

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

目次

はじめに.....	1
I. 「財務情報」及び「記述情報（非財務情報）」	2
1. 基本的な考え方.....	2
2. 経営戦略・ビジネスモデル.....	2
3. 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）	4
4. リスク情報	6
5. その他.....	7
（1）人的情報等.....	7
（2）重要な契約.....	7
（3）分かりやすい開示.....	8
6. 「財務情報」及び「記述情報」の充実.....	8
II. 建設的な対話の促進に向けたガバナンス情報の提供.....	11
1. 基本的な考え方.....	11
2. 役員報酬に係る情報.....	11
3. 政策保有株式.....	13
4. その他のガバナンス情報の充実と提供.....	15
III. 提供情報の信頼性・適時性の確保.....	17
1. 会計監査に関する情報.....	17
2. 開示書類の提供の時期.....	19
（1）年度開示.....	19
（2）重要情報の公表タイミング.....	21
（3）四半期開示.....	22
（4）沈黙期間.....	24
IV. その他.....	26
1. IT を活用した情報提供、EDINET 等.....	26
2. 英文による情報提供.....	26
おわりに.....	27

「ディスクロージャーワーキング・グループ」メンバー名簿

平成30年6月28日現在

座長	神田 秀樹	学習院大学大学院法務研究科教授
メンバー	青 克美	株式会社東京証券取引所執行役員
	井口 譲二	ニッセイアセットマネジメント株式会社 チーフ・コーポレート・ガバナンス・オフィサー
	石原 秀威	新日鐵住金株式会社執行役員財務部長
	上柳 敏郎	弁護士（東京駿河台法律事務所）
	太田 洋	弁護士（西村あさひ法律事務所）
	小畑 良晴	一般社団法人日本経済団体連合会経済基盤本部長
	貝増 眞	公益社団法人日本証券アナリスト協会理事 兼教育第1企画部長
	加藤 貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	川島 千裕	日本労働組合総連合会総合政策局長
	神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	清原 健	弁護士（清原国際法律事務所）
	熊谷 五郎	みずほ証券株式会社市場情報戦略部上級研究員
	黒沼 悦郎	早稲田大学法学学術院教授
	小林 建司	三菱商事株式会社総務部長
	小林 昭広	大和証券株式会社専務取締役
	三瓶 裕喜	フィデリティ投信株式会社ヘッド オブ エンゲージメント
	高濱 滋	日本公認会計士協会副会長
	中熊 靖和	野村アセットマネジメント株式会社企業調査部部長
	永沢 裕美子	Foster Forum 良質な金融商品を育てる会世話人
中野 貴之	法政大学キャリアデザイン学部教授	
水口 啓子	株式会社日本格付研究所審議役兼チーフアナリスト	
柳澤 祐介	東京海上アセットマネジメント株式会社運用本部部長 兼責任投資グループリーダー	
和里田 聰	松井証券株式会社常務取締役	
オブザーバー	竹林 俊憲	法務省大臣官房参事官
	堀田 秀之	財務省大臣官房信用機構課長
	松本 加代	経済産業省経済産業政策局企業会計室長

（敬称略・五十音順）

※ 当ワーキング・グループにおいては、上記メンバーに加え、以下の関係者を招き、意見交換を実施した。

- | | | |
|-----------------------|-------------------|---|
| ○ 第2回
(平成30年1月23日) | 新田 孝之 | みさき投資株式会社
パートナー/チーフ・エンゲージメント・オフィサー |
| | 槇野 尚 | みさき投資株式会社
リサーチ・オフィサー |
| ○ 第3回
(平成30年2月21日) | Benjamin Ferguson | ゴールドマン・サックス証券株式会社
証券部門 営業共同統括 アジアパシフィック
株式営業共同統括 パートナー |
| | 清水 大吾 | ゴールドマン・サックス証券株式会社
証券部門 株式営業本部 業務推進部長
スチュワードシップ・コーポレートガバナンス担当
ヴァイス・プレジデント |
| ○ 第4回
(平成30年4月9日) | Bruce Duguid | Hermes Investment Management
ディレクター |
| | Brian Rice | California State Teachers' Retirement System
ポートフォリオ・マネージャー |
| ○ 第5回
(平成30年4月23日) | Paul Caldwell | Farallon Capital Management, L.L.C.
マネージング・ディレクター |
| | 今井 英次郎 | Farallon Capital Management, L.L.C.
投資アナリスト |
| | Howard Smith | Indus Capital Advisors, Inc.
マネージング・ディレクター |
| | Prem H.Samtani | Canada Pension Plan Investment Board
シニア・ポートフォリオ・マネージャー |

(敬称略)

はじめに

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げ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。

当ワーキング・グループでは、我が国の企業情報の開示がこのような役割を十分に果たしていくとの観点から、

- ① 我が国企業の事業活動のグローバル化、情報通信技術の発展等に伴い、経営環境の変化のスピードが増すとともに、経営上の課題が複雑化・多様化していること、
- ② 資本市場における株式の保有構造をみると、機関投資家・海外投資家の株式保有割合が上昇するとともに、引き続き個人投資家が重要な地位を占めていること、
- ③ 近年、コーポレートガバナンス改革や会計監査の信頼性確保に向けた取組みが更に進められていること、
- ④ 欧州や米国をはじめ、諸外国において記述情報を含む開示の充実に向けた取組みが進められていること、

などを踏まえ、有価証券報告書における開示を念頭に、その他の開示（会社法開示、上場規則、任意開示等）との関係にも配慮しつつ、企業情報の開示の包括的な検討を行った。

I. 「財務情報」及び「記述情報（非財務情報）」

1. 基本的な考え方

財務情報及び記述情報¹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²。

このうち、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、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上で重要とされている^{3, 4}。このため、投資判断に必要と考えられる記述情報が、有価証券報告書において、適切に開示されることが重要である⁵。

こうした記述情報の充実を通じ、企業に対する投資家の理解が深まることで、中長期的な企業価値向上に向けた投資家と企業との対話が、企業に「気づき」をもたらすなど、より実効的なものとなっていくことが期待される⁶。

2. 経営戦略・ビジネスモデル

前回 WG 報告⁷において、従来決算短信に記載されていた「経営方針」について、中長期的な投資を行う投資家はその投資姿勢に適合する企業であるかを判断する上で有用な情報であることから、有価証券報告書における記載事項とすることが適当であるとされた。

¹ 「財務情報」は金融商品取引法第 193 条の 2「財務計算に関する書類」において提供される情報をいう。「記述情報（非財務情報）」については、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を指すことが一般的である。

² 記述情報（非財務情報）の開示については、投資家の企業に対する理解を深めることを目的とするものであるが、特に中長期の企業価値評価のための必要かつ十分な情報が提供されることが重要との意見があった。

³ 米国 SEC ガイダンス（「Interpretation: Commission Guidance Regarding Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations」）（2003 年 12 月）

⁴ 企業の長期的な価値創造の源泉となる無形資産の重要性が高まる一方、これらの価値は金額的に把握することが困難であり、必ずしも財務情報に反映されていないため、記述情報を通じて理解する必要があるとの指摘もあった。

⁵ 国際的にもいわゆる統合報告書の推進など記述情報をより充実させていくべきとの考え方が広がりを見せており、こうした考え方を我が国の有価証券報告書にも反映させていくべきとの指摘もある。

⁶ 必要な制度開示の充実を進めることに加え、制度開示の補完として、各企業が任意開示において独自に訴求すべき情報の提供やテーマの深掘りを行っていくことが、

- ・ 投資家の企業に対する理解を深めるとの観点
- ・ 任意開示の積み重ねを中長期的な制度開示の充実につなげていくとの観点

等から重要であるとの指摘があった。

⁷ 「ディスクロージャーワーキング・グループ報告－建設的な対話の促進に向けて－」（2016 年 4 月）

これを踏まえ、2017年3月31日以後に終了する事業年度から、有価証券報告書における経営方針・経営戦略等の開示が求められた⁸。

しかしながら、日本企業の経営戦略に関する開示については、全体としてみると、企業の中長期的なビジョンに関する具体的な記載が乏しい、MD&A やリスク情報との関連付けがない等の企業が相当程度みられるとの指摘がある。

この点、英国では、2013年、年次報告書の一部として「戦略報告書」の作成が会社法により義務付けられ、2014年、財務報告評議会（FRC）がガイダンスを作成した。ガイダンスでは、戦略報告書は、取締役全体的見解を反映し、投資家にとって重要な情報で構成されるべきものであり、戦略的経営（企業の目的や経営戦略、ビジネスモデル）、事業環境（主要リスク等）、業績（主要業績評価指標（KPI）等）を相互に関連付けて記載すべきとされている。

このうち、経営戦略については、企業がその目的を実現していくための計画・方針⁹とされ、企業の成長、業績、財政状態、将来の見込みに関する洞察を提供するものであり、戦略と目的の記載に当たっては重要性の高い事項に焦点を当てるべきとされている。

また、ビジネスモデルについては、企業が長期的にいかに価値を創造し、維持する¹⁰とともに、その価値を自ら取り込むかを記載することとされている。このため、競合他社と比較して、何が異なるのか、どのような優位性に基づいて競争しているのかを明らかにするとともに、企業構造、事業を行っている市場、市場との関係性（バリューチェーンの中での位置付け、主要製品・サービス、顧客基盤、販売網等）のほか、ビジネスの成功のために必要な（ステークホルダーとの）関係、リソース等の性質について、株主が理解できるような情報を提供すべきとされている。

我が国においても、経営方針、経営環境及び対処すべき課題等の開示を行うに当たっては、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必要である。また、投資家が適切に理解することができるよう経営戦略の実施状況や今後の課題もしっかりと示しながら、MD&A や KPI、リスク情報とも関連付けて、より具体的で充実した説明がなされるべきである。

具体的には、企業の目的と経営戦略の説明について、上記の英国の例も参考に、企業構造、事業を行っている市場、市場との関係性等とも関連付けながら企業の事業計画・方針を明確に説明し、経営戦略が目的を達成する上で適切であるかどうかの判断や、企業の成長、業績、

⁸ 経営方針・経営戦略等（経営理念やビジネスモデル、経営計画など）を定めている場合には、その内容を記載するとともに、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（KPI）等がある場合には、その内容について記載することとされている。また、経営環境並びに事業上及び財務上の対処すべき課題について、その内容、対処方針等を具体的に記載することとされている。

⁹ 英国 FRC ガイダンス（「Guidance on the Strategic Report」（2014年6月））では、「A plan or approach which is intended to help the entity achieve an objective.」とされている。

¹⁰ 英国 FRC ガイダンス（同上）では、「How the entity generates or preserves value over the longer term.」とされている。

財政状態、将来の見込みの評価に資するような情報が提供されるようにすべきである。

ビジネスモデルについても、同様に、企業がどのように事業を行い、どのように中長期的な価値創造に取り組んでいるのかを明確にするとともに、企業の目的や経営戦略と関連付けて説明し、投資家による経営戦略の適切性や実現可能性の考察にも資するものとすべきである。

3. 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）

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（Management Discussion and Analysis、いわゆる MD&A）については、前回 WG 報告における指摘（経営者の視点による十分な分析・検討がなされていない等）を受け、本年 1 月、

- 経営成績等に重要な影響を与えた要因についての経営者視点による認識及び分析
- 経営者が経営方針・経営戦略等の中長期的な目標に照らして経営成績等をどのように分析・評価しているか

の記載を求める内閣府令の改正が行われた¹¹。

このような制度整備が進む一方、我が国の MD&A 開示については、全体としてみると、諸外国における開示と比して、計数情報をそのまま記述しただけの記載やボイラープレート化した記載が多いとの指摘もあり、更なる取組みも必要であると考えられる。

この点、米国では、MD&A について、SEC 規則により、企業全体及びセグメントごとの経営成績のほか、キャッシュ・資本の支出見込みと調達源、事業環境、オフバランス取引、契約上の債務についての説明が、また、SEC のガイダンス¹²により、重要な会計上の見積り・仮定の説明も求められている。その上で、経営者の視点から財務情報を理解するための情報を提供し、その分析のための文脈を提供するとともに、過去の業績が将来の業績につながりうるものかを判断することを可能にするという MD&A の目的に資するため、企業のトップレベルが MD&A 記述の初期段階から関与することや、財務情報の単なる記述的記載ではなく、認識している重要な傾向、事象、需要、コミットメントや不確実性の理由、影響、関連性、重要性等を分析・説明すること、また、財政状態や経営成績の理解に重要と考えられるセグメントごとのデータを示しながら連結ベースの財政状態や経営成績を分析することを推奨している。

英国では、会社法に基づき、戦略報告書において経営成績と財政状態の分析、KPI の説明を記載することとされている。また、FRC のガイダンスでは、これらの分析は財務情報を

¹¹ 前回 WG 報告を踏まえて MD&A と統合された「業績等の概要」と「生産、受注及び販売の状況」について、それぞれ、財務情報の要約にとどまり分析的でない例がみられる、特記すべき事項の記載が不十分である例がみられるとの指摘もあった。

¹² 米国 SEC ガイダンス（「Interpretation: Commission Guidance Regarding Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations」（2003 年 12 月））

補完するものであり、戦略に即して、また、セグメント分析については財務情報上のセグメントと整合的に、経営成績を分析すること、当期キャッシュ・フローと関連付けて将来のキャッシュ・フローに影響しうる要因を分析すること、流動性・資本調達的能力について説明すること、財務諸表に反映されていないものも含めた、企業の評判・ブランド力、顧客基盤、従業員、研究開発、知的資本等の企業の主な強みや有形・無形の資源についての情報を提供することなどを求めている。

一方、我が国の MD&A 開示については、経営者視点による分析がなお不十分であり、例えば、MD&A における事業セグメントの区分と経営者が経営管理に用いる事業セグメント区分が異なる事例があるとの指摘がある。事業セグメント分析・開示については、コーポレートガバナンス改革の観点から求められている事業ポートフォリオの効率化、ひいては資本効率の向上の観点からも重要であるとの指摘があった。

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、企業の資本コスト・財務管理に対する意識を判断するためにも重要であり、これらに関する開示の充実が求められるとの意見があった。

重要な会計上の見積り・仮定の開示については、経営判断上の重要性や、見積り要因が企業業績に予期せぬインパクトを与えるリスクを踏まえると、経営陣の関与の下、充実した開示が行われることが望ましいとの意見があった。

MD&A は、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上で重要である。例えば、MD&A に含まれる情報のうち、資本の財源及びキャッシュ・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や、資本コストに対する企業の意識を知ることができる。

このように、MD&A は、経営者視点からの情報を提供し、投資家の企業に対する理解を深めるための、経営の根幹に関わる、経営者の認識が問われる情報であることから、経営のトップレベルが早期から関与し、経営者としての説明責任を果たしていくことが求められる。

このうち、セグメント分析に際しては、経営管理と同じセグメントに基づいて、セグメントごとの資本効率も含め、セグメントの状況がより明確に理解できるような情報が開示されることが必要である^{13, 14}。

¹³ 2014 年の財務諸表等規則改正により単体開示の簡素化が行われた際、単体開示の情報が少なくなることへの懸念を踏まえて、連結財務諸表におけるセグメント情報を充実させるとともに、注記等の記載内容を非財務情報として開示することとされ、例えば、連結財務諸表においてセグメント情報を注記している会社においては、製造原価明細書の開示は不要とされた。しかしながら、その後のセグメント情報の開示状況については、企業によって、セグメントの区分が実際の経営管理に用いる事業セグメントの区分とずれている、あるいは、収益性分析等に利用できる情報が十分に開示されておらず、開示内容が十分ではないのではないかといった指摘がある。

¹⁴ また、米国 SEC のレビューでは、MD&A におけるセグメント情報の適切な開示が重視されており、我が国においても、より適切な開示に向け、セグメントの区分等について分析・検討が行われるべきとの指摘があった。

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、どこからどのように資本やキャッシュを調達しているのか、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、といった情報がより実効的に開示されるべきである。

同様に、会計上の見積り・仮定は、投資判断・経営判断に直結するものであり、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。

4. リスク情報

現行のリスク情報に関する開示制度は、2003年3月期から導入され、事業の状況、経理の状況等に関する事項のうち、投資家の判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項¹⁵を一括して具体的に、分かりやすく、かつ、簡潔に記載することが求められている。

しかしながら、日本企業のリスク情報に関する開示については、全体としてみると、一般的なリスクの羅列となっている記載が多く、外部環境の変化にかかわらず数年間記載に変化がない開示例も多いほか、経営戦略やMD&Aとリスクの関係が明確でなく、投資判断に影響を与えるリスクが読み取りにくいとの指摘がある。また、投資判断に当たっては、企業固有のリスク、リスクが顕在化した際の影響度、リスクへの対応策等の開示が重要との意見があった。

英国では、会社法に基づき、戦略報告書において、企業が直面する主要なリスク・不確実性の説明を記載することとされている。FRCのガイダンスにおいては、主要なリスク・不確実性への対応策、リスク水準の変化、戦略等との関連性などの記載が求められている。リスク情報は、財務・非財務の双方の性質を含み、リスクの発生可能性や企業への潜在的影響の大きさの観点から、企業の成長、業績、財政状態、将来の見込みについて重要であると経営陣が考えるものに限定するとともに、企業に固有でない一般的なリスクを記載する場合は、具体的にどのような影響が当該企業に見込まれるのか明らかにすべきとされている。

我が国においても、英国でみられる開示実務も参考に、経営者視点からみたリスクの重要度の順に、発生可能性や時期・事業に与える影響・リスクへの対応策等を含め、企業固有の事情に応じたより実効的なリスク情報の開示を促していく必要がある。

¹⁵ 財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の異常な変動、特定の取引先・製品・技術等への依存、特有の法的規制・取引慣行・経営方針、重要な訴訟事件等の発生、役員・大株主・関係会社等に関する重要事項等（企業内容等の開示に関する内閣府令 記載上の注意）。

5. その他

(1) 人的情報等

人的情報については、現行制度において、連結会社における従業員数をセグメント情報に関連付けて記載すること、提出会社の従業員について数・平均年齢・平均勤続年数・平均年間給与（賞与を含む）を記載すること、労働組合との間に特記すべき事項等があった場合にはその内容を記載すること等が求められている。

当ワーキング・グループの議論においては、働き方を検討していく上で生産性を測る観点からも連結全体の人件費や、ジェンダーを始めとする多様性の確保、労働環境といった従業員に関する情報¹⁶の充実が重要であるとの意見や、提出会社が持株会社の場合に主要な法人について従業員に関する情報の記載を求めることは一般的に有用との意見があった。

近年、企業のガバナンス強化に向けた取組みの進展や社会・環境問題への関心が高まる中、上記の人的情報やいわゆる ESG 情報への関心が高まっている。各企業が、投資判断や対話における必要性に応じ、法定・任意開示でより充実した情報を適切に開示することが求められていると考えられる¹⁷。

(2) 重要な契約

現行制度においては、経営上の重要な契約を締結している場合、有価証券報告書にその概要を記載することを求めている。この点、米国においては、一定の重要な契約¹⁸について、契約書そのものの添付を含めた詳細な開示が求められている。こうした中、投資家を中心に、我が国企業への投資判断や対話において重要と考える契約について、契約の相手方である米国企業からは契約書の内容が開示されているにもかかわらず、我が国企業からは開示のない事例がみられるとの指摘がある。

投資家の投資判断や対話において重要であると考えられる契約の内容について、海外の実

¹⁶ 従業員に関する情報には、人事労務管理や労働安全衛生に関する情報などが含まれる。

¹⁷ 有価証券報告書では、公益又は投資者保護のため必要かつ適当な事項を記載することが求められており、個別に記載が求められている事項のほか、ガバナンスや社会・環境問題に関する事項（いわゆる ESG 要素）が発行体の事業や業績に重要な影響を与える場合には、有価証券報告書の経営方針、経営環境及び対処すべき課題等、MD&A、事業等のリスクの項目において、それらの事項についての開示が求められる。

¹⁸ 米国では、通常の事業過程で締結されたものではない（not made in the ordinary course of business）全ての重要な契約について、契約の内容が分かる書面の添付が求められている（Regulation S-K Item 601(b)(10)(i)）。

態を把握しながら、各企業により適切な開示を行うよう促していくことが求められる¹⁹。

(3) 分かりやすい開示

個人投資家による直接・間接の株式の保有を増加させていくことが、国民の安定的な資産形成を促す等の観点から、重要であることが指摘されている中、個人投資家にも理解しやすい表現で簡潔かつ明瞭な開示が行われることが重要である。一方、各企業による有価証券報告書の記載は個人投資家にとって分かりにくいとの指摘がある。また、企業と投資家との間の建設的な対話を促進する観点からも、非財務情報の開示内容の充実が冗長な情報の羅列という結果になってはならず、開示書類の表現のあり方について工夫されていくことが望ましい²⁰。

このような分かりやすい開示のあり方を巡っては、米国では、SEC が、平易な言葉で明確、簡潔に、整然とした構成で記載すべきという“Plain English”の概念を、一部の非財務情報（リスクやガバナンスに関する情報等）に適用している。また、英国では、FRC が、適切で容易に理解可能な情報が投資家に提供されることを目的として、2015年に“Clear & Concise”を公表し、優れた開示の実例を紹介しているほか、そのような開示を達成するための要素として、重要な情報のみの記載、社内の異なる部署間の協力、初期段階からの経営陣の関与等を例示している。

我が国においても、諸外国の取組みも参考に、各企業が、法定開示書類等において、投資家にとって重要な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ため、更なる取組みが行われていくべきである²¹。

6. 「財務情報」及び「記述情報」の充実

経営トップが経営戦略・財務状況・リスクやガバナンスに関する情報等について明確な考えを持っていれば、その考えを反映した充実した開示を行うことができる。そして、そのよ

¹⁹ 重要な契約の内容が企業業績等に著しい影響を与える場合には、損益に与える影響も含めて、その内容の開示が求められている。この点に関し、例えば、業務提携契約等の内容に当該企業のガバナンスに重要な影響を及ぼす事項が含まれている場合などには、より積極的な開示が求められるとの指摘があった。

²⁰ このほか、有価証券報告書と事業報告等についてはその機能に応じて各企業が異なる表現の仕方を採用していることが指摘されており、両書類について共通化・一体化を行っていく上では、各企業において、どのような表現にしていけば個人を含む投資家・株主にとって理解しやすくなるかを検討していくことも求められる。

²¹ 分かりやすい開示のため、必要に応じ有価証券報告書の記述情報に図表を取り入れることや、前年からの変化を明確に記載することが効果的であるとの指摘があった。

うな開示は、投資家による適切な投資を促すとともに、投資家との建設的な対話をより深度あるものとし、対話を経てよりよい経営戦略を確立するという好循環が生まれることが期待される²²。

他方、一部の我が国企業においては、そもそも経営戦略・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指摘もなされている。企業としてこれらの課題についての明確な考えを持ち合わせていなければ、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・定型的な開示にならざるを得ない。そのような企業においては、持続可能性にも問題を生じかねず、中長期の投資家にとって投資対象とならずに、むしろ、一部の短期投資家が企業分析に立脚せずに値動きを追う対象となり投資家不信を招く結果ともなりうる。

このような企業を中心に自社の経営戦略・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、MD&A、リスク情報、重要な契約、ガバナンスに関する情報等の記述情報の開示の充実を実現していくことが重要である。このため、これまでに述べてきたことを含め、開示内容について具体的に定めるルールを整備するとともに、ルールへの形式的な対応にとどまらない開示の充実に向けた企業の取組みを促すため、開示内容や開示への取組み方についての実務上のベストプラクティス等から導き出される望ましい開示の考え方・内容・取組み方をまとめたプリンシプルベースのガイダンスを策定すべきである。

記述情報の開示に当たっては、取締役・経営陣が開示の内容や開示のあり方についてどのように認識しているかが極めて重要であることから、その開示内容に経営トップが責任を持って早期から関与することや、取締役会において開示の方針が十分に審議されることが重要である。

英国では、戦略報告書は、取締役の責任²³が果たされているかを評価するための情報を利害関係者に提供するものと位置付けられており、その評価に資するよう、取締役としての考えを明確に示すことを求めている²⁴。また、戦略報告書は取締役会で承認され、取締役会を代表して取締役等が署名することとされている²⁵。米国でも、開示事項の決定に際し、早期

²² 近年、様々な情報に対する投資家等のステークホルダーのニーズに応えるため、多くの企業が統合報告書、環境報告書などを通じ、追加的に非財務情報を開示している（任意開示）。制度開示と任意開示の考え方については、前回 WG 報告の「Ⅲ. 非財務情報の開示の充実」において整理が行われているが、当ワーキング・グループでは、任意開示ではリスク情報等のネガティブ情報が必ずしも提供されないことなどを踏まえ、制度開示の充実が重要であるとの意見があった。

²³ 英国会社法第 172 条において、取締役は、利害関係者全体の利益のために企業運営の成果を追求することを義務付けられている。

²⁴ 英国 FRC ガイダンス（「Guidance on the Strategic Report」（2014 年 6 月））パラグラフ 4.1、4.2

²⁵ 英国会社法第 414D 条

から経営トップが関与することを推奨している²⁶。

また、英国 FRC は、開示の更なる充実を促していくため、2011 年に「財務報告ラボ」を立ち上げ、投資家と企業が集まって、企業情報の開示の更なる充実に向けた実務対応を議論している^{27, 28}。

我が国の開示内容の充実を図る上でも、開示に関するルールやプリンシプルベースのガイダンスの整備に加え、適切な開示実務の積上げを図る取組みが求められる²⁹。こうした観点から、一部企業のベストプラクティスを全体に浸透させるための取組みを行うとともに、こうしたベストプラクティスを、必要に応じ、ガイダンスにも反映させていくことにより、開示内容の全体のレベルの向上を図ることが必要である。こうしたベストプラクティスの積上げ・浸透やガイダンスの整備を踏まえて、ステークホルダーと企業が対話を行うことなどにより開示が改善されていく好循環の確立が求められる。

²⁶ 米国 SEC ガイダンス（「Interpretation: Commission Guidance Regarding Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations」（2003 年 12 月））B. Approach to MD&A

²⁷ 財務報告ラボの活動の例として、「Lab project report: Business model reporting」（2016 年 10 月）や「Lab project report: Risk and viability reporting」（2017 年 11 月）がある。

²⁸ 米国では、SEC による開示書類のレビューとそれに基づくフィードバックのプロセスなどによって開示の充実が促されてきている。

²⁹ 米国 SEC は、MD&A やリスク情報などを対象に深度あるレビューを実施し、開示水準の底上げを図っており、我が国においても、このような取組みを行うべきとの指摘があった。

Ⅱ. 建設的な対話の促進に向けたガバナンス情報の提供

1. 基本的な考え方

資本市場の機能を強化し、国民の安定的な資産形成を実現する観点から、政府においてはコーポレートガバナンス改革に取り組んでおり、2017年5月にはスチュワードシップ・コードの改訂、本年6月にはコーポレートガバナンス・コードの改訂及び「投資家と企業の対話ガイドライン」の策定が行われた。

こうした取組みを受け、投資家と企業との対話をより建設的で実効的なものとしていく観点から、より充実したガバナンス情報が提供されるとともに、提供方法が改善されることが求められる。

2. 役員報酬に係る情報

企業価値の向上に向けて経営陣にインセンティブを付与するため、近年、業績連動報酬の導入が進んでいる³⁰。報酬体系が企業価値の向上に向けた経営陣の適切なインセンティブとして十分機能しているか否かは、企業の中長期的な成長期待を判断する要素の1つとして、投資判断や対話において重視されている。

我が国の現在の開示制度においては、役員報酬について、以下の情報を開示することとされている。

- 提出会社の役員の報酬等の額又は算定方法の決定に関する方針
- 役員の区分ごとの報酬総額
- 報酬種類別の総額
- 対象となる役員の員数
- 連結報酬総額1億円以上の役員の提出会社役員及び連結子会社役員としての報酬総額並びにそれらの報酬の種類別の額

一方、現在の我が国企業の役員報酬の開示については、

- 固定報酬と業績連動報酬の構成割合や、業績連動報酬の額の決定要因等、報酬プログラムの基本的内容が分かりづらい
- 企業戦略の達成の確度を計る観点から必要な経営戦略の達成度と報酬のつながりが、報酬決定の際のKPIを含めて十分に説明されていない
- 連結報酬総額1億円以上の役員に関する報酬総額等の開示について、企業価値の向上に

³⁰ 2017年6月末時点で業績連動報酬を導入している上場企業は、前年同月に比べ約3割増加し、上場企業の約3社に1社が導入するまでになっている（ウイリス・タワーズワトソン、三菱UFJ信託銀行「株式報酬の導入状況」（2017年8月））。

貢献した経営陣に対してそれに見合った報酬を提供していくべきとのコーポレートガバナンス上の要請に合ったものとなっていないのではないかとといった指摘がある。

この点、英国では、会社法に基づき、全取締役の報酬に関し、報酬プログラムの内容や報酬種類ごとの算定方法、株主総会決議の反映状況などを説明し、過去2年の個別の報酬内容の一覧が開示されている。業務を執行する取締役の報酬に関しては、報酬プログラムを適用した場合の最大支払見込額なども開示されている。また、過去10年間のCEOの報酬額と同期間のトータルシェアホルダーリターン³¹の推移を対比できるように開示されている。

また、米国では、報酬の内容や決定プロセスについて、SEC規則に基づき、CEO・CFO及び報酬額上位3位までのエグゼクティブオフィサーの報酬について、報酬プログラムの内容や報酬種類ごとの算定方法、株主総会決議の反映状況などとともに、過去3年の個別の報酬内容の一覧が開示されているほか、全取締役の個別報酬に関しても開示されている。また、トータルシェアホルダーリターンの開示が義務付けられており³²、実務において役員報酬を決定する際の評価指標としてトータルシェアホルダーリターンを用いた開示が広く行われている。

我が国においても、経営陣の報酬内容・報酬体系と経営戦略や中長期的な企業価値向上との結び付きを検証できるよう、役員の報酬プログラムの開示において、固定報酬、短期の業績連動報酬（賞与）、中長期の業績連動報酬（ストックオプション等）それぞれの算定方法や固定報酬と短期・中長期の業績連動報酬の支給割合、役職ごとの支給額についての考え方を定めている場合にはその内容など、報酬の決定・支給の方法やこれらに関する考え方を具体的に分かりやすく記載することを求めるべきである³³。また、役員報酬の算定方法にKPI等の指標が関連付けられている場合には、その指標と指標の選定理由、業績連動報酬への反映方法や、報酬総額等を決議した株主総会の年月日等についても記載されるべきである。

また、実際の報酬が報酬プログラムに沿ったものになっているかや、経営陣のインセンティブとして実際に機能しているかを確認できるようにするため、海外における開示も参考に、トータルシェアホルダーリターンなどとも関連付けながら報酬プログラムに基づく報酬実績について、当期の報酬額に決定した理由、当期のKPIの目標値と実際の達成度、固定報酬と業績連動報酬の支給割合を定めていない場合には当期の支給割合の実績、役職ごとに支給された報酬の状況等が開示されるべきである。

³¹ 株主総利回り（株式投資により得られた収益（配当とキャピタルゲイン）を投資額（株価）で割った比率）

³² 米国 Regulation S-K Item 201 (e)において、年ごとのトータルシェアホルダーリターンの変化を示すグラフの開示が求められている。

³³ 役員が使用人を兼務している場合の重要な使用人給与については、有価証券報告書において役員報酬と併せて開示することが求められていることから、報酬プログラムの開示においても、この点を考慮すべきと考えられる。

さらに、報酬決定プロセスの客観性・透明性のチェックを可能とするため、算定方法の決定権者、その権限や裁量の範囲、報酬委員会がある場合にはその位置付け・構成メンバー等の情報とともに、その実効性を確認できるよう、取締役会・報酬委員会の具体的活動内容などについても開示を求めるべきである。

連結報酬総額1億円以上の役員に関する報酬総額等の個別開示を求める現行制度については、企業価値の向上に貢献した経営陣に対して、それに見合った報酬を提供していくべきとのコーポレートガバナンス上の要請に合ったものとなっていない可能性があり、再考の余地がある。個別開示を求める制度を見直すに当たっては、報酬水準を基準に区切るのではなく、CEOや代表取締役などの一定の役割を果たす者や、報酬額上位から一定数の者について開示を求めることが、報酬の適切性を検証する上で必要との意見があった。一方、我が国企業の役員報酬の水準が諸外国と比較して低いことや、報酬の内容や決定方針等に関する開示が充実すれば報酬の適切性を検証することが可能となりうることから、個別開示の対象を拡大することは必ずしも重要ではないとの意見もあった³⁴。

このため、まずは、役員報酬プログラムの内容の開示の充実を図り、その上で、報酬内容と経営戦略等との整合性の検証の進展や、我が国における役員報酬額の水準の変化等を踏まえながら、必要に応じて個別開示のあり方について検討すべきである。

3. 政策保有株式

現行制度では、2011年から、政策保有株式（保有目的が純投資以外の上場株式）のうち資本金の1%超の銘柄（当該銘柄が30銘柄未満の場合は、保有額上位30銘柄）につき、銘柄名、銘柄ごとの保有株式数・貸借対照表計上額・保有目的を有価証券報告書に記載することとされている。

政策保有株式については、企業間で戦略的提携を進める場合等に意義があるとの指摘もある一方、安定株主の存在が企業経営に対する規律の緩みを生じさせているのではないかとの指摘や、保有に伴う効果が十分検証されず資本効率が低いとの指摘があり、政策保有株式に関する情報は、投資判断と対話の双方において重要であると考えられる。

政策保有株式に係る開示の現状をみると、保有目的の説明が定型的かつ抽象的な記載にとどまっており、保有の合理性・効果が検証できないとの指摘があった。特に投資家からは、政策保有株式が中長期的な企業価値向上につながる可能性が必ずしも高くない一方で、少数

³⁴ このほか、役員報酬の個別開示には、プライバシー上の問題があるとの指摘もあった。

株主軽視や資本コストに対する意識の低さにつながるリスクが高いことから、保有の目的、効果、合理性等について詳細な開示を求める意見が多く出された。

政策保有株式の保有意義・効果について様々な見方がある中、資本コストをかけリスクをとって株式を保有する以上、政策保有に関する方針、目的や効果は具体的かつ十分に説明されるべきである³⁵。また、政策保有株式の保有について、その合理性を検証する方法や取締役会等における議論の状況について開示を求めるべきである。

さらに、個別の政策保有株式の保有目的・効果について、提出会社の戦略、事業内容及びセグメントと関連付け、定量的な効果（記載できない場合には、その旨と保有の合理性の検証方法）も含めてより具体的に記載することを求めるべきである。

また、

- 政策保有株式のうち 1 銘柄当たりの保有株式数・保有額が小さいものについては、企業間の戦略的提携につながるなどのメリットが相対的に小さいにもかかわらず、政策保有株式としての開示対象とならず保有目的が確認できない
 - 時価変動等により開示銘柄に差が生じるケースにおいて、各年の異動状況の把握ができない
 - 政策保有目的と思われる株式保有が純投資に区分されているケースがある
 - 2014 年に株式・債券・その他有価証券の保有状況を示す有価証券明細表の作成が不要とされ、個別銘柄の開示対象が政策保有株式のみとなったことにより、企業が純投資として保有する株式・債券・その他有価証券に関する情報が減少し、企業の財務リスクが把握しにくくなった
 - 政策保有目的のみならず、純投資目的の株式・債券・その他有価証券についても、資本配分の適切性や効率性を検証する観点から、情報開示されることが望ましい
- との指摘もみられた。

上記の指摘や、コーポレートガバナンス改革の進展に伴い、経営者の資本効率に対する認識に係る投資家の関心が高まっていることを踏まえれば、以下の開示の充実を図るべきである。

- 開示基準に満たない銘柄も含め、売却したり、買い増した政策保有株式について、減少・増加の銘柄数、売却・買い増した株式それぞれの合計金額、買い増しの理由等の記載を求める。
- 開示対象となる銘柄数を増やすべきであるとの意見を踏まえ、開示対象を拡大する³⁶。

³⁵ 説明に際しては、有価証券報告書における重要な契約や関連当事者情報等とも関連付けて記載されるべきであると考えられる。

³⁶ 開示対象となる銘柄数については、日経 500 種企業による政策保有株式の保有銘柄数の中央値が 63.0（別冊商事法務 No.417「平成 27 年・28 年の政策保有株式の比較」）であることを踏まえて検討すべきであると考えられる。

- 政策保有目的と思われる株式保有が純投資に区分されているケースがあるとの指摘があることから、純投資と政策投資の区分の基準や考え方の明確な説明を求める。
- 純投資の対象である株式等についても、重要性を考慮しつつ、一定の開示を求める。

また、投資判断を行う上では、投資先企業が保有する政策保有株式の状況を検証する必要があるのももちろんのこと、当該投資先企業の株式が政策保有目的の株主に保有されている状況についても検証する必要があるとの意見があった。これについては、提出会社が政策保有株式として株式を保有している相手方が、当該提出会社の株主となっている場合には、実務にも配慮しながら、当該相手方に保有されている株式について記載を求めることが考えられる。

なお、政策保有株式についての議決権行使の内容は、個別の政策保有株式の保有目的効果が達成されているかを判断する上で重要な情報のため、開示すべきとの意見があった一方、政策保有株式を保有する趣旨から考えれば賛成が大宗であると想定されることなどから、開示の意義は乏しいと考えられ、導入については慎重に検討すべきとの意見もあった。

4. その他のガバナンス情報の充実と提供

現在、コーポレートガバナンスに関する情報については、金融商品取引法に基づく有価証券報告書において企業統治の体制、政策保有株式の状況、役員状況などが開示され、取引所規則に基づくコーポレート・ガバナンス報告書においてコーポレートガバナンス・コードへの対応状況などが開示されている³⁷。

企業価値の適切な評価や、投資家と企業との建設的な対話を促す上で、ガバナンス情報が分かりやすく投資家に提供されることは重要である。投資判断に必要と考えられるガバナンス情報は、有価証券報告書において適切に開示される必要があり、コーポレート・ガバナンス報告書に記載されるガバナンス情報によって補足されるものと考えられる。こうした観点

- を踏まえ、
- 有価証券報告書とコーポレート・ガバナンス報告書それぞれにおけるガバナンス情報の充実・整理
 - 有価証券報告書とコーポレート・ガバナンス報告書との間の記載内容の整理を行うことが考えられる。

有価証券報告書における情報の充実・整理については、ガバナンス情報の総覧性を高める必要があり、また、現行の企業統治の体制（任意に設置する委員会等を含む）の「概要」に

³⁷ 一部の情報（役員の略歴や個別の政策保有株式の情報等）は、有価証券報告書のみで開示。

において、取締役会や委員会等の具体的な活動状況の記載を求めるべきとの指摘があった。

上記を踏まえ、現状、例えば「役員の状況」は、「コーポレート・ガバナンスの状況等」と別項目とされているが、ガバナンス情報の総覧性を高める観点から、「コーポレート・ガバナンスの状況等」の中に整理すべきである。

企業統治の体制の「概要」については、ガバナンス情報の充実を図る観点から、提出企業の機関設計に応じ、取締役会や委員会等の構成（名称、人数、メンバー、社内・社外役員の別、委員長の属性等）、委員会等の設置目的、権限等を記載すべきである。

また、議論の内容を含む取締役会や委員会等の活動状況については、具体的な活動状況の記載を求めるべきであるが、この際、

- 監査役会等については、監査役会等の活動の実効性を判断する観点から有価証券報告書においてその活動状況の記載を求めるとともに（後述「Ⅲ. 1. 会計監査に関する情報」を参照）、
- 取締役会や委員会等（監査委員会及び監査等委員会を除く）については、企業間で相当のバラつきがあると見込まれ、まずはコーポレート・ガバナンス報告書³⁸における記載の充実を促すことが考えられる。

書類間の記載内容の整理については、投資家から、有価証券報告書の記載情報の重要性・信頼度の高さ、コーポレート・ガバナンス報告書の記載情報の充実度・更新頻度や優れた検索機能等の利便性、といったそれぞれの書類の特徴を勘案すべきとの意見があった。

その上で、コーポレート・ガバナンス報告書について、主に利用者等から、参照先の情報が古い・失われている例がみられるとの指摘や、情報の転記は容易であると考えられるにもかかわらず、参照が多用されると書類の総覧性が失われるとの指摘があった。他方、主に作成者等から、重複して記載することは手間であり、参照をできるだけ用いるべきとの指摘があった。

両書類の記載内容の整理については様々な意見が聞かれる中、今後の投資家と企業との間の対話等において、両書類の特色を踏まえ、望ましい情報提供のあり方についての意見交換が行われ、それを踏まえた情報開示の工夫が積み重ねられることが期待される。

³⁸ 取締役会や委員会等の活動状況は、取締役会や委員会等が実効的に機能しているかを判断するために重要であり、コーポレート・ガバナンス報告書とともに有価証券報告書においても記載を求めるべきとの意見があった。

Ⅲ. 提供情報の信頼性・適時性の確保

1. 会計監査に関する情報

会計監査に関する情報は、株主による監査人の選解任の判断のみならず、投資判断の基礎となる財務情報等の信頼性確保の観点からも重要であり、投資家に対して十分かつ分かりやすく提供される必要があると考えられる。

この点に関し、2016年3月の「会計監査の在り方に関する懇談会」の提言は、

- 企業が適正な監査の確保に向けて監査人とどのような取組みを行っているか
- 監査役会等が監査人をどのように評価しているか

等の開示を充実させるべきであるとし、併せて、監査人の独立性評価に必要な「監査人がその企業の監査に従事してきた期間」を有価証券報告書において記載すること等を提言している。

この点、米国では、SEC規則により、監査人の選任に関する議案において、選任・再任の方針及び理由（監査人監査の評価を含む）が記載されるほか、監査委員会による監査及び非監査業務の事前承認の方針及び手続、監査人が所属するネットワーク全体に対する監査及び非監査契約の報酬額及び業務内容（以下、「ネットワークベースの報酬額・業務内容」という。）等が開示されている。また、監査基準により、監査人による監査報告書において、監査人の継続監査期間が開示されている。

また、英国では、開示透明性規則³⁹及びコーポレートガバナンス・コード等により、監査委員会報告書において、ネットワークベースの報酬額・業務内容、監査プロセスの有効性評価、監査人の選任手続、継続監査期間、財務諸表に関連して監査委員会が考慮した重要な問題及びそれらについての対処状況、監査人が非監査サービスを提供する場合の監査人の独立性確保に関する説明等が開示されている。さらに、FRCのガイダンス⁴⁰により、監査委員会報告書には、会計監査に関する情報のほか、監査委員会の活動状況として委員会の開催頻度や議論した内容等の記載が求められている。

上記の米英で開示されている事項の多くは、現在、我が国では開示が求められていない。これらについて、以下のような意見があった。

- 監査人の選任、再任の方針及び理由については、監査人が被監査会社から報酬を得るという関係性に鑑みると、企業が適切に監査人を選任しているか、監査人の独立性が担保され十分に機能しているかを知る上で重要な情報である。また、こうした情報の開示は、監査人と経営者の意見が対立するような場合に、安易なオピニオンショッピングが生じ

³⁹ 英国金融行為規制機構（FCA）「Disclosure and Transparency Rules」

⁴⁰ 英国 FRC 「Guidance on Audit Committees」（2016年4月）

ることを抑止する役割も期待できるのではないか。

- 監査人監査の評価については、コーポレートガバナンス・コード原則3-2、補充原則3-2①⁴¹の趣旨に鑑みても開示されるべきである。
- 監査法人におけるローテーション制度が導入されていない中、継続監査期間は、監査人の独立性を判断する観点から重要な情報である。
- ネットワークベースの報酬額・業務内容は、監査人の独立性を判断する観点から重要な情報である⁴²。
- 監査人が属するネットワークファーム全体に係る全ての契約を厳密に把握することは、企業に相応の実務負担が伴うことを考慮すべきである。
- グローバル企業のグループ全体の監査状況を把握する観点から、提出企業の監査人及びそのネットワークファーム以外の監査人に支払われる監査報酬全体についても開示すべきである。
- 監査役会等の具体的な活動状況は、監査役会等の実効性を判断する上で必要な情報である。監査人と監査役の連携状況等を理解するため、開催頻度や出席状況等の計数的な開示だけでなく、議論された内容や監査役会が監査人の指摘にどのように対応したか等も含まれるべきである。ただし、会社法上は三種類の異なる機関設計（監査役会、監査等委員会、監査委員会）が認められていることに鑑み、自由度の高い記載とすべきである。

上記を踏まえれば、会計監査に関する情報の充実に向け、企業が適正な監査の確保に向けて監査人とどのような取組みを行っているかに加え、米英において開示が求められている、監査役会等による監査人の選任・再任の方針及び理由並びに監査人監査の評価、監査人の継続監査期間、監査業務と非監査業務に区分したネットワークベースの報酬額・業務内容が、我が国でも開示されるべきである。

その際、監査業務と非監査業務に区分したネットワークベースの報酬額・業務内容については、企業側の負担も勘案し、重要性も考慮しながら記載すべきである⁴³。

⁴¹ コーポレートガバナンス・コード（抜粋）

原則3-2. 外部会計監査人

外部会計監査人及び上場会社は、外部会計監査人が株主・投資家に対して責務を負っていることを認識し、適正な監査の確保に向けて適切な対応を行うべきである。

補充原則3-2① 監査役会は、少なくとも下記の対応を行うべきである。

- (i) 外部会計監査人候補を適切に選定し外部会計監査人を適切に評価するための基準の策定
- (ii) 外部会計監査人に求められる独立性と専門性を有しているか否かについての確認

※ マザーズ及びJASDAQの上場会社は、コーポレートガバナンス・コードの基本原則について、実施するか、実施しない場合にはその理由を説明することとされている。

⁴² このほか、会計監査の信頼性を判断する観点からも、ネットワークファームの報酬額等に関する情報は有益ではないか、との意見があった。

⁴³ 有価証券報告書における「その他重要な報酬の内容」では、監査人が提出会社と連結子会社とで異なる場合であっても、必要に応じ、当該連結子会社が支払う監査報酬も開示するものとされている。グループ全体の監査状況を把握する観点から、提出会社の監査人のネットワークファーム以外の監査人に支払われる連結子会社等に係る監査報酬について、必要に応じ、その報酬額を適切に開示することが重要であるとの意見があった。

また、有価証券報告書における総覧性の向上の観点から、会社法上開示されている、監査人の解任・不再任の方針、監査役会等が監査報酬額に同意した理由、監査人の業務停止処分に係る事項について、有価証券報告書でも開示されるべきである。

さらに、上記の会計監査に関する情報に併せて、有価証券報告書に監査役会等の活動の実効性の判断のために必要とされる監査役会等の活動状況（監査役会等の開催頻度・主な検討事項、個々の監査役等の出席状況、常勤監査役の活動等⁴⁴）の開示を求めるべきである。

2. 開示書類の提供の時期

（1）年度開示

前回 WG 報告においては、企業が、例えば、

- 株主総会前のできるだけ早い時期に有価証券報告書を開示する
- 株主総会議案の十分な検討期間を確保するため、適切な株主総会日程の設定や事業報告・計算書類等の早期提供等を行う

などの取組みを進めることにより、株主との建設的な対話を充実させていくことが望まれるとされた。また、企業のこのような取組みを後押しするために、

- 各企業による適切な株主総会日程の設定に関して選択肢が広がるよう、開示書類の記載について適切な手当てを行う
- 手続に関して、書類の印刷・発送に要する時間を省くことで、事業報告・計算書類等の作成・監査の時間を確保しつつ、株主総会の前に十分な期間を置いて株主に情報を提供できるよう、事業報告・計算書類等の電子化を進める

ことが考えられるとされた。こうした意見も踏まえつつ、年度開示については下記のような取組みが行われてきている。

① 株主総会資料の電子提供

法務省の法制審議会会社法制（企業統治等関係）部会は、本年 2 月、株主総会資料の電子提供制度の創設を含む会社法制の見直しに関する中間試案を公表した。電子提供制度については、事業報告・計算書類等（以下、「事業報告等」という。）の作成・監査の時間を確保しつつ、株主が株主総会前に資料内容を十分に検討する期間を確保する観点⁴⁵から、望まし

⁴⁴ 監査役会等では守秘義務の対象となる内容が議論されることがありうるが、海外の事例等を踏まえれば、守秘義務に反しない範囲で「主な検討事項」を含む監査役等の活動を開示することは可能との指摘があった。

⁴⁵ 海外投資家からは、我が国においては株主総会の開催時期が集中しており、株主総会の資料を分析する時間が不足する結果、自ら検討を行うことができないことから、アドバイザーサービスに依拠せざるを得ないこととなり、適切な議決権行使が困難となっているとの指摘もあった。

いと指摘がなされている。会社法制部会における検討に当たり、金融庁から、事業報告等と有価証券報告書の一体化をより容易とする観点から、EDINET で株主総会前に事業報告等の記載事項を含む有価証券報告書を金融商品取引法上の書類として開示する場合についても、会社法上の電子提供として認められることが望ましい旨、意見表明がなされている。

② 有価証券報告書の株主総会前提出の状況

有価証券報告書の株主総会前提出については、2009年6月の金融審議会金融分科会報告⁴⁶を踏まえた内閣府令の改正により可能となったところである⁴⁷。

直近の有価証券報告書の提出時期をみると、2016年12月期から2017年11月期の決算企業（約3,600社）のうち、22社⁴⁸が株主総会前に有価証券報告書を提出している。これらの企業は、株主総会前に有価証券報告書を提出する理由として以下のような理由を挙げている。

- 株主総会において、株主に対する情報提供を充実させる。
- タイムリーかつ積極的な情報開示の観点から、株主及び投資家に対する経営者の説明責任をより徹底する。
- 株主総会において、有価証券報告書を参照すれば足りる形式的な質問を減らすことで、建設的な対話の時間を一層確保することが期待できる。

また、これらの企業においては、株主や投資家からの評価が高まるなどの効果⁴⁹が認識されており、このような認識の浸透等を通じて、有価証券報告書の株主総会前提出が拡大していくことが望ましいと考えられる。

特に、有価証券報告書における企業の状況や業績の評価・分析などの記載については、事業年度に在任する経営者が記載内容に責任を持つことが本来の姿と考えられることから、取締役の選解任が行われる株主総会前に有価証券報告書が提出されることが望ましいとの意見があった。

⁴⁶ 金融審議会金融分科会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告」（2009年6月）

⁴⁷ 有価証券報告書の添付書類として、株主総会に報告した事業報告等に代えて、報告予定の計算書類等の添付を可能にするため、内閣府令改正を実施。

⁴⁸ アスクル、いい生活、カゴメ、協和発酵キリン、窪田製薬ホールディングス、興研、小松製作所、さくらインターネット、三洋化成工業、滋賀銀行、太洋物産、TOWA、日本取引所グループ、ヒューリック、ホクシン、保土谷化学工業、HOYA、松井証券、ヤフー、ヤマトホールディングス、やまねメディカル、ライフネット生命保険

⁴⁹ 株主総会前に有価証券報告書を提出している企業は、以下の効果を認識している。

- ・ 積極的な開示姿勢についての株主・投資家からの高い評価
- ・ IR優良会社としてのPR効果
- ・ 重要情報の適時開示や早期開示に関する姿勢や社内意識の高まり
- ・ 経営データ管理精度の向上や有価証券報告書作成に関する迅速なプロセスの確立 等

投資家と企業の対話の促進、議決権のより実効的な行使という観点から、各企業において、投資家との対話の状況等を踏まえつつ、有価証券報告書の株主総会前提出への取組みが求められる。

③ 有価証券報告書と事業報告等との共通化・一体化

金融庁と法務省は、2017年12月、有価証券報告書と事業報告等の記載内容の共通化や一体化をより行いやすくするため、「一体的開示をより行いやすくするための環境整備に向けた対応について」を公表した。これを踏まえ、金融庁は、本年1月、有価証券報告書における大株主やストックオプションの記載について、事業報告等との共通化の観点から内閣府令を改正した。また、本年3月、法務省は、事業報告等における大株主の記載について法務省令を改正し、財務会計基準機構は、記載内容の共通化を行う場合の「ひな型」⁵⁰を公表した。引き続き、有価証券報告書と事業報告等の共通化や一体化に関する取組みの進展が期待されるところ、政府はこうした取組みを行おうとする企業を積極的に支援することとされている。

投資家や企業などの関係者の意見を踏まえながら、共通化や一体化に関する取組みを行うことにより、企業における有価証券報告書の株主総会前の提出が促進されるべきとの意見があった。投資家からは、全体として開示内容の充実が求められている中、有価証券報告書と事業報告等の共通化・一体化に際し、合理化の名の下に実質的に開示の後退につながることはないよう進めるべきとの意見があった⁵¹。

(2) 重要情報の公表タイミング

上場企業の株価に影響を与える重要な情報については、取引所規則により、適時に公表することが求められている。適時開示に当たっては、直ちにその内容を開示することとされているが、多くの上場企業による公表のタイミングは証券取引所の立会時間終了後（いわゆる「引け後」）の15時以降に集中している⁵²。

こうした慣行について、重要情報が市場参加者に十分に消化された上で取引されることが株価形成の観点から適切であり、立会時間終了後に公表されることは望ましいとの指摘があった。

⁵⁰ 「有価証券報告書の開示に関する事項 - 『一体的開示をより行いやすくするための環境整備に向けた対応について』を踏まえた取組-

⁵¹ 例えば、大株主や事業所、工場の住所についての情報が省略された場合には、実際に現地に赴いて確認を行うことができなくなるため、開示項目から削除すべきではないなどの指摘があった。

⁵² 重要情報に関し、メディアによるいわゆる「スクープ報道」があった場合の詳細な説明についても同様の傾向がみられる。

他方、多様な取引市場がある今日においては、情報は常に即時に株価に反映されるため、実際には情報を咀嚼するための時間の確保は実現できず、むしろ、日本企業に関する情報であるにもかかわらず、海外投資家主導で形成された価格を我が国の投資家が受け入れざるを得ないことは問題であるとの指摘があった。そのような観点からは、可能な場合には、我が国の資本市場における取引に活かされるよう、立会時間前に開示されることが望ましいとの意見があった。

なお、個人投資家への影響について、個人投資家はスピードにおいて機関投資家に劣後することを前提に株を保有していると考えられ、株価が動いたときに何があったのかが分かるよう適時に正確に分かりやすく開示されることが重要であるとの意見があった。

上場企業の株価に影響を与える重要な情報については、適時に公表することが求められているところ、各企業においては、我が国の投資家に、適時に情報を入手し、分析し、必要に応じて企業とのコミュニケーションを通じて、我が国の資本市場で取引したいとするニーズがあることを踏まえ、重要な情報のより速やかな公表に向けた取組みが進められるべきである。

(3) 四半期開示

四半期報告制度は、企業を取り巻く経営環境の変化が激しくなり、企業業績も短期間で大きく変化するようになる中、投資家に対し企業業績等に係る情報をより適時に開示するとともに、企業内において、より適時な情報把握によりの確な経営の検証を行う必要性があるとの認識のもと法制化された⁵³。

前回 WG 報告では、四半期を含む決算短信について、速報としての性格に比した作成・公表の事務負担等についての指摘を踏まえ、東京証券取引所は、四半期決算短信について上場規程等の見直しを行った。当該見直しを踏まえて、企業による取組みが行われており、例えば、四半期決算短信をサマリー情報のみとし、決算説明資料をメインに投資家との対話を行っている企業もみられるようになっている⁵⁴。

⁵³ 1999年11月、東京証券取引所のマザーズ市場で四半期情報の開示の義務付けが行われ、2003年以降、東京証券取引所は、その他の市場においても、段階的に四半期開示の義務付けを行った（2004年末には東証上場企業の9割が実施）。この間、2002年に経団連から「四半期財務報告に関する提言」として会計・監査の基準の統一等の観点から法制化の検討の要請があった。2006年1月、ライブドア事件において、法定の四半期開示制度が導入されていないため、四半期業績の虚偽記載について法的責任が問えないことも指摘され、同年6月、金融商品取引法制定により四半期報告が法制化され、2008年4月から施行された。

⁵⁴ このケースでは、連結財務諸表の注記の準備に時間を要するため、サマリー情報及び任意の決算説明資料が先行して開示され、その後、四半期報告書が開示される前日に連結財務諸表が開示された。なお、四半期決算短信に添付する連結財務諸表を後日開示する場合については、四半期報告書をTDnetに掲載することも可能とされている。

海外の四半期開示制度に関する動向としては、英国、フランスでは、それぞれ2014年、2015年に四半期開示義務が廃止されたが、英国ではFTSE100の半数以上が、フランスではユーロネクスト・パリのA・B部の約8割が、任意で四半期開示を継続している。また、ドイツにおいては、2015年に法律上の四半期開示義務が廃止されたが、取引所規則によって四半期開示義務が継続している⁵⁵。米国においては、1970年の導入以来、現在も四半期開示義務が継続している。

四半期開示制度については、我が国でも様々な意見が聞かれるが、当該制度を見直すべきとする意見としては、以下のようなものがある。

- 中長期的な企業価値を重視するのであれば、四半期情報の重要性は低くなるので、将来的には、四半期開示は維持した上で四半期報告書と四半期決算短信を統一することや、四半期開示の任意化を検討すべきではないか。
- 決算短信の簡素化の一方で、企業の実情に応じて決算説明資料が充実され、それに基づいて対話が促進されることは望ましいが、四半期報告書の必要性については検討の余地があるのではないか。
- 四半期開示制度は、投資家や企業の短期的利益志向を助長し、また、作成に多大な労力がかかるため働き方改革の流れに反する。

他方、四半期開示制度を維持すべきとする意見としては、以下のような意見があった。

- 中長期視点での投資が求められているため短期的な視点である四半期開示を簡素化するというのは、単純な考えである。中長期の目標に対する進捗度を確認するためには四半期開示は必要であり、企業が示している中長期の戦略が発現するタイミングを確認する意味においても、四半期開示は不可欠である。
- 株価のボラティリティの増加、一部投資家の誤った投資判断の誘因、経営者の負担増加という問題点も指摘されるが、KPIの継続的な測定や、投資家のinvestment thesis（投資テーマ、仮説）を検証するためにも、四半期開示は特に重要である。
- 四半期開示は先進国の市場における標準である。
- 欧米と比較して我が国の上場企業の開示内容が見劣りするとみられている中、四半期開示制度の廃止によって、企業の開示姿勢が後退したと受け取られれば、海外投資家の我が国への投資に水を差すおそれがある。
- 世界に開かれた自由で活力ある資本市場を作るために長きにわたって取り組んできたものの1つが四半期開示であり、今日これほど多くの海外投資家が我が国の資本市場に投資するようになった背景には、四半期開示を含めた開示の高度化がある。
- 学術的には、任意開示あるいは強制開示後に、ビッド・アスク・スプレッドの低下、す

⁵⁵ これらの制度改正は、EUの「上場有価証券の発行者による透明性の高い情報開示の域内統一に関する指令」(Directive 2004/109/EC)の改正指令(2013年11月)を踏まえたもの。2013年の改正指令では、短期業績重視の指摘などをこれらの改正理由に挙げている(Directive 2013/50/EU)。

なわち投資者間の情報の非対称性の緩和、あるいは、資本コストの低下などのベネフィットが欧米市場の研究により報告されており、年4回の決算により利益調整が難しくなることなどにより情報の質・信頼性が向上し、市場の価格形成がより効率的になっていると解釈される。

- 四半期開示を任意化することについて投資家の納得を得るためには、まずは日本企業の開示が、例えば英国のアニュアルレポートのように充実し、また、政策保有株式のように海外投資家から不透明とみられている慣行が変化するなど、投資家、資本市場から見た透明性、信頼性を更に高める必要がある。
- 四半期決算短信は有用である一方、レビューが付されている四半期報告書は、決算数値の信頼性を高めているという観点で極めて重要である。

また、上記に加え、四半期開示制度が廃止されると、個人投資家と機関投資家との情報格差が広がるおそれがあるとの指摘や、英国やフランスでは、四半期開示を行っていない企業の株価が、米国の同業者の四半期開示情報に過剰反応するなど、株価の変動性が高まっているとの研究結果も存在している。

このように、四半期開示については、

- 中長期の視点で投資を行う観点からも進捗確認の意義を認める見解が大勢であるほか、
- 現状、非財務情報など中長期的な企業価値向上の観点から特に重視される情報の開示が必ずしも十分とは言えないこと
- 半期・四半期のみならず、重要な企業情報の開示が全体として適時に行われる枠組み・ガバナンスが必ずしも十分とは言えないこと
- 情報開示により市場の価格形成がより効率的に行われるようになっているとの指摘があること
- このような状況において、例えば、四半期開示を任意化した場合、開示の後退と受け取られて我が国の資本市場の競争力に影響を及ぼしかねないと考えられること

等を踏まえると、現時点において四半期開示制度を見直すことは行わず、今後、四半期決算短信の開示の自由度を高めるなどの取組みを進めるとともに、引き続き、我が国における財務・非財務情報の開示の状況や適時な企業情報の開示の十分性、海外動向などを注視し、必要に応じてそのあり方を検討していくことが考えられる。

(4) 沈黙期間

いわゆる「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を決算関連情報のIR自粛期間として社内ルールで定めるものであり、具体的な沈黙期間の長さやその間の対応は企業によって異なる。一般に、日本企業の沈黙期間は米国企業

に比して長く⁵⁶、これは決算期末から決算発表日までの期間が長いことに起因するとの見方がある。

また、我が国の資本市場では、沈黙期間前に、アナリストが決算についての情報を取得すること（いわゆるプレビュー取材）が問題となったことの反省から、一部の証券会社では各決算期前の2週間程度は企業との接触を自粛する場合もあり、各決算発表前に1か月半、年間で6か月の間、企業と対話ができないとして、対話の促進の観点から問題ではないかとの指摘も聞かれる。

この点、沈黙期間中に投資家との対話を全く受け付けない企業等がみられる一方、沈黙期間を中長期の事業戦略、ガバナンス、あるいは幅広い事業環境・リスクなどについての投資家との対話や工場見学等の機会として積極的に活用している企業も多いとの指摘がある。

さらに、日本証券業協会のガイドライン⁵⁷により、アナリストによる決算期末の対話のあり方が明確化されたほか、発行体を対象としてフェア・ディスクロージャー・ルールが導入されて公平な情報提供に係る法制度も整備されてきている。

このため、沈黙期間や決算期末については、海外の実務等を踏まえ、企業において沈黙期間の短縮や沈黙期間中の対話への更なる積極的な対応が行われるとともに、アナリストにおいても決算以外の情報についての企業との対話が適切に実施されるよう関係者への理解の浸透を図るべきである。

⁵⁶ 日本 IR 協議会による日本の全上場企業を対象とした調査によると、回答した 973 社のうち 73%が沈黙期間を設定。このうち、

① 決算期日から決算発表日までを沈黙期間としている企業 60%、平均日数 36 日

② 決算発表日前の一定期間を沈黙期間としている企業 37%、平均日数 27 日

となっている（日本 IR 協議会「第 24 回 IR 活動の実態調査（2017 年）」）。

米国について、全米 IR 協会（National Investor Relations Institute；NIRI）の調査によると、調査対象の 378 社のうち、沈黙期間を設定している企業の約半数が、決算発表日前の 17～30 日を沈黙期間に設定している（NIRI「NIRI Earnings Process Practices Research Report」（2016 年））。

⁵⁷ 日本証券業協会「協会のアナリストによる発行体への取材等及び情報伝達行為に関するガイドライン」（2016 年 9 月）

IV. その他

1. IT を活用した情報提供、EDINET 等

EDINET については、2001 年の導入以降、企業や情報利用者において情報提供・利用のインフラとして定着しているが、情報通信技術の進展等により情報の流通経路が多様化し、IT 活用が更に進んでいる。このため、利便性向上の観点から、タブレット端末等での閲覧に対応すべきである。また、金融商品取引法上の開示書類の縦覧期間の延長について、延長のニーズや便益とコストとのバランスなどを踏まえ、今後、検討していくことが考えられる。

2. 英文による情報提供

我が国の資本市場における海外投資家の株式保有割合が引き続き上昇する中、英文による企業の財務諸表データや記述情報を求める声が更に高まっている。

現在、日経 225 構成銘柄の約 9 割の企業が英語版アニュアルレポートを作成している一方、有価証券報告書の英語版はほとんど作成されておらず、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。

また、企業からは、自社ウェブサイトの有価証券報告書の英訳を開示しても外部からのアクセスがほとんどないとの声が聞かれるが、この点については、

- 海外投資家は必ずしも各企業のウェブサイトから英語情報を収集するわけではない
- 海外投資家は、情報ベンダー経由で情報収集するケースが多く、英語情報については EDINET 等の公共的システムへの掲載が情報ベンダーによる情報提供につながり、実務上有効

といった意見があった。

このため、以下の取組みを実施すべきである。

- EDINET 上の情報について、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英訳を進める。
- 企業における有価証券報告書の英訳を奨励するために、金融庁のウェブサイトの有価証券報告書の英訳を実施している企業の一覧を公表することや海外投資家の要望の強い政策保有株式について自社のウェブサイトにおいて英訳して公表することを促す。
- 既に企業が任意に有価証券報告書を英訳している場合にはその結果を活用するために、英訳された有価証券報告書を EDINET の英語サイトに掲載することを可能とする。

おわりに

以上が、当ワーキング・グループにおける審議の結果である。今後、関係者において、本報告書に示された考え方を踏まえ、適切な制度整備等が進められることを期待する。また、併せて、実際の開示状況や制度整備等の効果についてのフォローアップなど、継続的な取り組みを行うことにより、投資家に対してより充実した企業情報が開示・提供され、資本市場の機能のより適切な発揮を通じ、企業価値の向上と収益向上の果実を家計にもたらしていくという好循環が実現されるよう強く期待する。

以 上