

金融商品取引法に基づく企業情報開示と コーポレートガバナンス

岡崎 慎吾

(財政金融委員会調査室)

1. はじめに
2. 企業情報開示制度の体系
3. 金商法に基づく開示
4. 金商法とコーポレートガバナンスの関係
5. コーポレートガバナンスと企業情報開示
6. 企業情報開示の今後の課題
7. おわりに

1. はじめに

役員報酬の開示に関して、近時、大手自動車製造会社の最高幹部が金融商品取引法（昭和23年法律第25号）（以下「金商法」という。）の有価証券報告書虚偽記載罪（同法第197条第1項第1号）等¹で逮捕・起訴され、国内外に大きな衝撃を与えた。企業不祥事が相次ぎ、コーポレートガバナンス（企業統治）の強化に向けた環境整備が進められる中で、その実効性を高める更なる方策の検討が求められている。

2019年3月期から、有価証券報告書の開示制度が改正された²。財務情報³や記述情報⁴（非財務情報）などの企業情報の適切な開示（ディスクロージャー）の推進は、投資者⁵等の保護及び資本市場の信頼性確保の観点だけでなく、投資者と企業の建設的な対話を促進し、企業経営の質の向上を図る観点から、コーポレートガバナンス改革の進展においても不可

¹ 金商法の両罰規定により、法人も起訴されている（同法第207条第1項第1号）。当該事案では、会社法（平成17年法律第86号）の特別背任罪（同法第960条第1項第3号）の成否も問題となっている。

² 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年内閣府令第3号）

³ 金商法第193条の2第1項「財務計算に関する書類」において提供される情報をいう。

⁴ 法定開示書類による提供情報のうち、財務情報以外の情報を指すもので、財務情報を補完する役割を果たす。

⁵ 本稿では、主に一般投資家を念頭に「投資者」（金商法第1条）の用語を用いる。なお、適格機関投資家（同法第2条第3項第1号）等のプロ投資家に対する勧誘等については、開示規制が緩和又は免除されている。

欠な前提ともいえる。

企業情報の開示は、金商法、会社法及び金融商品取引所規則等に基づき実施される。金商法と会社法では、それぞれの立法政策的観点から、その立法趣旨に対応した開示制度が整備されており、目的や内容は大きく異なるが、両者が密接に交錯する領域も存在する。したがって、各法領域の改革のみならず、交錯する領域における問題を調整し、効率的かつ効果的に機能する開示制度を全体とし構築していくことは、我が国における資本市場の健全な発展やコーポレートガバナンス改革の観点からも望ましいことである。

本稿では、そうした企業情報の開示制度の体系について金商法を中心に概観し、同法のコーポレートガバナンスとの関わりや、会社法等との交錯領域における課題と従来の取組を概説するとともに今後の改革の在り方についても若干考察したい。

2. 企業情報開示制度の体系

企業情報の開示は、主として法律（金商法及び会社法）に基づき実施されるほか、金融商品取引所⁶の自主規制ルール⁷に基づき実施される（図表1）。また、企業が自らIR（Investor Relations）活動として任意で実施する場合（任意開示）がある。

図表1 企業情報の開示制度（概要）

| | 法定開示 | | 自主規制 |
|--------------|--------------------------|----------------|-----------|
| | 金融商品取引法 | 会社法 | 取引所規則 |
| 客体 | 投資者 | 株主・会社債権者 | 投資者 |
| 目的 | 合理的投資判断に資する情報提供 | 株主・会社債権者への情報提供 | 適時の情報提供 |
| 開示書類 | 有価証券報告書・目論見書等 | 計算書類・事業報告等 | 決算短信等 |
| 虚偽記載等の場合の制裁等 | 刑事罰（懲役・罰金）、民事責任、行政処分、課徴金 | 民事責任、過料 | 上場廃止・違約金等 |

（出所）筆者作成

金商法における開示は、有価証券報告書（同法第24条第1項）等によって行われ、有価証券の発行会社等に対して、投資判断において重要な有価証券及び発行者に関する正確な情報の開示を公平かつ適時に求めることで、投資者を保護するための制度である⁸。

⁶ 有価証券の売買又は市場デリバティブ取引を行う金融商品市場を開設する者をいう（同法第2条第16項）。証券取引所及び金融取引所等を包括する概念である。

⁷ 金融商品取引所の自主規制業務については、金商法第84条以下参照。

⁸ 金商法は、開示情報の真実性確保の観点から、虚偽記載等に対する制裁等として、刑事責任、民事責任及び行政処分に関する規定を置くほか、課徴金制度（同法第172条以下）を設けている。詳細は、長島・大野・常松法律事務所編『アドバンス金融商品取引法（第3版）』（商事法務、2019年）398頁以下。

これに対して、会社法における開示は、計算書類⁹及び事業報告¹⁰（同法第 435 条第 2 項）等によって行われ¹¹、株主に対して会社の財務状況や経営状態等を報告し、議決権等の権利行使の際の重要な判断材料を提供するとともに、会社債権者に対して会社財産や財務状況等を把握するための情報を提供することで、企業の実質的所有者である株主や利害関係者である会社債権者を保護する制度である。

また、金融商品取引所の自主規制ルールである取引所規則に基づく開示は、決算短信等によって行われ、上場会社に対して、有価証券の投資判断に重要な影響を与える企業業績等の情報の提供を適時に求めることにより、投資者を保護する制度である。

3. 金商法に基づく開示

(1) 目的

金商法は、目的規定である第 1 条で「有価証券の発行及び金融商品等の取引等を公正にし、有価証券の流通を円滑にするほか、資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等を図¹²」ることによって、「国民経済の健全な発展及び投資者の保護に資する」ことを目的とし¹³、そのための方策の柱の一つとして、「企業内容等の開示の制度を整備すること」を掲げている。ここで「投資者の保護」とは、投資による損失の保護ではなく、投資者の自己責任原則¹⁴を妥当させる前提として、投資者に対して投資対象や取引等に関する正確な情報の提供が保障されることを意味する。企業情報の開示は、投資者が合理的な投資判断を行うための制度的基盤であり、そうした状態が達成されている限りでは、市場機能を通じて資本という資源の効率的な配分が実現される¹⁵。

(2) 開示制度の概要

ア 企業内容等の開示

金商法では、有価証券の発行者¹⁶その他の者に対して、投資者の投資判断に役立つ企業情報の開示を義務づけている。企業内容等に関する開示は、その中心を構成する。有価証券が金融商品市場に提供され（発行市場）、あるいは流通している場合（流通市

⁹ 貸借対照表、損益計算書、株主資本等変動計算書及び個別注記表からなる（会社法第 435 条第 2 項、会社計算規則（以下「会計規」という。）第 59 条第 1 項）。

¹⁰ 事業年度中の会社の状況を説明する報告書。会社法施行規則（以下「会施規」という。）第 118 条以下参照。

¹¹ 定時株主総会の招集通知の際に、書面又は電磁的方法により提供される（直接開示：同法第 437 条、会施規第 133 条）。

¹² 「資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等を図り」という目的は、2006 年に証券取引法（昭和 23 年法律第 25 号）が金商法に改正される際に追加されたものであり、金商法が資本市場の機能発揮を重視した「市場法」の性格を有することが明らかにされている。

¹³ 目的規定の解釈については、「国民経済の健全な発展」と「投資者の保護」の関係の理解等をめぐって見解の対立がある。黒沼悦郎『金融商品取引法』（有斐閣、2016 年）13 頁以下、岸田雅雄ほか『注釈金融商品取引法（第 1 巻）定義・情報開示』（金融財政事情研究会、2011 年）2 頁以下、山下友信「金融商品取引法の規定内容と適用範囲」山下友信・神田秀樹編『金融商品取引法概説（第 2 版）』（有斐閣、2017 年）8 頁等参照。

¹⁴ 投資判断の結果を投資者に帰属させることをいう。黒沼悦郎『金融商品取引法入門（第 7 版）』（日本経済新聞出版社、2018 年）26 頁。

¹⁵ 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—」（2018. 6. 28）（以下「金融審議会 DWG 報告 2018」という。）1 頁

¹⁶ 原則として、有価証券を発行し、又は発行しようとする者をいう（金商法第 2 条第 5 項）。

場)に、当該有価証券の情報(証券情報)やその発行主体に関する情報(企業情報)の開示が求められる。

(ア) 発行市場における開示(発行開示)

発行市場では、証券情報と企業情報の開示が行われる。発行者(企業)は、発行価額又は売出価額の総額が1億円以上の有価証券の募集¹⁷又は売出し¹⁸を行う場合に、原則として¹⁹、証券情報や財務諸表等の企業情報を記載した有価証券届出書²⁰を内閣総理大臣²¹に²²提出しなければならない(金商法第4条第1項)。開示は、公衆縦覧によって行われる(同法第25条)²³。また、有価証券届出書等の情報に基づいて作成され、投資者に直接開示される目論見書²⁴(同法第13条第1項)の作成も義務づけられる。

(イ) 流通市場における開示(継続開示)

流通市場においては、定期的な開示が要求され、企業情報の開示がその中心となる。上場有価証券の発行者等の一定の者²⁵は、基本的に、事業年度ごとに会社の事業及び経理の状況等を記載した有価証券報告書²⁶(同法第24条第1項)の提出が求められる。開示は、公衆縦覧によって行われる(同法第25条第1項)。また、当該会社の属する企業集団及び当該会社に係る財務計算に係る書類その他の情報の適正性を確保するための体制について評価した内部統制報告書(同法第24条の4の4)、事業年度を3月ごとに区分した期間ごとに、企業業績等に係る情報を記載した四半期報告書²⁷(同法第24条の4の7)及び財政状態や経営成績に著しい影響を与える事象等が発生した場合に、遅滞なく、その内容を記載した臨時報告書²⁸(同法第24条の5第4項)の提出が求められる。

イ 公開買付けに関する開示

¹⁷ 新規発行証券について、50名以上の者に対して取得の勧誘がなされる場合が「募集」となる(同法第2条第3項第1号、金商法施行令(以下「施行令」という。)第1条の5)。

¹⁸ 既発行証券の売付けの勧誘等を50名以上の者に対して行う場合が「売出し」となる(同法第2条第4項第1号、施行令第1条の8)。

¹⁹ 本稿では、開示規制対象となる原則的な場合について説明する。

²⁰ 証券情報では、有価証券の種類ごとの権利内容や発行価額等について、企業情報では、企業の概況、事業の状況、提出会社の状況、経理の状況等が、それぞれ開示される(同法第5条第1項、開示府令第8条)。

²¹ 内閣総理大臣による金融庁長官への権限の委任については、金商法第194条の7第1項、金融庁長官による財務局長等への委任については、同条第6項参照。

²² このほか金融商品取引所等にも提出(写し)が求められる(同法第6条)。

²³ 提出先である財務局や金融商品取引所で公開されるほか、EDINET(Electronic Disclosure for Investors' Network: 金商法に基づく有価証券報告書等の開示書類に関する電子開示システム)による開示等が行われる(同法第27条の30の2以下)。

²⁴ 金商法は、投資者に必要な情報が確実に伝達されるように、公衆縦覧(間接開示)に加えて、投資者に直接交付することを求めている(直接開示)。

²⁵ 有価証券届出書提出義務等の適用を受けた有価証券の発行会社、当該事業年度又は4年以内に株主が1,000名以上で資本金5億円以上の会社等(同法第24条第1項等)。

²⁶ 有価証券報告書は、継続開示の基本であり、記載される主な内容は、企業の概況、事業の状況、経理の状況など投資者の投資判断に有用な企業情報である。事業年度経過後3月以内に提出しなければならない(同法第24条第1項)。なお、有価証券届出書と有価証券報告書における企業情報等の記載事項は、共通するものが少なからずあるため、両開示書類で組込方式(同法第5条第3項)等による開示の統合がなされている。

²⁷ 四半期報告書は、四半期終了後45日以内に提出しなければならない(施行令第4条の2の10第3項)。なお、提出が義務づけられるのは上場会社だけである。

²⁸ 有価証券報告書提出会社は、有価証券の募集又は売出しを外国において行うとき、その他公益又は投資者保護のため必要かつ適当な事由があるときは、その内容を記載した臨時報告書を遅滞なく提出する必要がある(同法第24条の5第4項、開示府令第19条)。

公開買付け²⁹を行う者は、広く投資者に公開買付けへの参加の機会を保障するために、公開買付開始公告（同法第 27 条の 3 第 1 項）を行うと同時に、公開買付届出書（同条第 2 項）等の提出が求められる。また、投資判断資料を豊富にするために、対象会社は意見表明報告書の提出が義務づけられている（同法第 27 条の 10 第 1 項）。これらの報告書も、公衆縦覧される³⁰。

ウ 株券等の大量保有の状況に関する開示

特定の上場会社の株券等の保有割合が 5 %を超えた場合の保有者は、大量保有報告書（同法第 27 条の 23 第 1 項）の提出が求められる（大量保有報告制度³¹）。市場の需給関係の変動や支配関係の変動によって他の投資者が損害を被る可能性に対処³²する等³³のため、発行会社ではなく、投資者に情報開示義務を課す制度である。

エ 委任状勧誘に関する開示

企業買収等で他の株主に対する委任状の勧誘等が行われる場合³⁴があり、これが上場会社の株式についてなされる場合には、金商法が特別の開示義務を定めている（同法第 194 条）³⁵。相手方株主に対して、委任状用紙及び代理権授与に関して参考となるべき事項を記載した書類の交付が求められる。委任状勧誘の過程での情報開示により、投資判断に有益な情報を有価証券保有者に伝えることなどがその制度趣旨である。

オ 金融商品取引所等における開示に関する規律³⁶

法定開示のほか、金融商品取引所等は、運営する金融商品市場に上場する金融商品の発行会社に対して、取引所規則等によって、当該会社に関する重要な情報を遅滞なく公表すること（タイムリー・ディスクロージャー：適時開示）を求めている³⁷。例えば、東京証券取引所（以下「東証」という。）は、有価証券上場規程（以下「上場規程」という。）により、会社で決定した事項や発生した事実、決算情報（決算短信等）、業績予想等の開示を求めている³⁸。

（3）会社法における開示制度との関係

²⁹ 不特定かつ多数の者に対し、公告により株券等の買付け等の申込み又は売付け等の申込みの勧誘を行い、取引所金融商品市場外で株券等の買付け等を行うことをいう（同法第 27 条の 2 第 6 項）。

³⁰ 同法第 27 条の 14 第 1 項、発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令第 33 条等

³¹ いわゆる 5 %ルールと呼ばれ、1990 年の改正で導入された。

³² 大量保有者に係る情報（目的、売買）は対象会社の支配関係や市場の需給関係にも影響を与えることから、投資者の投資判断における重要なファクターとなる。

³³ このほか、発行会社の経営者に対して大量保有に関する情報を提供し、対策を講じるための機会等を与えることも目的として挙げられる。加藤貴仁「大量保有報告制度」山下友信・神田秀樹編・注 13・247 頁。

³⁴ 株主は、代理人による議決権行使ができるが、委任状の交付が必要である（会社法第 310 条第 1 項）。

³⁵ 施行令第 36 条の 2 以下及び上場株式の議決権の代理行使の勧誘に関する内閣府令参照。

³⁶ 金商法に基づく開示制度ではないが、金商法の規制対象である金融商品取引所が規律する開示ルールであり、便宜ここで説明する。現在、金商法等の制定法（ハードロー）だけでなく、自主規制である上場規則や後述するコーポレートガバナンス・コードなどのいわゆる「ソフトロー」による規律が重要な役割を担っている。

³⁷ 投資者に対する情報開示をより迅速に実現するものであり、内部者取引を防止するなど、市場の公正性と健全性を確保することが目的である。久保大作「企業内容等の開示」山下友信・神田秀樹編・注 13・149 頁。

³⁸ 東証上場規程第 402 条以下参照。適時開示すべき事項の多くは、金商法第 166 条第 2 項（内部者取引規制）で「重要事実」として挙げる事項と同様である。こうした企業情報の開示は、TDnet（Timely Disclosure network：適時開示情報伝達システム）等によって行われる（東証上場規程第 414 条第 1 項）。

金商法及び会社法に基づく開示制度は、いずれも企業情報の開示に向けた制度でありながら、立法趣旨や制度目的等の違いを反映した相違点が多く存在する³⁹。前述の発行開示の局面では、規制対象行為、情報開示の対象⁴⁰、開示内容等が異なり、例えば、開示内容は、金商法では、投資判断に影響を及ぼし得る事項が対象となるのに対して、会社法では、株主権の内容やこれに影響を及ぼす事項が対象となる。また、継続開示の局面では、金商法では、既存株主に加えて、株主になり得る投資者に対して広く情報を提供するため、会社法の場合と比較して、開示内容がより広範囲に及ぶ傾向にある⁴¹。

もともと、両制度で規制事項が交錯する領域や、開示事項が重複する項目もあり⁴²、規制内容の調整や開示項目の整理を要すると考えられる領域もある⁴³。それらに起因する課題等については後述する。

4. 金商法とコーポレートガバナンスの関係

(1) コーポレートガバナンスの議論の展開

コーポレートガバナンスは、いかなる形態で企業経営を監視する仕組みを設けるかという問題である⁴⁴が、従来、我が国においては、企業不祥事の多発によって、専ら不正行為の防止の観点から議論が行われてきた経緯がある⁴⁵。

もともと、近年は、企業不祥事の再発防止と並んで、企業の収益性・競争力の向上（効率性）の観点から、その在り方について様々な議論がなされている⁴⁶。これは、バブル崩壊後の長期経済不況における従来の経営の在り方に対する反省やコーポレートガバナンスに対する欧州等における議論の影響等から、企業の収益性や効率性を重視する企業統治の捉え方⁴⁷が拡大してきたことによる。

³⁹ 金商法は、投資者保護と国民経済の健全な発展を目的とした経済法に属し、会社法は株主や債権者等の会社の関係者の私的利害を調整する私法であり、両者はその本質を異にする法領域であるとされている。

⁴⁰ 会社法では、資金調達に関わる者を対象とするが、金商法は、潜在的な投資者を広く対象とする。

⁴¹ 例えば、金商法では、連結財務諸表の作成が求められるが、会社法では、金商法上の継続開示をしている会社のみ求められる（会社法第444条第3項）。また、金商法上の財務諸表では、資金収支と資金残高をまとめたキャッシュ・フロー計算書（財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則第110条以下）の作成が義務づけられるが、会社法では計算書類に含まれない（同法第435条第2項、会計規第59条第1項）。この他、配当政策や最近の株価の推移等は、金商法上でのみ開示の必要がある。

⁴² 株主や社債権者は、金商法上の投資者にも該当し、株主権の行使が同時に投資判断でもあること等による。

⁴³ なお、手続重複を避ける趣旨から、金商法上の開示があれば会社法上の開示が免除されるという調整が行われている場合がある。例えば、会社法では、株主総会終結後に遅滞なく貸借対照表や損益計算書について公告する必要があるが、有価証券報告書を提出する会社については、これが免除される（同法第440条第4項）。また、株式発行の際に、会社法では、募集事項の開示を要求する（同法第203条第1項）が、有価証券届出書等により情報開示している場合には、公告は不要となる（同法第201条第5項、会施規第40条）。

⁴⁴ 神田秀樹『会社法（第20版）』（弘文堂、2018年）179頁。コーポレートガバナンスという用語は、国や論者によって多義的に用いられるが、ここでは近年の議論のうす勢も踏まえて、「会社経営の適法性を確保し、収益性を向上させるために、会社経営者に適切な規律づけを働かせる仕組み」（大杉謙一「第4章 機関」伊藤靖史ほか『会社法（第3版）』（有斐閣、2015年）198頁）として論ずる。

⁴⁵ コーポレートガバナンスの概念が用いられる契機となったのは、米国における大規模な会計不正等による企業不祥事である。

⁴⁶ 神田秀樹・注44・179頁、久保田安彦「わが国におけるコーポレート・ガバナンスをめぐる議論の展開」『法律時報』（日本評論社、1135号）（2019.3）11頁、田中亘『会社法（第2版）』（東京大学出版会、2018年）154頁等。

⁴⁷ こうした捉え方は、企業の不祥事を防止する「守りのガバナンス」に対して、「攻めのガバナンス」とも表

こうした傾向を受けて、政府においても、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図る観点から、コーポレートガバナンスの強化を経済政策における重点施策として掲げてきた。「日本再興戦略改訂 2014」では、同戦略における鍵となる施策の一つとしてコーポレートガバナンスの強化が掲げられ、日本企業の中長期的な収益性・生産性を高めるため、経営者のマインドを変革し、グローバル競争に打ち勝つ「攻め」の経営判断を後押しする仕組みの強化の重要性が強調された⁴⁸。これに続く「日本再興戦略改訂 2015」⁴⁹及び「日本再興戦略 2016」⁵⁰においても、コーポレートガバナンス改革が成長戦略の最重要課題として位置づけられ、その後の「未来投資戦略 2017」⁵¹、「未来投資戦略 2018」⁵²及び「成長戦略実行計画」⁵³においても改革の強化に向けた方針が掲げられるとともに、関連する施策が展開されている。

(2) 金商法とコーポレートガバナンス

上記のような企業統治をめぐる議論の展開において、コーポレートガバナンスに関わる具体的規律に親和的であるのは、取締役会等の企業の統治形態や内部統制の在り方を規定し、出資者たる株主や会社債権者保護を図るための諸制度を定める会社法の領域と考えられる。コーポレートガバナンスは、本来的には会社内部の意思決定に関わる問題だからである。

これに対して、金商法は、前述のとおり、企業内容等の開示制度や金融商品取引業者に対する規制等を通じて、有価証券発行等の公正、有価証券の流通の円滑化、金融商品等の公正な価格形成等を図ることで国民経済の健全な発展と投資者保護を図ることを主眼としている⁵⁴。このため、コーポレートガバナンスを規定する基本的な法的枠組みは会社法を主軸に形成されることになる⁵⁵。

現される。

⁴⁸ 2014年6月24日閣議決定。その具体的施策の一つが、東証による「コーポレートガバナンス・コード」の策定支援等の取組等である。

⁴⁹ 2015年6月30日閣議決定。そこでは、「攻め」のコーポレートガバナンスの更なる強化のために、「投資家に対する企業情報の開示が迅速かつ効率的になされるよう、会社法、金融商品取引法、証券取引所上場規則それぞれが定める情報開示ルールの見直しを行い、中長期的な企業価値の創造に向けた企業と投資家の建設的な対話を促進する」ことが強調された。

⁵⁰ 2016年6月2日閣議決定。コーポレートガバナンス改革が、引き続きアベノミクスのトップアジェンダとして位置づけられ、「企業と投資家の建設的な対話の基盤となる企業の情報開示の実効性・効率性の向上等」を図ることが企業価値向上に向けた重要施策の一つとして掲げられた。

⁵¹ 2017年6月9日閣議決定。コーポレートガバナンス改革を「形式」から「実質」へ深化させるため、企業と投資家の建設的な対話の促進に向けた取組の強化方針が示された。

⁵² 2018年6月15日閣議決定。

⁵³ 2019年6月21日閣議決定。日本企業の競争力や信頼性のより一層の向上のため、グローバルスタンダードに沿ったコーポレートガバナンスの更なる強化策として、上場子会社のガバナンス改革方針が示された。

⁵⁴ 本文3(1)参照。なお、金商法上の開示制度は、証券発行者の企業行動を公正にすることを直接の目的とするものでなく、企業行動の公正化に有益であっても、投資者の投資判断に重要でないものは、金商法により開示を要求されるものではない(川口恭弘『金融商品取引法への誘い』(有斐閣、2018年)97頁)。

⁵⁵ 金商法を所管する金融庁におけるコーポレートガバナンスに係る政策立案について、その所掌事務との関係から消極的に捉える指摘もある(例えば、江頭憲治郎「会社法制の将来展望」上村達男編『企業法制の現状と課題』(日本評論社、2009年)123頁等)。

しかし、近時においては、会社法における規制事項について、金商法で規律する領域⁵⁶や金商法が補完あるいは重疊的に規律する領域も増加しており⁵⁷、かかる状況はコーポレートガバナンスに関わる事項（例えば、コーポレートガバナンス体制、役員報酬、株主総会の議決権行使結果など）についても同様である⁵⁸ ⁵⁹。これは、会社法と金商法による規制が上場会社に対する規律という領域では共通していることに加えて、これまでの会社法制に基づく内部的なコーポレートガバナンスだけでなく、金商法により規律を受けた資本市場を通じたガバナンスの確立という観点が重要な視座として認識されるようになったこととも密接な関係があると考えられる。

（３）金融商品取引所によるコーポレートガバナンス強化の取組

金融商品取引所も、コーポレートガバナンス強化の取組を実施しており、金商法が会社法やコーポレートガバナンスと深く関連する要因の一つともなっている。例えば、東証は、上場企業に対してコーポレートガバナンス報告書を徴求するとともに、その情報開示を行っている⁶⁰。その報告書では、コーポレートガバナンスに関する基本的な考え方やコーポレートガバナンス・コード⁶¹に関する事項を記載することを求めている⁶²。同報告書の特徴を活かし、法定開示である有価証券報告書を補足することで、より充実した企業情報の開示が行われることが期待されている。

５．コーポレートガバナンスと企業情報開示

（１）複数法制の交錯領域

コーポレートガバナンスの規律が複数の法的枠組みによってなされ（前記４（２））、企業情報の開示も、複層化した制度の下で実施される結果、コーポレートガバナンスに関わる企業情報の開示も、以下に例示するように交錯する領域がある。

ア コーポレートガバナンスの状況

⁵⁶ いわゆる「金商法の会社法化」と指摘される（例えば、公開買付規制等）。

⁵⁷ こうした立法政策の妥当性については、保護法益の視点から十分な検証が必要であるとの指摘もある。例えば、川口恭弘「開示（ディスクロージャー）規制」『ジュリスト』（有斐閣、1512号）（2017.11）44頁等。

⁵⁸ 例えば、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～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて～」（2009.6.17）を踏まえた開示法制の改正により、コーポレートガバナンスに関連する諸事項について、より詳細な情報開示が継続開示で求められることとなった。

⁵⁹ 松井秀征「コーポレート・ガバナンスをめぐる法的規律の諸層」『法律時報』（日本評論社、1135号）（2019.3）9頁以下。金商法における内部統制報告書制度導入等に際して参考にした米国のSOX法（Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act：上場企業会計改革及び投資家保護法）においても、開示規制を超えて、会社法で規定すべきコーポレートガバナンスの根幹に関連する規制（会社組織及び権限分配等）を採用している。

⁶⁰ 東証上場規程第204条第12項第1号、第211条第12項第1号、東証上場規程施行規則第211条第4項等

⁶¹ 東証は、2015年6月に株主やステークホルダーの利益を考慮したコーポレートガバナンスを実現する諸原則（基本原則等の73項目）を「コーポレートガバナンス・コード（以下「CGコード」という。）」にまとめた（2015年6月1日施行、2018年6月1日改訂）。その中で、「適切な情報開示と透明性の確保」に関する原則が定められている（情報開示については、基本原則3以下参照）。東証は、コーポレートガバナンス原則を企業行動規範にも組み入れ、上場会社に対して「原則を実施するか、実施しない場合はその理由を説明する」（コンプライ・オア・エクスプレイン）ことを求めている。

⁶² 東証上場規程施行規則第211条第4項、第226条第4項

会社法は、事業報告において、会社の状況に関する重要な事項、内部統制システムの整備・運用状況、会社の支配に関する基本方針など、コーポレートガバナンスの状況に関わる事項の開示を幅広く求めている⁶³。

他方、金商法は、株主の議決権行使結果というコーポレートガバナンスの根幹に関わる事項の開示を臨時報告書で求めている（同法第 24 条の 5 第 4 項⁶⁴）。また、「コーポレート・ガバナンスの状況等」についても有価証券報告書における「提出会社の状況」の内容として記載を求めている⁶⁵。

イ 内部統制

会社法は、大会社（同法第 2 条第 6 号）等に内部統制システムの整備を義務づけており（同法第 348 条第 3 項第 4 号、同条第 4 項、第 362 条第 4 項、同条第 5 項）、上記アのとおり、その決定内容の概要や運用状況等の開示を求めている。

他方、金商法は、2006 年改正で、内部統制報告書⁶⁶・確認書⁶⁷及び内部統制監査報告書制度を導入し、有価証券報告書提出会社に対して内部統制報告書の提出を義務づけている（同法第 24 条の 4 の 4）。ここでは、会社法におけるような内部体制一般ではなく、「当該会社における財務報告が法令等に従って適正に作成されるための体制⁶⁸」が評価対象となっている⁶⁹。

ウ 取締役等の報酬等⁷⁰

会社法は、公開会社（同法第 2 条第 5 号）の取締役の報酬等（同法第 361 条第 1 項）を事業報告で開示することを求めている（同法第 435 条第 2 項）。報酬等の額は、役職ごとに総額と員数を開示すれば足り、個々の取締役の報酬額の開示は任意である^{71 72}。

これに対して、金商法は、役員報酬等が経営者のインセンティブ構造等の観点から投資者等にとって重要な情報である⁷³ことから、上場会社等における報酬額が 1 億円以上⁷⁴

⁶³ 会社法第 435 条第 2 項、会施規第 118 条以下

⁶⁴ 開示府令第 19 条第 2 項第 9 号の 2

⁶⁵ 開示府令第 3 号様式。2003 年に新設された。

⁶⁶ 財務計算に関する書類その他の情報の適正性を確保するための体制の有効性を評価した報告書であるが、会社経営陣による自己評価であるため、会社と特別の利害関係のない公認会計士又は監査法人の監査証明を受ける必要がある（金商法第 193 条の 2 第 2 項）。

⁶⁷ 上場会社等は、有価証券報告書の記載内容が金商法令に基づき適正であることを確認した旨を記載した確認書を有価証券報告書と併せて提出する必要がある（同法第 24 条の 4 の 2 第 1 項、開示府令第 17 条の 10）。

⁶⁸ 財務計算に関する書類その他の情報の適正性を確保するための体制に関する内閣府令第 3 条

⁶⁹ 会社法上の内部統制と金商法上の内部統制との関係及び後者の制度趣旨等については議論がある。

⁷⁰ 取締役の報酬等は、お手盛りによる弊害の危険があるが、他方で会社の業績を高める動機づけの重要な手段でもあり、その在り方はコーポレートガバナンスにおける重要な論点となっている。田中亘・注 46・258 頁。

⁷¹ 会施規第 119 条第 2 号、第 121 条第 4 号

⁷² 会社法上における開示規制の強化の必要性を指摘するものとして、例えば、伊藤靖史「取締役報酬に関する規律の現状と課題」『ジュリスト』（有斐閣、1495 号）（2016. 7）38 頁など。なお、法制審議会の答申「会社法制（企業統治関係）の見直しに関する要綱」（第 183 回会議（2019. 2. 14））では、会社役員報酬等に関して、「公開会社における事業報告による情報開示に関する規定の充実を図るものとする」とされている。

⁷³ お手盛り防止の観点から報酬決定手続を規定している点や規制違反に対する私法的効力などに鑑みれば、報酬額の開示規制は、会社法による規律に馴染むとも考えられるが、報酬額は経営規律の保持のみならず企業業績の向上に向けた役員等のインセンティブにも関係する点で、投資判断における重要な情報であることを勘案すれば、金商法による開示規制も合理的であると考えられる。なお、CGコードにおいても、報酬の適切なインセンティブ付与を求め、報酬決定方針や手続の開示を求めている（原則 3-1、4-2 等）。

⁷⁴ 開示府令の改正により、2010 年から有価証券報告書では、連結報酬等の総額が 1 億円以上の役員について、

の役員について、個々人の種類別（基本報酬、ストック・オプション、賞与、退職慰労金等）の報酬額の開示を求めている⁷⁵。

エ 政策保有株式

取引先の株式を相互に保有するなどの政策保有株式⁷⁶については、議決権の空洞化を防止し、経営の透明性を高めるために、その削減が従来から企業統治の重要なテーマとなっている。このコーポレートガバナンスの根幹ともいえる課題については、会社法での規制ではなく⁷⁷、金商法による規律がなされており、上場会社に対して政策保有株式に関する一定の情報開示を求めている。これにより保有の合理性の検証が促され、資本市場の規律を通して、その縮減が図られることが期待されている^{78 79}。

オ 公開買付け

公開買付けは、株式取得による支配権獲得の一場面であり、株主や買収者等の利害関係者の利益調整が必要となるが、かかる状況において、公正な取引ルールを設定しているのは金商法である⁸⁰。公開買付規制は、そもそも開示規制の一つとして立法されたものの、その後の義務的公開買付け（金商法第27条の2第1項第1号）や全部買付義務（同第27条の13第4項）等の導入により、当該規制の位置づけが、会社支配権の取得に伴う株主保護規制などに変質しているとされている。こうした会社法的な観点からの実体的な規制については、金商法による規制に馴染まないという指摘もある⁸¹。

カ 大量保有報告

金商法上の大量保有報告制度は、開示事項が株価に影響を与え得るという考え方にに基づき、市場に対する情報提供という目的から、純粋な開示規制として導入された。しかし、この制度も公開買付制度の位置づけの変化等に伴い、会社の支配権に関する開示に重点をシフトしており、規制の意味が変質しつつあるという指摘もなされている⁸²。

報酬額の個別開示が必要となった。もっとも、一律に1億円を基準とすることには異論もあり、開示範囲の拡大による規制強化の主張もある。国会における議論としては、第196回国会参議院財政金融委員会会議録第6号24頁（2018.3.23）。

⁷⁵ 開示府令第15条第1号イ、第三号様式（記載上の注意）（38）、第二号様式（同）（57）

⁷⁶ 法令上の定義はないが、上場企業が、純粋な投資ではなく、取引先との関係維持等の目的で保有する場合等をいう。株式を相互保有するケースが多いが、一方の企業だけが保有する場合もある。1960年代に拡大し、バブル崩壊後は金融機関を中心に圧縮傾向にあるが、事業会社では削減は進んでいないとされる。

⁷⁷ 会社法では、相互保有株式の規制について、公正な議決権行使を確保する観点から、議決権比率が25%以上の場合に議決権行使を制限する規律を設ける（同法308条第1項かつこ書、会施規第67条）が、株式の相互保有自体は制限していない。

⁷⁸ 2010年から、純投資以外の目的で保有する上場株式に関する事項が、有価証券報告書の記載事項となった。

⁷⁹ 2018年6月に改訂されたCGコードでは、政策保有株式の縮減方針等を示すとともに、保有の適否の検証・開示等を求め、当該保有株式に係る議決権行使の適切な対応のための具体的な基準策定・開示等を求めている（原則1-4）。

⁸⁰ 株式取得による支配権獲得の場合、会社法の規制は及ばないため、金商法上の公開買付規制は利害関係者の利益調整のための公正なルール構築の役割を担っており、「広義の会社法」の一部を構成するものとなっている、と指摘される。川口恭弘・注54・63頁。

⁸¹ 例えば、山下友信・注13・58頁以下参照。こうした問題意識に関しては、2014年の会社法改正に際し、公開買付規制違反者に対する議決権行使の差止請求権の法定化が見送られた際の議論が参考になる。例えば、大杉謙一「金融商品取引法違反行為と株主総会の議決権行使」『法律時報』（日本評論社、1070号）（2014.3）42頁以下。なお、国会における議論として、第186回国会衆議院法務委員会議録第14号10頁（2014.4.23）。

⁸² 会社支配をめぐる法的規律に関わり実質的な会社法の一部でもあると指摘される。山下友信・注13・11頁。

キ 委任状勧誘

金商法上の委任状勧誘規制は、金融商品取引とは直接的には関係の希薄な規律であり、会社法に対する補完関係がより明確な規律であるとされている。金商法に基づく委任状勧誘を行っている場合は、会社法上の議決権書面行使制度の適用が除外されており（会社法第 298 条第 2 項ただし書）⁸³、機能的には書面による議決権行使制度と非常に接近していると指摘されている。

（２）開示制度の法体系と今後の課題

このような金商法と会社法による交錯領域の増加などの状況を踏まえ、かかる規制方法の是非やその意義を改めて検討する必要性が高まっているとする立法論的観点からの指摘がある⁸⁴。特に、コーポレートガバナンスの根幹に関わる領域の問題について、会社法ではなく金商法等によって規律することについては、検討の必要性があるとも指摘されている。

資本市場を取り巻く環境が大きく変化する中で、開示制度の法体系が、そうした変化に的確に適応していくためには、現行制度の枠組みの在り方について、各規律の趣旨や保護法益等を踏まえつつ、ソフトローとの機能分担も含めて、今後も必要な検討を加えていくことが必要であろう⁸⁵。

6. 企業情報開示の今後の課題

（１）開示事項の共通化等と一体的開示

ア 従来からの指摘

企業情報の開示が、金商法と会社法に基づいて実施される結果、開示事項の重複（事業報告・計算書類（以下「事業報告等」という。）と有価証券報告書）による非効率や事務負担の過重などの問題⁸⁶が指摘されてきた。また、その開示時期についても、有価証券報告書の開示が効果的なタイミングで行われていないなどの課題が指摘されてきた⁸⁷。このため、開示制度を何らかの形で一元化すべきとする主張⁸⁸や、各開示書類における記載事項の共通化や内容の合理化を図り、その自由度を高めることで、より効率的かつ効果的な開示制度を構築すべきであるとの指摘がなされてきた。

また、記載事項の共通化や内容の合理化を図ることで、両制度に基づく開示書類を一

⁸³ 会施規第 64 条、施行令第 36 条の 3

⁸⁴ 例えば、松井秀征・注 59・4 頁、川口恭弘・注 57・44 頁、山下友信・注 13・59 頁以下、松尾健一「ハードローによるコーポレート・ガバナンス」『法律時報』（日本評論社、1135 号）（2019.3）18 頁以下等。

⁸⁵ 山下友信・注 13・59 頁以下は、会社法に属する規制が金商法で増加している状況について分析を加えつつ、そうした規制について、「資本市場法の問題であると同時に会社法の問題でもあるということを常に認識してルール形成についての政策判断をする必要がある。」と指摘する。

⁸⁶ このほか、有価証券報告書と決算短信の記載内容の重複等に起因する課題等が指摘されてきた。

⁸⁷ 企業情報開示について、年度開示を例に時系列的にみれば、一般的には、事業年度終了後に決算短信が公表され、定時株主総会前に事業報告等が提供され、当該株主総会後に有価証券報告書が開示される流れとなっている。株主が株主総会前に資料内容を検討するために十分な時間を確保する観点からは、通常は株主総会後に提出される有価証券報告書を総会前に開示することが望ましいと指摘されている。

⁸⁸ 国会審議における議論としては、例えば、第 186 回国会衆議院財務金融委員会議録第 11 号 9 頁（2014.5.9）、第 186 回国会参議院法務委員会議録第 15 号 30 頁（2014.5.15）等。

体的な書類として開示することも容易になる⁸⁹ことから、より効果的なタイミングでの開示が可能となるような環境整備の必要性も指摘されてきた^{90 91}。

イ これまでの取組

こうした課題に対応するため、政府は、現行制度上においても金商法と会社法の要請を充足する一体的な開示資料の作成が可能であることを前提に、有価証券報告書と事業報告等の記載内容の共通化に係る検討を行ってきた。「日本再興戦略改訂 2014」において、一体的な作成・開示への実務的対応の検討等の方針を示し、「日本再興戦略改訂 2015」では、統合的開示に向けた検討等の実施方針を示した。金融審議会 DWG 報告 2016 では、記載内容の共通化や一体化に向けた取組の必要性を提示し、「日本再興戦略 2016」及び「未来投資戦略 2017」では、かかる報告を土台にして、「会社法、金商法、証券取引所上場規則に基づく制度開示の項目の整理や重複解消等を行うことによる、国際的に見て最も効果的かつ効率的な開示の実現及び株主総会日程・基準日の合理的な設定のための環境整備を 2019 年前半を目途に実現することを目指す」ことが指針として示された。その後の検討を経て、2017 年 12 月には、事業報告等と有価証券報告書の一体的開示のための環境整備の一環として、開示事項が類似・関連する 15 項目⁹²について、可能な範囲で共通化を図ることが示された^{93 94}。

ウ 今後の課題

以上のような取組は、一体的開示を志向する企業に向けた効果的な支援策となることが期待されているが、そうした取組が企業に浸透し、企業側の試行的取組を拡大させていくためには、関係省庁による連携の強化と企業に対する継続的な支援が求められる。

一体的開示の取組を更に進めることも重要である。開示項目の共通化については、既に取組が行われている 15 項目以外についても広げる方向で検討を進めるとともに、

⁸⁹ 一体的開示には、①開示項目の共通化を行った上で、各法律に基づく二組の開示資料を順次開示する場合と、②両法律の要請を充足する一組の開示資料を同時に開示する場合等が想定される。

⁹⁰ 株主総会の開催時期の弾力化、総会資料の電子化、事業報告等の早期提供等が挙げられる。CGコードにおいても、総会開催日等の日程の適切な設定に言及している（補充原則 1-2③）。総会開催時期については、我が国では、多数の企業が事業年度末日（決算日）を 3 月に設定し、総会議決権や剰余金の配当受領権等の基準日（会社法第 124 条）もこれに合わせていることから、6 月末日までに株主総会を開催しなければならない（基準日の効力は 3 箇月を超えることができない（同法第 124 条第 2 項））。このため、総会開催を 7 月以降に設定するためには、基準日をより遅い時期に設定するなどの措置を講じる必要がある。

⁹¹ 欧米諸国の開示実務では、米国は、早い時期に任意様式のアーニングリリースを公表し、その後、株主総会までに十分な期間において証券法に基づく詳細な年次報告書を開示し、これを基に作成した総会資料を提供している。欧州（英・仏・独）も、早い時期に任意様式で作成したアーニングリリースを公表し、その後、会社法に基づく総会資料と証券法に基づく年次報告書の内容を事実上 1 つの書類として作成し、総会までに十分な期間において詳細な情報開示を行っている。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—建設的な対話の促進に向けて—」（2016. 4. 18）（以下「金融審議会 DWG 報告 2016」という。）2 頁。

⁹² 例えば、開示府令第三号様式における「主要な経営指標等の推移」「事業の内容」、「関係会社の状況」、「大株主の状況」、「ストックオプション制度の内容」、「役員の状況」、「役員の報酬等」等。

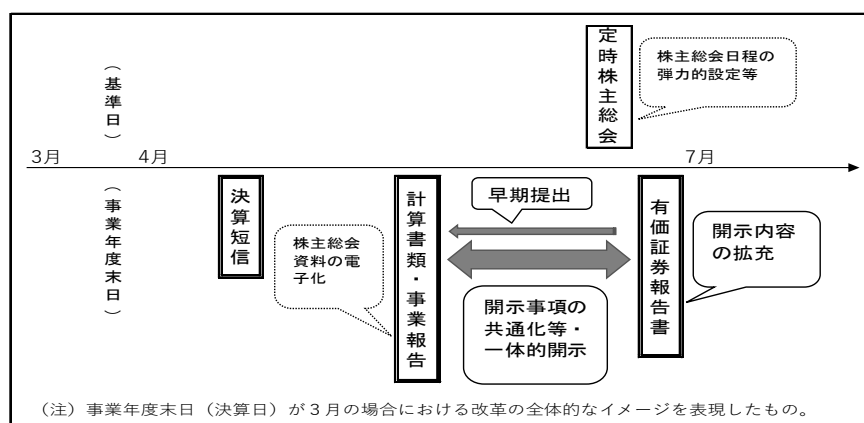
⁹³ 内閣官房、金融庁、法務省、経済産業省「事業報告等と有価証券報告書の一体的開示のための取組について」（2017. 12. 28）。2018 年 12 月には、一体的開示を行おうとする企業の試行的取組を支援するため、一体的開示のための記載例等が公表された（内閣官房、金融庁、法務省、経済産業省「事業報告等と有価証券報告書の一体的開示のための取組の支援について」（2018. 12. 28））。

⁹⁴ こうした動きに関連する国会審議における議論としては、例えば、第 196 回国会衆議院予算委員会第一分科会議録第 2 号 4 頁（2018. 2. 26）等。

記載項目の整理や内容の合理化も併せて検討することが求められる。その上で、そうした一体的開示に向けた取組を制度的に後押しする観点からも、事業報告等の記載事項を含む有価証券報告書（一体書類）が電子情報（EDINET）により株主総会前に開示された場合の会社法上の取扱い等についても、制度改革を含む今後の検討が求められる。

また、開示時期の問題については、現行制度上は有価証券報告書の株主総会前の提出が可能となっており⁹⁵、そうした取組を行う企業も徐々に増加していることから、企業側の更なる対応が求められるとともに、株主総会の開催時期の弾力的な設定等に向けた環境整備等も今後検討すべき課題となる（図表2）。

図表2 これまでの取組と改革のイメージ



（出所）筆者作成

（2）企業情報開示の更なる拡充

ア 開示内容の充実化

開示制度の充実を図るためには、上記のような開示内容の調整等に加えて、開示内容を拡充させることが不可欠である。投資者と企業の対話をより深化させるためにも、開示内容の更なる見直しが課題となっている。政府は、今般、金融審議会DWG報告2018⁹⁶を踏まえ、開示内容の充実化を図るため、役員報酬や政策保有株式等のガバナンス情報、会計監査に関する情報、経営方針等の記述情報等における開示内容の改正を行った^{97 98}。

（ア）役員報酬等

役員報酬等に関する開示は、これまでも改革の取組が進められてきた⁹⁹。もっとも、報

⁹⁵ 有価証券報告書の添付書類について、株主総会に報告予定等の計算書類等の添付を可能にすることで、有価証券報告書の株主総会前の提出が可能となっている（開示府令第17条第1項第1号口等）。

⁹⁶ 前掲注15

⁹⁷ 前掲注2。なお、金融庁「企業情報の開示の充実に向けた取組み」（2019.3.27）参照。

⁹⁸ 金融庁は、今般の開示内容の改正に加え、記述情報の開示の考え方を整理し、望ましい開示に向けた取組を提示したプリンシプルベースのガイダンス「記述情報の開示に関する原則」（2019.3.19）を策定するとともに、「記述情報の開示の好事例集」を公表した。

⁹⁹ 役員報酬の内容の開示は、2003年から求められることとなったが、その後の関心の高まりを受けて、2010年には、役員報酬額や算定方法の決定方針、役員ごとの報酬総額、報酬種類別の総額等の開示項目が追加される見直しが行われた。

報酬が企業価値の向上に対する貢献度合いに見合っておらず、コーポレートガバナンス上の要請に適合していないとの指摘や、業績と報酬との関係性の検証資料や報酬等の算定方式に関する詳細な情報提供が必要であるとの主張がなされてきた。

そこで、今般の改正では、報酬決定等の方法やその考え方を具体的に分かりやすく記載することを求めるとともに、報酬決定のプロセスの客観性や透明性が検証できるような記載等を求めることとなった¹⁰⁰。

(イ) 政策保有株式

政策保有株式の開示¹⁰¹については、従来から、保有目的の記載が定型的かつ抽象的で、政策保有目的と純投資目的の区別も曖昧であるとの指摘があった。また、保有目的や保有計画に関する詳細な開示や、全ての政策保有株式の経済的合理性に関する開示を求める要望等も出されてきた。

そこで、今般の改正では、純投資と政策投資の区別の基準や考え方、政策保有に関する方針や目的・効果、保有の合理性の検証方法、取締役会等における議論の状況、個別の政策保有株式に関する戦略や事業内容との関連付けなどの記載を求めるとともに、個別銘柄の開示対象も 30 銘柄から 60 銘柄に拡大した¹⁰²。

(ウ) 会計監査に関する情報

会計監査に関する情報開示は、投資判断の基礎となる財務情報の信頼性確保の観点からも重要であり、投資者に対して分かりやすく提供される必要がある¹⁰³。

そこで、今般の改正では、会計監査に関する開示内容の充実を図る観点から¹⁰⁴、会計監査に関する情報として、適正な監査の確保に向けて監査人と行っている取組等の記載を求めるとなった。また、有価証券報告書における総覧性向上の観点から、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等の記載を求めるとともに、監査役会等の活動状況に関する情報として、監査役会の開催頻度や主な検討事項等の開示を求めるとなった¹⁰⁵。

(エ) 記述情報¹⁰⁶ (非財務情報)

記述情報の拡充に関しては、企業の将来性の評価に資する情報が必要であり、そのためには、経営戦略や長期的リスク情報等について財務情報と有意に関連づけた記載が求められること、経営戦略の適切性の確認には経営者の説明 (MD & A¹⁰⁷) が不可欠

¹⁰⁰ 開示府令第二号様式 (記載上の注意) (57)。本件改正は、2019 年 3 月期から適用されている。

¹⁰¹ 2010 年から資本金 1% 超 (30 銘柄未満の場合は、保有額上位 30 銘柄まで) の銘柄について、銘柄名や銘柄ごとの保有株式数、貸借対照表計上額、保有目的の記載が求められた。

¹⁰² 開示府令第二号様式 (記載上の注意) (58)。本件改正は、2019 年 3 月期から適用されている。

¹⁰³ 企業価値の判断は、財務情報により基礎づけられることから、財務情報の信頼性を高めるために会計監査の果たす役割は重要である。

¹⁰⁴ 会計監査の信頼性確保に向けた「会計監査の在り方に関する懇談会」提言 (2016. 3. 8) では、企業の適正な監査の確保に向けた監査人との取組状況等についての株主への適切な情報提供が必要であるという観点から、有価証券報告書等における会計監査に関する開示内容の充実が提言された。

¹⁰⁵ 開示府令第二号様式 (記載上の注意) (56)。2020 年 3 月期から適用 (一部は 2019 年 3 月期から適用等)。

¹⁰⁶ 記述情報は、財務情報以外の情報 (注 4 参照) をいうが、経営者の経営戦略を理解し、財務情報の分析や将来の業績予測を行うための重要な情報を提供する。

¹⁰⁷ Management's Discussion and Analysis (経営者による討議と分析)

であること、リスク情報は、その要因だけでなく、具体的影響やリスクマネジメントの記載が必要であること等の指摘がなされてきた。

このため、今般の改正では、経営方針・経営戦略等については、経営環境についての経営者の認識の説明を含め、事業内容と関連づけた記載を求めるとともに、事業等のリスク情報については、当該リスクが顕在化する可能性の程度や時期、事業への影響の内容等の記載を求めることとなった¹⁰⁸。

イ 今後の課題

企業情報の開示の充実は、健全な企業経営の基盤強化をもたらす（守りのガバナンス）とともに、投資者の適切な投資判断と企業との建設的な対話を通じた企業価値の向上をもたらすこと（攻めのガバナンス）が期待されている。そのためには、形式的内容にとどまる開示情報の「量」の拡大ではなく、当該開示の趣旨に合致し、実質的内容を伴った開示情報の「質」の向上が、引き続き今後の重要な課題となる。特に、近年関心の高まっている記述情報（非財務情報）の更なる拡充¹⁰⁹については、開示企業等の負担や開示による萎縮効果等も勘案しながら、より質の高い企業情報の開示に向けた取組を継続的に行うことが求められる。

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約3割¹¹⁰を占める状況の中で、そうした投資者と企業との対話の深化を図るための情報提供も重要な課題である。企業との連携によるEDINETの英文情報の充実を図るとともに、財務情報や記述情報の中で特に海外からの関心が高い分野等について英文による開示を求めることも、今後引き続き検討すべき課題である¹¹¹。

7. おわりに

本稿では、主に金商法の視点から、その企業情報開示制度とコーポレートガバナンスとの関係について論じてきた。コーポレートガバナンス改革が、経済成長戦略における重要な支柱として位置づけられる中で、金商法における企業情報の開示制度も、資本市場における効率的な資源配分を実現するための制度的な基盤として、その重要性を増している。会社法制との制度間の調整やソフトローとの連携を図りながら、開示制度が全体として効率的かつ効果的に機能するべく更なる改革が求められる。

（おかざき しんご）

¹⁰⁸ 開示府令第二号様式（記載上の注意）(30)(31)(32)等。2020年3月期から適用（一部は2019年3月期から適用等）。

¹⁰⁹ 浜田宰「近時の非財務情報への関心の高まりと任意開示の動向」『旬刊商事法務』（商事法務研究会、No. 2206）（2019. 8. 5）97頁以下は、無形資産の重要性の増加や環境問題等への関心の高まり等から、非財務情報の開示の充実への要請が今後も引き続き高い水準で持続することを予測するとともに、非財務情報の義務づけの限界の観点から、任意開示を通じた非財務情報の開示の充実を図る重要性を指摘する。

¹¹⁰ 東証ほか「2018年度株式分布状況調査」（2019. 6. 26）によれば、2018年度の外国法人等による株式保有比率は29.1%と20年前（1998年14.1%）の水準の2倍以上に及ぶ。

¹¹¹ CGコードにおいても、「自社の株主における海外投資家等の比率も踏まえ、合理的な範囲において、英語での情報の開示・提供を進めるべき」（補充原則3-1②）として、英文による開示への取組を促している。