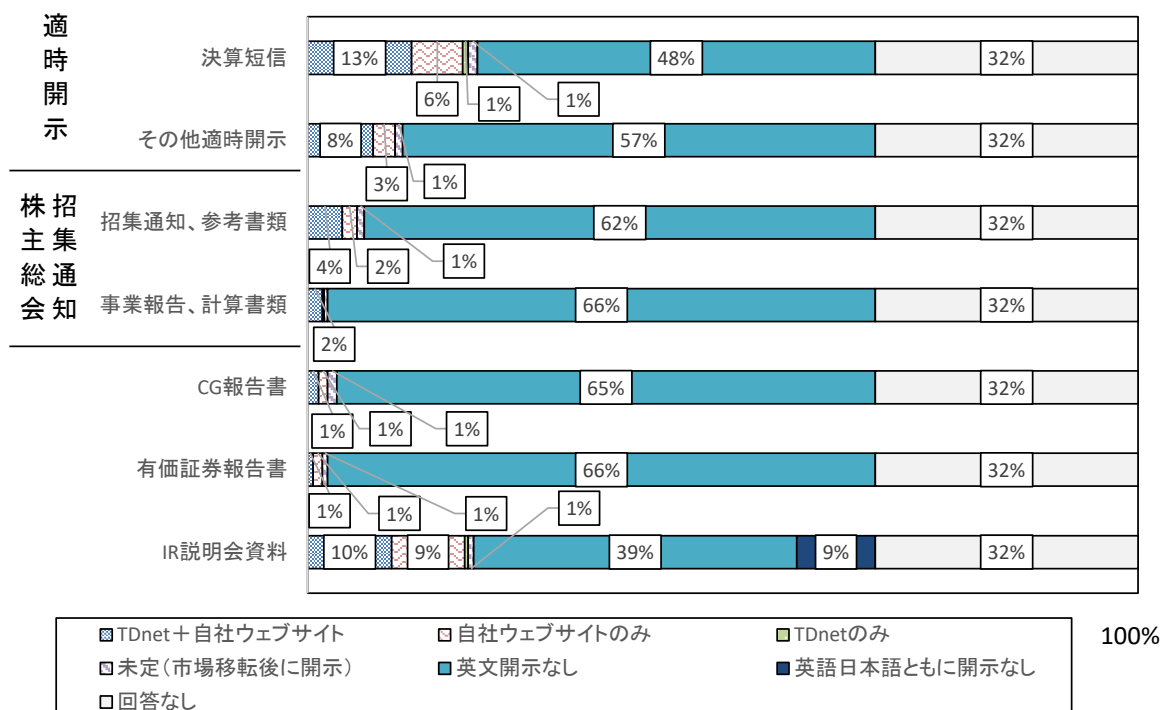
図表2 各市場の上場予定会社における英文開示状況（2022年1月末時点）



スタンダード市場上場予定会社(1474社)



グロース市場上場予定会社(455社)



(注1) 小数点以下を四捨五入した結果0%となるデータラベルについては表示していない。

(注2) 「未定(市場移転後に開示)」とは、新市場への移転後に開催される最初の株主総会後のCG報告書の提出時、またはその前に英文開示をする予定であると回答した会社を集計している。

(注3) 図表の情報は全て上場会社からの自主的な回答に基づいたものである。

(出所) 東京証券取引所“Availability of English Disclosure Information by Listed Companies as of January 2022”より大和総研作成

図表 2 は、各書類をどのような媒体で英文開示しているのかをパーセントで示している。例えば、プライム市場上場予定会社のうち、決算短信を TDnet と自社ウェブサイトの両方で英文開示している会社は 1840 社のうち 37% であり、自社ウェブサイトのみで英文開示している会社は 29%、TDnet のみで英文開示している会社は 3% である。

開示状況から読み取れることとして、まず、スタンダード市場、グロース市場上場予定会社については一部決算短信や IR 説明会資料を英文開示しているところは見られるものの、ほとんどの会社が株主総会招集通知や有価証券報告書を含め、各書類の英文開示は行っていない。

プライム市場上場予定会社については、開示書類によっては積極的に英文開示を行っている様子が見られる。適時開示のうち決算短信を英文開示している会社は全体の約 7 割である。また、株主総会招集通知についても約 7 割の会社が英文開示を実施・予定している。IR 説明会資料も約 6 割の会社が英文開示を行っている。

一方で、会社法に基づく事業報告や、CG 報告書、有価証券報告書についてはまだ英文開示が進んでいないようだ。特に有価証券報告書については全体の約 1 割強の会社しか英文開示を実施できていない。

こうした各市場の上場予定会社英文開示の状況と、1. で先述した CG コードの内容に鑑みると、スタンダード市場上場予定会社は自社の株主における海外投資家の比率が低いという事情もあるかもしれないが、その比率を踏まえて、株主総会招集通知の英文開示や、合理的な範囲で、海外投資家のニーズの高い英文開示を進めることが期待される。

また、プライム市場上場予定会社は、英文開示を実施していない書類のうち、特に海外投資家が必要としている情報についての英文開示を行っていくことの検討が必要と考えられる。

次章では、海外投資家のニーズを確認し、各市場の上場予定会社がどのような書類、情報の英文開示を行っていくべきかについてヒントを得る。

3. 海外投資家の求める英文開示

以下では、2021 年 7~8 月に東証が行った、海外機関投資家等の日本企業の英文開示に関するアンケート調査の結果（回答数 54 件、うち機関投資家 48 件）を確認する。

(1) わが国の英文開示に対する海外投資家の評価

わが国の上場会社の英文開示について、海外機関投資家等の多くは、開示状況は改善していると考えているが、現状に満足しているわけではなく、不満を抱えている者の方が多いことが分かる（図表 3）。

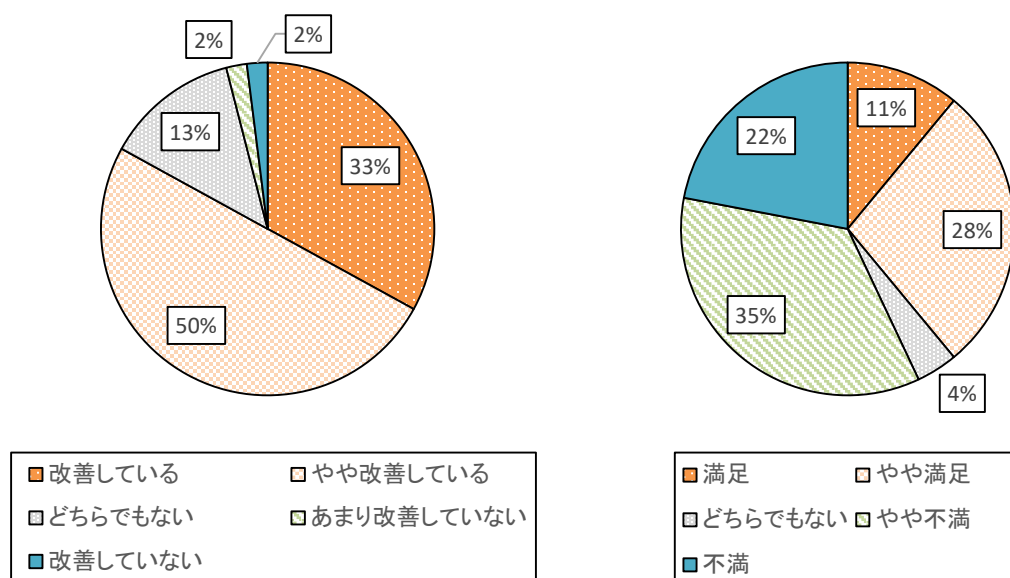
回答者が英文開示に対して不満、やや不満と答えた理由としては、第一に開示の量が不十分であることが挙げられている。全ての資料が英文で開示されているわけではない、イントロ部

分だけが開示されている、詳細な情報、投資判断等に重要な情報が英語で開示されていないといった意見が見られた。会社によって英文開示の状況にバラつきがあり、特に中小規模の会社の英文開示が遅れていることも指摘されている。IR サイトや CG 報告書、決算説明会の英訳など、具体的に対応が必要な点を述べている回答も見られた。

第二に日本語の情報開示に対して英文開示のタイミングが大幅に遅れていることである。海外投資家は日本の投資家と比較してタイムリーな情報に基づいた判断ができないことから、不利な状況に置かれているのではないかと懸念があるようだ。もちろん、英訳した情報の開示のタイミングに合わせて、日本語での開示を遅らせることは、タイムリーな情報開示の観点から本末転倒だろう。さらに、英訳にもリソースやコスト、時間がかかり、翻訳内容の正確性を確保するためにも、完全にタイムラグをなくすことは難しいと考えられる。しかし、可能な範囲で英文開示のタイムラグを減らす努力が、海外機関投資家からは求められているといえるだろう。

第三に日本語の開示と英文開示の表現に差異がある可能性があるという点である。英訳をした結果、日本語での表現と異なる印象を与える情報になってしまうことや、日本語の開示情報を要約・抜粋した情報のみを英文で開示することで、同じ会社に対する評価が日本語か英語かで異なってしまう可能性が考えられる。

図表 3 わが国の英文開示に対する海外機関投資家等の評価
 (左：Q. 日本の上場会社の英文開示は近年改善していると思いますか。
 右：Q. 日本の上場会社の英文開示に満足していますか。)



(出所) 東京証券取引所「英文開示に関する海外投資家アンケート調査結果」(2021年8月)より大和総研作成

(2) 英文開示が不十分であることによる海外投資家の投資活動への影響

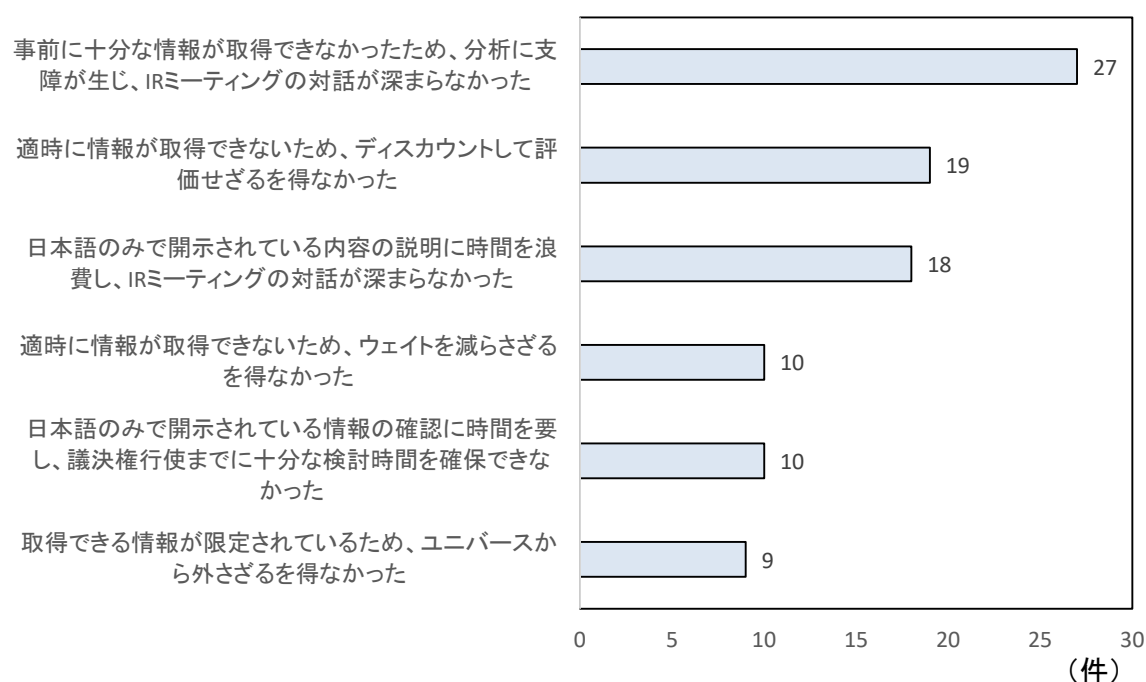
このように、海外機関投資家等はわが国の上場会社の英文開示は不十分であると捉えているようだが、英文開示が不十分であることによる投資活動への影響についてはどのように考えて

いるのだろうか（図表 4）。

まず、英文開示の量の不足、タイミングの遅れなどによって、事前に十分な情報が取得できず、上場会社との対話が十分に行えないことが問題視されている。また、適時に情報が取得できないことからディスカウントして評価する、もしくはウェイトを減らしたり投資対象から外すという回答もあった。対話、投資行動に加え、議決権行使にも影響が出ているようだ。議案の賛否について形式的な判断を下されてしまうことや議決権行使助言会社に任せきりになってしまう可能性も考えられる。

わが国の上場会社としては、こうした海外投資家への影響によって、自社の活動等に支障が生じることを避けるためにも、海外投資家の必要としている情報を、可能な範囲で早いタイミングで開示していくことが期待されている。

図表 4 わが国の英文開示が不十分であることによる海外機関投資家等の投資活動への影響



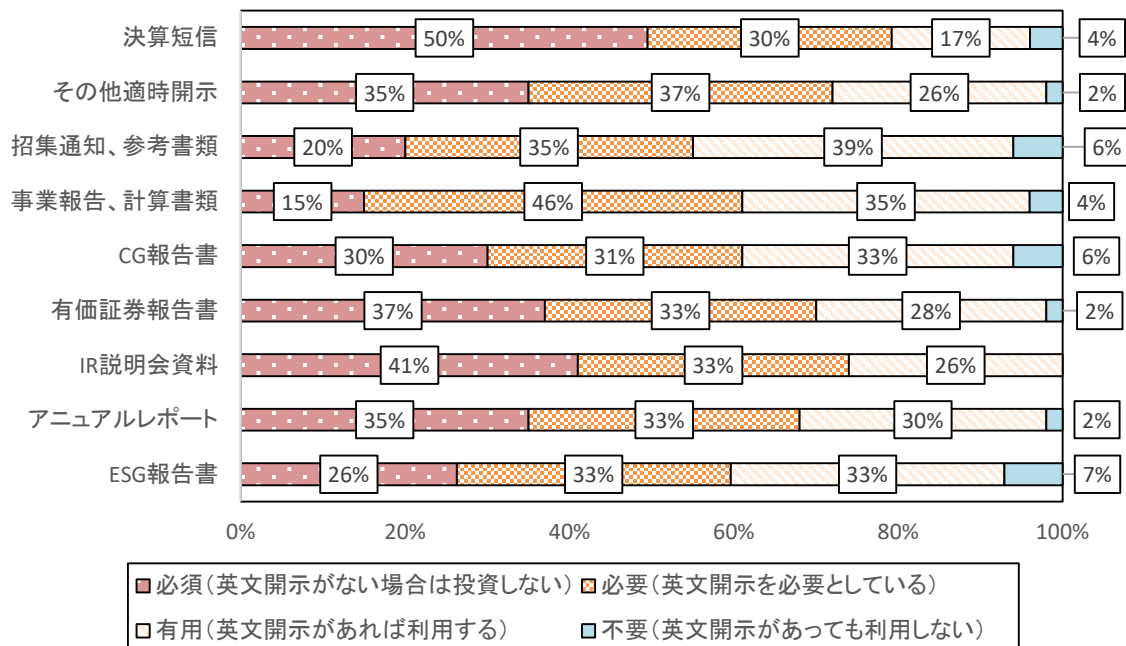
（出所）東京証券取引所「英文開示に関する海外投資家アンケート調査結果」（2021年8月）より大和総研作成

（3）海外投資家が必要としている情報

海外機関投資家等が、わが国の上場会社の英文開示が必要であると考えている資料、また、優先的に英文開示に取り組むべきであると考えている資料は、それぞれ図表 5、図表 6 の通りである。

まず、図表 5 の全ての資料に対して、英文開示が必須・必要であるという回答が過半数となっている。海外投資家からすれば、もちろん全ての資料を英文開示することは理想的ではある。しかし、上場会社からすればすぐに対応することは難しく、まずは特に必須・必要という要望の多い資料から対応していくことが望ましいだろう。

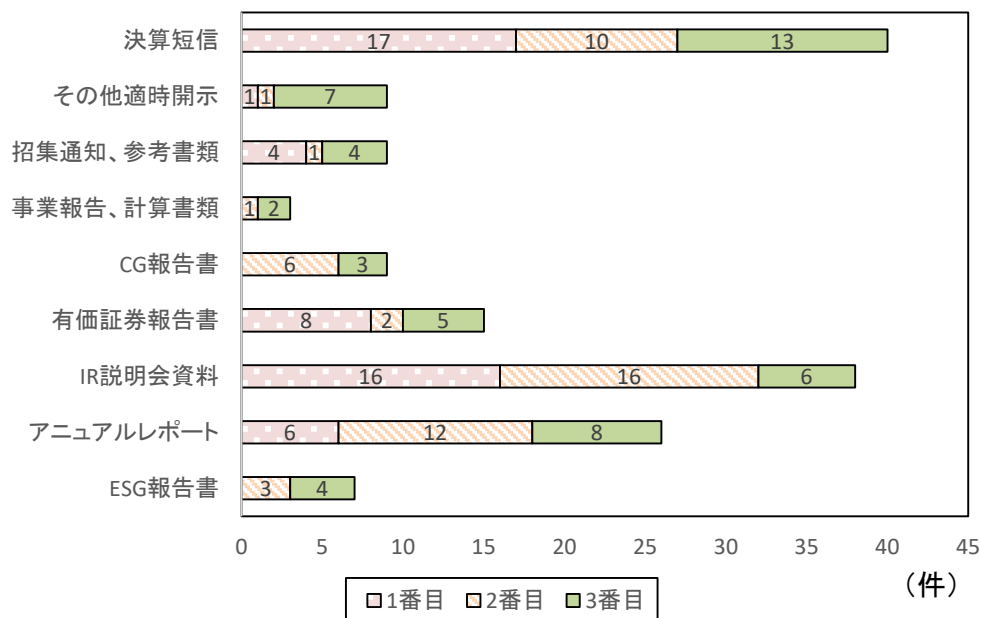
図表5 英文開示が必要であると海外機関投資家等が考えている資料



(注)「日本の上場会社に投資を行ううえで、上場会社による英文開示が必要かどうかについて、資料ごとに以下の選択肢からご選択ください。」という質問への回答を集計したもの。

(出所) 東京証券取引所「英文開示に関する海外投資家アンケート調査結果」(2021年8月)より大和総研作成

図表6 優先的に英文開示に取り組むべきと海外機関投資家等が考えている資料 (上位3つ)



(注)「日本の上場会社が優先的に英文開示に取り組むべきと考える開示資料の上位3つと、その理由について教えてください。」という質問への回答を集計したもの。

(出所) 東京証券取引所「英文開示に関する海外投資家アンケート調査結果」(2021年8月)より大和総研作成

英文開示が必須・必要であるという回答の多い資料としては、「決算短信」、「その他適時開示」、

「IR 説明会資料」、「有価証券報告書」などが挙げられている。2. で確認した通り、プライム市場上場予定会社は、決算短信、IR 説明会資料については英文開示を進めているが、その他適時開示や有価証券報告書については英文開示が十分には進んでおらず、ここに投資家と開示企業のギャップがあると捉えられる。

また、図表 6 を見てみると、海外機関投資家等は「決算短信」、「IR 説明会資料」について特に優先的に英文開示すべきと考えている。その理由として、業績や外部環境、経営戦略などに関するタイムリーな情報を得て投資判断や議決権行使の判断を行うためにこれらの資料が重要であると海外機関投資家等は指摘している。図表 5 の結果も踏まえると、プライム市場上場予定会社は求められている決算短信や IR 説明会資料の開示がある程度進んでいる。一方、スタンダード市場・グロース市場上場予定会社は、これらの資料の開示が十分には進んでいないため、自社の株主における海外投資家の比率が高い場合には、まずは決算短信や IR 説明会資料の英文開示から取り組んでいくことが推奨される。

決算短信、その他適時開示に続いて、より詳細な情報を得るために重要な「アニュアルレポート」や「有価証券報告書」の英文開示に取り組むべきとされている。決算短信や IR 説明会資料の英文開示を既に行っている上場会社は、これらの資料の開示も検討していくことが今後は期待される。

4. 有価証券報告書の英文開示は必須になるのか

ここまで、わが国の上場会社の各資料の英文開示の状況と、海外投資家のニーズを見比べてきた。少なくともグローバルな投資家との建設的な対話を見据えたプライム市場上場予定会社については、海外投資家からのニーズの高い決算短信や IR 説明会資料の英文開示は行っていることが見て取れた。一方で、これらの資料に続いてニーズが高いといえる有価証券報告書等についてはまだ英文開示が十分ではないようであった。

有価証券報告書の英文開示について、2018 年 6 月に公表された「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」では、有価証券報告書の英訳はほとんど実施されておらず、例えば有価証券報告書記載の政策保有株式に関する情報が海外投資家に十分知られていないといった指摘があることなどを踏まえ、英訳した有価証券報告書を自社のウェブサイトに掲載している企業の一覧表を EDINET で公表するなどの取り組みを行うこととされた。

2021 年 9 月から開催されているディスクロージャーワーキング・グループ（令和 3 年度）でも、第一回の今後の議論事項の整理において、個別課題の一つとして、英文開示に言及されていた。第一回の議論では委員からは、有価証券報告書の英文開示の必要性への言及があった一方で、ただ内容を英訳しただけでは海外投資家に内容を理解してもらえない可能性もあるという意見も見られた。

2022 年 2 月末現在、ディスクロージャーワーキング・グループ（令和 3 年度）で英文開示については第一回を除いてほとんど取り上げられていない。今回のディスクロージャーワーキン

グ・グループの主内容がサステナビリティ情報の開示であることなどを踏まえると、今回の会議の結果によって有価証券報告書の英文開示が義務化されるとは考えづらいのではないだろうか。

しかし、ディスクロージャーワーキング・グループ（平成 29 年度）から続いて有価証券報告書の英文開示について議論の対象となっていること、CG コードでプライム市場上場会社に対する英文開示についての要求が高まったこと等から、将来的には上場会社は有価証券報告書について英文開示が義務化される可能性もある。

プライム市場上場予定会社を中心に、海外投資家を重要なステークホルダーと考える会社は、まずは何より決算短信、IR 説明会資料の英文開示に取り組み、続いて、アニュアルレポートや、有価証券報告書の中でも特に投資判断などに重要な情報から順に英文開示に取り組んでいくことが期待される。