

企業の情報開示の見直しの方向性

企業と投資家の建設的な対話を促進

金融調査部主任研究員

月村拓央

03-3591-1346

takuo.tsukimura@mizuho-ri.co.jp

- 2016年4月18日、金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」は、企業の情報開示のあり方等に関する検討結果をとりまとめた報告を公表した
- 報告では、①開示内容の整理・共通化・合理化、②対話の促進に向けた開示の日程・手続のあり方、③非財務情報の開示の充実、などが提言された
- 報告のとりまとめは、企業と投資家の対話促進に向けた重要な一歩。今後は、提言の実現に向けた取り組みの実施に加え、今回結論に至らなかった論点に関する検討が継続されることが期待される

1. はじめに

日本経済全体として「稼ぐ力」を取り戻すため、その中核となる企業が生産性・収益性を高めてグローバル競争を勝ち抜き、その果実を広く国民に行きわたらせ、経済の好循環を促していくことが、わが国における課題となっている。こうした好循環を実現するにあたっては、企業と投資家とが質の高い対話を通じて相互理解を深め、共に持続的成長、中長期的な企業価値向上に向けて取り組んでいくことが重要であり、企業の情報開示は、その基盤となるものである。

こうした背景から、2015年6月に閣議決定された「『日本再興戦略』改訂2015」では、「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進」に向けて、「統合的開示に向けた検討等」を行うことが盛り込まれた。

具体的には、「会社法、金融商品取引法、証券取引所上場規則に基づく開示を検証し、重複排除や相互参照の活用、実質的な監査の一元化、四半期開示の一本化、株主総会関連の日程の適切な設定、各企業がガバナンス、中長期計画等の開示を充実させるための方策等を含め、2015年度中に総合的に検討を行い、結論を得る」こととされた。

これを受けて、2015年10月、麻生金融担当大臣から金融審議会に対し、「企業の情報開示のあり方等に関する検討」を行うことが諮問され、金融審議会の傘下に新たに「ディスクロージャーワーキング・グループ」（以下、WG）が設置された。WGでは5回にわたり審議が行われ、そのとりまとめ結果が2016年4月18日に「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」（以下、報告）として公表された。

本稿では、企業の情報開示に関する制度の概要を説明した上で、報告に盛り込まれた提言内容を確認し、今後に向けた課題について考察する。

2. わが国の情報開示制度の概要

わが国では、取引所規則、金融商品取引法、会社法、それぞれに基づく情報開示制度が整備されている（図表1）。

（1）投資家への適時の情報提供を目的に取引所規則に基づき決算短信・四半期決算短信を開示

上場会社は取引所規則により決算短信および四半期決算短信の開示が義務付けられている。これらの開示は、重要な会社情報を投資家に適時に提供することを目的としている。

決算短信については決算期末後45日以内に、四半期決算短信については四半期決算の内容が定まった場合直ちに、遅くとも四半期報告書の提出までに開示することが求められており、開示は東京証券取引所が運営する適時開示情報閲覧サービスである、TDnetにより行われる。会計監査人による監査は義務付けられていない。

（2）株主・債権者への情報提供を目的に会社法に基づき事業報告・計算書類を作成

株式会社は会社法により事業報告および計算書類の作成が義務付けられている。また、有価証券報告書を提出する大会社においては、連結計算書類の作成も義務付けられている。これらの開示は、株主・債権者に対する情報の提供を目的としている。

事業報告・計算書類は、株主総会開催日の2週間前までに招集通知とともに株主に提供する必要があり、事前に株主の同意がない限り、一部を除いて書面により提供することが求められている。会計監査人による監査が義務付けられており、虚偽記載に対しては100万円以下の過料が科される。

（3）投資家への情報提供を目的に金融商品取引法に基づき有価証券報告書を作成

上場会社等は金融商品取引法により有価証券報告書および四半期報告書の作成が義務付けられている。これらの開示は、投資家の投資判断に必要な重要情報の提供を目的としている。

有価証券報告書は、事業年度経過後3月以内に、四半期報告書は各四半期終了後45日以内に開示する必要があり、開示は金融商品取引法に基づく開示文書に関する電子開示システムである、EDINETにより行われる。会計監査人による監査が義務付けられており、虚偽記載に対しては10年以下の懲役もしくは1,000万円以下の罰金（または併科）が科される。

図表1 わが国の情報開示制度の概要

	取引所規則 (決算短信)	会社法開示 (計算書類・事業報告)	金融商品取引法開示 (有価証券報告書)
目的	重要な会社情報を投資家に適時に提供	株主・債権者に対する情報の提供	投資家の投資判断に必要な重要な情報の提供
開示方法	電子開示(TDnet)	書面の提供(一部電子提供可)	電子開示(EDINET)
決算日からの開示時期	決算期末後45日以内	株主総会開催日の2週間前までの招集通知と共に株主に提供	事業年度経過後3月以内
公衆縦覧期間	開示日を含めて31日	電子公告の場合には、定時株主総会の終結日後5年	受理日から5年
財務情報	連結財務諸表	連結財務諸表 単体財務諸表	連結財務諸表 単体財務諸表
監査の要否	不要	要	要
虚偽記載の罰則の有無	なし	100万円以下の過料	10年以下の懲役 1,000万円以下の罰金

(注) このほか、四半期開示として取引所規則に基づく「四半期決算短信」、金融商品取引法に基づく「四半期報告書」がある
(資料) WG 第1回資料より、みずほ総合研究所作成

3. 現状の企業の情報開示に対する関係者の考え方

報告には企業の情報開示の利用者、作成者、会計監査人などの様々な関係者の考え方が広く盛り込まれている。そのため、具体的な提言の内容を確認する前に、WGでの委員の発言等で示された、現状の企業の情報開示に対する関係者の考え方を振り返っておくことが有用と考えられる。

(1) 機関投資家等は企業情報の早期開示や十分な分析期間の確保等を要望

現状、有価証券報告書は株主総会が終了した後に開示されることが多いが、機関投資家等の利用者からは、情報の確報性・深度の両面から最も利用価値が高い有価証券報告書を、株主総会前の早期に開示することが要望された。

また、招集通知等の発送から株主総会までの期間について、例えば英国では約4週間以上とされ、他の欧米諸国においても同程度¹の期間が確保されている一方、わが国では平均すると株主総会前の18日前に招集通知が企業から株主に対して発送²されており、株主総会関連の日程を設定するにあたり、国際的な水準を勘案すべきとの意見が出された。

具体的な開示内容については、企業の経営方針・経営戦略や経営者による経営成績等の分析等の非財務情報の開示が「ひな型的」である企業が多いと指摘され、自らの強み、弱み、自らの会社が保有している経営資源をどのように活用して、持続的な企業価値の向上につなげるかということについて、投資家にとって納得感のあるストーリー性のある開示を行うことが重要との意見が出された。

(2) 上場会社は開示のスリム化や重複の排除、非財務情報の開示における柔軟性の確保を要望

開示書類の作成者である上場会社からは、決算短信に関しては、本来速報性が重視されるものであるにもかかわらず、取引所からの開示への要請を踏まえて対応を行った結果として、長文化（決算長信化）しているため、スリム化すべきとの問題提起がなされた。

また、四半期開示に関して、四半期決算短信（四半期末の平均34日後に開示³）と四半期報告書（同41日後に開示⁴）が僅か一週間程度の間に開示されているという現状を踏まえ、重複排除や開示の一本化が要望された。

非財務情報の開示については、コーポレートガバナンス・コードにおいてプリンシプルベースの考え方が取り入れられていること等を踏まえ、企業の創意工夫のもと自由な開示を可能とするべきであるとの意見が出された。

(3) 会計監査人は決算短信が速報値であることの明確化や会社法・金商法監査の一元化を希望

会計監査人からは、3月決算の上場会社のうち、約4割の会社が速報値である決算短信の発表日より前に、確報値である事業報告・計算書類に関する会計監査人の監査報告書の提出を受けている実態があることの指摘がなされ、速報性にこそ意味がある決算短信に、確報値に求められる信頼性まで求める慣行があるのではないかと問題提起がなされた。

また、わが国では会社法に基づく事業報告・計算書類と金融商品取引法に基づく有価証券報告書の監査が行われており、それぞれについて監査報告書を発行する手続きとなっているが、諸外国では二つの根拠法に基づく書類を提出する必要がある場合においても、運用を工夫することで実務上一体化している⁵ことを踏まえると、わが国においても事業報告・計算書類と有価証券報告書は一元化すべきとの意見が出された。

4. 報告に盛り込まれた提言の内容

前述の関係者の考え方を踏まえ、報告には主に「開示内容の整理・共通化・合理化」、「対話の促進に向けた開示の日程・手続のあり方」、「非財務情報の開示の充実」に関する提言が盛り込まれている⁶。

(1) 開示内容を整理・共通化・合理化することで企業における開示の自由度を向上

報告では、各制度に基づく開示内容について、企業と株主・投資家との建設的な対話を充実させていく観点から、全体として、より適時に、より分かりやすく、より効果的・効率的な開示が行われるよう、開示に係る自由度を向上させることが重要との考え方が示されている。具体的には、各開示書類の目的・役割を踏まえて、記載内容を整理し、同種の開示項目及び内容となっているものについては記載を共通化し、記載内容が重複していたり、過重であるものは合理化することとされ、各開示書類について、図表2の通り見直しを行う方向性が示されている。

(2) 株主総会に係る開示の日程・手続の自由度向上により企業と株主の対話を促進

前述の通り、機関投資家等是有価証券報告書の早期開示や招集通知等の発送から株主総会開催日までに十分な期間を設けることを求めている。

そこで、報告では、上場会社がこうした機関投資家等からの要望に応えやすくなるよう、株主総会に係る開示の日程・手続の自由度を向上させるための提言が盛り込まれている。

具体的には、図表3の通り、3月決算会社が7月に株主総会を開催しやすくするための開示の見直しや、株主総会議案の十分な検討期間を確保するための事業報告・計算書類等の電子化の促進が提言されている。

図表2 開示内容の整理・共通化・合理化に向けて提言された事項

開示書類	提言の内容
決算短信・四半期決算短信	i 監査及び四半期レビューが不要であることの明確化
	ii 速報性に着目した記載内容の削減による合理化
	iii 要請事項の限定等による自由度の向上
事業報告・計算書類	経団連ひな型に即していなくても、会社法施行規則及び会社計算規則の記載事項と有価証券報告書の記載事項に共通の記載を行うことが可能であることを明確化
有価証券報告書	i 経営方針等の記載の追加(決算短信・四半期決算短信のiiiを踏まえて追加)
	ii 「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」の記載の合理化と対話に資する内容の充実

(資料) 報告より、みずほ総合研究所作成

図表3 対話の促進に向けた開示の日程・手続に関して提言された事項

提言事項	内容
株主総会日程の柔軟化のための開示の見直し	有価証券報告書及び事業報告における「大株主等の状況」等の記載時点を現行の決算日から議決権行使基準日へと変更 (会社法上、株式会社が定めることができる議決権行使基準日は、株主が当該基準日から3カ月以内に権利行使できるものに限定されている。そのため、仮に7月以降に株主総会を開催する場合、現行のルールのままでは決算日と議決権行使基準日の2回株主を確定する必要がある)
事業報告・計算書類等の電子化の促進	株主の事前の同意なしに電子的に提供することが可能な書類の範囲を拡大 (現行は事前同意を得られれば、事業報告・計算書類等の全てを電子的に提供することが可能であるが、事前同意がない場合は、電子的に提供可能な書類は一部に限られる)

(資料) 報告より、みずほ総合研究所作成

(3) 非財務情報の開示を任意開示の形で充実

非財務情報には、経営方針・経営戦略や「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの分析」（以下、MD&A）のほか、「環境・社会・ガバナンス」（以下、ESG）に関する情報など多様な情報が含まれる。

これらのうち、現状では義務的な開示事項とはされていないESGに関する情報について、WGの中では「欧米における開示充実の動きを踏まえ、有価証券報告書の記載事項として義務化する時代になってきたのではないか」という問題提起がなされていた。

報告では、非財務情報についてステークホルダーのニーズに応じて企業の創意工夫を生かした開示を行っていく観点から、任意開示の形で充実させていくこととされている。一方、非財務情報の内容によっては、今後制度上、開示を義務付けるべきものが出てくることも考えられるため、開示を義務化すべき情報についての考え方を整理しておくことも重要とされ、検討にあたっては、以下の要素等を総合的に勘案することが適当とされている。

- ① 投資家の投資判断に真に必要な情報であるか
- ② 当該情報が証券市場において浸透し、投資家が誤解なく利用できるものとなっているか
- ③ 開示を求めることにより開示企業が負担するコスト、投資家等による情報の獲得と評価のために負担するコストなど、市場全体としてのコストが過大とならないか
- ④ 開示を求めることにより、開示企業が委縮し、全体として情報開示の質と量が低下することにならないか
- ⑤ 他の法律により、開示が要求されているか

5. 今後に向けた課題

WGでは、企業の情報開示に関係する多様な立場の委員が各々の立場からの意見を表明し、時に相反する意見も出される中で、提言のとりまとめに至ったことは企業と投資家の対話を促進するための重要な一歩と評価できる。しかしながら、報告では今後の取り組みに委ねられている項目もあるとともに、依然賛否両論があり結論が出なかった論点も残存している。今後は、報告の提言の実現に向けた取り組みを実施することに加え、こうした論点についても引き続き検討が行われることが期待される。

特に以下の論点については、引き続き注目していく必要がある。

(1) 四半期決算短信のあり方について、その要否を含めて引き続き検討が必要

報告では、図表2の通り、決算短信・四半期決算短信について、①監査及び四半期レビューが不要であることの明確化、②速報性に着目した記載内容の削減による合理化、③要請事項の限定等による自由度の向上、が盛り込まれている。

それぞれについて実現に向けた取り組みを進めるべきであることは言うまでもないが、四半期決算短信のあり方に関しては、その要否も含めて引き続き整理を行っていくことが必要であると考えられる。報告に記載されているように、「開示の日程が近接しているのは、四半期レビューによる確認を待っていることによるところもあり、むしろ、速報性の要求される四半期決算短信の早期提出を促すべきではないか」との考え方が一方、上場会社にとっては近接した日程に複数の開示書類を作成することが負担になっていることも事実であろう。今後も関係者の意見を聞きながらさらなる検討が行われることが期待される。

(2) 計算書類・事業報告と有価証券報告書の一体的な開示のさらなる進展に期待

報告では、図表2の通り、経団連ひな型に即していなくても、会社法施行規則及び会社計算規則の記載事項と有価証券報告書の記載事項に共通の記載を行うことが可能であることが明確化され、事業報告・計算書類と有価証券報告書の実質的な一体化を容易にすることとされている。

既に事業報告・計算書類に関する監査手続きと有価証券報告書に関する監査手続きの実質的な一体化が進んできており、開示内容の共通化が可能であることが明確化されたことは、大きな前進と評価できるだろう。

一方、諸外国では、年次報告が一つの根拠法に基づくもののみであったり、二つの根拠法がある場合も実務的に一本として提出することが可能となっている。各開示が会社法、金融商品取引法に基づき、異なる目的を持つものであることを踏まえつつも、さらなる一体化に向けた取り組みが今後も行われていくことが期待される。

(3) インターネットの普及を踏まえた事業報告・計算書類等の電子化の推進が重要

現行制度においては、事前の同意なしに電子的に書類を提供することが可能な書類は、一部の書類に限定されている。WGでは電子化を推進すべきという意見が多く出された一方、個人の議決権行使率低下やデジタルデバイド（情報格差）の問題に配慮すべきとの意見も出されている。

事業報告・計算書類等の電子化の推進については、WGと並行して経済産業省の「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会」においても詳細な検討が行われてきており、2016年4月21日に「株主総会の招集通知関連書類の電子提供の促進・拡大に向けた提言」が公表されている。同提言においては、企業と株主・投資家との対話を促進するという観点から、招集通知関連書類の電子提供を促進・拡大させる方向で柔軟に制度を整備していくことが提言されるとともに、「新たな電子提供制度」の具体的な制度設計についても検討が行われている。

わが国におけるインターネット利用率が8割を超え、高齢者においても利用率が上昇してきている現状⁷を踏まえれば、株主総会議案の十分な検討期間の確保や書類の作成・監査の時間の拡大といったメリットを追求することが望ましいと考えられる。今後早期に制度化に向けた検討体を設置し、具体的な検討を進めていくことが必要だろう。

(4) フェア・ディスクロージャー・ルールの導入に向け具体的な検討を

報告では、「情報の公平・公正な開示についてのルール」として、企業が公表する前の内部情報を特定の第三者に提供する場合に当該情報が他の投資家にも同時に提供されることを確保するためのルール（フェア・ディスクロージャー・ルール）についても、論点整理が行われている。

フェア・ディスクロージャー・ルールについては、諸外国では既にルール

図表4 米英のフェア・ディスクロージャー・ルール

	米国	英国
重要な情報の範囲	合理的な株主が、投資判断に際して重要と考える相当の蓋然性がある情報	公表されれば金融商品等の価額に重大な影響を及ぼす可能性が高い具体的な情報
情報受領者の範囲	ブローカー、投資顧問業者、機関投資家、投資会社、発行者の証券の保有者等への開示	第三者 (Any third party)
選択的開示が認められる場面	・弁護士、会計士等の守秘義務を負う者、守秘義務契約を交わした者、格付会社等への開示 ・有価証券の募集に伴う開示	アドバイザー、交渉相手(有価証券の引受人を含む)、労働者代表、主要株主、政府、貸付人、格付会社、その他守秘義務を負う者等への開示
公表の方法	臨時報告書 (Form 8-K) 又は広範かつ非限定的に情報を公開する方法による開示	FCA(金融行為監督機構)が認可した情報サービス(RIS)による開示
根拠法	SEC(証券取引委員会)規則(レギュレーションFD)	FCA開示透明性規則

(資料) WG 第3回資料より、みずほ総合研究所作成

の整備が行われてきており（図表4）、わが国においてもルールの整備を進めるべきとの声がWGの中で多く挙がっていた。一方、企業が情報を提供することに消極的になるのではないかという指摘や、報道機関やアナリストによる正当な取材活動が困難になるのではないかという指摘もあった。これを踏まえ、報告では、わが国においても、フェア・ディスクロージャー・ルールの導入について、具体的に検討する必要があるとされ、諸外国における実務を踏まえながら今後詳細な検討を行うこととされている。

報道機関やアナリストによる取材の結果、未公表の事実が新聞報道やアナリスト・レポートによって流出することが頻発した場合、わが国資本市場の信頼性を揺るがす事態を招きかねないため、上記のような消極意見を踏まえつつも、丁寧に議論を積み重ねて適切なルールを構築していくことが重要であると考えられる。

¹ 経済産業省「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会報告書」（2015年4月）では、時価総額の大きい企業の中から抽出した10社の招集通知発送から株主総会までの平均日数は、米国約43日、カナダ約52日、英国約42日、ドイツ約45日、フランス約49日とされている。

² 第1回WG事務局説明資料。

³ 経済産業省「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会報告書」（2015年4月）。

⁴ 同上。

⁵ 第1回WG事務局説明資料によれば、米国の年次報告は証券取引所法に基づくもののみ提出することとされている。一方、英国・ドイツ・フランスの年次報告は会社法（または商法）と証券関連法の二つの根拠法に基づく書類を提出する必要があるが、実務上一本化して提出することとされている。

⁶ このほかに、報告では、「単体財務諸表におけるIFRSの任意適用」、「情報の公平・公正な開示についてのルール」、「中長期的な視点からの投資判断」について、論点整理が行われている。

⁷ 総務省「平成26年通信利用動向調査」（2015年7月）では、2014年末における各年代のインターネット利用率が13歳～59歳では90%以上、60歳代では75%、70歳代では50%とされており、60歳代、70歳代の利用率はこの4年間で10%以上上昇している。