

企業情報開示のあり方に関する懇談会（第2回）

議事要旨

日時 2024年6月5日（火）15時00分～17時30分
場所 経済産業省別館2階会議室（オンライン会議併用）
出席者 別紙の通り
議事 (1) 事務局資料説明
(2) 討議
議事概要 以下の通り

- 当社では、決算短信及び有価証券報告書、事業報告・計算書類等、並びに統合報告書及びサステナビリティレポートについて、それぞれ別の部門がリードしつつ、関連部門が連携して作り上げている。各レポートの主管部門が異なっているというのが実態。
- 一方、例えば各レポートのサステナビリティの取組についての内容はサステナビリティ推進部がいずれも記載するなど、タスクフォースを組んで対応していることから内容が（濃淡はあるものの）レポートによって異なるということはない。そういった意味で、レポート間の重複感はある。
- この期限までに、このように体系だったレポートにしていくという形を示していただければ、各レポートに対してタスクフォースを組んで推進しているものが、一つになっていくだろう。有価証券報告書は決算が出てから対応を始めるため、スケジュール的に厳しいところはあるが、そういった点に対する配慮があれば対応は可能かと考えている。
- また、いわゆる統合報告書については、執行役員や取締役も編集方針に深く関与している。任意のレポートだからといって、取締役会が関与していないということはない。
- 目指すべき開示体系としては、一体型のレポートに盛り込んでいく形が良いと考える。
- 最終的には投資判断をする人が読まないという意味がないが、現状のようにバラバラと報告書が出てくると、特定の開示書類しか見ないという状況になる。一体型で開示されれば、読みたいところから派生して、他の情報にも目を通すようになることが期待される。
- ただそれが、350ページというようなボリュームになると、分量としては多い。対応が難しい企業も出てくるだろう。義務として対応する部分と、そうでない部分の分類が必要だろう。
- 統合報告書を1冊のストーリーとしてまとめるために、社内の部署間の連携が活性化しているという話を聞く。また、横連携を進めるためにはトップのコミットメントも必要になってくる。統合報告書の作成を通じて、社内の様々な部署が統合していくような効果も生まれている中で、あまり大型のレポートになってくると、パーツ毎に個別に対応する形になってしまわないか。今の統合報告の良さを残すことは重要である。
- コーポレート・ガバナンス報告書は、コーポレート・ガバナンスに関する変更があった場合に速やかに開示することと上場規則に定められている。実際は、株主総会が終わった後に年1回開示する会社が多いが、上場規則に従ってタイムリーに開示している会社もある。有価証券報告書が株主総会前に公表されないという現状においては、コーポレート・ガバナンス報告書によって、直近の委員会の構成や委員長の氏名などといったガバナンス関連の情報をタイムリーな形で把握でき、それを議決権行使や対話に活かすことができている。有価証券報

告書の株主総会前の開示が担保されない中で、コーポレート・ガバナンス報告書の内容は重複しているから割愛しよう、ということにならないようにしていただきたい。

- 一連の改革が開示の内容を向上させ、将来財務の予見可能性を高め、過去の財務や経営戦略をレビューするための充実した情報開示となることを期待している。
- 目指すべき開示体系としては、「コンプリヘンシブ・レポート」が望ましい。ただ、これで質が担保されるかどうかは別の問題であり、工夫が必要である。
- 取締役会のコミットメントがあること、財務とガバナンスが同じ媒体で開示されることが重要。これによって、取締役会で要求されるファイナンスのスキルが必然的に強化されると期待している。運用者は業績予想を行う上で、財務の戦略、ひいてはキャッシュの使い道やバランスシートのあり方について、PL・BS双方の予想を行ってキャッシュ・フローを予想する。業績予想のために必要な情報は一つのレポートで開示されるべきだと考えている。
- これまでの議論の中で、ストーリーやビジネスモデルの開示について議論があったが、本来、形式や媒体よりも内容が重要である。形式・媒体がこうだから書けないというのは、言い訳と感じる。どのような媒体であっても、ボイラープレートを前提にしている企業では意味のあるストーリーは書けないのではないか。ストーリーというのは、経営や財務のエクイティストーリーを期待しているが、そのような形になっていない企業も多い。
- 財務やガバナンスを含む開示内容について企業規模によって要求すべき水準を変える必要はない。もし自らが選択した市場区分に応じて違いを設けるのであれば、全く理解できないこともないが、上場企業に期待される高い水準を掲げるべきであり、そのことが市場全体の資本コストを下げる。自社はトップティアであると区分を選択するのであれば、トップに資する開示内容を実現すべきである。
- また、開示された内容について、普段投資家と接するIRがしっかりと語ることができないと意味がない。有価証券報告書や招集通知の内容についてIRが説明できないこともあるため、開示内容だけでなくスピーカーの質の向上も重要と考える。
- 統合報告書に書く内容については、財務との一貫性がない、これから実現するのか、ただの希望なのかわからないといった問題があった。財務諸表と一貫性のある戦略を開示してもらうことが重要。一つのレポートになれば、その点についてのタガになるのではないか。
- グローバルのアナリスト団体において、Climate accounting analysisという研究を行っている。企業が開示する気候変動関連の取組について、それに該当する財務上の影響（支出や資産の評価等）が開示されているか、という調査が行われているが、今はまだほとんどの企業でそれはできていない。決して日本企業だけが弱いわけではない。開示書類を一元化することで、財務諸表との整合性を持って開示されているか見やすくなることは、貴重なことではないか。
- 他方、テクニカルに引き続き議論が必要な点が4点ある。まず、制度開示イコール開示府令なのかという議論がある。開示府令で要求されていること以上に有価証券報告書に書いても構わないのではないか、という意見である。そのような意見がある一方で、有価証券報告書に書いてほしい理由として、金融庁がレビューをしてくれて信頼性が高くなるからという思いが利用者側にあるようにも感じており、そうであるとすると、重要な内容は開示府令に入れてもらうよう継続的にプッシュしなくてはならない。また、サステナビリティの情報は増えていくという問題がある。次々と新しい問題が出てくるが、開示府令に追加されるまでに

はギャップがあるため、常に任意開示は必要だろう。有価証券報告書の開示項目は継続的に議論が必要ということではないか。

- 二点目だが、開示府令のサステナビリティ関連開示は今後 ISSB 基準・SSBJ 基準によるものになるだろう。「第5 経理の状況」が会計基準に従うことになっているのと同様に、サステナビリティの情報は SSBJ 基準に従うことが法令で定められると、今後、ISSB 基準・SSBJ 基準が追加される度に、その領域が増えていく。有価証券報告書はすぐにも構造的に見直しがひつようなのではないか。つまりイメージ2のような改造もさほど遠いことではなく考えなければならないことではないか。
- 三点目だが、タグ付けについて申し上げたい。タグ付けイコール制度開示・EDINET ではない。SASB や GRI でもタクソノミは提供してきた。最も重要なのは、タクソノミという構造を考えること。体系と定義をグローバルで共有できるかどうか重要。必ずしも有価証券報告書でないとできないということではない。
- 四点目としては、今後、読み手が変化していくということ。有価証券報告書は AI などが読み、自動的に翻訳したりデータをピックアップしたりしている。ページ数は多くても良いが定義は明確な方が良く、といった変化もあることも留意しなくてはならない。
- 一つの法定開示に全ての情報を盛り込む形が良い。ただし、情報のタイムリー性は運用者にとっては一丁目一番地であり、疎かにしてはいけない。
- その際、作成者側の企業の実務が大丈夫なのか、気になるところ。例えば、法定開示の時期と株主総会の時期の調整や監査の集中リスク、これを回避する手段として決算期自体を分散させる手立ての検討など、色々と課題が考えられる。作成者側の実務への配慮を行わないと画餅になりかねないので、しっかりと議論すべき点ではないか。
- 企業規模に応じて情報開示に差を設けるべきか、という点については、どこまで法制化するか、という点と裏腹だと思う。一つは、法規制を一定程度に留めておき、そこから先は「できる企業」だけが行う、という考え方。まずは「できる企業」にやってもらい、そうした企業をみんなで応援し、他の企業が「できる企業」を目指すような形に持って行く方法がある。もう一つは、法令で厳しく定めて必ずやらなければならないようにするやり方。この場合は、そうは言ってもできない企業が出てくる可能性があり、現実的には難しい点も残る。
- 法定開示の記載が形式的・画一的なものになってしまうという懸念について。記載の自由度が担保されているにもかかわらず形式的な記載にしているというのは、投資課からは「やる気がない」としか見えない。やる気がない会社は魅力が乏しく、市場からそっぽを向かれる等、それなりの判断がなされるのではないか。
- 理想的には一体的なレポートが良いということについて、異論はあまりないだろう。それがすぐにできるのか、トランジションの段階を経てからになるのか、という違いではないか。
- 理想型に向かっていく際に心配な点が三点ある。一点目は、「包括的 (comprehensive)」と言う言葉についてである。これは「網羅性」という言葉と同じように解釈される可能性がある。エッセンスを満遍なく伝えられるような包括的なレポートというのは理解できるが、日本人、特に実務の方々にはそのように受け取られない可能性があるため、注意する必要がある。統合報告の概念はよく知られているため、「統合性」など、馴染みのある言葉の方が良いかもしれない。

- 二点目は、ページ数は示さない方が良いだろうということ。「350~400 ページのものが良い」といったことを示すと、作成支援会社にそのページ数の目次を作ってもらい、それに基づいて縦割りで作成される可能性がある。それでは、何のために包括的・統合的にしたのか分からなくなってしまう。結果的に 350 ページのレポートも出てくるかもしれないし、50 ページのレポートも出てくるかもしれないが、目安は示さない方が良いだろう。
- 三点目は、日本国内で目指すべき形を検討しても、国際ルールと異なることから、やはり別のルールにも対応しなければならないと言われること。今回検討しているものは、一体性のある形で、多くの方はシングルマテリアリティをベースに考えられていると思うが、ダブルマテリアリティである EU の ESRS についても対応を迫られるのは非常に困る。ISSB の基準に準拠していれば免責される状態を作っていただきたい。
- 一つのレポートに全ての情報を盛り込む形が理想的なのではないかと考えている。当社は一体開示を目指しているが、ほとんどの情報を重複しているため、そこが解消されるのは非常に良いだろう。また、柔らかい情報の部分を存在させることで、独自性も伝えられるのではないか。
- 当社では、任意開示の方が取締役のコミットメントが進んでおり、取締役会でも議論されている。トップのメッセージが載るということで、そのディスカッションで出てきたものが IR の軸になっていくという流れになっている。
- 一方、実務の立場からの懸念点は、スケジュールと負荷である。株主総会の後ろ倒しという話もあったが、株主総会を後ろ倒しするということは、権利確定日が変わったり、会計年度のずれが出たりと、それはそれで負荷が増すことでもあるため、どう対応していくかは課題。
- また、監査の問題もある。現状でも当社は株主総会の前に有価証券報告書を出しているが、かなり監査法人の方にご協力をいただいている。サステナビリティの第三者保証が入ってきた場合、また、発行体の決算が重なった場合、どれほど監査側の体制が整えられるかというのも、今後のスケジュールを考える上で重要な点ではないか。
- ページ数について申し上げると、当社の有価証券報告書もかなりのページ数があり、統合報告書も年々増えている。そうすると、社内の議論として、サマリーが必要ではないかという意見もある。一冊のものにまとめたことによって、今度はサマリーが必要という流れにならないと良いと思っている。
- 目指すべき形としては、ハイレベルの柔らかい情報と詳細情報を持つ二層構造が良いと考えており、これによって開示の質が格段に上がるのではないかと期待している。有価証券報告書の欠点は、ストーリーがないこと。また、中核となる情報が不足している。近年、経営方針等に関する開示が要請され、ここに様々な情報を組み込むよう各社努力されているが、レポートの最初は経営指標、沿革と続いており、記載項目に沿って開示されている。統合報告書であればトップメッセージ、議長メッセージ、ビジネスモデル、価値創造モデル、戦略という形で流れていく。コアの情報に流れがないのが有価証券報告書の大きな欠点。
- 一方、統合報告書は財務情報も監査報告書もない。MD&A に関する情報も多くの会社が開示していない。両者が結びつくことで、包括性が生まれて経営の全体像をしっかりと表すことができるとともに、相互のコネクティビティを担保できるだろう。

- レポートのコアを明確にしていく必要がある。英国の戦略報告書は、ビジネスモデル、戦略、リスク・機会、主要業績といった部分を明らかにした上で、柔軟な形でアニュアルレポートの中核に位置づけ、そこから詳細な情報に掘り下げて利用できる状態を作っている。
- IASB がマネジメントコメントリの実務記述書を出しているが、これは、今申し上げたようなコアの部分の想定した枠組みと理解している。
- 日本では、この実務が任意開示の中で、統合報告書という形でなされているが、これを法定開示内に位置づけるのであれば、これを統合報告と呼んでも良いのではないか。それによって、日本の任意実務からの連続性をしっかりと確保し、統合的な報告を目指していくというメッセージを、社会的に、資本市場に対して、あるいは企業に対して出していくことができる。柔軟な開示というカルチャーをしっかりと維持しつつも、そのクオリティを担保し、そこから、現在、有価証券報告書やコーポレート・ガバナンス報告書で出されている詳細な情報に掘り下げて利用できるような環境を整備するというメッセージになるのではないか。
- 会社側・取締役会のコミットメントは、意外にも有価証券報告書の方が少ない。有価証券報告書は取締役会の承認は要求されていないため、取締役会の承認を得ているのは4割程度という調査もある。包括的なレポートにしていく中で、取締役会の役割、ガバナンス上の位置づけも明らかにしていくべき。
- 法定化する際、要求を細かく規定しすぎないことも非常に大事ではないか。規定の粒度を原則主義の形にし、様式を示さないことで、各企業が情報量を判断でき、いわゆるプロポーシヨナリティが担保されていくのではないか。併せて、制度上の監督のあり方を考えていく必要もある。英国 FRC は戦略報告書を導入するタイミングで、この点についての議論もかなり行ったと聞いており、日本でも、これまでの有価証券報告書の延長線上のモニタリングではない形を考えていく必要があるのではないか。
- 一体的に開示される形を支持したい。今の有価証券報告書の一番の問題点は、将来キャッシュ・フローを予想するために決定的に重要なビジネスモデル、差別化のポイント、超過リターンを生み出す源泉の情報が決定的にないこと。それをアクティブの投資家は、統合報告書やそれ以外の媒体を通じて、あるいは会社とのコミュニケーションを通じて、理解している。
- 小さいマーケットキャップの企業とも対話をしているが、そういった企業は統合報告書を出すためのリソースが少ない。そうなると投資家が依って立つものは、有価証券報告書と、そのプラスアルファ程度の情報しかない。先ほど、一層目であまり細かく規定しないという話があったが、そういった会社でもできる範囲で、ビジネスモデルや差別化のポイント、戦略等を法定開示として開示してもらうことで、全体としての開示のレベルアップ、底上げができるのではないか。
- 懸念すべき点は、画一的な開示に陥ってしまうこと。今の有価証券報告書でも、それぞれの会社の注意しているポイントは、書いている量で分かる。内部統制を細かく書いている会社もある一方で、さらっとしか書いていない会社もある。現在の統合報告書でもレベルの差はあると思うが、法定開示とすることで画一的な開示になってしまい、エレメントとしては揃っているが、言いたいこと、伝えたいメッセージが伝わってこないような開示になることはまずいだろう。先ほど話があったとおり、一層目の部分はあまり細かく規定せず、大まかな枠組みに基づいて開示していただくことが必要ではないか。

- また、企業の方のマインドセットも影響している。今は、有価証券報告書には余計なことは書かないといった開示になっているので、そのマインドセットをいかに変えていくかが重要ではないか。
- 目指す方向性としては、ワンレポートという形で、全体をまとめる一つのコーポレートレポートとすることが大事。その前提として、取締役がしっかりと関与して発行したものになることが、最終的な形として必要だろう。
- 次の何十年かに耐えうる開示体系とはどのようなものか、を改めて考える必要があるのではないか。そういった観点から、モジュール化を活かした、進化するデジタル有報という概念があった方が良くはないか。
- 最終的なできあがりとしては、報告書の目次の項目が一つのモジュールとなるようなイメージとなる。全てを法定開示とする必要はなく、企業規模等に応じて法定・任意を変更することも可能だろう。大企業に対しては全てを義務づけし、企業規模が小さい場合であってもコーポレート・ガバナンス部分は義務づけるなどといった建付をまず考える。また、レポートというと、決算の3ヶ月後に印刷した一つの分厚いレポートが出てこなければいけないというイメージがあるかもしれないが、各モジュールの開示タイミングをずらすこともできるかもしれない。サステナビリティ報告は集計や保証に時間がかかるので、3ヶ月後ではなくて5ヶ月後で良い、などといった時間差を設けることも可能となる可能性があるのではないか。
- また、保証の問題についても、小規模の企業は保証不要などといったメリハリを付けることができるようになる。モジュール毎に罰則を重くしたり緩くしたりといったことも可能になる可能性はあるのではないか。
- 初めから全て法定開示とするのは厳しいかもしれないので、2年毎にアップグレードして、大企業は徐々に法定部分・保証部分が増えていく、中堅企業は遅れてついて行くといった発展イメージを示すことができると、グランドデザインとして良いのではないか。
- 仮に日本企業がCSRD・ESRSに対応しなければならない場合であっても、そのモジュールを追加することができるのではないか。フレキシビリティがある形にしておくことが重要。
- 法定化することに関しては、ボイラープレート化が進むという懸念はあるが、微妙な情報についてはセーフハーバーを設けることによって、多少曖昧な情報でも許容するというアプローチはあり得るだろう。しかし、そもそもボイラープレートの開示をするような企業が悪いのであり、議決権行使によって取締役に退場してもらった方が正しいのではないか。開示ルールをどうするかという議論においては、同時に、それをどう評価して、どのように議決権行使に発展させるかという、別のプログラムにも取り組んでいかないと、結果的に、いくら立派なレポートができたとしても、日本の企業価値向上になかなか結びつかないということになる。連動させていくようなシナリオを組んでいく必要があるのではないか。
- 今回の議論は、法定開示、及び東京証券取引所の規則による開示がどうあるべきかという議論だと理解している。
- 開示の充実の要請があることは理解しており、現状のルールの枠組みの中で充実していこうという方向で対応している。ただ、開示の充実という要請に対して、法律・ルールで規制すべきことなのか。規制するのであれば、どこまで法定開示の対象にするのか、どういう形で規制するのか、という議論ではないか。

- その議論の中で、重複する開示をどう解消するのか、それによっていかに作成効率を上げ、作成負担を減らしていくか、発行体としてはその辺りが気になっている。企業によって対応できるところ、対応できないところがある。何もかも法定開示でカバーするのが本当に適切であろうか。
- 任意開示は、法定開示があることを前提に各社の創意工夫に委ねられるもの。任意開示の質と量を含めて、マーケットが判断することではないか。
- その意味で、法定開示と任意開示が分かれた体系と、法定開示に殆どの情報を盛り込み、それ以外を任意開示とする体系に、本質的な差はそれほどないのではないか。あえて申し上げると、後者は、法定開示があればそれで良いだろうと、ある種任意開示を縛っているようにも見え、違和感がある。法定開示の記載項目が増えていけば、結果的に、法定開示に殆どの情報を盛り込む体系に収れんするのかもしれないが。
- 規制の対象とする情報は何か、規制する趣旨は何か、を議論していくことが必要。開示の要請があるかというのが一つの視点ではあるが、それだけで法定開示の対象という話ではないだろう。
- 法定開示となると、どうしても記載内容には慎重になる。不実開示、証券詐欺といった観点から揚げ足を取られないようにと考えるため、無味乾燥な中身になってしまう面もある。そうした観点からも、セーフハーバールールをセットで議論いただく必要がある。
- 発行体としては、情報の収集、整理に要する時間、また収集できるタイミングもあるのではないか。包括的な一冊にまとめるのは一覧性という観点からは良いが、実務的になかなか難しいところもあるのではないか。
- 一つのレポートに全ての情報を盛り込む体系の方が、作成者側にとっては、媒体が集約されることによって作業効率・業務効率が上がるというメリットが大きい。利用者側にとっても、比較可能性、利便性といった観点から、メリットがデメリットを上回るだろうということは衆目の一致するところだろう。
- ただし、一つの年次報告書のようなものに一度限定したとしても、時間が経つと、なし崩し的に企業側が色んな媒体を出していく可能性がある。レポートのオーディエンスには、投資目的の方だけでなく、色々なステークホルダーがいるためである。取引先やリクルーティングの対象の方も含まれる。時間が経つと五月雨式に新しい媒体が出てくる可能性もあるため、そうならないように、年次報告書を充実させて良いものにしていく必要が、制度としてもあるのではないか。
- 企業側は罰則を気にせざるを得ない。これが厳しすぎると、思い切ったアトラクティブなレポートにならない。英国や欧州で、年次報告書や戦略報告書のような形式を取っている国で、どういった罰則規定やセーフハーバールールがあるのかは参考になるのではないか。そのようなものがないと、企業もアトラクティブなものを作っていくことができない。法体系が違う中で難しい部分はあると思うが、一つの媒体に集約されている国の規定をうまく参考にしながら進めていくと良いのではないか。
- モジュール化、デジタル化によって、各担当者が平行にワークする、その場合、監査のタイミングが違って良いかもしれない、というアプローチに賛成したい。
- ガバナンス改革が始まってから10年経つが、次の10年以内にこうしたものが整備されるということ、国として2020年代に発表し、2030年代に実際に整備するという流れがあると

良いのではないか。それによって海外からの日本への更なる期待が醸成されていくだろう。その流れを、こういった「あり方」という本質的な議論で作っていくことは有効ではないか。

- 各企業の取締役が、詳細な開示規則を知っているわけではない状況と認識している。取締役会の実効性の範囲の中で知っておくことが必要であることを、ガイドラインとして啓発するべきではないか。例えば、取締役のあり方といったガイドラインにおいて、開示との向き合い方等の部分も拡充していくことで、取締役が主体的に取り組めるようになるのではないか。
- また、どこまでが会社法における責任であり、どこまでが期待値なのか、という点が取締役としては比較的グレー。やらなくても法に問われることはないことであっても、株主・ステークホルダーの期待があるということは感じているつもりであるが、その辺りが明確になっていないため、議論の余地があるのではないか。今後の検討を進めていく際には、法律家もこの議論に巻き込み、取締役会に求めることと、開示のあり方、あるいは本質的な取締役会のすべきことを明確化していくことも、議論のスコープに入れていただくと良いのではないか。
- 本来あるべき有価証券報告書が対話のツールとして変わっていくチャンス。有価証券報告書の形を変えていく議論に繋がっていくことを期待している。
- 柔軟性のある体系がポイントになると考えるが、「柔軟性」には二種類あるのではないか。一つは、グローバルの動きや規制の要件というコンプライアンス的な要件が年々変わっていくため、それにも対応できるということ。もう一つは、企業、金融機関ともに、サステナビリティ、ESG の分野でまだ成熟していない面もある中で、今後の成長を許容できるような柔軟性という点。それらの柔軟性がある開示体系ができると良いのではないか。
- そうであれば任意開示で良いかということ、必ずしもそうではない。市場に情報が活用され企業価値に影響すること、企業価値に繋げるチャンスも生まれるということから、法定開示の中で枠組みを作っていくことが求められている。
- 近年、最大手というわけではない中堅企業であっても、海外に取引先の多いメーカーなどでは、ESG に力を入れ始め、海外投資家との対話に経営層が積極的になったと聞く。海外の投資家と対話の中で、気候変動や脱炭素に向けた目標や戦略などを問われるようになり、力を入れなければいけないと実感したとのこと。株主に海外投資家がいる企業や、海外投資家にアピールしたい企業にとって、サステナビリティ情報開示に取り組まないことはリスクである。
- SSBJ 基準は当面は限定的に適用される見込みではあるが、プライム市場に上場しようという企業であれば、なるべく早く開示をするべき。反対に、開示できないような企業はプライム市場から出て行ってもらう、というくらいであっても良いのではないか。
- 一方、プライム市場以外の上場企業や非上場企業であっても、規制や顧客の要請にさらされて開示を強いられている。EU の ESRS 等では中小企業向けの開示基準が定められている。そういった動きも踏まえ、必ずしも法定開示でなくとも、中小企業や非上場企業向けのサポートがあっても良いのではないか。それらの企業が上場する場合や、投資家との対話が必要になってきた際に活用してもらえると良いだろう。そういった点も、今後の議論においては視野に入れていただきたい。

- 法定開示の負担という点に関連して、別の法律で求められている情報、例えば温対法の排出量などを、法定開示において記載することがある。算定・報告の時期等が異なっていると企業の負担が増えるため、他の法律との整合性にも留意していただきたい。
- 法定開示と任意開示に分かれた体系を取っていかざるを得ないのではないかと考えている。一つのレポートに全ての情報を盛り込む形を最終的なゴールとして目指していくことが理想だとは思いますが、実際のところは、ボイラープレートの問題が出てくると考えている。
- 理想的な開示ができる企業は、既に複数のレポートを出しているなど、様々な情報を企業の中で十分咀嚼し、各ステークホルダーに合わせてレポートを作っているような企業だろう。その中で、情報が重複して開示されている部分などがあれば、それを一つにまとめようということになるだろう。一定の条件を満たしている企業が、一つのレポート体系に移行するというのは可能と考える。
- ただし、全ての企業がその段階にあるわけではない。統合報告書の中で、マテリアリティや価値創造モデルについて社内で議論するといったことや、投資家と対話をするために、統合報告フレームに従って色々な実践を繰り返すといったことが、現在の形の背景にある。そのようなプロセスを踏んでいない企業が突然、一体的な開示書類を作ろうとすると、ボイラープレートにならざるを得ないのではないかと。
- 企業と投資家との対話ができるような前提条件を整えた上で、一つの法定開示の中にまとめていくのであれば、監査や客観性についても担保されていることから、内容もある程度整ったものになるだろう。企業の中で、自社のマテリアリティを特定し、価値創造についても考えた上で作られたものが、法定開示に織り込まれるのは理想的な形だと考える。しかし、現在、統合報告書も作っていない企業も多数ある中で、形だけ提示されてスタートしてしまうと、ボイラープレートの数だけが増えることを懸念する。
- 前提条件として、法定開示と任意開示に分かれた体系で価値創造ストーリーを開示できるように、ある程度条件を整えた企業が、一つのレポート体系に移行するというのが良いのではないかと。つまり、今既にある日本企業の開示体系を、有価証券報告書という一つのレポートの中で見せていくのが一つの方向性ではないかと。
- 最終的には、法定開示に全ての情報を盛り込み、一つのレポートに全ての情報を盛り込む形が理想だと考える。
- 有価証券報告書には最小限の情報しか載っておらず、投資家にとって不十分だという話は投資家サイドから何度か出ている。法定開示が不十分だから任意開示の重要度が上がっており、それを認識した企業が任意開示の進化を進めている。進化の方向が、財務に直結する方向に向かっていると良いが、全てがそうではなく、分散しているところがあるため、それを一旦止めよう、立ち戻ろうというのが会議の趣旨だと考えている。
- 有価証券報告書が最小限の情報を記載するものという固定観念を払拭する良いチャンスではないかと考えている。法定開示を見直していくことは是非やるべきではないかと。
- アナリストを教育する際は、情報がきれいに整っており分析しやすい企業から取り組んでいる。そういった意味で、きれいな開示をされている企業は分析しやすい、イコール投資もしやすい、イコール投資家層が広がっていく可能性も秘めているということ。情報を整えるということは投資家層の拡大に繋がると考えている。

- このままでは、今の中堅以下の企業がこのままで終わってしまうという危惧がある。任意開示を頑張れといっても頑張りが足りない。法定開示でレベルアップを図っていくのが良いのではないか。
- コンプリヘンシブなレポートに集約することについて、総論は賛成な方が多い。企業の立場からすると、現在の単体の開示資料作成だけでもスケジュールがタイトであるため、コンプリヘンシブなレポートを作成するのは大変なことであると懸念する方も多いただろう。大企業であっても、期間でコンプリヘンシブなレポートを作成するのは大きな負担になるだろう。
- ただし、それが制度化すれば、企業側も対応する体制を整えていこう。日本企業は愚直に対応する傾向がある。コンプリヘンシブなレポートに関する懸念点は、これまでのように開示資料の区分けで担当分けをしていると、各記載内容が補完的な関係にならない可能性があるということ。効率化を図るためにモジュール化した方が良いという意見もあったが、記載内容が補完的な関係になるような工夫は必要だろう。
- 任意開示や柔らかいレポートは、他のセクションとの関係性が希薄になる懸念もある。その対策として、法定開示に全ての情報を盛り込むことを制度化する際には、柔らかい内容のベストプラクティス等を準備するのが良いのではないか。
- また、コンプリヘンシブなレポートについては、投資家側として分析がしやすいという面もあるが、企業側もレポートを作成して投資家と対話を深めることで、経営の実力が向上すると思われる。日系企業の企業価値向上にも繋がっていくのではないか。
- 懸念点を払拭するような策を講じた上で、コンプリヘンシブなレポートを推進するのが良いのではないか。
- 法定開示と任意開示に分かれた体系か、法定開示に全ての情報を盛り込むか、という二者択一であれば後者になると思うが、どちらの立場であっても、結果としては有価証券報告書の記述情報をいかに見直すかという議論ではないか。統合報告書に記載されているような情報の多くは、現時点でも有価証券報告書に記載すべき内容であり、全ての企業が十分に書いているわけではないが、項目としては全く入っていないというわけではない。ただ、全体を通してストーリーになっておらず、ぶつ切りになっているという状況。有価証券報告書の中に多様な情報を入れてほしいというニーズが高まっている中で、追加してだけでなく、記述情報の構成全体を見直してはどうかという提言をするのが建設的な落としどころになるのではないか。
- 企業それぞれの対応力やスタッフの数の違いなどは当然あるが、金融庁による有価証券報告書の好事例やレビューの中で、中堅中小企業の例も出されているので、そこをより厚くしていくことでフォローしながら進めていくということも考えられるだろう。実務的に厳しいということを過度に強調することなく、どうフォローしていくかという議論に繋げていけば良いのではないか。
- 法定開示・任意開示に加えて、投資家にとっては適時開示も重要である。様々な開示情報がある中で、それぞれ重複している部分をどのように効率化できるかという議論がなされると良いのではないかと感じている。
- 機関投資家の中で、有価証券報告書の存在感が落ちているのではないだろうか。他の媒体で開示されていない情報、例えば政策保有株の情報や役員報酬の情報等に関しては有価証券報告書を見に行くが、それ以外については敢えて有価証券報告書に立ち返る必要がなくなって

いる。決算情報であれば決算短信があり、それで不足があれば決算説明会資料等がある。ストーリー的な内容が必要であれば統合報告書がある。そのため、一部では有価証券報告書に立ち戻って、じっくり読むのは「差分のみ」とも言われている。差分だけではない有価証券報告書に戻すためには、いかに記述情報を再構築していくかという議論が必要ではないか。

- 機関投資家という立場からすると、有価証券報告書の見直しを行うのであれば、株主総会前の開示が必要であるが、それだけでは不十分。1日～2日前では当然遅いが、2週間前であったとしても、同時期の株主総会がかなり多いため、それを見ている時間がない。根本的には、株主総会の集中を改善しなければならず、議決権行使の電子化もマストである。こういった部分をどう改善していくかという議論を同時にしていけないと、有価証券報告書の抱える問題は改善しない。
- 英国の戦略報告書は、開示のあり方としては優れていると考えている。しかし、英国の企業やマーケットの現状、英国のコーポレート・ガバナンスコードに関する動向を考えると、必ずしも企業の価値創造につながる開示とはなっていないようにも思われる。海外の事例を参考にする際には、何か問題はないかという観点から見る必要もあるだろう。
- ISSB 基準への移行について、グローバルベースラインとしての非財務情報を含む法定開示が行われていくことを、非常に期待している。
- 長期的な価値創造を見るという観点から、財務と ESG 要素がどう繋がっているのを見ることが出来る開示媒体があるのは、理想として有り難い。そういう意味で、法定開示に全ての情報を盛り込み、一つのレポートで開示する形が理想というのは間違いないと感じている。ただし、それがボイラープレートであってはならないため、どう自由度を持たせていくのかは課題。英文開示を含めて、現実的かつタイムリーな移行を妨げないような制度変更を考えていただきたい。
- 実務上、非常に大変な部分も多い。欧米企業に比べると、非財務情報のデータ収集、有価証券報告書の公表、株主総会までのタイムラインがタイトであったり、事業構造が複雑であったりといった、実務上の課題はあると感じている。その中で、こういった現実解が考えられるか。
- アジア全体の株主総会を考えると、中国企業の株主総会が3月頃から始まり、インドの株主総会が7～8月にピークとなる。そういった期間内であれば、多少柔軟性を持たせて議決権行使に対応していくことができると考える。せっかく有価証券報告書を株主総会前に出していただければ、それを対話や議決権行使に活かしていきたい。集中が緩和する方向であれば、全体として実行可能な方向に持って行けるのではないか。
- 調査業務の初めの一步は分析である。保証された情報が非常に重要であり、それがきちんと確立されている現行の開示体系はそれほど悪くないと考えている。他方で、一体化された開示書類の中で、監査対象とそうでない部分を分けることが可能なのであれば、一つのレポートに全ての情報を盛り込む形についてもやぶさかではない。
- 現在の開示書類をばらして組み直した場合、例えば MD&A と CFO メッセージなどは重複する。その他、コーポレート・ガバナンス報告もサステナビリティ開示情報にいずれ包括されていくことになると思うと、二階層の開示を考えた場合、第二層の方は、サステナビリティ開示と会計、及びそれに付随するいくつかの情報、従業員の状況、設備の状況、株式の状況など

に集約されていく。そこに加えて、第一層で戦略報告を行うという形になれば、それは理想的かもしれない。

- その際、第一層に入ってくるであろう「ビジネスモデル」、「戦略」という用語は定義がバラバラである。これが揃っていれば、同じように意味を読み取ることができるが、各社が違う言葉で書いていると読み取りにくい。この議論が深まってきた暁にはその辺りの議論も行っていただきたい。
- 事務局から日本企業のPERが低下傾向にあることについて説明があったが、これは、日本企業への期待が低下しているということではない可能性がある。営業利益率は3%位から8%位に上がっており、コーポレート・ガバナンス改革も進んできている。その中で期待が下がり続けているということは考えにくい。テクニカルには、過去10年～15年の間に、自動車、電力・ガス等の利益成長が株価の上がり方よりも速く、PERが下がってしまっている。また、商社のPERは上がったが、PERの低いセクターのウェイトが上がっていることからマーケット全体のPERを下げたという面がある。日本企業への成長期待が低下しているという認識については再考していただきたい。
- 法定開示と任意開示が分かれた体系と、法定開示に全ての情報を盛り込む体系の違いを考えると、前者の法定開示と任意開示が重複している部分と、後者の一層目は重なっているのではないかと。統合報告書は、マテリアリティ、価値創造シナリオ、トップメッセージといった戦略を語る部分と、各年度の事業報告といった各論とに分離することが多いが、前者が、法定開示の戦略報告に該当するのではないかと。そうすると、二つの体系の違いは、法定開示を対峙する形で任意の開示の存続を許すかどうか、と言えるだろう。
- 任意開示が法定開示と併存する意味は、法定開示に入れられない情報を入れる必要があるということである。そうすると、それは二階層の法定開示のうち、一層目の戦略報告がどれだけ柔軟なものになるか、でほぼ決まってくる。法定開示で語られる戦略は、キャッシュ・フローを増やす、資本コストを下げる、成長率を上げるといった話にきちんと結びついていなければならないということになると、これまで任意開示で行われてきた試行錯誤が入る余地がなくなってしまう、結果的に任意媒体が増えてくることになる。セーフハーバーをしっかりと設け、法定開示に色々なものが入られるという前提があれば、わざわざ任意開示を設ける必要がなくなり、法定開示に自ずと収れんしていくのではないかと。
- そういった意味で、二つの体系に本質的な違いはそれほどない。どう移行させていくかという話ではないかと。
- こういった議論に耐えられる企業というのは、戦略的な価値創造の話と、各年度の事業報告の話が仕分けできている企業である。抽象的な議論と実際の事業報告を分けて語れる会社は、法定開示への一体化にすぐに対応することが可能であろう。ただ、大方の中堅・中小企業で慣れていない会社は、その部分が未分化で、戦略的な話と各事業部門の活動報告が渾然一体になってしまっている。こういった企業に、一つの法定開示に盛り込む形を示しても、どうしたら良いか分からなくなってしまう。まずは法定開示と任意開示が分かれた形で進め、その内容を一つの法定開示に盛り込んでいくというパスウェイを描くことが重要ではないかと。

- 事務局資料に、「同一のタイミングに、ワンストップで開示されることについてどのように考えるか」とあるが、ここは重要な論点。株主総会開催時期の見直しにより1ヶ月程度後ろ倒しにすれば対応可能という意見もあったが、全ての企業がそれで対応できるかは疑問。
- 何千社が一斉に1ヶ月ずらしたら、何が起こるかについても考えなければいけない。そもそも株主総会開催の集中を緩和するためには決算期が同じではまずいのではないかとといったことも含めて、広く声を拾い上げなければならない。
- SSBJ 基準の策定が行われており、議論を進めるのには良いタイミングである。財務情報と非財務情報の同時開示についてはSSBJ 基準案でも求められている。そこで求められる非財務情報開示内容の細かさ（粒度）や保証のあり方、例外措置等を含め、SSBJ 基準案へのコメントとして様々な論点が挙がってくると思われるので、うまく歩調を合わせて進めていくことが必要ではないか。
- 全ての企業が一斉に新しい開示体系に移行するのは現実的ではない。企業規模や市場区分などを踏まえて、先行的な企業から導入してもらい、あぶり出されてくるノイズなどを見ながら制度設計を行い、フォロワーがそれを参考にしつつ、何年かかけて段階的に進めていくのが現実的な解なのではないか。
- 「ビジネスモデル」、「戦略」の定義といった話があった。記載すべきことに関する理解は非常に重要だと考えている。何を述べるべき所なのかが伝わらないと、先進企業以外はボイラープレート化してしまうだろう。
- これからは機械判読の時代。日本語の記述を機械が読むのは難しいが、進捗している。今後、タグ付けを細分化させていく際にも、定義の議論は根本的に重要と感じている。
- 一つのレポートに全ての情報を盛り込む体系の方が良さそうではあるが、この理念を理解して、ストーリーを書ける企業は、たとえ3年後、5年後でも限られるのではないか。結局、先進企業は良い開示をし、そうでない企業は難しいという状況が続くのではないか、という気もしている。
- 先進企業以外の企業をどのように望ましい姿に導いていくのが重要。項目を追加して情報を増やすことが目的ではなくなっている。ストーリーを描く、繋がりを意識する、というところを、財務諸表の作成者に理解していただく必要がある。
- 中小規模の企業はアナリストカバレッジが十分でないため、投資に関する情報が著しく少ないという問題がある。機関投資家が投資していないのであればそれでも良いという考え方もあるが、開示を促さないと取組が進まないという面もあるため、一定の取組と開示をこの機に求めていくのが良いのではないか。
- 開示のレベルアップといっても、大手企業と中小企業では全く状況が異なる。中小企業はまず情報を出してもらうこと自体に意義がある。開示ルールは一つであっても、そこに持って行く道筋は、ディスクロージャーの成熟度によって異なるため、丁寧にフォローしていく必要がある。
- 何年か経つと、今重視されている情報の重要性が相対的に低くなっていることも考えられる。有価証券報告書の記載事項が頻繁に変わると、作る方も使う方も混乱するため、投資家に重視される情報だから有価証券報告書に記載するというのではなく、今後重視される情報をあらかじめ先回りして、こういった情報の記載が必要だということを先導していくようなフォーマットのあり方、有価証券報告書の記載項目の決め方も、必要ではないか。環境に

左右されて情報開示をするのではなく、本来こういったものが必要だろうというような議論、情報開示を先導していくような開示フォーマットのあり方を考えても良いのではないか。

- 法定開示に統合報告書やサステナビリティレポートの最低限のコンテンツを記載し、足りない部分は任意開示で補う、つまり範囲の違いで法定・任意を分けるのではなく、開示レベルの違いで法定・任意を分けるという形で進めることができれば、資料のイメージ案1（法定開示と任意開示に分かれた体系）と資料のイメージ案2（法定記事に全ての情報を盛り込む体系）の両方を包含するような開示ができるのではないか。
- 各報告書をモジュール化し、法定開示に任意開示の内容を連携させるようにする仕組みは、技術的には可能だ。一つのレポートに全ての情報を盛り込むことを目指しつつも、最低限の内容から法定開示は始めるべきだ。そして任意開示の内容を取り込めるようにして利用者にとってベストな内容を開示できるのであれば、法定開示と任意開示が分かれていても問題がなくなる。
- 最初から全てが揃った開示を一気に推し進めようとする、いわゆるエビデンスベースの政策評価が難しくなる。任意開示を積極的に行った先進的な企業について、実際のパフォーマンスや株価の動きを調べれば、「この項目の開示には意義がある」、「こういう内容の記述に意味がある」、といったことが事後的に検証できる。情報の利用者から評価された開示項目の範囲や内容が明らかになり、ベストプラクティスが出てきてフォロワーが増えれば、任意開示の部分を多く残したとしても、全体として最適な開示に落ち着くのではないか。
- 開示の充実に関する決定要因は、その大部分は企業規模に帰結する。つまり大企業はできるが、中小企業はできないという結論になってしまう。なので、最初から中小企業にすべての開示を無理強いすることは難しい。任意開示の部分を多く残しておき、各企業が置かれている状況に応じて、徐々に開示内容を充実させることができるという仕組みを提供することこそが規制当局側に求められる姿勢なのではないか。
- 統合報告やサステナビリティレポートのXBRLタグの定義（正確にはタクソノミの作成）についても指摘しておきたい。EDINETタクソノミにおける米国基準のように、大雑把に包括タグを定義して追加するというのはそれほど難しい作業ではないが、詳細タグをどのように扱うかについては色々なアプローチが考えられるため、それほど単純ではない。かつてのEDINETタクソノミではエントリーポイントを介して外部のIFRSタクソノミを取り込んでいたが、現在のEDINETタクソノミにはIFRSの全ての項目が内包されているように、異なる基準を1つのタクソノミの中に同居させることも可能だ。サステナビリティ開示基準の開示のXBRL化についても、EDINETがこれまで行ってきたIFRS項目への対応を参考にすることができるのではないか。
- ダノンの報告書は非常によくできている。有価証券報告書を最初から最後まで読むことはあまりないが、ダノンの報告書であれば読むだろう。その違いは何だろうと考えなければいけない。
- プロジェクトとして、日本の代表的な企業から十数社を選び、投資家にも入ってもらい、精読してもらい、比較考察を行ってみることも一案と考えられる。

お問い合わせ先

経済産業政策局 企業会計室

電話：03-3501-1511（内線 2545）

第2回企業情報開示のあり方に関する懇談会 出席者

(五十音順・敬称略)

(座長)

北川 哲雄 青山学院大学 名誉教授・東京都立大学 特任教授

(メンバー)

井川 智洋 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

榎堀 都 一般社団法人 CDP Worldwide-Japan アソシエイトディレクター、ディスクロージャー

大堀 龍介 一般社団法人 機関投資家協働対話フォーラム 理事

奥野 麻衣子 三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング株式会社 産業創発部 主任研究員

小野塚 恵美 エミナントグループ株式会社 代表取締役社長 CEO

海保 太郎 株式会社日立製作所 法務本部長

梶 昌隆 味の素株式会社 理事 コーポレート本部 IR 室長

加藤 晃 東京理科大学 大学院経営学研究科 教授

菊池 勝也 東京海上アセットマネジメント株式会社 ESG スペシャリスト

許斐 潤 野村証券株式会社 シニア・リサーチ・フェロー兼アドバイザー

古布 薫 インベスコ・アセット・マネジメント株式会社 運用本部日本株式運用部ヘッド・オブ・ESG

坂上 学 法政大学 経営学部 教授

芝坂 佳子 芝坂佳子企業報告研究所 代表

住田 孝之 住友商事グローバルリサーチ株式会社 代表取締役社長 兼 住友商事株式会社 常務執行役員 企画グループ長 CSO

竹ヶ原 啓介 株式会社日本政策投資銀行 設備投資研究所長

武田 周子 カゴメ株式会社東京本社 財務経理部 IR グループ 課長

谷口 岩昭 中外製薬株式会社 取締役上席執行役員 最高財務責任者

富田 秀実 一般社団法人サステナビリティ経営研究所 代表理事

豊田 一弘 シュローダー・インベストメント・マネジメント株式会社 取締役 日本株式運用 総責任者

奈良 沙織 明治大学 商学部 教授

藤木 彩 キャピタル・インターナショナル株式会社 ESG スチュワードシップマネージャー

堀井 浩之 三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社 専務執行役員

松山 将之 株式会社日本政策投資銀行 設備投資研究所 経営会計研究室・地球温暖化研究センター 兼 経営企画部サステナビリティ経営室 主任研究員

三井 千絵 株式会社野村総合研究所 上級研究員
三橋 和之 三菱 UFJ 信託銀行株式会社 資産運用部 副部長兼フェロー
森 洋一 公認会計士
八田 浩一 東京エレクトロン株式会社 IR 室グローバルヘッド

(オブザーバー)

金融庁

株式会社 東京証券取引所

法務省