

英文開示のニーズと投資家が真に求める情報

英文IR人材育成講座

2024年2月21日

井川 智洋
ヘッド・オブ・エンゲージメント
フィデリティ投信株式会社



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

Exchange & beyond

株式会社東京証券取引所 上場部

2023年3月31日

資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応の要請内容

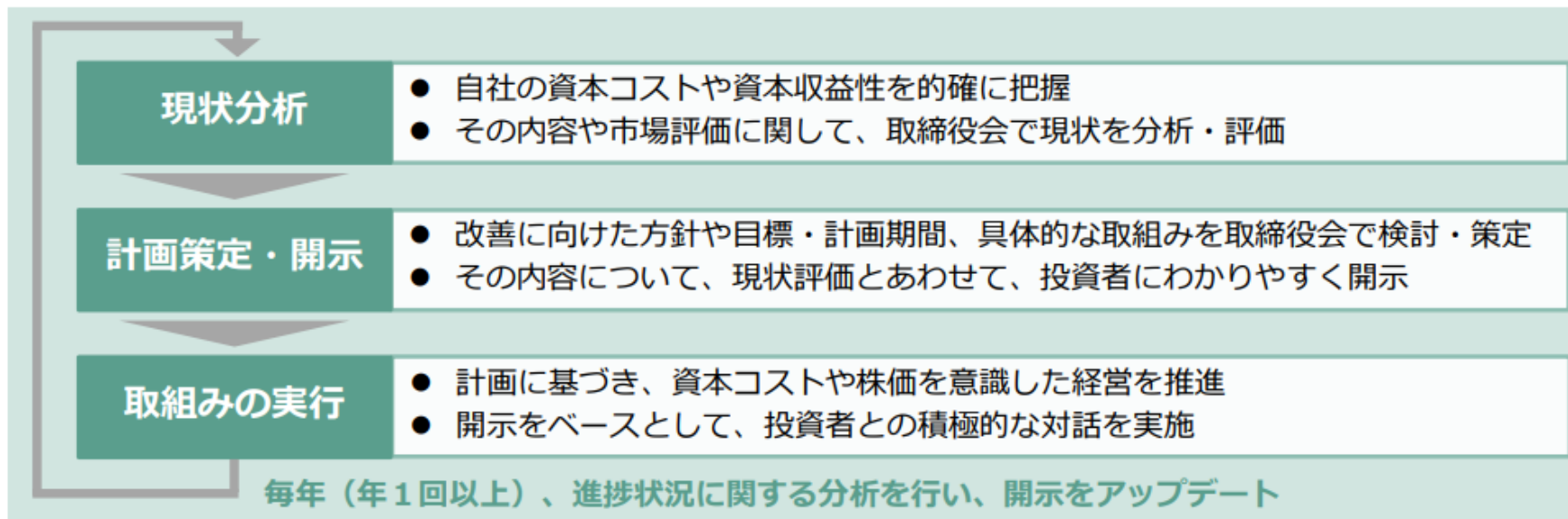


対象

- プライム市場・スタンダード市場の全上場会社が対象です。

対応

- 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けて、以下の一連の対応について、継続的な実施をお願いいたします。



※ 各対応を実施するにあたってのポイント・留意事項について、P 3以降で取りまとめております。

開始時期

- 計画策定・開示の前提として**十分な現状分析や検討を行っていただくことが肝要**であることから、開示について具体的な開始時期の定めはありませんが、**できる限り速やかな対応**をお願いいたします。

※ 現状分析や検討に一定の期間を要する場合には、まずは計画策定・開示に向けた検討状況や開示の見込み時期を示したうえで、計画策定が完了した時点で改めて具体的な内容について開示するなど、段階的に開示を拡充していくことも考えられます。

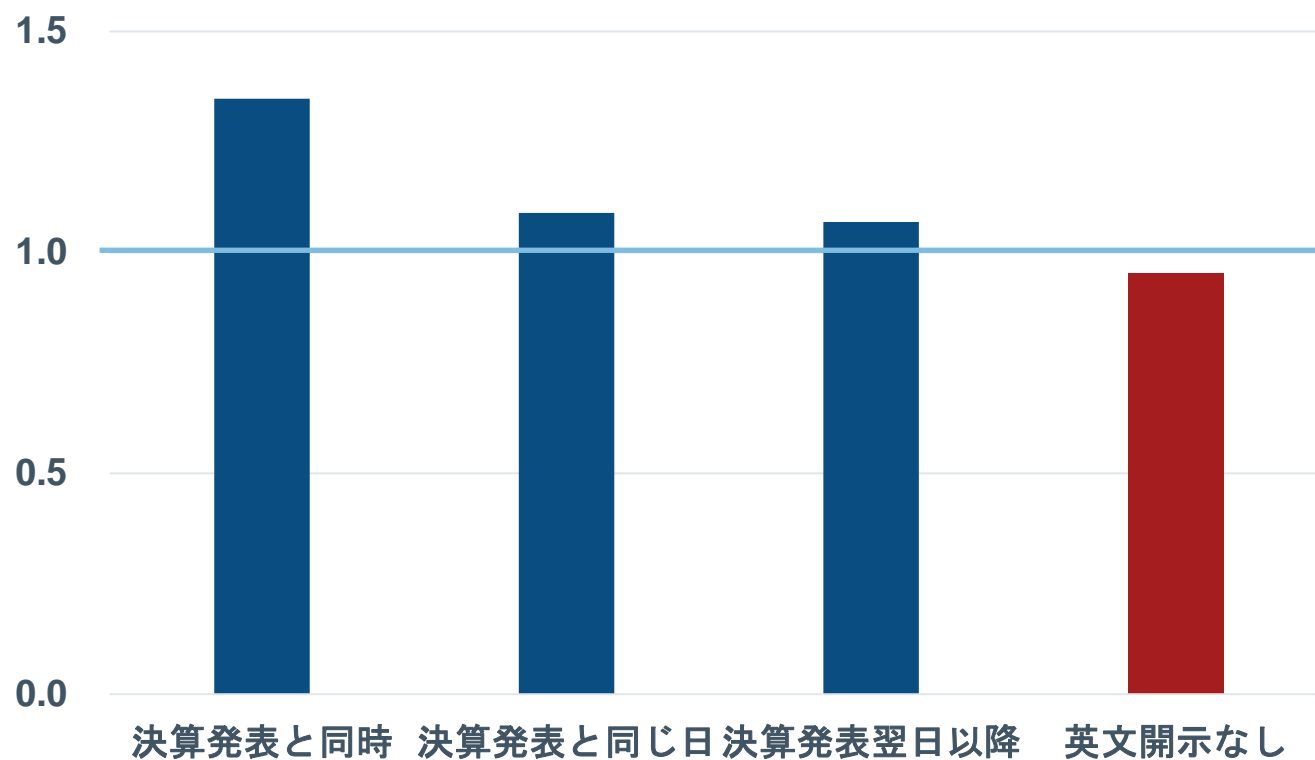
Ⅱ.2.(3) 英文開示の更なる拡充

- 日本への投資を忌避する理由として、絶対的な情報量の少なさを挙げる海外投資家が少なからず存在
- 特に、プライム市場は、グローバル投資家との対話にコミットした企業向けの市場であることを踏まえれば、その基盤となる英文開示について、より一層の対象書類の拡充や、日英のタイムラグの解消を促していくとともに、将来的に義務化を行うことが考えられる
- その際、対象とする書類の範囲や開示タイミング等については、企業負担や投資家の利用状況等を踏まえた検討が必要
- また、将来の成長の実現に向けて資金需要がある企業であれば、海外投資家も念頭において英文開示を進めるべきであり、スタンダード市場やグロース市場においても、任意での開示が進んでいくよう働きかけていく必要

英文開示はPBRに影響

決算説明会資料の英文開示がない企業のPBRは1倍割れ

英文による決算説明会資料の有無、公表タイミングとPBR(中央値)の関係



(出所)東証データをもとにフィデリティ投信作成

背景・趣旨



背景

- 従来より、コーポレートガバナンス・コードでは、上場会社は、**その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主との間で建設的な対話を行うべき**である旨（基本原則5）、また、具体的な在り方として、株主の希望や主な関心事項も踏まえ、**合理的な範囲で、経営陣幹部や社外取締役を含む取締役または監査役が面談に臨むことを基本とする**とともに、**取締役会が株主との建設的な対話を促進するための体制整備・取組みに関する方針を検討・承認し、開示すべき**である旨（原則5-1）が示されています。
- こうした中、**市場区分見直しに関するフォローアップ会議においても、投資者との対話を通じて、自らの経営力を高度化するための気づきを得ることが重要**であるとして、**対話の重要性があらためて指摘**されています。
- 一方で、**企業側では依然として対話に消極的な姿勢が見られる**との指摘もあり、特にプライム市場の上場会社については、**建設的な対話を中心に据えて企業価値向上に取り組むことが期待**されていることも踏まえ、**投資者との建設的な対話を促す観点から、経営陣と投資者の対話の実施状況やその内容を明らかにするよう求めていくことが必要**との整理がなされました。

コーポレート・ガバナンスコード【原則5-2】

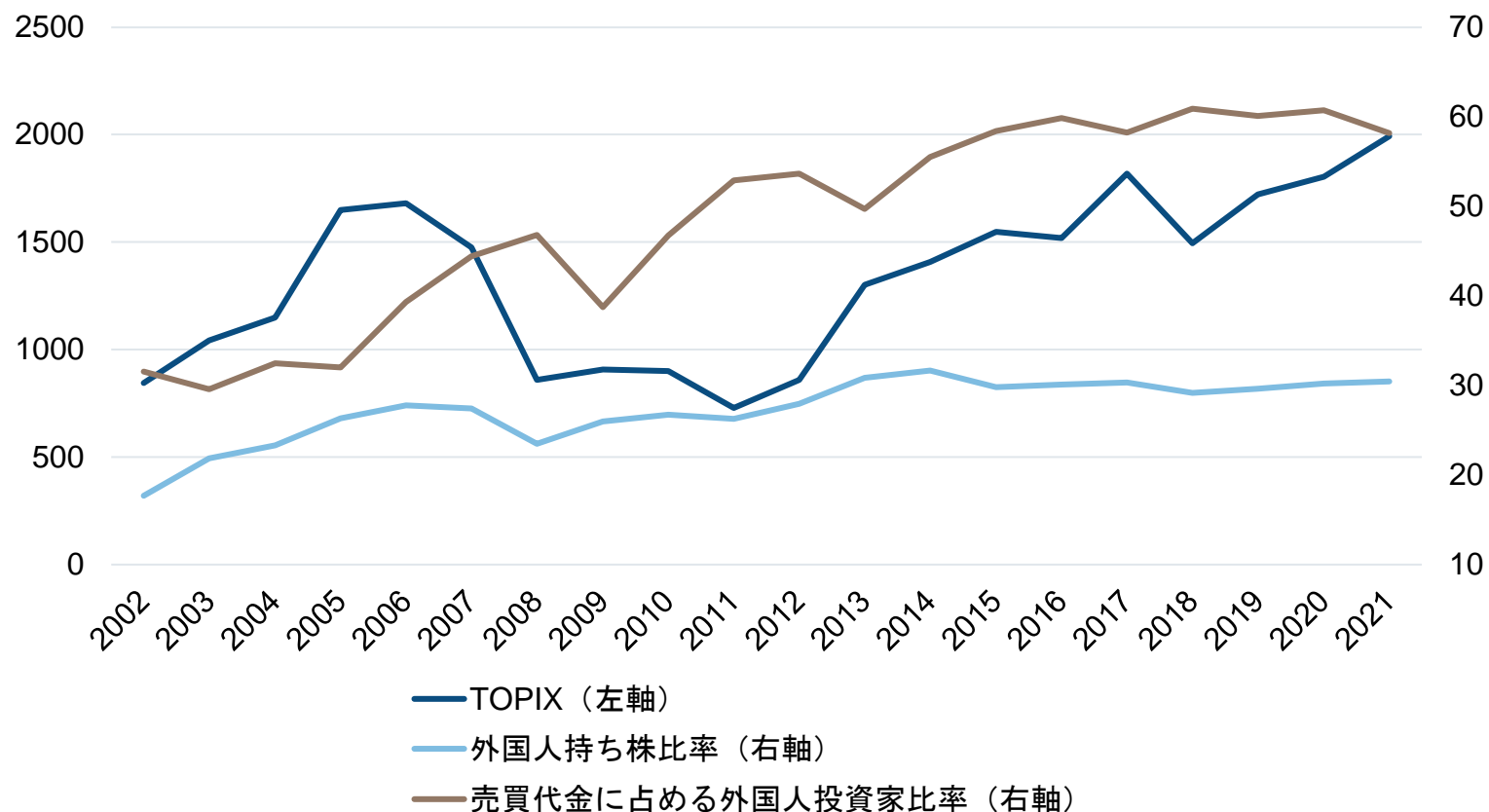
「自社の資本コストを的確に把握」とは机上の計算を求めるのではなく、投資家との対話を求めるもの

【原則5-2. 経営戦略や経営計画の策定・公表】

経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、**自社の資本コストを的確に把握**した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人的資本への投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。

外国人投資家が株価を決定する(価格を発見する)

外国人保有比率、売買代金に占める外国人投資家比率とTOPIXの推移



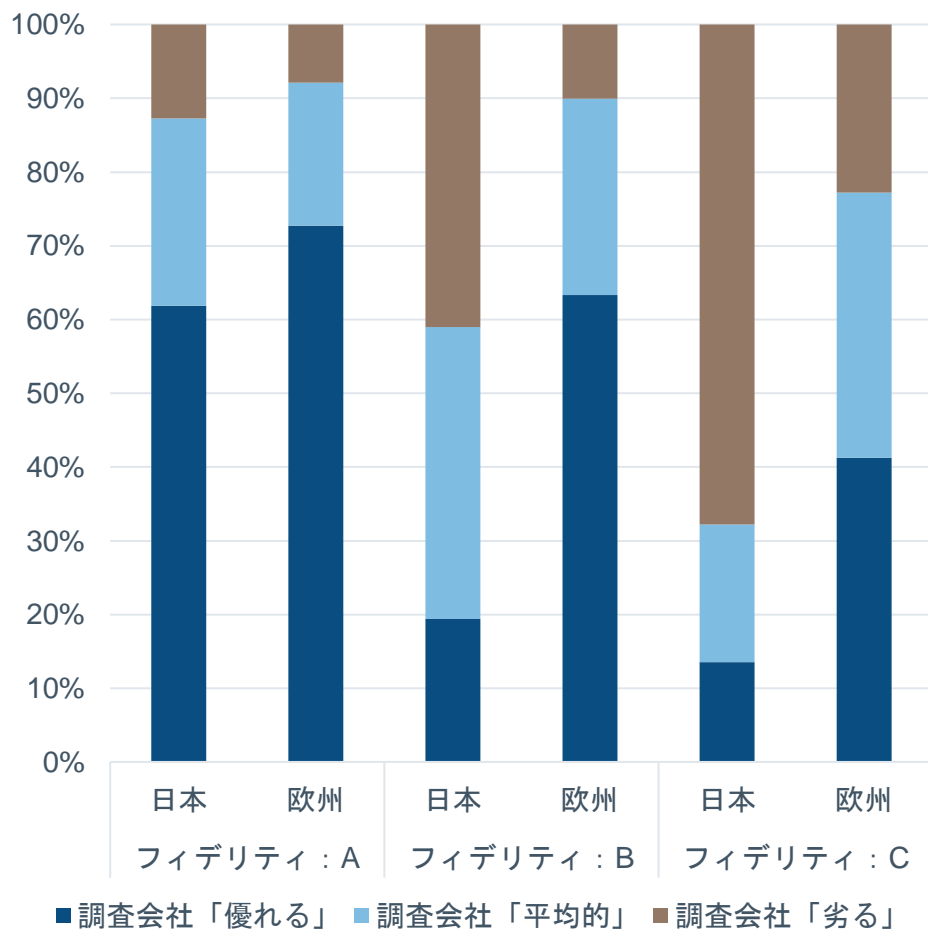
英文開示が不十分であったことで投資活動に支障が生じた例

場面	外国人投資家の回答例
投資行動	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 英文開示をしていない場合、投資対象から外されてしまう ✓ 日本企業に他国の企業よりも高い資本コストを設定している(ディスカウントしている) ✓ 適時に情報が取得できないため、ウェイトを減らさざるを得なかった ✓ 情報開示が不十分な会社は、多くの海外投資家から見向きされず、本来の評価を得られない
議決権行使	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 議決権行使までに十分な検討時間を確保できなかった ✓ 独自の立場で議決権行使することは非常に困難 ✓ 議決権行使前のタイムリーな情報がない会社には投資しない
対話、IRミーティング	<ul style="list-style-type: none"> ✓ IRミーティングの対話が深まらなかった ✓ 議決権行使や企業とのエンゲージメントの妨げになる

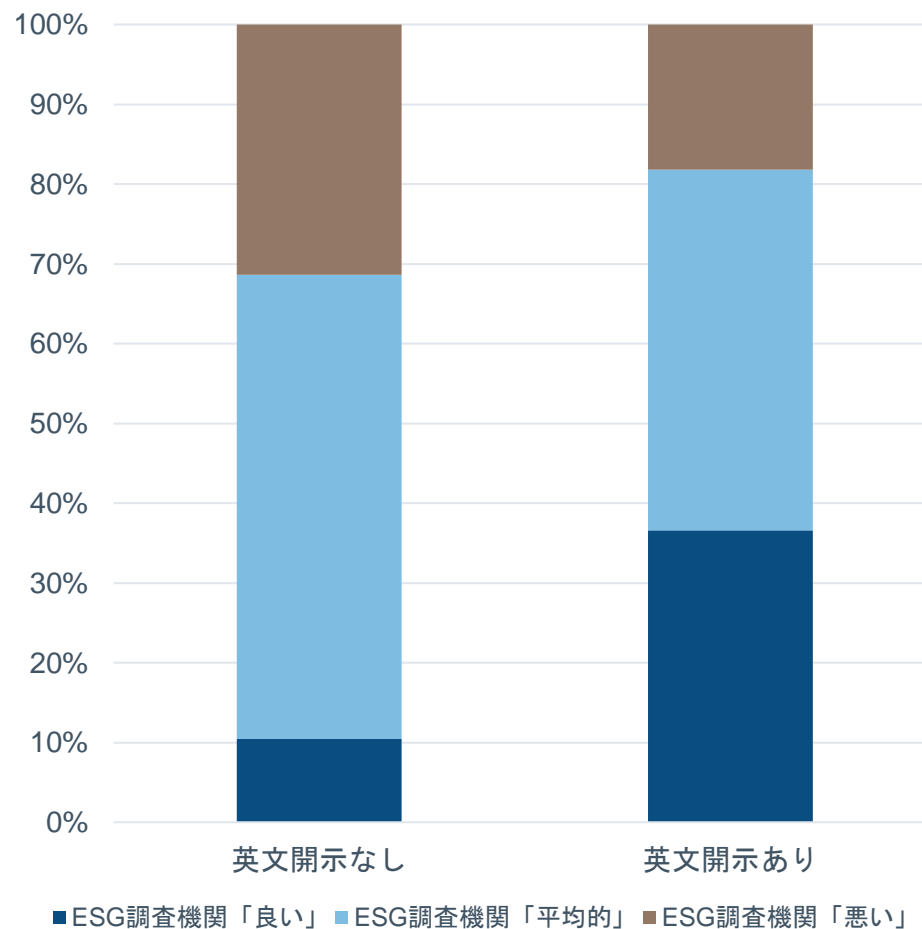
(出所)東京証券取引所「英文開示に関する海外投資家アンケート調査結果」をもとにフィデリティ投信作成

英文開示は第三者機関のESG評価にも影響

フィデリティと外部機関による日欧企業のESG評価の比較



日本企業の英文開示の有無と外部ESG評価の関係



(出所) ESG調査機関3社の評価をもとにフィデリティ投信作成

プライム市場における 英文開示拡充の方針（案）

株式会社東京証券取引所 上場部

2024年1月17日



- 企業行動規範において、プライム市場の上場会社は、**投資者の投資判断に重要な開示情報について、日本語と同時に英語で開示するように努めるべき旨**を規定
- そのうえで、上場会社における実務上の負荷も鑑み、まずは、特に投資判断に与える影響が大きく、速報性が求められる開示情報として、**決算情報及び適時開示情報について、優先的に英文開示を義務化**

【具体的な義務化の内容】

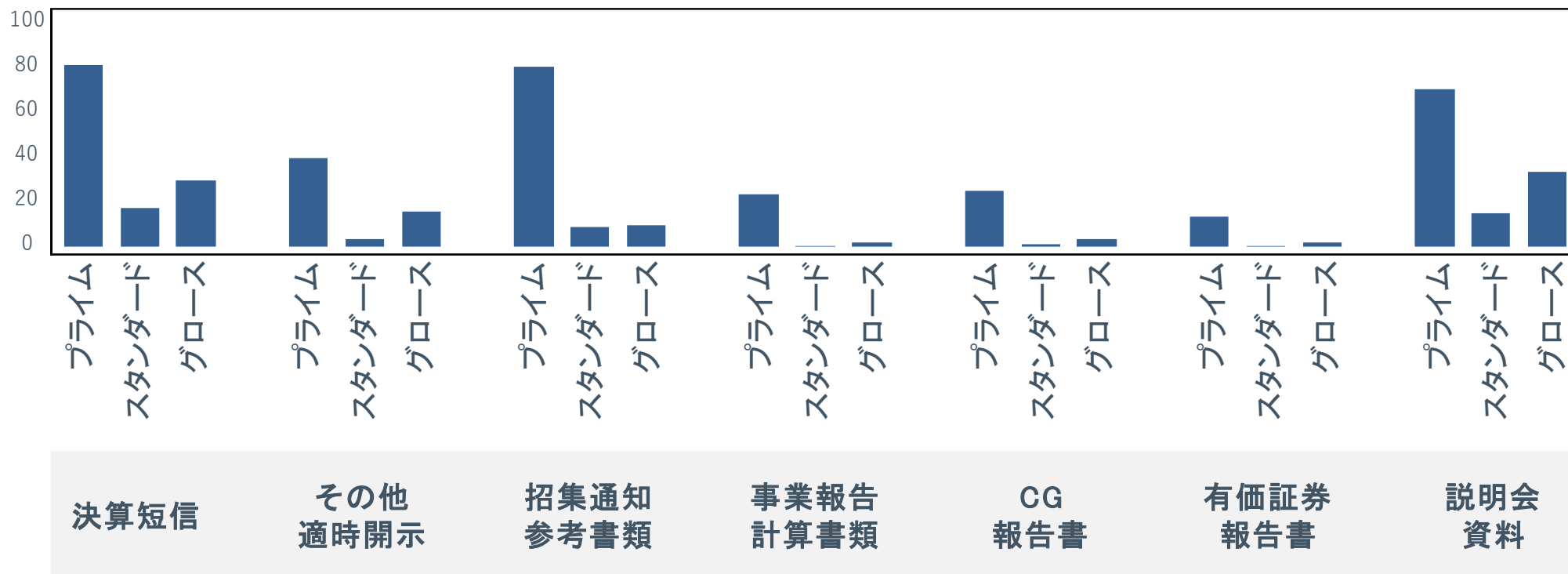
項目	想定される書類	開示のタイミング	留意事項
決算情報	・ 決算短信・四半期決算短信 ・ 決算補足説明資料（説明会資料）	・ 日本語と同時	※ 全書類・全文について同時開示することが望まれるが、日本語における開示の内容の一部又は概要を英語により開示することでも可
適時開示情報	・ 全ての適時開示項目	・ 日本語と同時	

【適用時期】

項目	適用時期
決算情報	・ 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
適時開示情報	・ 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	※ 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、上記の適用を猶予

※ あわせて、制度変更時には、海外投資家のニーズやプライム市場上場会社の対応状況などのファクトも周知

開示書類別にみた英文開示の取り組み状況(%)

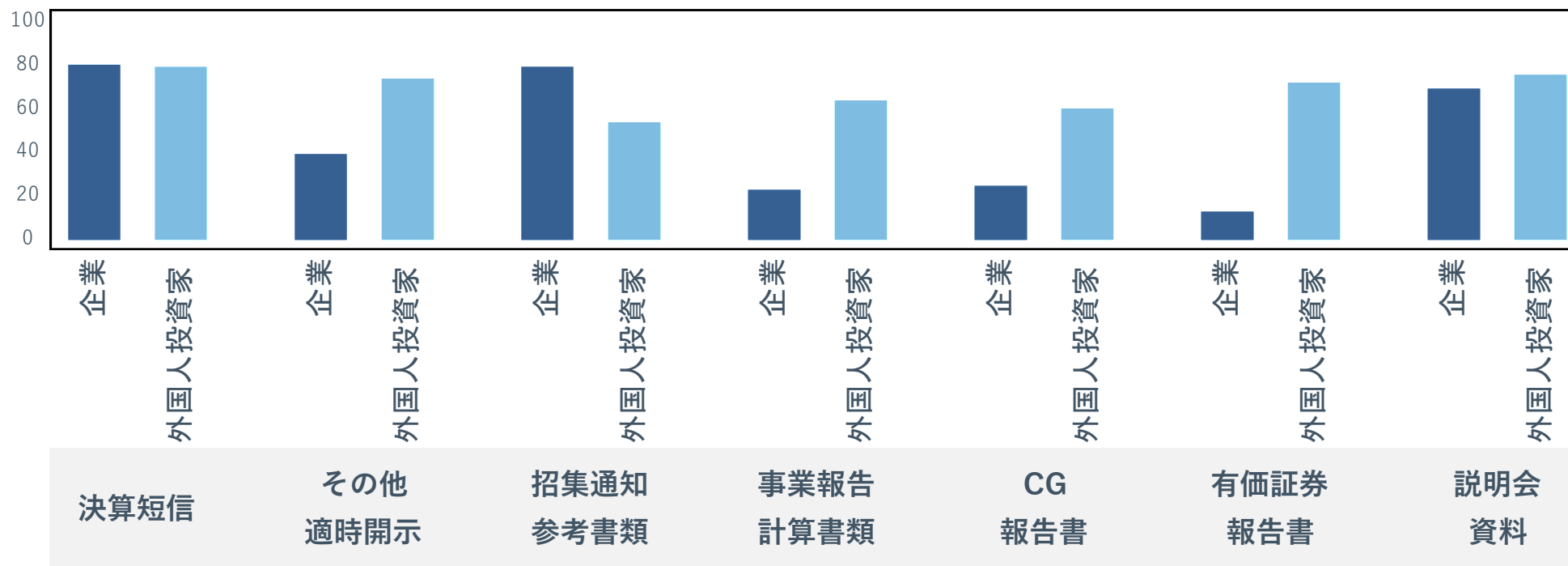


(出所)東京証券取引所「英文開示実施状況調査集計レポート」をもとに筆者作成

企業と外国人投資家における英文開示ニーズのギャップ

外国人投資家の利用シーンを理解することの必要性

英文開示におけるプライム市場上場会社の取り組みと外国人投資家のニーズ比較(%)



(出所)フィデリティ投信

日本企業に求められる英文開示

各種開示資料に対する投資家のニーズ

開示書類	投資家が利用する項目、利用の際のポイント
決算短信	○リアルタイムの投資判断、株価に直接影響 ○その他の適時開示が積極的でない状況でいち早く企業の状況を知る
その他適時開示資料	○リアルタイムの投資判断、株価に直接影響
IR説明会資料	○決算短信を補足し、かつより詳細に分析するために有用 ○図や表などを用いてわかりやすく解説されていることが多い
株主総会招集通知・参考書類	○議決権行使判断に影響 ○議決権行使助言会社は時間が限られており、法令で定められた記載事項に基づき行使推奨をすることが多い
事業報告	○カラーの図や表などを用いて株主にわかりやすく企業業績や取り組みが伝わるよう工夫がされている ○取締役等の報酬に関する記載
有価証券報告書	「事業等のリスク」、「経営者による財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」、「コーポレート・ガバナンスの概要」、「株式の保有状況」「サステナビリティ情報」「役員報酬」
コーポレート・ガバナンス報告書	○タイムリーにコーポレート・ガバナンス情報が更新される
統合報告書	○トップメッセージ ○社外取締役メッセージ ○価値創造ストーリー（企業理念、ビジネスモデル、経営資本への取り組み） ○サステナビリティ情報

(出所)フィデリティ投信

有価証券報告書で優先的に英文開示が求められる項目

項目	機関投資家の利用ニーズ
事業等のリスク	経営者が経営成績等に重要な影響を与える可能性がある考える主要なリスクは何か、リスクが顕在化する可能性や時期、影響、対応策。特に事業を取り巻く環境が著しく不透明さを増している環境下では、ますますその重要度が高まる
経営者による財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析	いわゆるMD&A。経営方針に対して当期の経営成績がどのようにつながっていくのか、KPIの達成状況等を交えた経営者の視点での振り返り、重要な会計上の見積もりにおける不確実性の程度や影響の経営成績への影響の程度
コーポレート・ガバナンスの概要	業務執行者に対するモニタリングの考え方、内部統制システムやリスク管理体制、内部通報制度等コンプライアンス体制の整備の状況。(任意の)指名委員会や報酬委員会の構成や委員長、活動状況についての情報、取締役会の権限の範囲
株式の保有状況	政策保有株式及びみなし保有株式についての残高や、銘柄、保有目的、取締役会による保有の適否に関する検証内容などの情報
役員報酬等	取締役の報酬設計が企業価値向上のインセンティブとして適切に設計されているか、取締役報酬や業績連動報酬のKPIの実績、報酬決定の方針および決定プロセス、取締役の個人別の報酬決定プロセスが代表取締役に再一任されるなどの懸念はないか
サステナビリティ情報	サステナビリティ情報を認識し、その重要性を判断する枠組みとしての「ガバナンス」と「リスク管理」、重要性に応じて「戦略」と「指標と目標」の開示。人的資本や多様性に関する情報、Scope1・Scope2のGHG 排出量

(出所)2022年6月13日ディスクロージャーワーキング・グループ報告書、フィデリティ投信

英文開示も関連したエンゲージメントの例

ある化学品メーカーとの対話

Stage 1: リサーチ

第三者ESG評価機関は、化学物質の安全性、有害物質の排出、ガバナンス不全により、同社を低く評価。一方当社アナリスト、同社は厳しい業界基準を遵守しており、またガバナンス面も改善の兆し

Stage 2: 行動の喚起

2019年から2020年にかけて対話を複数回実施（図表参照）。CEOにとっては就任以来投資家との初めての面談に
株式市場へのコミットメントとなる情報開示のあり方、GHG排出量削減目標の設定などを求めた

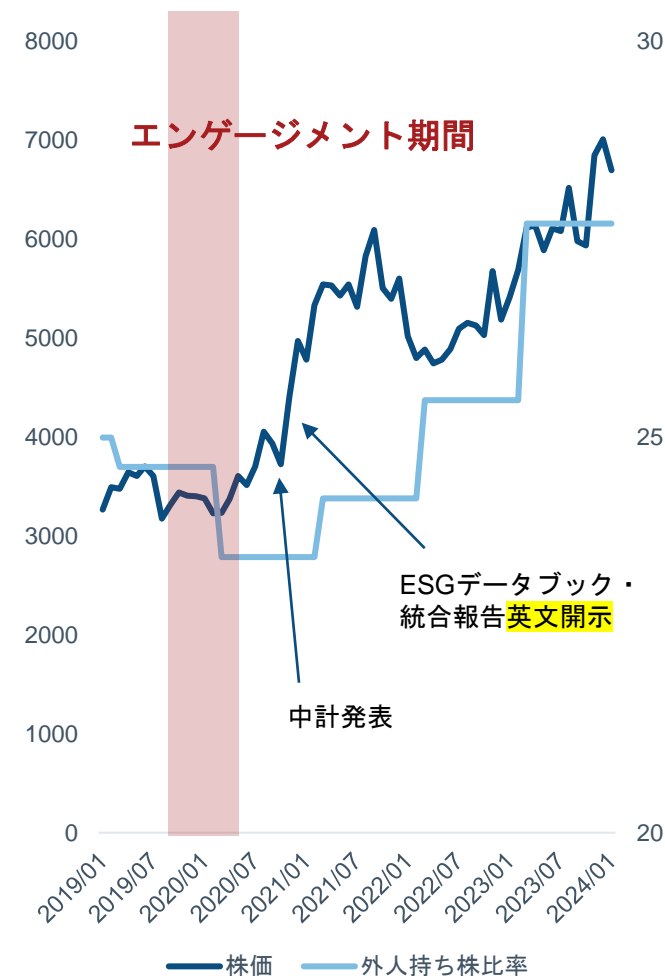
Stage 3: 認知 / 実行

2020年10月に発表された中計はこれまでにない意欲的な姿勢を見せる内容に。2020年12月にはCO2排出量削減目標など当社の要望をすべて反映した初のESGデータブックと統合報告書を日英で発行

Stage 4: 目的の達成

同社の取り組みは市場でも高く評価され、2021年6月の株主総会ではCEOの信任は87%から95%へと大きく改善
市場とのコミュニケーションは以来改善が続いており、政策保有株式の売却も進展。直近では、自社株買いの発表もされた

株価と外人持ち株比率の推移



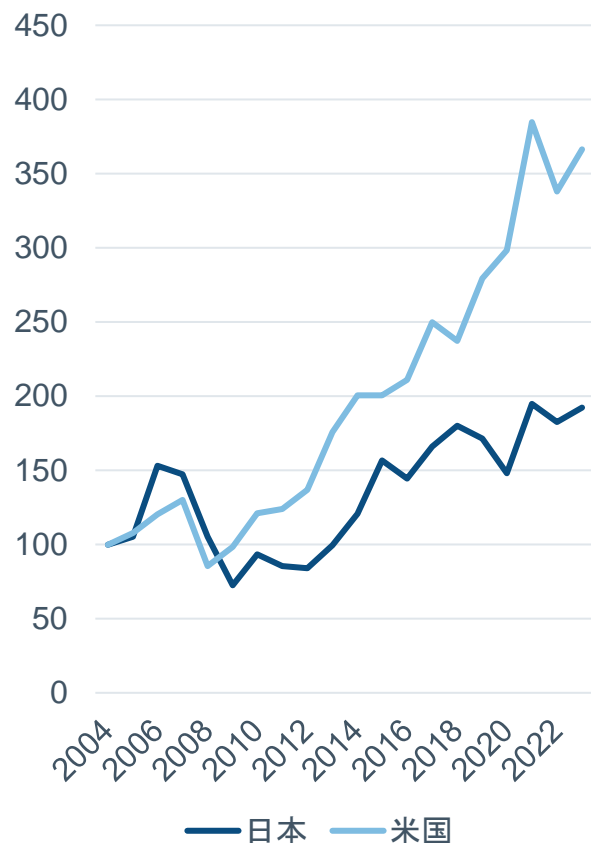
(出所)フィデリティ投信

英文開示によって期待できる効果

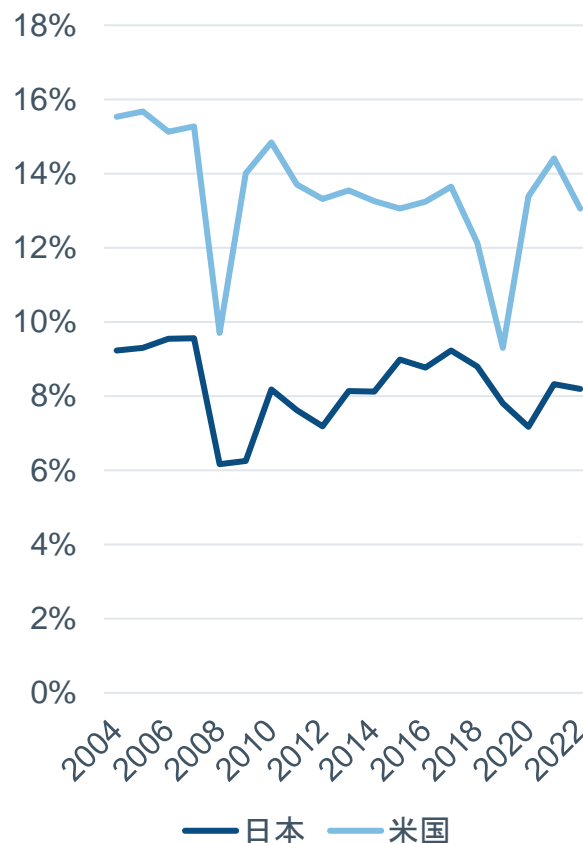
1. 外国人投資家からの多様な示唆
2. 株主総会での賛成率向上
3. 株主資本コストの低下

外国人投資家との建設的な対話が企業価値向上を後押し

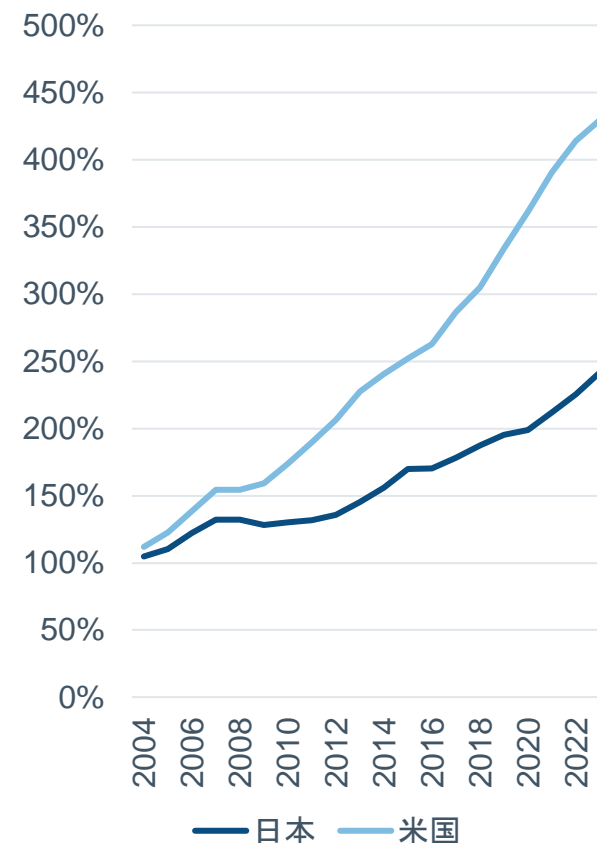
日本企業と米国企業の株価(対象企業の平均)



日本企業と米国企業のROIC(対象企業の平均)



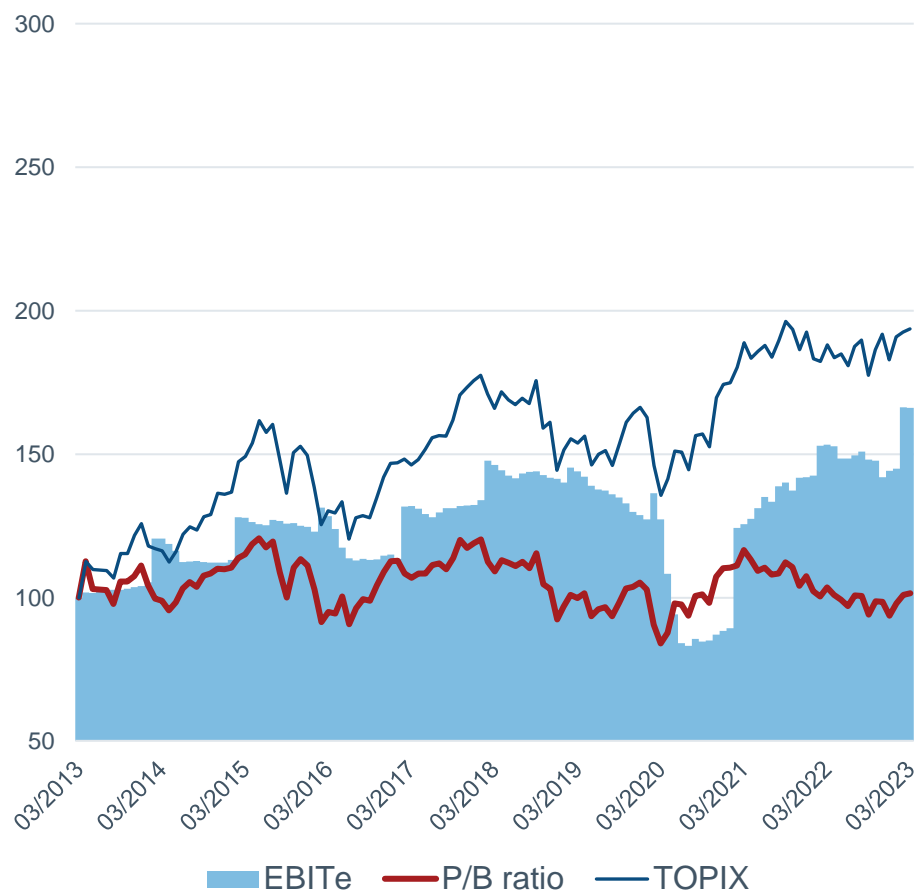
日本企業と米国企業の投下資本成長(対象企業の平均)



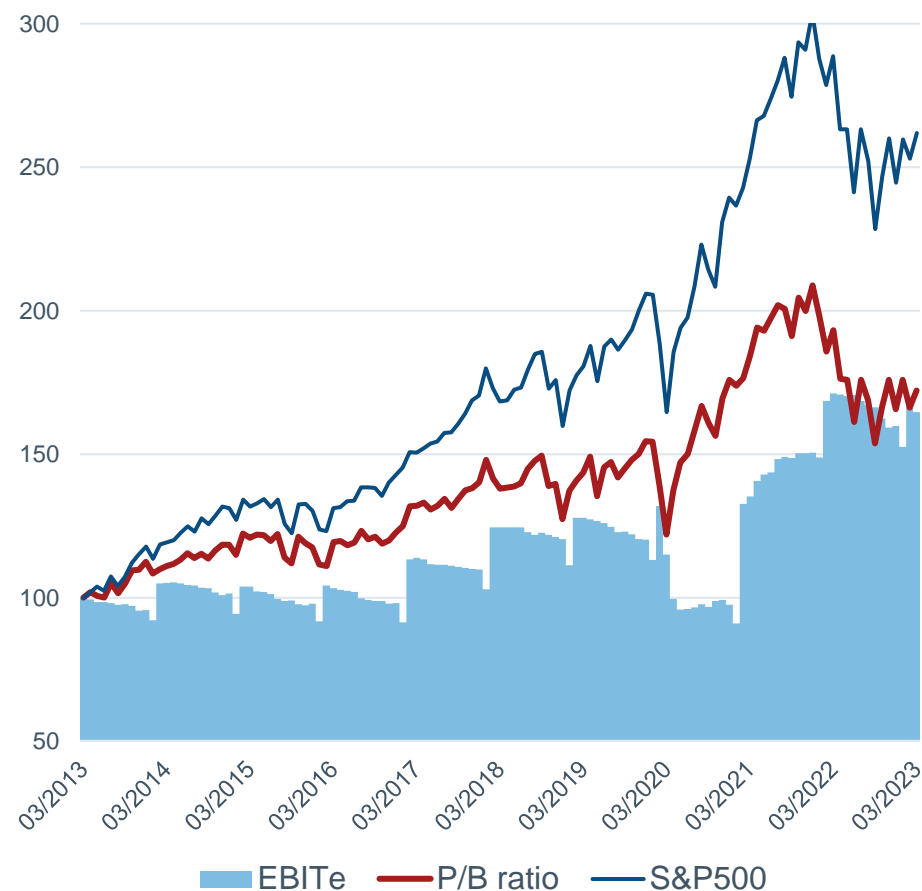
(出所)フィデリティ投信
20年間のデータ抽出可能な対象企業(日本889社、米国507社)の上下5%外れ値を除く平均

東証要請の背景：PBRが上昇すればTOPIXはもっと上がっていた

TOPIX及びTOPIXの営業利益予想とPBRの推移
(2013/3=100)

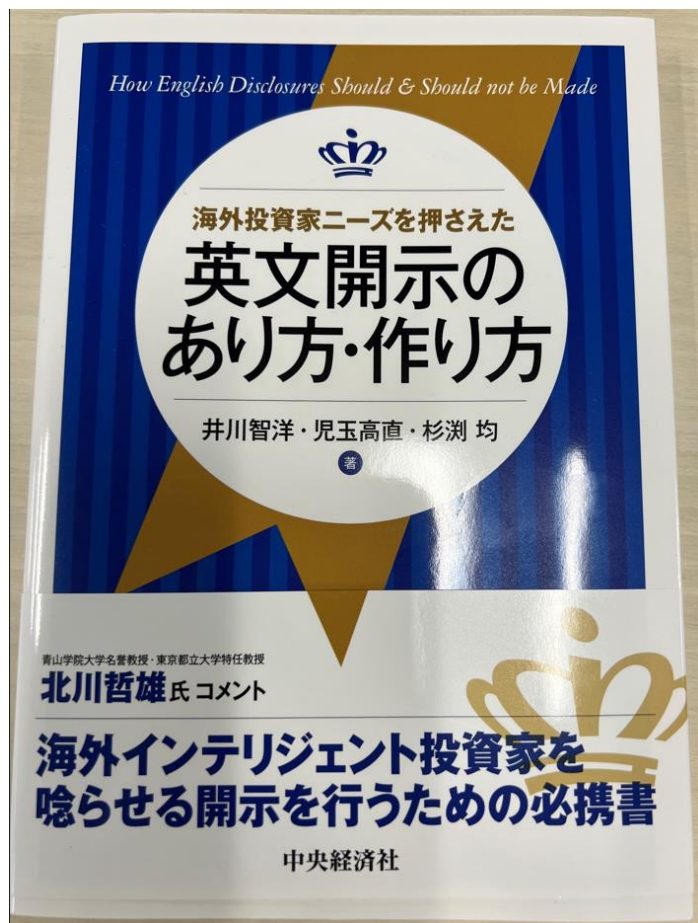


S&P500及びS&P500の営業利益予想とPBRの推移
(2013/3=100)

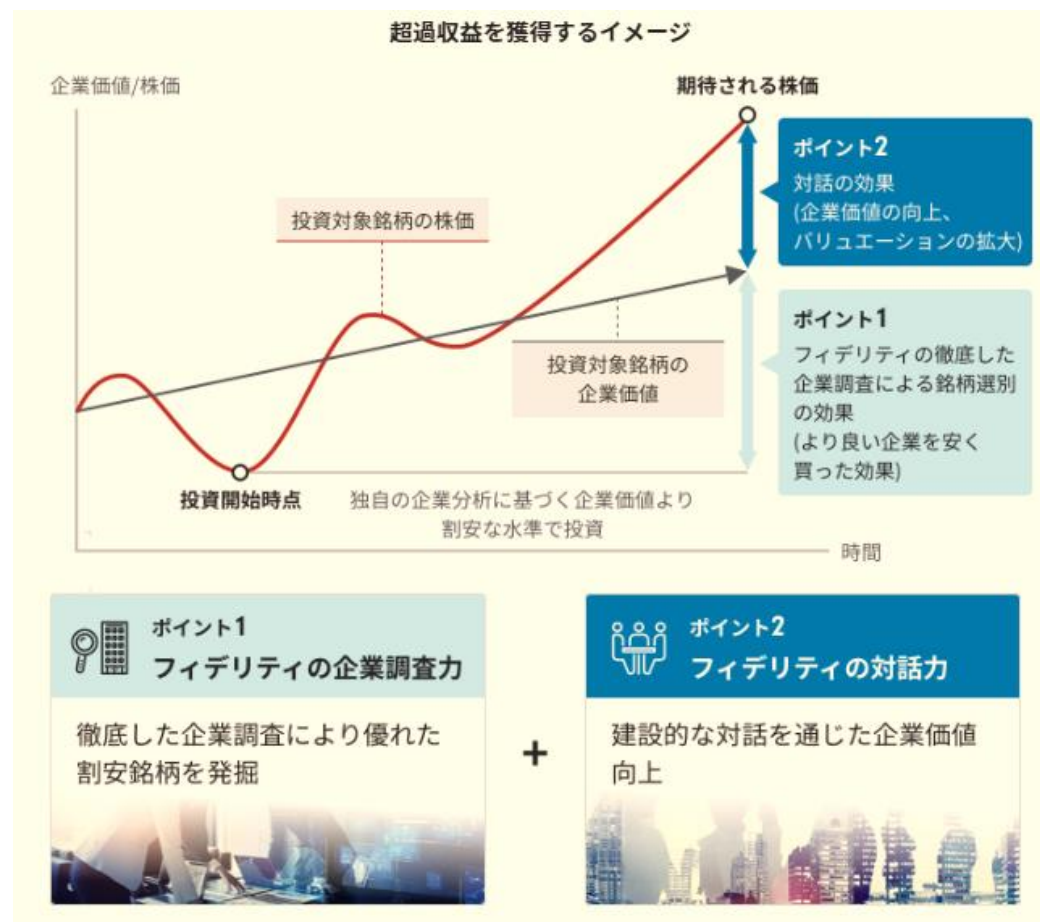


(出所)フィデリティ投信

(ご参考)



フィデリティ・バリューアップ・ファンド



※上記はイメージであり、実績ではありません。当ファンドについてご理解いただくためのご参考として掲載しています。

重要情報

- 当資料は、信頼できる情報をもとにフィデリティ投信が作成しておりますが、データの正確性・完全性について当社が責任を負うものではありません。
- 当資料に記載の情報は、作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。また、いずれも将来の傾向、数値、運用結果等を保証もしくは示唆するものではありません。
- 当資料にかかわる一切の権利は引用部分を除き当社に属し、いかなる目的であれ当資料の一部又は全部の無断での使用・複製は固くお断りいたします。