



日本取引所グループ金融商品取引法研究会

平成30年6月金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告関連の開示充実策

2020年2月28日(金) 15:00~17:00

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者(五十音順)

飯田	秀総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学大学院法学研究科教授
片木	晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
小出	篤	学習院大学法学部教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授
若林	泰伸	早稲田大学大学院法務研究科教授

【報 告】

平成 30 年 6 月金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ

報告関連の開示充実策

早稲田大学大学院法務研究科教授
若 林 泰 伸

目 次

I. はじめに	1. 経営戦略・ビジネスモデル
II. DWG 報告の背景	2. 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 (MD&A)
1. 開示に係る主要な制度改正の歴史	3. リスク情報
2. 小括	4. その他
III. 開示府令改正の目的と趣旨	VI. 開示書類の提供の時期
1. DWG 報告	1. 重要情報の公表タイミング
2. 検討	2. 四半期開示
IV. 財務情報及び記述情報（非財務情報） の開示	3. 沈黙期間
1. 基本的な考え方	VII. その他
2. 記述情報の意義	1. IT を活用した情報提供、EDINET 等
3. 様式・記載上の注意、開示ガイドライ ン、開示原則・好事例集	2. 英文による情報提供
V. 記述情報についての具体的な開示項目	討論

○黒沼 それでは、時間になりましたので、金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

今日から 2 回にわたって早稲田大学の若林先生に「平成 30 年 6 月金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告関連の開示充実策」というテーマで報告をお願いしています。

それでは、若林先生、よろしくお願いします。

○若林 若林でございます。どうぞよろしくお願いいいたします。

I. はじめに

先ほど黒沼先生からおっしゃっていただいたように、「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—資本市場における好循環の実現に向けて—」（平成 30 年 6 月 28 日）（以下「DWG 報告」という）の開示充実策についてご報告をさせていただくものです。

開示情報の改正（企業内容等の開示に関する内閣府令（以下「開示府令」という）の一部を改正する内閣府令（平成 31 年 1 月 31 日））（以下「本改正」という）、それから記述情報の開示に

関する原則、記述情報の開示の好事例集（以下「開示原則・好事例集」という）、それから開示ガイドラインなども含まれてきますが、そういったものが報告の対象ということになります。

また、開示府令は平成 31 年 3 月 31 日以後に終了する事業年度に係る有価証券報告書等から適用されます。詳細はレジюме 1 ページのとおりです。

II. DWG 報告の背景

1. 開示内容に係る主要な制度改正の歴史

会社法の改正を受けて、平成 15 年にガバナンス等についての改正が行われています。また、会社法の施行に伴って開示府令が改正されています。

そして、金商法の制定を受けて、内部統制報告制度等々のルールができ、あるいはその改正がされています。

平成 22 年 3 月に、コーポレート・ガバナンス体制を中心とした開示府令の改正が行われていまして、前回の DWG 報告を受けて平成 30 年に開示府令の改正が行われ、そして今般の改正と、そういう流れになっています。

2. 小括

会社法・取引所のルールとの調整、あるいは交通整理といいたしでしょうか、そういった側面が一つあるかと思えます。選択肢が増えたことで、それに伴って開示をさせるといった手法で規制を導入していく、あるいは改正していくことが行われています。

それから、諸外国での開示の充実を受けまして、我が国でも開示内容を増やしていったと、そういった経緯があります。

財務報告を中心にして不正な虚偽の情報開示等がありましたので、それに関連して、情報開示の信頼性を確保するための規制というのも、この間ずっと強化の一途をたどっているということです。

本改正は、そうした個々の開示内容についての改正を受けて、特に事業の状況、それからコーポレート・ガバナンスの部分について一定の観点か

ら包括的な見直しを行うものと考えられます。

III. 開示府令改正の目的と趣旨

1. DWG 報告

DWG 報告は、次のように述べています。

「企業や投資家を取り巻く経済環境が大きく変化する中、資本市場の機能の発揮を通じ、我が国全体の最適な資金フローを実現し、企業価値の向上及びその果実の家計への還元につながるという好循環を実現することが求められている。

企業情報の開示は、投資家の投資判断の基礎となる情報を提供することを通じて、資本市場における効率的な資源配分を実現するための基本的インフラであり、投資判断に必要とされる情報を十分かつ正確に、また適時に分かりやすく提供することが求められる。」

2. 検討

①改正の目的

「企業価値の向上とその果実の家計への還元」が改正の最終的な目的であろうと考えられます。そのために、資本市場の機能の発揮、最適な資金フローの実現を図るということです。そうした目的を達成するための手段として、開示制度の改正が必要になってくるということかと思えます。

この点、いつも違和感を持つのですが、「果実」を家計へ還元するということがよく言われているところですが、それを適切に実現するための手段としては、端的に労働者への配分を増やすということが、政策としては整合的といいたしでしょうか、素直なのではないかと思えます。しかし、ここでは、企業価値の向上を通じてそれを同時に行うということが指摘されているわけです。

ただ、様々な最近の改正の流れを見てみますと、やはり投資家あるいは株主に対する分配を増やすという方向性の方に比較的強く軸足を置いているような改正、あるいはその制度の整備というものが目立つように思われます。

アベノミクスとの関係では、やはり株価の上昇

などが端的に求められているような印象を受けるわけですし、「果実の家計への還元」というところどのように整合してくるのかということについて、常日頃から疑問を持っているところです。

それから、そうした投資を呼び込んで投資家・株主に対する分配をやっていくということを考えますときに、やはり外国人投資家・外国人株主の存在が非常に大きなものであると思われまます。本改正でも、金融審議会でも海外の投資家の方に来ていただき、英文の情報開示などの改正も行われていまして、そうした外国人投資家からの投資を期待するというのであれば、やはり企業価値向上という方に軸足が振れてくるということになるのではないかと思います。

いずれにしても、特に株式資本ということになると思いますが、それをうまく企業で活用して富の拡大を図ることが目指されているということかと思えます。

②改正の趣旨

資本市場における効率的な資源配分を実現するための開示ということですが、この点につきましては、私はまだ批判をするだけの能力を持っていませんけれども、その目的は、効率的な資源配分というものについて開示を通じて行うということです。

その開示につきましては、投資判断に必要な情報を十分・正確に、適時に・分かりやすく開示するというこの4つが出てきています。

情報開示ですので、「投資判断に必要な情報」を開示するというのが伝統的な枠組みかと思えますが、「投資家と企業との対話に資する情報開示」というのも頻りにいろいろと出てくるわけですが、その改正の目的あるいは趣旨のところでは、その点には触れられていません。それは、「I. 「財務情報」及び「記述情報（非財務情報）」」の「1. 基本的な考え方」で出てくるという位置付けになっています。

その開示内容について「十分かつ正確に」「適

時に」行うということでありまして、そして開示の内容が複雑化、多様化していますので、投資家に対して「分かりやすく」開示することが求められることになっています。この点については、後ほど触れさせていただきます。

任意開示との関係というのが金融審議会の議論等で非常に出てきていまして、今回の開示府令の改正等も、任意開示で行われてきたことを制度開示に取り込むという側面が非常にあります。この点につきましては、特に経済界の方の代表の方々は、任意開示の充実を望むということをおっしゃっているところですが、しかし他方で、ESG 情報などを中心に制度開示に取り込んでいくべきであるという意見も非常に強いところがあります。

この点、ESG 情報の開示等につきましては、ご承知のとおり、ヨーロッパの方で非常に進んでいるところですが、他方でアメリカは、制度的に導入していくという機運にはなかなかない状況にあるかと思えます。日本の状況がどうなのかということ、ESG については、企業の行動の中で ESG 情報をどのように取り込んで、そしてそれをどのように企業活動として行っていくのかということが問われていると考えられます。ただ、それが実際上企業活動の中でどれだけ行われているのかということについては、多分考え方に相当開きがあるのではないかと思います。

そうすると結局、そういった ESG 情報についての活動をし、それについての開示をするという流れが制度的にできるような状況にあるのかどうかということ、乏しいのではないかという感覚もあります。

しかし他方で、そうした ESG の情報を開示していくときの理念として、持続可能社会を実現するという方向に持っていくのであれば、制度的に開示を通じてそういったことを促進していくというのは十分考えられると思います。

IV. 財務情報及び記述情報（非財務情報）の開示

1. 基本的な考え方

「財務情報及び記述情報の開示は、投資家による適切な投資判断を可能とし、投資家と企業の建設的な対話を促進することにより、企業の経営の質を高め、企業が持続的に企業価値を向上させる観点から重要である」と述べられています。

DWG 報告の中で、その財務情報と記述情報の位置付けがどうなっているかという点、「財務情報」は、金商法 193 条の 2 の監査証明の条文で、「財務計算に関する書類」が財務情報であると述べられています。したがって、連結財務諸表や財務諸表あるいは四半期財務諸表等がこれに入ってくることになるかと思えます。

「記述情報」は、開示書類において提供される情報のうち、財務情報以外の情報という位置付けになっていますので、法令における書類の形式に着目した分け方をしていると考えられます。

そのうえで、投資家による適切な投資判断を可能にするというところが、財務・非財務情報開示の第一義的な目的であると考えられるわけです。金融庁のいろいろな文章を見てみると、開示制度のところのロジックは、やはりそこだけで完結させているという印象を持っていて、「投資家と企業との建設的な対話の促進」という政策目的が一方であるわけですが、それをどこまで開示制度の枠組みの中に取り込んでいるかという点については、一応分けて考えているのではないかというのが、いろいろな文章から受け取れるところです。

「記述情報の開示が建設的な対話の促進につながるという視点を開示制度の枠内で明示することは意義がある」というコメントが寄せられていたところですが、金融庁は「貴重なご意見として承ります」と回答しています（レジュメ 4 頁の注 1）。ですので、そこは一線を分けているように感じられるところです。

しかし、投資家と企業の建設的な対話の促進が図られるように開示情報をきちんと整備するということは、いろいろなところで、しきりに言われていますので、そうした観点からの開示情報の充

実・整備が一つの重要なポイントになっていることは疑いのないところです。

ただ、「建設的な対話の促進」といったときに、恐らく念頭に置かれているのは機関投資家であろうと考えられるわけですし、個人投資家あるいは個人株主がここにどこまで入ってくるかという点が問題になってくるのではないかと思います。

特にハイレベルな経営者との対話をするということで、その対話の相手方である投資家は、その経営者の考え方についての確信といいますか、情報の確実性といいますか、そうした点について、他の投資家に対して優位に立つということがあるのではないかと思います。ご承知のとおり、フェア・ディスクロージャーがあるわけですが、個人投資家の観点から考えていきますと、そのような対話ができる投資家との地位の対等性ともいいましょうか、そのようなことを考えたときに、やはり開示を充実させる必要性は高いのではないかと思います。

2. 記述情報の意義

(1) DWG 報告書 2 頁

記述情報は、企業の財務状況とその変化、事業の結果を理解するために必要な情報でありまして、①投資家が経営者の視点から企業を理解するための情報を提供し、②財務情報全体を分析するための文脈を提供するとともに、③企業収益やキャッシュ・フローの性質やそれらを生み出す基盤についての情報提供を通じ将来の業績の確度を判断するうえで重要とされているということです。

こうした記述情報の充実を通じ、企業に「気づき」をもたらすといったことが期待されているところです。

(2) コメント

記述情報の開示の位置付けですが、財務情報を理解するための補完となる情報が記述情報であると言われていました。

DWG 報告書では、「企業の財務状況とその変化、

事業の結果を理解するために必要な情報」というふうに述べられていますので、基本的には過去の情報を説明するものであろうと考えられます。

もちろん、投資判断等を行うに当たって、投資家は要するに将来を見るわけですので、「経営者の視点」等々のそういった情報を提供することが必要になってくるということかと思えます。

「開示された情報を基に投資家と企業との対話」ということですが、投資家が企業に「気づき」をもたらすと書いているわけですし、外部の情報劣位にある投資家から言われて気づくようでは経営者は失格なのではないかと、最初に読んだときは思いました。あるいは、特にアクティビストのような投資家側からしますと、企業に対するある種の押しつけのような側面があるのではないかと感じたところです。

ただ、金融審議会の議事録などを読んでみますと、投資家の方から言われて情報を訂正するとか、あるいは企業経営に生かすといったことは実際あることのようにです。どういうことかと考えてみると、一つには、経営者は、外部投資家が読んでいる開示書類の作成に深く関与していないので、そもそも気づいていなかったことを投資家から言われて気づくという側面がひょっとしたらあるのかもしれないとは思いました。

3. 様式・記載上の注意、開示ガイドライン、開示原則・好事例集

(1) 従来の開示項目に関するルール

金商法が委任する開示府令の定める内容が、様式と記載上の注意として定められているわけですが、そこでは、有価証券、それから発行者の基礎的情報が含まれていまして、そのうえで重要な情報が開示されるように義務付けられているということかと思えます。

そして、様式・記載上の注意は、特に情報の比較可能性を確保するという観点から、そのような義務付けがなされていると考えられます。

ただ、記載上の注意の冒頭のところで、任意的

記載事項の追加の規定がありますので、記載上の注意に列挙されていない事項についても、重要性の観点から記載が義務付けられるような性格のもの、記載しなければならないと考えられるのではないかと思います。

そのうえで、開示ガイドラインについては、ご承知のとおり行政当局の運用のための指針ということであり、結局、開示書類を作成する側にとってのガイダンスということでは必ずしもないという位置付けですので、今回、記述情報の開示に関する原則、あるいは好事例集のようなものが作成されたということかと思えます。

(2) DWG 報告書と記述情報の開示に関する原則・好事例集

①DWG 報告書 8-10 頁

記述情報の開示に関する問題点が挙げられています。経営戦略・財務状況・リスク等について十分に議論されていないのではないかと、積極的な開示姿勢をとれず、ルールに対応するだけの形式的・定型的な開示になっているといったことが指摘されています。

そこでこの点を改善する必要があるということで、具体的には、自社の経営戦略・財務状況・リスク等に関する議論を促し、我が国企業における経営戦略・ビジネスモデル等々に関する記述情報の開示の充実を図るものとしてしています。ルールベースで定めることになると、実効的な開示がなされないということから、ベストプラクティス、そしてプリンシプルベースのガイダンスが策定されるということです。

(3) 開示原則の位置付けと重要性

開示原則の位置付けは前述のとおりです。

重要性ですけれども、もとより開示ですので、重要性が非常に大切であり、それが開示すべきかどうかの判断基準になるということです。

ただ、重要性を判断するに当たって、今回の開示のルールの中で注目されるのは、経営者の視点

による経営上の重要性を加味して開示情報をどのように構成するかを考える必要があるということが強調されている点です。

そのような重要性で区切られるわけですが、重要性の高低というのが出てきて、重要性の高いものから順に記載するといった工夫をする必要があるということが言われています。

従来は、重要かどうかという重要性の有無のところに主として焦点があったのではないかと思います。それだけではなくて高低を入れてきた。従来から入っていたのかもしれませんが、そのことが強調されているという点は、注目される点ではないかと思えます。

(4) 小括

金融庁が定めたプリンシプルベースの記述情報の開示ガイダンスですので、現段階でこれが法的拘束力を持って、みんな守らなければいけないということになりますと、違反だらけになってしまうと思います。直ちにそういうものとして位置付けるのはなかなか難しいのかもしれませんが、将来的には望ましい体制に持っていくという観点からは、虚偽記載等の判断に当たっての法的な基準として運用していく必要性が出てくるのではないかと考えられます。

しかし、現段階では到底そういう状況にはないということかと思えますので、そうした状況にはない企業についてどういうプロセス・手続の中で企業の開示を変えていくのかが問われていると思うのですが、その点については、私自身、まだしっかりした意見を持っていないところです。

V. 記述情報についての具体的な開示項目

1. 経営戦略・ビジネスモデル

(1) DWG 報告書 2-4 頁

中長期的なビジョンに関する具体的な記載が乏しいとか、MD&A 等との関連付けがないといった問題点が指摘されています。

そのうえで、企業の目的と経営戦略、ビジネス

モデルについて、取締役・経営陣が積極的に自らコミットしてその見解を示すことが重要であることなどが言われています。

(2) 改正の内容

① 経営戦略・経営方針等

・ 2号様式記載上の注意(30) a

経営戦略・経営方針等の内容を記載する。記載に当たっては、経営環境についての経営者の認識の説明を含めて、事業の内容と関連付けて記載する。そこから経営上の目標の達成状況を判断する客観的な指標等がある場合には、その内容を記載する、といったことが求められています。

・ 開示原則Ⅱ 1-1. 経営方針・経営戦略等

経営方針・経営戦略等は、企業がその事業目的をどのように実現していくかを説明するものであるとされています。

② 優先的に対処すべき事業上及び財務上の課題

・ 開示原則Ⅱ 1-2. 優先的に対処すべき事業上及び財務上の課題

上記について、具体的に経営方針・経営戦略等と関連付けて記載することが要請されています。

③ 経営上の目標の達成状況を判断するための客観的な指標等

・ 開示原則Ⅱ 1-2. 経営上の目標の達成状況を判断するための客観的な指標等

経営上の目標の達成状況を判断するため、客観的な指標等について開示することが求められているということです。

(3) 検討

経営戦略・経営方針等、それから対処すべき課題、KPI のそれぞれについて若干コメントさせていただきます。

① 経営戦略・経営方針等

DWG 報告書で指摘されていたのは、「企業の目的」「経営戦略」「ビジネスモデル」です。ただ、改正の方を見ますと、「企業の目的」についての言及がどうもないようでして、そこがどうなっているのかというのが、いま一つ理解できなかったところでした。

開示原則 1-1 の考え方のところに、企業がその事業目的をどのように実現していくかということについて触れているわけですが、この点は非常に重要なポイントではないかと思われるのに、開示原則の中で触れているというだけでいいのかということをやや疑問に思いました。

2号様式記載上の注意(30) a の方のインストラクションについてですが、経営戦略・経営方針等の内容の記載は義務化されています。次のような一定の事項と絡めて記載をする必要があるということです。

- ・連結会社の経営環境についての経営者の認識を含める
- ・事業の内容と関連付けて記載
- ・セグメントごとに設定している場合は、セグメント情報と関連付けて記載
- ・資本コストについても企業の経営内容に即して記載することが期待される

資本コストが今回の改正では非常に注目されているところですが、それについては、金融庁のパブコメの回答の中で「企業の経営内容に即して記載することが期待される」という説明がなされています。

それから好事例集の方を見ますと、日本の企業は中期経営計画(3~5年)を持っていて、それを開示している会社が非常に多いという印象を持っています。ただ、中期を超える長期の計画を開示している例は、好事例集の中では1件ぐらいで、非常に少ないという印象を持っています。中長期的な企業価値の向上を目指すということで、中長期というのが常にワンセットで出てくるわけですが、開示の内容の方では、やはりお金というのは

中期であるというふうに見受けられます。

これは、KPI などの具体的な数値目標との関係とか、あるいは目標を設定してその実現可能性がどれぐらいあるかといったことの開示を求める場合には、やはり長期計画の開示はなかなか難しく、その部分については、開示よりむしろ対話の中で、どのように実現していくか、経営者の意見を聞くかといった方向性なのかなという気がしています。

それから、経営戦略・経営方針等を記載して、特に経営環境についての説明が非常に求められるようなインストラクションになっています。すなわち、その部分がなかなかできない企業があるのではないかと思います。好事例集に載っているのは非常に先進的な企業で、競争優位性があるからそういった開示もできる、そういう関係性にあるのではないかと思います。その競争優位性の中身をほかの企業もすぐまねできるような企業ですと、どこまで開示するかということが問題になってくるのではないかと感じました。もちろん、企業秘密に該当するような情報等までの開示は求められていないわけですが、開示の仕方について相当工夫する必要性が出てくる会社も、ひょっとしたら中には出てくるのではないかと感じたところでした。

そういう会社などでは、結局、DWG 報告書で求められている経営者の視点、重要な開示をするというその部分についてなかなか開示できないということになりますと、開示される情報がないことによって、誤解、ミスリーディングな表示がなされるといった可能性も出てくるのではないかと感じました。

いずれにしても、競争力のない会社は、こういった情報の開示は非常に難しいのだろうと感じたところでした。結局そういうところを投資家に気づかれて、敬遠されてしまうといったケースが起こるのではないかと思います。企業が上場している目的は企業によって大分違いますので、そういう会社が出てくるのも仕方がないかとは思っています。

好事例集では、有価証券報告書で開示されている好事例だけではなくて、アニュアルレポートや統合報告書に開示されているような情報も載っていきまして、それは任意開示を制度開示の方に取り込んでいくという観点からは望ましいものだと思いますが、なぜそうした開示が有価証券報告書でなされなかったのかというところが問題であろうと思います。

やはり法的責任が問われるといった点が非常に大きいと思いますし、場合によっては、実は経営者にとって有価証券報告書の位置付けがそれほど高くなかったのではないかと、あるいはマンネリ化していたとか、図表等を多用した開示が行われていなかったとか、そういった理由があるのかなと思います。

②優先的に対処すべき事業上及び財務上の課題

課題の内容、対処方針等を経営方針・経営戦略等と関連付けて具体的に記載することが求められることになっています。それによって、投資家は企業をより深く理解できるということです。

優先的に対処すべき課題の「優先的に」というのは、複数ある課題のうち優先順位が高い「重要な課題」を記載させるものという解説がなされています。

具体的な内容としては、事業を行う市場の構造的変化や、事業に与える影響が大きい法令・制度の改変など、経営成績等に重要な影響を与える可能性があるとして経営者が認識している事柄を開示させるということです。

③KPI (Key Performance Indicator)

2号様式記載上の注意(30)aによれば、KPIは目標の達成度合い等々についてということで、ある場合にその内容を開示する、なければ開示は不要と説明されています。

ただ、KPIについては、どういうものを採るかによって、虚偽あるいは誤解を与えるような表示になりかねないという懸念がありまして、具体的

には、経営計画等の具体的な数値目標の記載とか、そこで用いられているような業績予想、そういったものについて任意で記載することは妨げられないというちょっと微妙な言い回しになっています。その選択をどのようにするかというのが一つ重要な問題になってくるようです。

2. 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 (MD&A)

(1) DWG 報告書 4-6 頁

①前回の DWG 報告を受けた改正と問題点

まず、問題点としまして、計数情報をそのまま記載しただけの記載とか、ボイラープレート化した記載が多いという指摘があります。

経営者視点による分析がなお不十分であり、事業セグメントの分析・開示が恣意的にされているのではないかとといった指摘がなされています。

②MD&A 開示の意義と提言

MD&Aに含まれる情報のうち、資本の財源、キャッシュ・フローの記述により、投資家は成長投資・手許資金・株主還元のバランスに関する経営陣の考え方、あるいは資本コストに対する企業の意識を知ることができるということで、そういった開示が望まれているとされています。

セグメント分析に際しては、セグメント状況がより明確に理解できるような情報の開示が必要である。あるいは、資本の財源及びキャッシュ・フローに関する情報については、投資判断に不可欠な情報であり、経営戦略の遂行上、調達した資本やキャッシュをどのように設備投資や研究開発に振り分けていくのかといったことが開示されるべきであるということです。

会計上の見積り・仮定については、経営陣の関与の下、より充実した開示が行われるべきであるとされています。

(2) 改正の内容

①MD&A に共通する事項

法令上記載が求められている事項としまして、経営者の視点による経営成績等の状況に関する分析・検討内容を開示する。それを経営方針・経営戦略等の内容等と関連付けて記載することが求められているということです。

具体的な開示の記載上の注意は、2号様式記載上の注意(32)のa(e)のところが改正されています。

MD&Aの開示をするに当たっては、企業が設定したKPIと関連付けた開示を行うことが望ましい。また、KPIに関連して目標数値が設定されている場合には、その達成状況を記載することも考えられるということです。

②キャッシュ・フローの状況の分析・検討内容並びに資本の財源及び資金の流動性に係る情報

・2号様式記載上の注意(32)a(f)

記載上の注意のところでは、そういった情報について経営者の認識を記載することが改めて強調されています。

・開示原則Ⅱ3-2. キャッシュ・フローの状況の分析・検討内容並びに資本の財源及び資金の流動性に係る情報

開示原則の方については、経営方針・経営戦略等を遂行するに当たって必要な資金需要や、それを賄う資金調達方法、さらには株主還元を含めて、経営者としての認識を適切に説明することが重要である。そのような開示によって、投資家は、成長投資、手許資金、株主還元のバランスに関する経営者の考え方、企業の資本コストに関する経営者の考え方を理解するということです。

望ましい開示に向けた取組みとして、レジюме(18頁)に記載の①～⑥のような項目について開示することが望まれているとされています。

③重要な会計上の見積り及び当該見積りに用いた仮定

・2号様式記載上の注意(32)a(g)

当該見積り及び当該仮定の不確実性の内容や、その変動により経営成績等に生じる影響について開示をさせるということです。ただし、様式の「第5 経理の状況」の注記においてそういった見積りについて言及しているという場合には、その省略をすることができることになっています。

(3) 検討

①キャッシュ・フローの状況の分析・検討内容並びに資本の財源及び資金の流動性に係る情報の記載

・開示府令第2号様式記載上の注意(32)a(f)の改正案

MD&Aの条項のうち、キャッシュ・フロー等に係る部分についてまずコメントさせていただきます。

最近非常に大きな問題になっているのは、恐らく企業の中に内部留保が非常に多いという状況かと思えます。その点については、様式の記載上の注意の改正案の段階では、「キャッシュ・フローの状況(内部留保資金の状況を含む。)の分析・検討内容」を開示させることが提案として出されていたわけですが、内部留保資金の意味が多義的であることから、成立した改正開示府令からは、内部留保資金の部分が削除されています。

その結果として、「キャッシュ・フローの状況における資金需要の動向に関する経営者の認識の説明に当たっては、企業が得た資金をどのように成長投資、手元資金、株主還元に分けるかについて、経営者の考え方を記載することが有用」であるという形になっていまして、やや間接的に内部留保資金を減らすといいますが、そういう形にならざるを得なかった模様です。

資本コストについては、開示原則3-2の方でその意義について書かれています。ただ、資本コストを記載上の注意に入れるべきだというコメントについては、金融庁の方から「貴重なご意見として承ります」という回答がなされていて、そこまで踏み込まれてはいないということです。

②セグメントの分類

いわゆるマネジメント・アプローチということで、経営者が意思決定に利用しているセグメントを外部の利用者にも開示させるということです。そのマネジメント・アプローチの会計基準の中に、マネジメント・アプローチのメリットとしまして、セグメントの決定に恣意性が入りにくいという長所があると言われていたところですが、

ただ、DWG の議論やその報告の中では、その点が必ずしも一致していない。経営者の用いているセグメントと外部利用者が使っているセグメントが一致していないのではないかと指摘がされていまして、会計基準の中での説明と齟齬があるような実態があるということのようです。

そのように区分が異なるということになってまいりますと、経営者の視点から各種の開示をさせることで、投資家による情報に基づいた投資判断を行わせるとか、あるいは企業と投資家との対話の促進に役立つことといったことが難しくなってしまうということかと思えます。

それで、どのように両者を一致できるか問題となってくるわけですが、DWG の議論などでは、米国の SEC が MD&A について非常にコミットしていることが指摘されていまして、日本は金融庁が有価証券報告書のレビューをしているので、その中でそういったところを変更させていくようなレビューを実施していくことになるのかなと思えました。

2015 年度の有報のレビューでセグメント情報の審査がされたようでありまして、SEC のやり方を参考にすることであれば、そういう話になってくるのではないかと思います。

③会計上の見積り・仮定

企業会計基準委員会から「会計上の見積りの開示に関する会計基準（案）」が公表されていまして、意見募集がなされている状況です。

この点については、ご承知のとおり、様々な会計情報について見積りや仮定が使われています

ので、その点について、その仮定の内容、あるいは不確実性の内容、それから基礎とした情報、あるいは変動によってどのように影響が生じるかなど、そのリスクについて具体的に開示することが望まれるということです。

④事業上の数値・Non-GAAP 指標の記載

事業上の数値や Non-GAAP 指標の記載が問題になるという指摘がありましたので、その点について若干触れさせていただきます。

例えばホームページへのアクセス数とか、そういったものになってくるとは思いますけれども、財務上の数値が利用できない、IT 企業などにおいて不適切な事業上の数値が記載されているといった指摘がなされています。

また、Non-GAAP 指標につきましては、統一的な基準がないということですので、どういう内容の会計情報が使われたのかについての説明がないと、ミスリーディングになり得ることが指摘されていまして、金融庁のパブコメでも、Non-GAAP 指標を開示する場合には、類似する会計基準に基づく指標との差異を説明するようにと回答されています。

3. リスク情報

(1) DWG 報告書 6 頁

DWG 報告書では、日本企業のリスク情報に関する開示について、一般的なリスクの羅列になっていて、数年間記載に変化がなく、経営戦略等との関係が明確でないといった問題点が指摘されています。

提言としまして、経営者視点から見たリスクの重要度の順に、発生可能性、時期、事業に与える影響、リスクへの対応策等を含め開示させるということが言われています。

(2) 改正の内容

・ 2 号様式記載上の注意 (31) a

記載上の注意としまして、経営者が連結会社の財政状態、経営成績、キャッシュ・フローの状況

に重要な影響を与える可能性がある」と認識している主要なリスクについて、当該リスクが顕在化する可能性の程度や時期、当該リスクが顕在化した場合に連結会社の経営成績等の状況に与える影響の内容、当該リスクへの対応策を記載するなど、具体的に記載をすること。記載に当たっては、そのリスクの重要性や経営方針・経営戦略等との関連性の程度を考慮して、分かりやすく記載することとされています。

・開示原則Ⅱ 2

開示原則の方では、取締役会や経営会議においてどのように判断されているかということについて、つまりそのようなプロセスが必要だということだと思いますが、重要性を勘案して開示をすることが求められています。

リスクの記載の順序についても、それらの会議における重要度の判断を反映することが望ましいとされています。

また、リスクを把握し管理する体制・枠組みを構築している企業においては、そういったものについても記載をすることが求められるということです。

(3) 検討

①緒説

改正前の状況ですが、リスクを識別していることの記述に留まる、外部要因によるリスクの開示に偏り過ぎている、業績に与える影響や管理方法等の記載が不足しているなどといったことが挙げられています。

開示ガイドラインの中には、個別のガイドラインとしまして、「事業等のリスク」に関する取扱いガイドラインというものがありまして、こちらには具体的な数値を入れた記載例みたいなものが具体的に並んでいます。しかし実務家の方の感想としまして、具体的な数値を踏まえた記載はほとんど見かけたことがないというふうに言われていまして、ガイドラインはあるけれども、實際上、

発行会社の方の指針としては全くと言っていいほど役に立っていなかったということのようです。

②事業等のリスクの選択方法

事業等のリスクの選択をどのようにしていくかということが問題になってきますが、「経営者が……重要な影響を与えると認識している主要なリスク」を開示させるということでありまして、経営者が考えるものに限定して開示する、あるいは取締役会とか経営会議において判断しているその基準で開示するといったことが求められることになっていきますので、経営者のコミット、そしてその会議体での議論というものが必要になってくるということです。

③リスクの開示の順序

開示原則では、「経営者の視点から重要と考えるものをその重要度に応じて説明」をする必要があると言われていまして、「リスクの記載の順序については、時々の経営環境に応じ、経営方針・経営戦略等との関連性の程度等を踏まえ、経営者における重要度の判断を反映することが望ましいと考えられます」（開示原則（案）パブコメ No. 28 回答）という説明が金融庁からなされているところです。

「取締役会や経営会議における重要度を反映する」ということであると、そこでの議論を反映して順番に記載していくことになるかと思いきや、「リスク管理部門が管理上用いている区分」で記載をしていくこともあり得ると述べられています。

実際上どうなっているかといいますと、リスクを区分して開示している例がありまして、セグメント別にリスクを区分している、あるいは表形式を用いたリスク分類（事業環境、事業運営、会計制度、環境・災害、個別事象）で開示をしているといったケース、あるいはリスクを性質ごとに分類して記載しているといったケースがあります。また、業界全般のリスクと自社固有のリスクに分けて記載しているといった区分の仕方もあります。

ただ、いずれにしましても、リスクの区分がなぜそのようになされているのかについての説明はなお不十分であるという指摘がなされていて、どういう基準でそういうリスクを区分し開示したのかということが今後問われてくることになるかと思えます。

④リスク情報の開示の内容・程度

リスク情報について具体的かつ詳細な内容の開示が必要となります。

⑤当該リスクへの対応策

英国の戦略報告書やコーポレートガバナンス・コードのやり方と、それから、私が直接確認したわけではありませんので正確ではないかもしれませんが、SEC の考え方とは、ちょっと違うというか、正反対のようです。

パブコメにおける懸念というところですが、リスクの情報と併せてリスクへの対応策まで記載してしまうと、対応策が採られているので大丈夫ではないかということで、リスク情報の重要性が伝わらないおそれがあるのではないかと、結果的にも誤導的な表示になりかねないのではないかとといった懸念がありまして、米国では、どうも SEC は、リスク情報の開示をさせる部分で対応策も一緒に開示させるというようなスタンスはとっていないようです。

金融庁は、リスクへの対応策について、「実施の確度が高いものを記載する」「実施を検討しているにすぎないもの等を記載する場合には、その旨を記載し、投資者に誤解を与えないような記載が求められます」といった説明をしています。

この点ですけれども、日本では、ご承知のとおり、リスク管理体制とか BCP といった一定のリスクへの対応策が企業に求められていて、現に皆やっているということですので、対応策があるのは、私は当然なのではないかと思っています。

これまで開示されてきたこととの関係でも、「対処すべき課題」や「CG の状況等」で記載され

てきた内容でもありますので、そのような対応策があるのがむしろ自然ではないかと思えます。誤解を与えないような記載に心がける必要があるというのは確かですので、そういった点についての記載があってもおかしくはないと思っています。

ただ、リスク情報のところで開示させるのか、そうではなくて、「対処すべき課題」とかの別のところで開示させるのか、開示の場所については確かに考えようはあるかもしれませんが、いずれにしても、リスクへの対応策が何らかの形で記載されているというのは、おかしいことではないと思えます。

⑥リスクの顕在化と虚偽記載

この点についてはご承知のとおりで、一般的に合理的と考えられる範囲で具体的に説明していた場合には、顕在化したとしても、虚偽記載にはならないということです。

4. その他

(1) 人的情報等

①有報等における情報開示

「従業員の状況」について、レジュメ (26 頁) にありますような様々な内容について記載をする必要があるということになっています。

②DWG 報告書 7 頁

従業員に関する情報の充実が重要である、一般的にそういった情報は有用である、あるいは ESG 情報との関係などといったことが触れられています。

③コメント

開示府令の改正は特段行われていないようです。労働者は企業の競争力の源泉でありますので、それに関する情報は、もとより重要な情報であると考えられます。

最近の問題としましては、特に ESG との関係では、「S」に関わる部分についての情報の開示と

というのがよく取り上げられるように思います。ただ、ヨーロッパなどでよく言われているような「S」の部分の「労働」については、これは印象だけなのかもしれませんが、非常に劣悪な職場環境で働いている人たちについて、そういったことをしないように求めるような取組みや開示に関する情報が何となく多いような感じがして、日本の状況で求められているような話と若干齟齬があるのかなというような感触を持っています。

(2) 重要な契約

①有報等における情報開示

経営上の重要な契約について開示を求められることになっています。その内容については、記載上の注意(34) a～eに書いてある組織再編等を中心とした開示ということです。

- a 合併
- b 事業の全部・一部の譲渡、重要な事業の全部・一部の譲受け
- c 事業の全部・主要な部分の賃貸借・経営委任、事業上の損益全部を共通にする契約
技術支援契約その他の経営上の重要な契約
- d 株式交換・株式移転
- e 分割

基本的には、これらのa～eの概要について記載することが求められます。

その具体的な判断基準としては、開示ガイドラインが定められていまして、取締役会の決議事項に相当する等々の内容がそこでの基準ということになっています。

②DWG 報告書 7-8 頁

DWG 報告書では、米国では一定の重要な契約について契約書がそのまま添付されて開示されているといった状況が紹介されていまして、適切な開示を行うように促していくことが求められると述べられています。

③コメント

ただ、開示府令の実質改正は行われていないということです。

米国のような開示を求めるのでしたら、これは記載上の注意の改正ではなくて、添付書類の方の改正になるだろうと思います。現行の添付書類は、内国会社については定款や計算書類、事業報告等が定められているのみですので、むしろこちらなのではないかと思います。

ただ、会社法で組織再編については事前開示が行われているという状況がまずありますし、そもそも米国で開示されている契約書のボリューム・内容と日本で締結されている契約の内容とでは、かなり差があるのではないかと思います。ですから、日本で重要な契約を開示させる意味がどれだけあるのかは、若干疑問に感じるところです。

現状、有報等で開示されている内容がいろいろなところで紹介されていまして、それはライセンス契約を初めとしたいろいろな契約が有価証券報告書の内容として開示されているということです。ただ、それも結局、DWG で話し合われていたような大部の契約書をそのまま開示させるといったものではなくて、いろいろな契約がずらっと表形式で並んでいるという場合が非常に多いということです。

(3) 分かりやすい開示

①DWG 報告書 8 頁

日本においても、特に個人投資家との関係で、分かりやすい開示が望まれているということです。

②記述情報の開示に関する原則Ⅱ 2-4

記述情報の開示に当たっては、図表、グラフ、写真等の補足的なツールを用いるといった手法がいろいろと書かれているところです。

③コメント

前述のようなやり方で分かりやすく開示していくというのは、特に個人投資家が情報に基づいた

投資判断をするうえで非常に重要であると思います。ただ、英国の開示資料などを見ていますと、例えば特定の数字だけが非常に大きな字で出ていたりして、非常に見やすく分りやすく、ぱっと目に入った瞬間に理解できるといったメリットはありますが、その部分が過度に強調され過ぎますと、誤導的な開示になりかねないような場面が出てくるのではないかとということがちょっと懸念されます。ですので、どうやってそのバランスをとっていくのかというのが難しいのではないかと感じたところです。

VI. 開示書類の提供の時期

1. 重要情報の公表タイミング

(1) DWG 報告書 21-22 頁

情報の公表のタイミングがいつかということが問題になっています。これまでは、重要情報の公表のタイミングは大体「引け後」の 15 時以降になされていましたが、立会中に行われてもよいのではないかといいことが言われています。

(2) コメント

情報開示の基本は適時開示であろうと思いますので、立会中であろうが、引け後であろうが、直ちに開示するというのが本来的な在り方なのではないかと思えます。

2. 四半期開示

(1) DWG 報告書 22-24 頁

①現状とこれに対する意見

決算短信について、非常に簡素化あるいは自由度を高める、あるいは効率化というふうに言われていますが、そのような中で、いわゆるショートターミズムとの関係で四半期開示の在り方が問題になっています。

②結論

ただ、結果的には、四半期開示は維持するという結論になっています。四半期開示制度を維持す

べきとする意見が多く載せられていまして、結論として、見直すことはしないということです。

(2) コメント

①四半期開示の維持

DWG 報告書の四半期開示を維持すべきとの結論は、私はよいのではないかと考えています。立法趣旨で述べられていた内容と状況は全く変わっていないということでありまして、なくしてしまうと、監査人によるレビューがなくなってしまうので、開示の信頼性という観点からもやはり問題なのではないかということです。

短期志向の投資家は昔からずっと存在しますし、企業目的とか企業の事業とは無関係に企業から資産を奪おうとする投資家の存在が問題になっているにすぎないということです。そういった投資家に対しては、対話を重ねるとか、経営方針を見直すとか、提携先を探すとか、そういった正攻法で対処すべきではないかと考えています。

3. 沈黙期間

(1) DWG 報告書 24-25 頁

①問題点

「沈黙期間」とは、企業が、決算数値等の漏洩防止の目的から、決算発表前の一定期間、情報開示を自発的に取りやめる期間ということになっていますが、その期間が非常に長いという問題点が指摘されています。

②提言

この点について、沈黙期間の短縮、あるいは、沈黙期間中は決算情報の関連情報については対話のテーマにはしないで、それ以外のことについて対話をする期間として活用すべきであるといったことが提言されていまして、そのような形で活用するのが望ましいと思います。

VII その他

1. IT を活用した情報提供、EDINET 等

(1) DWG 報告 26 頁

EDINET が問題になっていまして、タブレット端末等によるアクセス・閲覧をできるようにすべきであると言われていました。

(2) コメント

公衆縦覧の期間について、電子的な形で開示できるようになって、以前より情報を長く保存できるような状況にあるので、縦覧期間を延長することが論点になっています。

公衆縦覧の期間ですが、当初は紙ベースの開示資料ですので、紙ベースの開示を実際に閲覧することができる期間として想定される期間を現在まで縦覧期間としていたのではないかと思います。

過年度の提出書類を投資家がどの程度利用するかによるだろうと考えていまして、例えば今回の金融審の議論では、中長期的な企業価値の向上というふうなことが盛んに言われていますが、例えばその中長期的な投資を行う投資家がどのくらいその情報を活用するのか。長期ですと 10 年とか、超長期ですと 30 年とか、そういうことになるのかもしれませんが、いずれにしても、そうした投資家がどれぐらいいるのかということが一つあるのではないかと思います。

民事責任規定（金商法 20 条・21 条の 2）との関係では、時効・除斥期間が 7 年、5 年ということですので、現状と大して変わらない部分があるのかもしれませんが、制度との整合性という観点からは、そういうこともあり得るかなと思います。

それから、学術的な研究とか商業ベース等での利用や、情報ベンダーの利用なども考えられるのではないかと思いますので、そこら辺はあまり理由にはならないかなと思います。

2. 英文による情報提供

有価証券報告書が英文で提供されるケースは珍しいとのことですので、これを受けて、財務諸表本表や提出書類の見出しの英文化など、システム上で一定程度の英訳を進めるとか、あるいは金融

庁のウェブサイトで英訳を実施している企業の一覧を公表するとか、任意で有価証券報告書を英訳している場合には EDINET の英語サイトに掲載するといったことなどが提言されています。

EDINET 上では、英語で書かれていると、「Ⓞ」という印が付くことになっているようです。

英訳実施企業の一覧が金融庁のウェブサイトに出ていますけれども、23 社（1/10 時点）という状況です。

これはコーポレートガバナンス・コードでも、補充原則の方で招集通知の英訳とか英語での情報開示・提供というのが挙げられていますけれども、遵守率が非常に低いもののうちの代表格になっていますので、この点の改善が必要だろうと思います。ただ、やはりそれを全ての上場会社に求めるというのは、リソースの観点から非常に難しいのではないかと思います。

そうすると、東証の上場市場の新区分がつい最近発表されましたけれども、そういった市場区分で考えると、規制対応としてはコンプライ・オア・エクスプレインでやってみるとか、そういうやり方が考えられます。

非常に大部のものを長時間にわたって報告させていただきまして恐縮です。どうかご教示賜りますようお願い申し上げます。

~~~~~

【討 論】

○黒沼 どうもありがとうございました。

それでは、ただいまの報告は、総論部分、具体的な開示項目、その他項目に大きく分けられると思いますので、順次議論してまいりたいと思います。

まず、レジユメの 1～8 ページの途中までの総論部分について、何かご質問、ご意見はございませんか。

【記載の重要性と開示義務】

○前田 レジユメの 6 ページの上の方、開示府



令の様式について、記載上の注意に列挙されていなくても、重要であれば記載すべきであるというお考えを示されました。

ただ、すぐその上で引いておられる、3号様式であれば記載上の注意(1) a ですけども、そこでは、記載すべき項目に関連した事項は「追加して記載することができる」と定めているだけなのですね。ですので、この記載上の注意からは、若林先生が示されたように、重要であれば記載しなければいけないというようには、少なくとも規定の文言からは読めないのですけれども、このお考えについての理由といたしますか、根拠を少しご説明いただけますでしょうか。

○若林 情報開示の理論的な枠組みから考えて、重要な情報が開示されていない状況というのは、やはり虚偽記載あるいはミスリーディングな開示であるという大前提があるのではないかと考えています。確かに先生のおっしゃるように、記載上の注意のインストラクションの方からはなかなか読みにくいかもしれませんが、あくまでも記載上の注意として考えれば、有価証券報告書や届出書などの中で、そこに載っているもの以外の重要な情報を開示してはならないということにはならないのではないかとこのように思っていたのですが。

○前田 開示してもよろしいということは分かるのですが、重要なら記載しなければならないのか。確かに記載すべき事項を書かなかつたら虚偽記載になりますが、罰則規定もあるわけですから、特に重要であれば記載せよというような規定なしに、単に重要だからといって記載しなければいけないというように解釈するのは難しいのではないかとこのように思っています。

若林先生がここで引かれました記載上の注意(1)の a は、記載すべき項目に関連した事項なら追加して記載してもよろしい、つまり、関連してもいない事項をごちゃごちゃ書いて記載すべき事項が埋没してしまうと困るので、関連した事項だけは追加で記載してもよろしいということを決め

ているだけではないかと思ったのですけれども、いかがでしょうか。

○若林 様式とか記載上の注意が比較可能性を確保するという観点を踏まえて考えますと、確かに先生のおっしゃるとおりですね。

○前田 ありがとうございます。

○黒沼 ほかに、今の件に関連してご意見のある方はいらっしゃいますか。——よろしいですか。

#### 【ESG 情報の開示】

○黒沼 それでは、8 ページまでの範囲でほかにいかがでしょうか。

○小出 大変勉強になりました。ありがとうございます。

4 ページ、ESG の開示との関係についてですけども、若林先生は、ESG 情報の開示を制度的に要求する基礎が日本社会に十分にあるのかという問題提起をされましたが、その若林先生の考えられる「要求する基礎」というのは具体的にどういうことなのか。言い方を換えると、ESG 情報って、日本においては何のために開示を求められるべきものとお考えなのでしょう。

○若林 私は、有価証券報告書で開示するというのは、まずは企業活動としてそういったことをしっかりとやっているということが前提だろうと思います。つまり、開示をするというのは結局、年次でそういった活動をして、それを開示するというのがまずは基本にあると思います。

実態としての企業活動、それを積極的にやっている状況がまずあって、そのうえで、それに伴って開示をする。その情報を見て投資家が投資をするというのが、まずは基本ではないかと考えています。

ですので、例えば EU の場合ですと、社会全体として例えば基本条約レベルから積み重ねて、企業が会社法なりそういったルールの中で一定の行動をして、それを開示として求めるという一つの体系がやはりできていると思うのです。しかし、日本社会にそこまでのものがあるかよくわからな

いところで、そうすると、そういうしっかりとした活動が行われていないにもかかわらず開示をさせるというのは一体どういうことなのかなということがありまして……。

○小出　私は、ESG 投資というのは持続可能社会を実現すること自体が目的なわけではないと理解しています。もちろん ESG 投資と言われるものの中にもいろいろなものがあると思いますが、今、主流と考えられている ESG 投資というのは、やはりあくまでも投資家の利益を追求することが目的となっており、投資家の利益を追求するために ESG 経営をやっている会社に投資する戦略をとっている。つまり、投資家の利益に直結するマテリアルな要素として ESG があるので、ESG 投資をするというのが最近の流れで、昔のようないわゆる SRI 投資（社会的責任投資）みたいなものとは違ってきている気がするのですね。

そういう観点から考えると、企業の本当の価値というか長期的な価値というものを理解するうえでマテリアルな情報として、ESG の開示というのは、今回の開示充実の目的に照らせば、入れるべきであったのではないかと。

今 ESG をやっていないのであれば、そのやっていないという事実を開示すればいいわけであって、それを踏まえたうえで、財務情報と併せて統合的に投資家が会社を判断する材料として ESG の開示は入ってもよかったのではないかとこの気もするのですけれども、若林先生は、やはりまずある程度そういう ESG にかかる企業活動がされている実態があることが、開示規制の前提にあるということなのでしょう。

○若林　情報開示の基本として、やはり現に行っていることを開示させるというのが基本だと思います。ただ、私は、小出先生とこのあたりの認識が違っているかもしれませんが、やはり最終的な目的として、持続可能社会を実現するということが大きいのではないかというふうには思っているのです。ですから、政策的に、先生と違うロジックで開示をさせるというのは十分考えられ

たと思いますし、その部分はいいのではないかというふうに思っています。

それからもう一点、ESG 開示については、特に EU が積極的にやっていて、ちょっと皮肉なひねくれた見方かもしれませんが、ある種のビジネスチャンスといいましょうか、要するにビジネスのルールの土台を自分たちでつくって、それにほかの公益のところに乗っかってくるような、そういう仕組み作りを進めているという、ルールをめぐるバトルといいましょうか、そういう側面もないわけではないと思います。

仮に日本でそういうことを積極的にやるというのであれば、では、そういった EU の戦略と日本の戦略をどういうふうに調整していくのかとか、そういったことも本当は考えないといけないのではないかという感触は持っています。

#### 【経営戦略の開示】

○黒沼　それでは、具体的な開示項目について、レジュメの 8～25 ページの範囲でご質問、ご意見をいただければと思います。

○片木　今回の記述情報の中で、経営者の将来に対する認識といいましょうか、将来的な問題についての認識というのは、経営戦略と会計上の見積もりや予想、及びリスクですかね、この 3 つが大きいのだらうと思います。

それで、会計上の見積もりとリスクについては、恐らく会計基準もあることですので、あるいはその重要性和発生可能性というか、このあたりを勘案しながら、経営者として十分に根拠のある決定をする必要があるし、またそれをしておけば、まあまあ虚偽表示とは言われなだらうということにはなると思うのです。

ただ、非常に分かりにくいのが経営戦略でありまして、それぞれの事業において、例えばコンシューマーとの対話を重ねながらやりますとか、ある程度抽象的な話は言えるのですが、セグメントごとについての経営戦略は、ある限りは書かざるを得ないのでしょうかけれども、実は現在もうどこ

かの会社と合併することを検討中ですか、あるいは実はこの事業分野についてはよその会社に売却することある程度検討していますとか、あったとしても、それを書けというわけにはいかないですよ。

すると、一体何をどこまで真実を書けということを要求するのかというのが非常に難しいという気がするのですけれども、いかがでしょうか。

○若林 確かに、片木先生のおっしゃったようなケースについて開示させるとするのは難しいと思います。ただ、重要性がある情報の中でも、企業の利益の観点から開示させないものがあるというのは、これはよく知られていることだと思います。

ただ、片木先生のおっしゃっている経営戦略などの、ある種あいまいなものをどのように開示すべきかというのは、確かに非常に大きな問題です。具体的な開示例とかを見ていると、やはり何らかのベースになっているような計画などといったものの中はかなり落とし込まれているような情報を吸い上げて書いているような印象があります。

先進的な企業の実例としては、例えば本当のトップの CEO や社長などの個人的なビジョンが盛り込まれているという、そういう感触を持っていて、そういうある程度一定の基礎になるような計画なり材料なりというものがあったうえでの戦略なのだろうと考えているところですので、そういう範囲で合理的な内容——合理的と言えるかどうかという問題はあるかもしれませんが——の開示を求めているのかなと、そういう感触を持っています。

○黒沼 少し補足して質問させていただきます。

片木先生が挙げられたような例は、開示しなくていいとおっしゃいましたけれども、それは、それについて開示義務はないという解釈ですか。それとも、開示義務はあるけれども、企業秘密に属することなので、有価証券報告書には記載するけれども、公表の対象にしなくてよいという意味でしょうか。

将来情報が入っているので非常に難しい問題ですけれども、どう考えたらいいかということです。  
○若林 組織再編のときの開示とちょっと似たような話かなと思ってお聞きしていたのですけれども、基本契約が締結される直前、ほぼ締結されている状態に近いような、そういうイメージで片木先生のお話をお聞きしていましたので、そういうふうには……

○黒沼 しかし、もう少し前から売却する計画を立てているということもあり得ますよね。3年前ぐらいから、この部分は将来的には売却しようと計画を立てている、そういった場合はどうなのでしょう。何か皆さん、ご意見がありますでしょうか。

確かにセグメントごとに書いていくということになると、そういうことまで、あるなら書かなくてはいけないような気もするし、そうでないような感じもしますし。

○若林 やはり企業の中で、例えば取締役会や経営会議などの中でそういった議論が出てくることがまずあるのではないかと思います。そういった議論が出てきていて、それである程度コンセンサスが得られるというか、そういう情報については、開示のステップに一步近づくといえるでしょうか、そういう形で段階的にそうなる部分があるのではないかと思います。

ただ、例えば M&A など特に多いのが、経営者が一人で決めるようなケース、そういった場合をどう考えるかというのは、全く別の考慮が必要かもしれないと聞きながら思いました。

○黒沼 ありがとうございます。

○川口 今の点ですけれども、例えばビジネスモデルというのは一体どういうものを開示したらよいのでしょうか。会社がどうやって今後やっていくのかというのは、まさしく企業秘密に属するような話が多いと思うのですけれども、そのようなものが開示できるのか。これからどうやって会社を儲けさせていくのかというようなものは、開示はなかなか難しいのではないのでしょうか。

○若林 その点、私も最初はそう思っていたのですが、いろいろな文献を調べていきますと、業界でどういうふうビジネスをやっていくかということについての情報というのは、かなり情報として出ているという面があるように思ったのですね。例えばこの会社はこの顧客層をターゲットにしてこういうことをやっているとか、そういうことは相当程度開示されている状況があるのではないかということに思い至りました。

そうすると、ある程度深みのあるビジネスモデルについての情報が既に現に出ているような状況にあるときは、経営者の考え方を開示させてもそれほど不合理ではないのかなと思います。最初は、私も先生がおっしゃっていたように開示させるとまずいのではないかと思っていたのですが、実は必ずしもそうではないということに気づきました。

○川口 世間が知っているようなものであったら、開示の情報としても価値がないのかなと思ったのですけれども（笑）。経営者の口で語らせるということに意味があるということですかね。

○若林 はい。

○川口 分かりました。

#### 【中期経営計画の開示】

○黒沼 どの点でも、開示項目についていかがでしょうか。

○志谷 レジユメの 12 ページで、今のお話とも関連するのかもしれませんが、好事例集では、中期計画（3～5年）を開示している会社が多いというお話でした。会社によって違うのかなと思うのですが、例えば創業者の方が CEO で長期的に経営しておられる会社は別として、そうでない会社の場合は、現在の経営者の方が、自分が CEO でいる期間はせいぜいこのあたりではないのかと思うので、自分が責任を持って開示できるということを考えれば——先生は非難されているのか、支持されているのかよく分からなかったのですが、私自身の考えでは、このあたりで落ち着くのかなと思ったのですが、若林先生ご自身は、

これでは物足りないというふうにお考えなのでしょうか。その点、ちょっとお聞かせいただけませんか。

○若林 先生のおっしゃったことは、そのとおりだと思います。つまり、日本の経営者の任期の問題が開示にも濃厚に反映しているというのは、そのとおりだと思います。

それで、どういう開示が望ましいかということに関して言いますと、長期の投資というのをどれだけ促進する必要があるのかということと関係してくるのではないかと考えています。長期的に企業が成長していくことを政策的に誘導していくような、そういう必要性があるのであれば、やはり開示の内容もそれに相応するような内容にしていく必要があると思いますので、中期よりは長めの開示を要求するような内容にしていくことは考えられるのではないかと思います。

ただ、やはり現在の状況というのは、まだそこまですべてにまで至っていないという状況かと思っておりますので、まずは足元の開示をしっかりとさせるというところに重点があるのだらうと思います。

レジユメにも書きましたように、具体的な数値目標や実現可能性などを、たとえば 10 年などの事業スパンで見るというのはやはりなかなか難しいだらうと思いますし、それはかえってミスリーディングな開示を増やすことになりかねないのではないかとも思うので、まずは中期ぐらいの情報をしっかりと開示させるというのがやはり重要なのではないかと思います。

○志谷 繰り返しになりますが、かなり長期にわたる計画というのも有用かもしれないけれども、長くなればなるほどだんだん抽象度が増すようにも思うので、投資判断に有用なのかどうか若干疑問があると思います。ありがとうございました。

○加藤 今の中期経営計画の開示の話で、若林先生のお考えだと、レジユメの注 13（13 頁）でも紹介されていますけれども、具体的な財務目標の数値を含む中期経営計画をもっと長期で作ることが望ましいとお考えなのではないでしょうか。

○若林　いえいえ、それはちょっと無理だと思いますし、それはむしろミスリーディングになるのではないかと。

○加藤　投資家の方から、財務目標の数値があるため、数字合わせが行われているのではないかとの懸念があると伺ったことがあります。より長期の計画が望ましいとする場合に、望ましい姿として何を想定されているのかが伝わりにくい気がしました。

○若林　おっしゃるとおりですね。

### 【経営者の視点の意味】

○小出　各論なのか総論なのかという問題があるのですけれども、先ほどの経営戦略もそうですし、あと事業上のリスクですとか MD&A ですとか、若林先生が5 ページにまとめられたように「経営者の視点」という要素を多く入れるようになったというのが、今回の改正で特徴的だと思うのです。この趣旨というのは、開示を充実させる方向の改正なのか、それとも逆に経営者を免責する趣旨なのかというのがちょっとよく分からない。

というのは、「経営者の視点」というのはあくまで経営者自身の視点なので、客観的に重要な事項だとしても、経営者自身は重要だとは思っていないと言って書かなかつたら、それは虚偽記載にはならないのですかね。普通誰が見たってそれは重要でしょうということを経営者が書かなくても、自分はそう思いませんでしたという言い訳というのはあり得るのですか。

○若林　いや、客観的に重要な情報は開示しないといけないということかだと思います。○小出では、「経営者の視点」というのが入っているのは、重要性というものを経営者の視点で説明しなさいという趣旨であって、客観的に重要な事項であれば、経営者自身がどう思おうがやはり開示する義務はあるというのが前提だということですか。

○若林　はい。やはりそれは重要性の概念だと思うのですけれども、価格形成に反映させるべき

情報ですので、そういう報告はやはり開示させるというのが大前提だろうと思います。

要するに、重要な情報をどういうふうにか開示させるかということについて「経営者の視点」というのを入れた方が、現在行われている開示よりはかなりましになるのではないかとはいかと思いません。

○小出　そうすると、これは開示を充実させる趣旨という理解だということではよろしいのですかね。

○若林　はい。

○黒沼　今の点、少し具体論に踏み込んでお聞きしたいのですが、私も総論としては若林先生のお考えに賛成ですが、今回、リスク情報の開示についての記載上の注意で「経営者が……認識している主要なリスクについて」という文言が入ったのですね。これは以前にはなかったもので、客観的に重要なリスク要因を記載しなかったら虚偽記載になるという解釈が可能だったのですが、このように記載上の注意が変わると、認識していなければ、重要なリスクであっても書かなくていいということの意味するのかがどうなのか。

○加藤　私は、黒沼先生のご指摘は非常に重要であると思います。最初の前田先生とのやりとりとも関連すると思うのですが、少なくとも、有価証券報告書に記載されている事項との関係で、誤解を生じさせないために必要な事項の記載が欠けていれば、虚偽記載があるという評価になると思います。

例えば事業等のリスクの記載についても、経営者が認識していないとしても、有価証券報告書の他の記載事項との関連で誤解を生じさせないために何らかの記載が必要だったという評価は、私はあり得るのではないかと思います。

### 【エンフォースメントと開示の萎縮】

○行澤　一般的な話になりますが、根本的な姿勢として、若林先生は、あまり将来情報とか予測情報とかを付加すると、より誤導的な開示の危険

性が高くなるとお考えなのですか。そして、「経営者が考えた」将来情報や予測情報という点をあまり重視すべきではなくて、ある程度客観性も要求されると。

しかし、あまり客観性を重視すると、この開示改革が狙っているはずの、大胆に経営者に経営方針を説明させ、それに対して投資家、特に機関投資家が積極的に対話を仕掛けていく、その中で足りない部分は補われ、発見すべきことは発見されるという根本的な姿勢が萎縮されるのではないのでしょうか。

だからこそシンプルベースなのであって、虚偽記載との関係をあまりがちがちに、厳密にやってしまうと、本来狙っている目標が達成できないような気がしています。だから、そこはもうちょっと自由に解釈できないものなのかなと思います。

もちろん、一方で罰則も伴う開示府令ですから厳密にならざるを得ない部分もあると思うのですが、解釈の態度としては、緩くした方がいいのではないかと思うのですが、どうでしょうか。

○若林 繰り返しのようになってしまうかもしれませんが、少なくとも法的な議論としては、やはり情報開示制度の枠組みの中での話だと。

○行澤 もちろん。

○若林 そこはやはり大前提として置いておかないといけないところではないかと思えますし、我々が議論しなければいけないのも、そういう虚偽記載との関係や、そのエンフォースメントをどうするかといった方に、やはりどうしてもフォーカスしてしまう面があるというのは仕方がないのではないのでしょうか。

○行澤 仕方がないですか。

○若林 はい、そう思います。

ただ、その範囲の中でどこまでエンゲージメントとかに資するような情報を出せるのかという、基本的な態度としてはそういう議論にならざるを得ないのではないかと思っていますので、先生の

お話と違うのかもしれませんが、私はどちらかというと、そういうニュアンスで捉えております。

○行澤 例えば 30 ページのコメントで、「望ましい開示に向けた取組み」というところで、好事例集とかをベストプラクティスとして挙げられています。その中で、「図表・グラフ・写真などの多用は、それらが過度に強調される場合には、誤導的な表示を容易にする側面もある」、そして「将来情報ないし予測情報がこれに付加されることで……」として、どちらかというと後ろ向きの態度が見えるので、それが DWG の態度と整合しているのかどうかという点が気になったのですけれども。

○黒沼 一つ補足させていただきますと、非財務情報の開示というのは、これまでやはりボイラープレート化していて、どの企業を見ても同じようなことしか書いていないのです。それだと情報の価値がないので、経営者から見た、企業ごとに違った開示をさせようという意図が一つありまして、そういうことと法定開示であるという線との折り合いをつけていかなければならないのです。図表やグラフ、写真などの多用というのも、DWG 報告書はそれをそういう意味で強調しているということです。

○行澤 あくまで法定開示の枠の中でということですか。

○黒沼 図やグラフによって、重要な情報は何かとか、企業によって差別化がなされて有益な情報が提供されるという限りにおいて、促進されるといいますか、奨励されるということではないでしょうかね。

○若林 図表やグラフや写真については、恐らく企業の情報開示の担当者としては、そういうものを強調するような形で出したとしても、文章ではしっかりと正確な情報を書きしておくのではないかと思うのですね。ですから、ぱっと見の表示で、投資家の認識としては非常に理解しやすく、その情報がすぐにぱっと入ってきて、それが別の情報を知らない範囲では、誤解を与えるような表示

の仕方になっている部分が出てくるのではないかと  
とは思いますが。

ただ、恐らくはそういうことについても、通常  
の場合は文章で何らかの形できちんと書かれるの  
ではないかなというふうに推測はしています。

○行澤　ただ、書いている内容が非常に複雑で  
難しいので、思い切って単純化して、分かりやす  
く図表やグラフで書いてみるということが、場合  
によっては誤導的になるというふうに考えられる  
のですね。

○若林　はい。

○行澤　そこの兼ね合いはどうでしょうかね。  
より正確に文章が反映するような図表を書こうと  
思うと、逆に図表の意味がなくなるというか、そ  
ういうこともあり得るのではないのでしょうか。

○若林　そうですね。

○行澤　間違ったことは書いていないのだけれ  
ども、かなり骨太になっているということも……。

○若林　その場合に、どういうふうなエンフォ  
ースの手段を使うかというのは、ひょっとしたら  
検討する余地はあるのかもしれないと思います。

つまり、刑事責任とかではなくて、例えばもう  
ちょっと穏当な手段で訂正を促すとか、そういう  
ことはするかなとは思いますがけれども。

○行澤　一言感想ですがけれども、ちょっとエン  
フォースメントという側面にとらわれ過ぎている  
のではないかなという気はしますけどね。

○梅本　行澤先生のご関心は、私も若干賛同す  
るところがありまして、記述情報についてあまり  
過度に虚偽記載だとかということを書いてしま  
いますと、かえって会社が萎縮してしまい従来  
のボーラプレート型の開示に戻ってしまうおそれ  
はあると思うのです。

実際に証券取引等監視委員会が何やらガバナン  
ス関係の記述情報の虚偽記載について摘発を強め  
る姿勢を見せているので、あながち杞憂とはい  
えないでしょう。しかし、あまりエンフォースメ  
ントを強調すると、行澤先生もご指摘のとおり、  
せっかく記述情報の充実といっているのに、萎縮し

た開示に留まってしまうということはかなり懸念  
されるのかなと。

投資者の投資判断を支援するという意味では、  
ある程度思い切って自由に書かせてみてもよいの  
ではないでしょうか。ちょっと語弊がありますけ  
れども、少々話を盛ったような記載であっても、  
当面はあまり問題にすべきではないのではないの  
かなと私は思っております。

#### 【リスク情報の開示】

○片木　具体的な話で、先ほどの行澤先生との  
関係で言うと、好事例集の2-12 ページ、カゴメ  
のリスクの書き方が非常におもしろくて、極めて  
要約的に書かれています。この内容で、恐らく複  
雑なものを相当簡略化して書いていらっしゃるの  
ですので、これで別にいけないことはないのでは  
ないかなと個人的には思うのですけれども、こう  
いう内容でどうなのかというのが、多分一つの検  
討事例になるのかなとは思いますが。

ただ、リスクの認識ということについて言いま  
すと、企業者は別に徒手空拳でやるわけではない  
のでありまして、当然リスク管理というのは善管  
注意義務の非常に重要な内容ですから、企業の内  
部統制組織などいろいろなものを使って企業のリ  
スクを洗い出して、それについていろいろなと  
ころでの検討のうえで、経営者の側はその重要性  
に対する認識や発生の可能性というのを出すわけ  
でして、それに従った現段階での認識を経営者  
として出せば、それが例えば、いろいろな立場  
から見たときにこれでいいのか、あるいは認識  
として余りに不合理ではないかということであ  
ったとしても、少なくとも虚偽記載にはなら  
ないという理解でいいのではないかと思うの  
です。

そのうえで、このような認識であればと、投  
資家対話を通じて経営者の認識を知った時点  
で売るなり整理するなり、対応されればよい  
わけでありまして、そういうものとして今回  
の有価証券報告書の記述情報はあ  
るというふうな理解でいいの  
ではないかと思えます。

○若林　リスク情報については、今回の開示の改正で、結局、先ほどもお話がありましたけれども、経営者が認識している情報を、例えば取締役会とか経営会議といったところでの議論を踏まえて記載をするという形になるわけですので、先生がおっしゃるように、そのような一定の段階を踏んで出てくることになると思います。

具体的な実務家の文献などを見ますと、前年度の第3四半期ぐらいからそういったことについての議論を煮詰めていくとか、そういったプロセスのところまでしっかり踏まえて開示をするということが予定されているようですので、そのような開示であれば、一定の合理性とか客観性が担保されているということになるのではないかと思います。

ですから、そういう意味では、先生のおっしゃったことはそのとおりだと思います。

○黒沼　ほかにいかがでしょうか。——よろしいでしょうか。

それでは、そろそろ時間ですので、今日の研究会はこれで終わりたいと思います。