会社役員のための法律実務問題研究会（3 月度例会）
企業と投資家との建設的な対話の促進とディスクロージャー制度の改革 [1]

2019 年 3 月 25 日
清原国際法律事務所
代表弁護士・ニューヨーク州弁護士　清原　健

現在、ディスクロージャー制度の在り方が大きく変貌しようとしている。それを適切に理解するうえで、企業と投資家の建設的な対話の促進を促進する面を併有する制度という観点から考えることがより良い理解につながると考えられるため、本講演のタイトルを「企業と投資家との建設的な対話の促進とディスクロージャー制度の改革」としたものである。

１　ディスクロージャー制度をめぐる近時の動向

1.1　転換期にあるディスクロージャー制度

変貌しつつあると述べた現在の状況を考えるうえで、近時の動向を概観して現在の状況を位置付けることから本日の検討を始めたい。

安倍政権の発足後、2014 年に**スチュワードシップコード**（以下「SS コード」）が導入され、次いで 2015 年に**コーポレートガバナンス・コード**（以下「CG コード」）が導入された。それぞれ、その 3 年後、SS コードは 2017 年に、また CG コードは 2018 年 6 月に、改訂がなされて現在に至っている。

CG コードは、2015 年の導入後、上場企業の間で一定の定着をみたものといえるが、上場会社におけるコーポレート・ガバナンスの取組みをより実質的なものへと深化させていくため、フォローアップ会議において、SS コードと CG コードの実効的なコンプライ・オア・エクスプレインを促すため、CG コード改訂とあわせて、2018 年 6 月に「**企業と投資家との対話ガイドライン**」（以下「対話ガイドライン」）が策定された。

対話ガイドラインは、企業と投資家の建設的な対話において、重点的に議論されることが期待される事項を取りまとめたものであるが、「形式」から「実質」へと向かうガバナンス改革を推進するうえで、とても重要なツールといえる。もしかしたら、上場企業の役員や実務担当者にとって、主な関心が CG コードに向かってしまうあまり、対話ガイドラインはやや手薄になっているかもしれないが、対話ガイドラインは CG コードを補充する性質をもつものであるため、CG コードと併用することが肝要である。

両コードの導入後、その流れを反映して、建設的な対話の促進という考え方がディスクロ

[1] 講演者は金融審議会の専門委員（DWG メンバー）として 2018 年 6 月公表の「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～」の討議に参加しているが、本稿において、意見にわたる部分は講演者個人の見解であり、DWG の意見ではない。

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2019

ージャー制度の在り方を議論する際にも取り込まれるようになったことは、１つの大きな特徴といえる。具体的には、2016 年 4 月に公表された「**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**」（以下「2016 年報告」）の副題にこの考え方が反映されている。ただし、2016 年報告は、対話を促進するという観点が示されつつも、併存する開示制度間の関係の整理等にその重点があり、具体的には、東京証券取引所の決算短信等、会社法上の事業報告等、金融商品取引法の有価証券報告書等の複数の開示制度での整理と**フェアディスクロージャー・ルール**の導入を提言するものであった。すなわち、企業と投資家との建設的な対話の促進に向けてとの副題が付されていたが、いわば開示制度の入口のところの議論が中心となっており、実質面の議論はその次の 2018 年 6 月のディスクロージャーワーキング・グループ報告まで待たねばならなかった。

2018 年 6 月に公表された「**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～**」（以下「DWG 報告」）は、内容面でかなり踏み込んだ提言をとりまとめたものであり、記述情報の開示の充実に向けた提言、コーポレート・ガバナンスに関する開示の充実に向けた提言において、取締役会等の活動状況の開示の提言がなされたほか、会計監査に関する情報開示の充実に係る提言の内容も多岐にわたり、「投資判断」に重要な情報を提供することとともに「建設的な対話」の促進を促すディスクロージャーという観点からの数多くの重要な提言を行っている。講演者は、金融審議会専門委員として DWG 報告に向けた議論に参加したが、本報告は我が国のディスクロージャー制度の質的な転換を促すものであり、現在開示制度は転換点にあると考えている。

本日の講演の主な項目（順不同）

- **開示制度の転換期**:ディスクロージャーWG 報告（2018 年 6 月）の示す改革の方向
- 非財務情報/**記述情報の開示の充実**（経営方針・経営戦略、MD&A、リスク情報）と経営会議・取締役会等での議論の深化
- **コーポレート・ガバナンスの状況の開示の充実**～取締役会、委員会、監査役会等の「**活動状況の開示**」
- **会計監査に関する情報の開示の充実**（監査報告書の「監査上の主要な検討事項」等）
- 「投資判断」に重要な情報の提供と「**建設的な対話**」**の促進**
- その他の重要な事項

1.2　会計監査に関する動向

ディスクロージャーは財務情報と非財務情報/記述情報とから構成されるものであり、記述情報の開示の充実とともに財務報告の適正さを担保する会計監査制度に関する改正動向を検討することが、ディスクロージャー制度の適切な理解には不可欠である。

会計監査に関して、2011 年のオリンパス事件の発覚後、企業会計審議会により、監査における**不正リスク対応基準**が 2013 年 3 月に導入された（なお、講演者は、企業会計審議会

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2019

監査部会の臨時委員として、不正リスク対応基準の策定に至る審議に関与した）。[2]

その後、2015 年に発覚した東芝の不正会計事件を受けて、「**会計監査の在り方に関する懇談会**」（いわゆる「あり方懇」）の提言が 2016 年 3 月に取りまとめられ、その枠組みをベースとして、その後各種の制度改正が実施されている。

（参考）「会計監査の在り方に関する懇談会」提言の概要

５つの柱	施策の枠組み	実施状況と展望
監査法人のマネジメントの強化	・監査法人のガバナンス・コード（大手上場企業等の監査を担える監査法人を増やす環境整備）	・監査法人のガバナンス・コード ⇒ コードの遵守状況の開示 ・コードの適用による監査法人の監査品質の向上等
会計監査に関する情報の株主等への提供の充実	・企業による会計監査に関する開示の充実 ・会計監査の内容等に関する情報提供の充実	**・有価証券報告書の記載事項の改正・開示の充実** ・当局による情報提供の充実 ・監査報告書の透明化、監査人の説明・情報提供の充実 **・監査人の交代理由等の開示の充実**
企業不正を見抜く力の向上	・会計士個人の力量の向上と組織としての職業的懐疑心の発揮 ・不正リスクに着眼した監査の実施	・教育研修の充実、ＯＪＴ等 ・監査基準・不正リスク対応基準・品質管理基準の実施の徹底
「第三者の眼」による会計監査の品質のチェック	・監査人の独立性の確保 ・当局の検査・監督態勢の強化 ・日本公認会計士協会の自主規制機能の強化	・監査法人のローテーション制度についての調査 ・監督の枠組みの見直し ・協会における制度の見直し・機能強化
高品質な会計監査を実施するための環境の整備	**・企業の会計監査に関するガバナンスの強化** **・実効的な内部統制の確保** ・監査における IT の活用	**・各企業での取組み** **・内部統制報告制度の運用と実効性の検証** ・大手監査法人におけるデータ・ＡＩの活用活発化の動き）

同提言では、会計監査の信頼性確保に向けて講ずるべき取組みについて、５つの柱に分けて整理されているが、「監査法人のマネジメント強化」という１つ目の柱の具体的な施策として、2017 年 3 月、「**監査法人の組織的な運営に関する原則**」（いわゆる監査法人のガバナンス・コード）がとりまとめられた。（これにより、日本は、英国等と並んで、SS コード、CG コードと監査法人のガバナンス・コードの３つのコードが揃った国の１つとなった。）

[2] 監査部会では、不正会計への対応策を議論する過程で当時の課題が議論され、その１つとして、不正の疑義がある場合の調査・監査のための時間の確保に向けた制度の見直しの必要性という問題があったが、有価証券報告書等の提出期限の延長の承認に関して、2013 年 6 月に企業内容等開示ガイドラインの 24－13 が新設される形で解決された。並行して、東証による有価証券報告書等の提出期限にかかる上場廃止基準の見直し、特設注意市場銘柄制度の見直し等があった。

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2019

他の４つの柱のうち、上場企業の実務に直接関連する施策を含むものとして、「会計監査に関する情報の株主等への提供の充実」と「高品質な会計監査を実施するための環境の整備」の２つがある。前者に関連して、2018 年 7 月、企業会計審議会により「**監査基準の改訂に関する意見書**」が取りまとめられ、**監査上の主要な検討事項**（Key Audit Matters、いわゆる「KAM」）を監査報告書に記載し、監査意見に至る監査プロセスの透明性の向上が図られることとなった。さらに、2019 年 1 月、会計監査についての情報提供の充実に関する懇談会（いわゆる「充実懇」）による報告書「**会計監査に関する情報提供の充実について**」がとりまとめられ、[3]会計監査の信頼性確保に向けて、透明性の向上が進展すると期待される。

２　ディスクロージャー・ルールの改正： 2016 年報告と 2018 年報告の概要

2.1　「ディスクロージャーWG 報告～建設的な対話の促進に向けて～」（2016 年 4 月）

2016 年報告では、企業と株主・投資者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に制度の見直しを進めるとして、制度間での開示の記載内容の整理・共通化・合理化を図る。考え方として、①制度の目的・役割を踏まえた記載内容を整理し、②同種の開示項目・内容についての記載の共通化するとともに、③記載の重複や過重なものを合理化することを提言していた。

開示制度の目的・役割についての整理		
決算短信	事業報告等	有価証券報告書等
重要な会社情報を投資者に対して迅速かつ公平に提供することで、健全な証券市場の形成に寄与し、もって投資者保護に資するもの	所有と経営の分離により会社の財務状況等を一般に知ることが困難である株主に対して、会社の会計や事業活動の経過及び成果を報告し、議決権等の権利行使をする際の重要な判断材料を提供するとともに、原則として会社財産が唯一の引き当てとなる会社債権者に対して、会社の財務状況等を正しく判断できるようにするための情報を提供し、もって株主及び会社債権者の保護に資するもの	投資者の投資判断に必要かつ重要な情報を提供することで、金融商品取引等の公正を確保し、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り、もって投資者保護に資するもの。

[3] 講演者も充実懇のメンバーとして議論に参加しているが、本稿において意見にわたる部分は講演者個人の見解であり、充実懇の意見ではない。

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2019

具体的な施策として、決算短信/四半期決算短信の見直しについて、速報性に着目して記載内容削減するとともに、監査/四半期レビューが不要である点を明確化していた。

事業報告等に関しては、経団連ひな型に即する必要ないことを明確にし、有価証券報告書との記載の共通化・一体化を容易にする方向性を示した。

有価証券報告書等に関しては、経営方針等[4]や経営者による経営成績の分析（MD&A）等の記載の充実の提言がなされていた。

上記を受け、2017 年 1 月に**企業内容等の開示に関する内閣府令の改正**が公表され、開示内容の共通化・合理化され、非財務情報の開示充実に関しては、「業績等の概要」や「生産、受注及び販売の状況」を「MD&A に統合」することとなり、2017 年 2 月に東証からは「**決算短信・四半期決算短信の様式の自由度向上の見直しのための有価証券上場規程の改正**」が公表され、決算短信・四半期決算短信の自由度向上が進められた。

事業報告と有価証券報告書の関係の整理に関しては、2017 年 12 月に「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」が、2018 年 12 月に「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」が公表されるなど、一定の進捗があるともいえるが、最終的な絵姿に至る工程はまだ十分に明確にはなっていない。

なお、2016 年報告の後、同年 12 月にフェアディスクロージャー・ルール・タスクフォースの報告が取りまとめられ、金融商品取引法の改正（2017 年 5 月成立）を通じて、2018 年 4 月からフェアディスクロージャー・ルールは施行された。

2.2 「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 年 6 月）

DWG 報告は、その特徴の１つとして、記述情報（非財務情報と同義）の開示の充実に向けた提言があげられ、開示の充実に向けたポイントが具体的に示されているが、さらにプリンシプルベースのガイダンスの策定を提言していた点も大きな特徴である。（なお、本講演後、2019 年 3 月 19 日に、「**記述情報の開示に関する原則**」と「**記述情報の開示の好事例集**」が金融庁から公表された。）

DWG 報告は、その基本的な考え方として、「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」としたうえで、記述情報の重要性について、

- 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

[4] 2016 年報告は、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が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旨提言していた。

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2019

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の提供を通じて将来の業績の確度を判断する上で重要である[5]

と整理したうえで、DWG 報告では、これを通じて「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」とする。上場企業において、このような意義を理解したうえで、記述情報の開示の充実とともに、投資家との建設的な対話に臨むことは、持続的成長・中長期的な企業価値の向上に向けて有益となろう。

なお、DWG 報告において紹介されていた投資家側の指摘２つにも留意されたい。１つ目は、記述情報において、特に中長期の企業価値評価のために必要かつ十分な情報が提供されることが重要である（DWG 報告・注２）との指摘であり、2 つ目は、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で、その価値は金額的に把握することが困難であり、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（同・注４）との指摘である。前者は、上場企業において、中長期な企業価値向上の観点からの投資家を意識して記述情報の充実を図ることが自社にとっても有益となること、後者は、記述情報の適切な開示が無形資産の適正な評価にもつながること（又は不十分な開示が原因で無形資産が十分に評価されないこともありうること）を示唆するものといえよう。

３　DWG 報告（2018 年 6 月）における開示府令の改正事項以外の主な内容

3.1　英文による情報提供

英文による情報提供について、多くの上場企業が英語版でのアニュアルレポートを作成していながら、有価証券報告書の英訳はきわめて少ない、との問題意識を背景に、企業における有価証券報告書の英訳を慫慂するために、金融庁のウェブサイトで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と方向性が示されていた。2019 年 3 月 8 日、英訳した有価証券報告書を自社ウェブサイト上に掲載している企業の名称および当該ウェブサイトへのリンクの一覧表を、EDINET に掲載した旨のリリースが公表されている（同日付金融庁「**英訳した有価証券報告書を自社ウェブサイト上に掲載している企業の一覧表の公表について**」）。

次に、DWG 報告では、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ことの提言がなされていた。例えば、政策保有株式について、有価証券報告書で開示していながら、英文アニュアルレポート（任意開示）ではその開示がなされていないという場合、記載のない情報に関して、仮に海外の投資

[5] なお、上記①から③は、MD&A に関する米国 SEC のガイダンスで示されていた考え方である。

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2019

家から上場企業に対して、このような開示の不一致は、海外投資家を不利に扱うことになることや、海外投資家をミスリードしたことになるなどの指摘がなされることをも想定して、法的責任のリスクとともに、企業の開示姿勢に対する信頼を損なうおそれがあることを考えておくことが妥当であろう。英語と日本語の間での開示情報の格差は放置せず、その是正に向けて速やかに対応することが妥当であり、本来であれば英文のアニュアルレポートの開示を充実させ、有価証券報告書との間で開示情報のギャップを解消することが望ましい。しかし、すぐにそのような対応ができない（またはそのような対応をする予定がない）場合には、外部法律顧問にも相談のうえ、適切な対策を検討することが必要となろう。[6]

3.2　有価証券報告書の株主総会前の提出

DWG報告によれば、有価証券報告書を株主総会前に提出している会社の数は22社と少数にとどまるとされる。[7]

株主総会前の提出について、株主や投資家からの評価が高まるなどの効果が上記提出会社では認識されている、とのことであり、そのような認識が浸透して株主総会前の提出が拡大していくことが望まれる。

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を考えると、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、あるべき姿ではないか。

また、投資家との企業との対話の促進、議決権の実効的な行使という観点から、各企業において有価証券報告書の株主総会前提出の取組みが求められ、各企業において、対話の状況を踏まえつつ、総会前提出への取組みが求められるというべきであろう。

3.3　重要情報の公表のタイミング

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、現状では、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。この点に関して、DWG 報告では、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おり、重要な情

[6] DWG 報告では、他に③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取組みの実施、④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取組みの実施の提言もなされている。

[7] 2016 年 12 月期から 2017 年 11 月期の決算企業（約 3,600 社）のうち、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の 22 社が株主総会前に有価証券報告書を提出している。（DWG 報告 20 頁）

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2019

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、としている。

3.4　四半期開示について

四半期開示制度をめぐる議論については、DWG 報告では両論を併記したうえで、現時点において四半期開示制度を見直すことは行わずに、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、と整理している。[8]

3.5　沈黙期間について：

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る。日本 IR 協議会の調査では、回答のあった 973 社のうち 73%が沈黙期間を設定しており、そのうち 60%は決算期日から決算発表までを沈黙期間としており（平均日数 36 日）、決算発表日前の一定期間としている企業が 37%（平均日数 27 日）とされる（日本 IR 協議会「第 24 回 IR 活動の実態調査（2017 年）」）。

DWG 報告によれば、沈黙期間中には対話を一切受け付けない企業等がある一方で、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、と紹介する。決算公表前に決算に関する情報の提供ができないのは当然として、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こと、また、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、との DWG 報告の指摘は正鵠を得ている。

[8] 四半期開示の任意化を求める意見としては、投資家や企業の短期的利益志向を助長することや、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などの意見が DWG 報告では紹介されている。

他方、機関投資家側からは、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との意見が示されていたほか、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との指摘が紹介されている。

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2019

4　DWG 報告と改正のポイント①

4.1　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）、リスク情報の開示の充実

記述情報に係る開示の充実を進めるうえで、現状に対する指摘を理解したうえで記載の充実に向けた方策を自律的に検討することが重要である。

DWG 報告において、課題として指摘されていた事項は、①MD&A に関して、計数情報をそのまま記述しただけの記載が多く、経営者視点による分析がなお不十分であること、②MD&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等がある。リスク情報に関する課題として、③一般的なリスクの羅列となっていること、④外部環境の変化にかかわらず数年間記載に変化がないものがあること、⑤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こと等であった。

上記を踏まえ、DWG 報告で示されている記述情報の開示上の留意点と開示府令での改正のポイントをまとめると以下のようになる。

- **今後の経営方針、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。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（DWG 報告）。改正開示府令では、経営環境（企業構造、事業を行う市場の状況、競合他社との競争優位性、主要製品・サービスの内容、顧客基盤等）についての経営者の認識の説明を含めて、事業との内容と関連付けて記載することが求められる。また、優先的に対処すべき事業上・財務上の課題について、経営方針・経営戦略等と関連づけて具体的に記載することが求められている。
- **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資するようにすべきである（DWG 報告）。
- **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（DWG 報告）。
  - 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（DWG 報告）。

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2019

- 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、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（DWG 報告）。改正開示府令では、資金調達の方法及び状況並びに資金の主要な使途を含む資金需要の動向についての経営者の認識を含めて記載することが求められている。
- 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ある（DWG 報告）。改正開示府令では、会計上の見積りや仮定について、不確実性の内容やその変動により経営成績に生じる影響など、経理の状況に記載した会計方針を補足する情報を記載することが求められている。

・ **リスク情報**については、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（DWG 報告）。改正開示府令では、経営成績等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、リスクが顕在化した場合に経営成績等の状況に与える影響の内容、リスクへの対応策などを記載することが求めれていられる。

4.2 プリンシプルベースのガイダンスの背景

DWG 報告では、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の指摘もなされている、との問題意識を背景に、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とする。

そのような考えに立ち、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・取り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、としていた。

4.3 記述情報の開示に関する原則

上記のプリンシプルベースのガイダンスとして、パブリックコメントを経て、記述情報の開示に関する原則が 2019 年 3 月 19 日に公表された。

記述情報の開示に関する原則は、前文において、これが「企業情報の開示について、開示の考え方、望ましい開示の内容や取り組み方を示すもの」であると位置付けたうえで、「開示書類の作成・公表に関与する者には、原則に沿った開示が実現しているか、自主的

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2019

な点検を継続することが期待される」とする。

総論において、記述情報の開示に**共通する事項**として、以下の 2-1 から 2-4 が示され、それぞれに関して、考え方や望ましい開示に向けた取組みが示されている。

【取締役会や経営会議の議論の適切な反映】

2-1.　記述情報は、投資家が経営者の目線で企業を理解することが可能となるように、取締役会や経営会議における議論を反映することが求められる。

【重要な情報の開示】

2-2. 記述情報の開示については、各企業において、重要性（マテリアリティ）という評価軸を持つことが求められる。[9]

【セグメントごとの情報の開示】

2-3. 記述情報は、投資家に対して企業全体を経営者の目線で理解し得る情報を提供するために、適切な区分で開示することが求められる。

【分かりやすい開示】

2-4. 記述情報の開示に当たっては、その意味内容を容易に、より深く理解することができるよう、分かりやすく記載することが期待される。

また、各論において、「1-1 経営方針・経営戦略等」、「1-2 優先的に対処すべき事業上及び財務上の課題」、「1-3　経営上の目線の達成状況を判断するための客観的な指標等」、「2 事業等のリスク」、「3 MD&A に共通する事項」、「3-2 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」、「3-3 重要な会計上の見積り及び当該見積りに用いた仮定」の各項目について、「法令上記載が求められている事項」、「考え方」、「望ましい開示に向けた取組み」という整理に従ってガイダンスが示されている。

4.4　対話ガイドラインの考慮

記述情報の開示の充実を進めるうえで、記述情報の開示に関する原則とともに、対話ガイドラインの項目（特に、「経営環境の返還に対応した経営判断」と「投資戦略・財務管理の方針」）を考慮することは、有用かつ合理的といえよう。上記のとおり、DWG 報告において、「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」とされているからである。

[9] 考え方において、「記述情報の開示の重要性は、投資家の投資判断にとって重要か否かにより判断すべきと考えられる。また、取締役会や経営会議における議論の適切な反映が重要である記述情報の役割を踏まえると、投資家の投資判断に重要か否かの判断に当たっては、経営者の視点による経営上の重要性も考慮した多角的な検討を行うことが重要と考えられる。」と解説されている。

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2019

その際に、CG コードの原則 5-2（経営戦略や経営計画の策定・公表）において、

「経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人材投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。」

とされている点に留意すべきである。また、記述情報の開示の充実に向けて、対話ガイドラインにおいて、

- 経営理念と経営戦略・経営計画等との整合性（対話ガイドライン 1-1）
- 自社の事業リスクなどを適切に反映した資本コストの把握と、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた収益力・資本効率等に関する目標の設定、目標を設定した理由の説明、中長期的に資本コストに見合うリターンをあげているか否か（対話ガイドライン 1-2）
- 新規事業への投資や既存事業からの撤退・売却を含む事業ポートフォリオの見直しについての方針の策定と見直しのプロセス（対話ガイドライン 1-3）

といった事項が対話の重点項目となることを踏まえて、対話に資する情報開示を充実させることが考えられる。

また、投資戦略・財務管理の方針との関連で、記述情報の開示にあたり、

- 資本コストに見合うリターンを中長期的に上げる観点から、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた設備投資・研究開発投資・人材投資等が戦略的・計画的になされているか（対話ガイドライン 2-1）
- 財務管理の方針の適切性（対話ガイドライン 2-2）

などの事項について、投資家が確認するうえで役立つ情報の開示がなされることが期待される。

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2019

5　DWG 報告と改正のポイント②

5.1　コーポレート・ガバナンスの概要等の記載

(1) コーポレート・ガバナンスの概要

改正後の開示府令では、**コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方**を記載したうえで、企業統治の体制の概要及び当該企業統治の体制を採用する理由を具体的に記載することが求められる。また、企業統治体制の「概要」の記載として、設置する機関の名称、目的、権限、構成員の指名（機関の長に該当する者については、役職名の記載、社外取締役・社外監査役に該当する者はその旨、といった事項を記載することになった。

（2）「役員の状況」について

改正により、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」の中に整理された（記載個所の移動）。

（3）活動状況の記載について

DWG 報告は、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との立場に立ち、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、と整理している。そして、企業統治の体制の概要において、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指摘していた。

例えば、報酬決定プロセスの客観性・透明性について、そ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、としている。

他方、監査役会等について（開示内容は後述）、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する一方で（ただし、監査役会等の活動状況に関する開示は、2020 年 3 月期以降）、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・ガバナンス報告書における記載の充実を促す、と実務への配慮から区別して扱う考え方が示されていた。

5.2　東証「コーポレート・バナンスに関する報告書」記載要領の改訂

DWG 報告を受けて、東証のコーポレート・バナンスに関する報告書の記載要領は 2019 年 2 月に改訂された。東証・上場会社宛通知（2019 年 2 月 21 日）では、コーポレート・ガバナンスの実効性向上に向けた投資家と企業との建設的な対話の促進のため、議論の

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2019

内容を含む取締役会並びに指名委員会及び報酬委員会の活動状況について、積極的な記載をご検討ください、としている。

記載要領の改訂後の「指名委員会又は報酬委員会に相当する任意の委員会の有無」の欄において、委員会の活動状況として、開催頻度のほか、主な検討事項、個々の委員の出席状況等の記載が求められることとなった。

「主な検討事項」の記載に関して、東証・「取締役会並びに指名委員会及び報酬委員会の活動状況に関するご質問と回答」（上記の通知に別紙３として添付）では、活動状況の具体的な記載内容については各社の判断に委ねているが、例えば、主な議題や議論の内容について記載することが考えられるとする（Q1 の回答）。[10]

また、「業務執行、監査・監督、指名、報酬決定等の機能に係る事項（現状のコーポレート・ガバナンス体制の概要）」において、

- 取締役会の活動状況（開催頻度、主な検討事項、個々の役員の出席状況等）について記載することが望まれる、とし、
- 指名委員会等設置会社の場合、指名委員会及び報酬委員会の活動状況（開催頻度、主な検討事項、個々の委員の出席状況等）について記載することが望まれる（監査役設置会社及び監査等委員会設置会社の場合における、指名委員会又は報酬委員会に相当する任意の委員会の活動状況については、1（2）取締役関係の⑥の欄に記載）、とするほか、
- 業務執行、監督機能等の充実に向けたプロセスを導入している場合に、その具体的施策等について記載してくださいとし、（例）の欄での記載事項において、「活動状況」の記載を追加するなどの改訂がなされている。

上記以外にも、取締役・監査役の指名や経営陣幹部・取締役の報酬に関する記載について、「手続」の追加や、監査役監査・内部監査について、「監査方針」の追加、会計監査の状況に関する記載事項の追加（監査法人の名称･継続監査期間・業務を執行した公認会計士の氏名・監査業務に係る補助者構成等。主として、有価証券報告書の記載事項の改正と同様のもの）がある。

個別の改正事項については、記載要領の改訂版を参照されたい。

[10] その他、「記載することが望まれます」とは、記載を推奨していることを示していること、「記載することが考えられます」とは、記載が想定される事項を例示列挙していること等の解説がある（Q4 の回答）。

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2019

6　DWG 報告と改正のポイント③

6.1　役員報酬の開示

報酬プログラム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に機能としているか否かは、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。

DWG 報告は、改正前の開示制度についての投資家等からの指摘や英米の報酬開示との比較を紹介したうえで、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、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としする。

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、経営陣のインセンティブとして実際に機能しているか、など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等が開示されるべきとする。

他方、役員報酬の個別開示については、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、と整理している。

改正後の開示府令での開示事項は、次頁の表のとおりであるが、改正された事項は上記の提言と DWG 報告で指摘されていた以下の事項に対応した内容となっている。

- 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

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2019

改正開示府令における開示事項

- 役員の報酬等の額又は算定方法に関する方針の内容及び決定方法（方針を定めていない場合はその旨）
- （報酬等に業績連動報酬*が含まれる場合） 業績連動報酬と業績連動報酬以外の報酬等の支給割合の決定に関する方針を定めている場合には当該方針の内容
- 業績連動報酬に係る指標、当該指標を選定した理由、当該業績連動報酬の額の決定方法
- 役員の報酬等の額又は算定方法に関する役職ごとの方針を定めている場合には当該方針の内容
- （指名委員会等設置会社以外の会社の場合）役員の報酬等に関する株主総会の決議の年月日・決議の内容（2 名以上の役員についての定めの場合、役員の員数を含む）

＊ 当該株主総会の決議がない場合、役員の報酬等について定款で 定めている事項の内容

- 役員区分ごとに報酬等の総額、報酬等の種類別（例えば、固定報酬、業績連動報酬及び退職慰労金等の区分をいう。）の総額及び対象となる役員の員数
- （連結報酬等の総額が 1 億円以上の役員について）役員ごとに、氏名、役員区分、報酬等の総額及び連結報酬等の種類別の額（提出会社役員と主要な連結子会社に区分して記載）
- 業績連動報酬が含まれる場合には、最近事業年度における当該業績連動報酬に係る指標の目標及び実績
- 使用人兼務役員の使用人給与のうち重要なものがある場合には、その総額、対象となる役員の員数及びその内容
- 役員の報酬等の額又はその算定方法の決定に関する方針の決定権限を有する者の氏名又は名称、その権限の内容及び裁量の範囲
- 役員の報酬等の額又はその算定方法の決定に関する方針の決定に関与する委員会（以下「委員会等」）が存在する場合には、その手続の概要
- 最近事業年度の役員の報酬等の額の決定過程における、取締役会（指名委員会等設置会社の場合は報酬委員会） 及び委員会等の活動内容

「業績連動報酬」=利益の状況を示す指標、株式の市場価格の状況を示す指標その他の提出会社又は当該提出会社の関係会社の業績を示す指標を基礎として算定される報酬等

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2019

7　DWG 報告と改正のポイント④

7.1　政策保有株式の開示

DWG 報告では、政策保有株式は、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が、他方、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その他多数の指摘がとりあげられているが、政策保有株式の開示の面に関する指摘事項には特に留意すべきである。

例えば、保有目的の説明が定型的かつ抽象的な記載にとどまり、保有の合理性・効果が検証できないとの指摘があるほか、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は、開示ルール違反のおそれという点ももちろんだが、開示への信頼性を損なうおそれの高い点で回避しなければならない。投資家の視点からは。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いう意見があることにも耳を傾けることが重要であろう。

DWG 報告では、

- 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すべきであること、[11]
- 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り、[12]
- 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[13]

としたうえで、開示の充実に向け、

- 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こと[14]
- 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

[11] DWG 報告（14 頁・注 35）において、説明に際して、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づけて記載されるべきとされていた。

[12] 保有の方針及び保有の合理性を検証する方法の記載、個別銘柄の保有の適否に関する取締役会等における検証の内容の記載（改正後の開示府令　2 号様式「(58) 株式の保有状況」b ）

[13] 改正後の開示府令 2 号様式（58）d の(e)，(f) 参照

[14] 改正後の開示府令 2 号様式（58）d 参照

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2019

こと（開示府令で 60 銘柄とされた）[15]

- 純投資と政策投資の区分の基準や考え方 [16]の明確な説明を求めること
- 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こと[17]

などの提言がされていたものである。なお、利用者に分かりやすい開示を準備していく際には、対話ガイドラインにおいて取り上げられている以下の各項目を考慮すべきである。

・ 政策保有株式について、各銘柄の保有目的や、保有銘柄の異動を含む保有状況が、分かりやすく説明されているか。

・ 個別銘柄の保有の適否について、保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、取締役会において検証を行った上、適切な意思決定が行われているか。そうした検証の内容について分かりやすく開示・説明されているか。

・ 政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な基準が策定され、分かりやすく開示されているか。また、策定した基準に基づいて、適切に議決権行使が行われているか。（以上、対話ガイドライン 4-1）

・ 政策保有に関する方針の開示において、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方を明確化し、そうした方針・考え方に沿って適切な対応がなされているか。（対話ガイドライン 4-2）

[15] 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との提言があり、60 銘柄とされたと考えられる。

[16] 改正後の開示府令 2 号様式「(58) 株式の保有状況」a の 欄では。保有目的が「純投資目的」の投資株式と保有目的が「純投資目的以外の目的」である投資株式の区分の基準及び考え方についての開示が求められる。

[17] 改正後の開示府令 2 号様式（58）e 参照。

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2019

8　会計監査に関する開示の充実

8.1　会計監査に関する開示の充実

「会計監査の在り方に関する懇談会」の提言では、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ていたほか、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」の記載等を提言していた。

DWG 報告は、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、との基本的な立場に立ち、「会計監査の在り方に関する懇談会」提言をも踏まえて、以下の情報開示を求めていた。

- 会計監査に関する情報の充実に向けて、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
- 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
- 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）

8.2　「監査の状況」の記載

改正された開示府令では、監査役監査の状況と内部監査の状況の記載欄とを区別したうえで、監査役監査の状況について、以下の事項の開示を求める。

- 監査役監査の組織、人員（財務及び会計に関する相当程度の知見を有する監査役、監査等委員又は監査委員が含まれる場合には、その内容を含む）及び手続
- 最近事業年度における監査役及び監査役会（監査等委員会・監査委員会）の活動状況（開催頻度、主な検討事項、個々の監査役の出席状況及び常勤の監査役の活動等）

監査役・監査役会の活動状況における「主な検討事項」における記載は、今後の実務で大きな役割を果たす重要なものである。例えば、この項目は、「監査役会等による情報発信を担う項目であり、将来的には、欧州の年次報告書における監査報告書（audit committee report）のような充実した記載による透明性向上も記載される（三井金融庁企画市場局長「監査役会等の活動の「見える化」に向けて（月刊監査役 690 号（2019 年 1 月））とも解説されている。

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2019

また、内部監査の状況では、「内部監査の組織、人員及び手続」、「内部監査、監査役監査及び会計監査の相互連携並びにこれらの監査と内部統制部門との関係」について、具体的かつ分かりやすく記載することが求められる。記載事項について大きな変更はないが、今後は監査役監査の状況の開示の充実も期待される中、特に相互連携に関する開示も充実すると期待される。

8.3 「会計監査の状況」の記載

改正後の開示府令での「会計監査の状況」の記載事項は、DWG 報告を受けて、下記の図のようになった。DWG 報告において、ローテーション制度の導入されていない中で、監査人の独立性の判断において重要な継続監査期間の開示の提言があったほか、企業活動のグローバル化に伴い上場企業の海外子会社の重要性が一層高まることを踏まえて、監査人だけでなく、そのネットワーク・ベースでの監査報酬や非監査業務の開示の提言がなされ、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等について、有価証券報告書の開示事項に取り込まれるべき等の提言がなされていたものである。

開示府令での「会計監査の状況」の記載事項

- 監査人の名称、継続監査期間、業務を執行した公認会計士の氏名、監査業務の補助者の構成
- 監査人の選定の理由:選定に当たって考慮すべきとしている方針（監査人の解任・不再任の方針を含む）を含めて具体的に記載& 事業報告に記載・記載すべき監査人の業務停止処分に係る事項があるときは、その内容を記載したうえで、当該監査人を選定した理由を記載
- 最近 2 連結会計年度等において監査人の異動があった場合、その記載（臨時報告書に記載した事項も記載）
- 監査役・監査役会が監査人の評価を行った場合、その内容
- 監査報酬:監査証明業務と非監査業務に区分した報酬額、非監査業務の内容＊
  - ➢ 監査人と同一のネットワークに属する監査法人に支払った監査報酬についても、区分して同様に記載
- さらに、連結会社の監査証明業務に基づく報酬として重要な報酬がある場合に具体的にわかりやすく記載
- 監査報酬の方針の概要（定めている場合）
- 監査役会等が監査報酬額に同意した理由

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2019

9　会計監査に関する開示の充実

9.1　監査報告書の透明性向上　～監査上の主要な検討事項～

これまでの短文式の監査報告書は、監査意見に至る監査のプロセスに関する情報が十分に提供されていない（「ブラック・ボックス」）との指摘があったところである。2018 年 7 月の監査基準の改訂により、2021 年 3 月期から、適正意見を表明する場合に、監査報告書に「監査上の主要な検討事項」（KAM）が記載されることとなった（早期適用は 2020 年 3 月期から）。監査上の主要な検討事項が決定されるプロセスは、次のとおりである。

まず、監査人は、監査の過程で監査役等と協議した事項の中から、

- 特別な検討を必要とするリスクが識別された事項、又は重要な虚偽表示のリスクが高いと評価された事項
- 見積りの不確実性が高いと識別された事項を含め、経営者の重要な判断を伴う事項に対する監査人の判断の程度
- 当年度において発生した重要な事象又は取引が監査に与える影響

等について考慮した上で、特に注意を払った事項を決定し、当該決定を行った事項の中からさらに、当年度の財務諸表の監査において、職業的専門家として特に重要であると判断した事項を絞り込み、「監査上の主要な検討事項」として決定することとなる。

上記に示すとおり、監査の過程で監査役等と協議した事項から監査上の主要な検討事項が決定される点に鑑みれば、監査人と監査役等とのコミュニケーション・連携の重要性が今後一層高まることとなる点に留意が必要である。[18]

監査上の主要な検討事項の開示は、監査人が実施した監査の透明性を向上させ、監査報告書の情報価値を高めることにより、次のようなことが期待される。

- 財務諸表利用者に対して監査のプロセスに関する情報が、監査の品質を評価する新たな検討材料として提供されることで、監査の信頼性向上に資すること
- 財務諸表利用者の監査や財務諸表に対する理解が深まるとともに、経営者との対話が促進されること
- 監査人と監査役等の間のコミュニケーションや、監査人と経営者の間の議論を更に充実させることを通じ、コーポレート・ガバナンスの強化や、監査の過程で識別した様々なリスクに関する認識が共有されることによる効果的な監査の実施につながること

[18] 監査上の主要な検討事項（KAM）の導入に向けて、「監査基準の改訂に関する意見書」に対応する監査基準委員会報告書 701「独立監査人の監査報告書における監査上の主要な検討事項の報告」が 2019 年 2 月 28 日に公表された。これに伴い複数の監査基準委員会報告書が改訂されたが、監査基準委員会報告書 260「監査役等とのコミュニケーション」も改訂されている。同 260 は、監査役等にとっても重要性が高いものであり、是非内容を確認されたい。

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2019

監査人が監査報告書に「監査上の主要な検討事項」を記載することと、企業による開示との関係についての整理に関して、企業会計審議会「監査基準の改訂に係る意見書」(2019年７月）の前文では以下のように整理されている。

「企業に関する情報を開示する責任は経営者にあり、…監査人が「監査上の主要な検討事項」を記載するに当たり、企業に関する未公表の情報を含める必要があると判断した場合には、経営者に追加の情報開示を促すとともに、必要に応 じて監査役等と協議を行うことが適切である。この際、企業に関する情報の開示に責任を有する経営者には、監査人からの要請に積極的に対応することが期待される。また、取締役の職務の執行を監査する責任を有する監査役等には、経営者に追加の開示を促す役割を果たすことが期待される。」

9.2　会計監査に関する情報提供の充実

「監査上の主要な検討事項」（KAM）は、適正意見の場合において監査報告書に記載され、監査プロセスの透明性の向上につながると期待されるものである。これに対し、金融庁・会計監査についての情報提供の充実に関する懇談会（座長・八田進二青山学院大学名誉教授）(充実懇）のとりまとめた報告「会計監査に関する情報提供の充実について」(2019年１月 22 日）は、限定付適正意見、意見不表明、不適正意見といった通常とは異なる監査意見の場合における監査人の説明・情報提供の充実を中心に議論したものである。[19]

同報告書の「おわりに」の記述は、監査意見に関して、関係者に期待される事項を以下のように整理しており、関係者において今後の対応を考えるうえで参考となろう。

監査人に関して

「会計監査に関する説明・情報提供を充実させることは、財務諸表利用者の会計監査に対する理解を深め、監査の品質に対する評価をより適正に行うことを可能とし、会計監査の品質の向上、ひいては、会計監査の信頼性確保につながるものである。

監査人は、今後、監査報告書において、「監査上の主要な検討事項」の記載が求められることも踏まえ、財務諸表利用者の意思決定に有用な情報をわかりやすく提供することを意識した、積極的な説明・情報提供に努めることが期待される。」

企業側に関して

「企業側においても、会計監査に対する信頼性が、企業の財務報告に対する信頼性に直結する問題であることを認識し、監査人の説明・情報提供に対し、進んで協力する姿勢が求められる」

[19] 報告書の公表と同日、日本公認会計士協会の副会長名で、金融庁・会計監査についての情報提供の充実に関する懇談会報告「会計監査に関する情報提供の充実について」の公表があった旨の通知がなされ、会員に向けて報告のポイントが要約され記載されている。

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2019

監査役等に関して

「とりわけ、監査役等は、株主の負託を受け、独立の立場で経営者の職務執行を監査する立場として、監査人による説明・情報提供が適切に行われることで財務諸表利用者にとって会計監査の有用性が高まるよう、公平・公正な視点で監査人との連携を図ることが期待される」

報告書は、監査人による会計監査に関する情報提供の充実を主題とするものであるが、企業側において、経営陣のみならず、取締役・取締役会において、財務報告の信頼性の確保に向けた監査人の行動に対する理解と協力が求められる点にも留意が必要である。

9.３　監査人の交代に関する説明・情報提供

監査人の交代において、現状の臨時報告書や適時開示における開示に関して、多くの事例で「任期満了」と記載されているなど、

- 必ずしも実質的な交代理由や交代に至る経過が説明されていないのではないか、
- 交代理由等に関して企業と前任監査人との間で認識の違いがある場合における説明・情報提供が不十分ではないか、

との指摘がある、というの問題意識が示されている。公認会計士・監査審査会が監査事務所のモニタリングから把握した実質的な理由として、監査報酬、監査人選定に関する方針（監査人の継続年数の長期化の見直し等）、監査チームに対する不満（不正対応や過年度決算訂正等に関する監査人の対応や、監査チームの硬直的な対応、監査工数増加、経験の浅いスタッフが多く関与している等）、監査人からの辞任等（企業側の業務の内容や規模の拡大、株主の異動や不正の発覚に伴う監査リスクの高まり）や、企業側の不適切会計等による監査人側からの辞任等、監査人との見解相違等による企業側からの解約等がある旨報告されている（「平成 30 年版 モニタリングレポート」70-72 頁）。

財務諸表利用者の視点を踏まえた考え方の整理

監査人の交代理由及びこれに対する監査人の意見は、財務諸表利用者にとって、監査上の懸念事項の有無や監査品質に影響する事象の有無を把握する上で重要な情報であり、企業及び監査人は、臨時報告書において、実質的な内容を記載することが必要との指摘がある、とする。

そのうえで、充実懇の報告書は、以下のように整理する。

- 監査人の任期が通常１年で終了することからすれば、「任期満了」との記載は、交代理由の開示として不適切であり、実質的な理由の開示が必要である。
- 「監査報酬や会計処理に関する見解の相違」といった実質的な交代理由があった場合には、企業側と監査人側が具体的にどのような点で対立しているのか、できるだけ実質的な内容を開示することが求められる。

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2019

- その他の交代理由に関しても、少なくとも、公認会計士・監査審査会のモニタリングで把握した内容（監査報酬、監査チームへの不満等の項目への該当の有無及びそれに係る具体的な説明）と同程度の実質的な情報価値を有する理由が開示されるべきである。

監査役等に求められる対応

報告書では、会計監査人の選解任に関する議案の決定は監査役会等にある点で、監査役等は、経営者に対して、臨時報告書における交代理由の開示の充実を促すべきとする。

さらに、監査人の交代に関して監査役会等で議論した場合には、有価証券報告書の「監査役会等の活動状況」の中で説明することも考えられる、と整理されている点に監査役等は留意すべきである。

監査人側に求められる対応

報告書では、監査人も、交代の理由・経緯に関し、財務諸表利用者に対する十分な説明・情報提供が求められる、としたうえで、「仮に、企業による開示内容が一方的で、監査上の懸念事項、監査品質に影響する事象やその背景事情について、財務諸表利用者に十分な情報を伝えていない状況では、監査人が自ら、交代の理由・経緯に関し、必要な説明・情報提供を行うべきである」とする。そして、株主総会での意見陳述（会社法 345 条）の活用の検討をも促している。

（参考）東証・情報取扱責任者宛通知「『会計監査の情報提供の充実に関する懇談会』の報告等を踏まえた会社情報適時開示ガイドブックの改訂等について」

2019 年 1 月 22 日に、東京証券取引所・上場部長名で発出された情報取扱責任者宛の通知「『会計監査の情報提供の充実に関する懇談会』の報告等を踏まえた会社情報適時開示ガイドブックの改訂等について」は、監査人の交代理由について充実懇の報告書が整理した内容を周知すべく、以下の注意喚起をしている。

- 異動が生ずる実質的な理由（任期満了時に退任する場合は、退任する公認会計士等が監査を継続しないこととした理由）やその経緯について、上場会社が把握している内容を開示資料に具体的に記載すること
- 特に、期中に退任する場合又は短期間で退任する場合には、期中又は短期間であるにもかかわらず、なぜ退任することとなったのかがわかるように記載すること
- また、会計処理等に関する見解の相違が存在するといった事情がある場合には、その具体的な内容を含めて記載すること

なお、充実懇の報告・東証の上記通知の後になされた監査人の交代理由の開示にかかる実務は、講演者が確認した適時開示書類において、すでに大きな改善がみられる。

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2019

9.４　監査人の守秘義務

監査人が会計監査の信頼確保に向けて求められる説明・情報提供をしていくことに関して、報告書では監査人の守秘義務と説明・情報提供との関係についての解釈・考え方の整理が示されているので、次にこの点を確認する。

これまで監査人による説明が十分ではなかったことに関して、報告書は、監査人の守秘義務が過度に強調され、監査人が財務諸表利用者に対して説明・情報提供を行う上で障害となっている可能性がある、との指摘があるとする。我が国では、一般に、企業に関する未公表の情報について、あらゆるものが守秘義務の対象になり得ると考えられる傾向があったのではないか、また監査において守秘義務違反とならない「正当な理由」の範囲が限定的にとらえられ、過度にリスク回避的になっていたのではないか、との指摘である。

そのうえで、報告書では考え方を整理し、

- 公認会計士法 27 条において守秘義務の対象となるのは、「秘密」であり、未公表の情報すべてが含まれるわけではない
- 仮に「秘密」に該当する情報についても、財務諸表利用者に対して監査人が必要な説明・情報提供を行うことは「正当な理由」に該当する

との解釈を明確に示したうえで、以下の場合は正当な理由ありというべき例にあたる、との考え方を示す。

例）　無限定適正意見以外の場合に、監査人の職業的専門家としての判断の根幹部分である当該意見に至った根拠を説明する上で必要な事項を述べること

例）　監査人が株主総会に出席して意見を述べる場合、特に、会社法第 398 条第 1 項が想定する場面において、監査人が、計算書類等の法令・定款適合性に関する監査役等との意見不一致の内容及びそれが生じた理由、さらに、監査役等の意見にもかかわらず自己の意見が正しいと考える理由を説明する場合に関して必要な事項を述べること

このような報告書における整理は、財務諸表監査の公益的な本質を踏まえ、財務諸表監査の信頼性を確保するうえで、監査人の説明責任が適切に果たされるべきこと、また、利用者の視点から説明・情報提供へのニーズの高まりといった要請が背景にある、と考えると理解しやすいのではないか。監査報告の透明性の向上という国際的な流れをも踏まえて、本来のあるべき姿に近づけていくためには、どこにどのような課題があるのか、これまでの実務の状況を分析・検討して解決を志向したものと位置付けることができよう。[20]

[20] 講演者は、充実懇のメンバーとして議論に参加しているが、上述のとおり、意見にわたる部分は講演者個人の私見である。

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2019

10　ディスクロージャー制度の改正と今後

10.1　分かりやすい情報開示・付加価値の高い開示

DWG 報告では、米国の“Plain English”（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の概念）や英国の“Clear & Concise”（優れた開示の実例を紹介するほか、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）の取組みに言及したうえで、我が国おいても、諸外国の取組みを参考に、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の取り組みが行われるべきとする。

ここで、CG コードの「適切な情報開示と透明性の確保」（同・第 3 章）の考え方（下記に抜粋）及び補充原則３－１①に示されたところをもあわせて、適切な情報開示を心掛けることが適当である。

> 「我が国の上場会社による情報開示は、計表等については、様式・作成要領などが詳細に定められており比較可能性に優れている一方で、会社の財政状態、経営戦略、リスク、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）などについて説明等を行ういわゆる非財務情報を巡っては、ひな型的な記述や具体性を欠く記述となっており付加価値に乏しい場合が少なくない、との指摘もある。取締役会は、こうした情報を含め、開示・提供される情報が可能な限り利用者にとって有益な記載となるよう積極的に関与を行う必要がある。」

補充原則 3-1①では、「上記の開示（法令に基づく開示を含む）に当たって、取締役会は、ひな型的な記述や具体性を欠く記述を避け、利用者にとって付加価値の高い記載となるようにすべきである」としているが、この考え方は、上記すなわち原則 3-1 の（i）から（v）[21]に限定されるべきではなく、記述情報の開示に共通して、利用者にとって付加価値の高い記載とすることを心掛けることが適切な開示の姿勢というべきである。そして、任意開示と有価証券報告書等の法定開示に共通する開示の考え方ということが妥当である。

10.2　ディスクロージャー制度改正と今後の展望

（1）投資判断の基礎とともに建設的な対話の促進をも考慮した制度へ

本日のまとめの第 1 点として、従前の「投資判断の基礎」としてのディスクロージャー制度という考え方から一歩前進し、「投資判断の基礎とともに建設的な対話の促進も考慮したディスクロージャー制度」へと変貌しつつある点にご留意いただきたい。

---

[21] 原則 3-1 の(i)は、経営理念等、経営戦略、経営計画、(ii)はコーポレートガバナンスに関する基本的な考え方・基本方針、(iii)は経営陣幹部・取締役の報酬を決定するに当たっての方針と手続、(iv)は経営陣幹部の選解任と取締役・監査役候補の指名を行うに当たっての方針と手続、(v) は個々の選解任・指名についての説明に関するものである。

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2019

ここで、この変化は、むしろ自然かつ合理的なものと考えるべきであろう。なぜなら、投資家の観点からは、投資先との「建設的な対話」は投資活動の一貫として行われているものであって、投資家の行う投資判断は、株式その他の有価証券の売買取引の判断に限られず、投資継続という判断や議決権行使の判断をも含むものであり、さらに投資先のモニタリングや対話を通じた企業価値の向上も、投資家による投資活動の一貫として行われている以上、そのような一連の活動をサポートすることは、ディスクロージャー制度として合理的というべきだからである。[22]

（2）記述情報の充実

記述情報の充実に関して、経営方針・戦略・計画、ビジネスモデル、MD&A、ビジネスリスクに関する充実した議論があってはじめて開示も充実するものであり、取締役会や経営会議での多角的で充実した議論がなされることが第一である。

次に、「キャッシュ・フローの状況の分析」は、対話ガイドライン 2-2（財務管理の方針）とも関連すること、「事業等のリスク」に関して、ビジネス・リスク・マネジメントの実効性向上に向けて、取締役会が果たすべき役割を再確認いただくとよいであろう。そして、内部統制やリスク・マネジメントに関する取締役会の職責を果たすためには内部監査機能の活用が不可欠であることに鑑み、自社は適切に活用できているか、この機会に再確認いただくことがよいであろう。

（3）コーポレート・ガバナンスに関する開示

コーポレート・ガバナンスに関する開示の充実のポイントとして、「説明責任」にフォーカスがあたっている点に留意する必要がある。取締役会や委員会は、「活動状況」開示を通じて透明性が高まること、説明責任を果たすことが求められることを念頭において、適切にそれぞれの役割を果たしていくことが期待されている。

（4）情報の有用性

企業情報の開示は、利用者の視点を意識したディスクロージャーという観点が重要である。上場企業からの情報発信に際して、情報の受け手・利用者にとっての有用性を考えることがむしろ自然であり、利用者の観点から見て、付加価値の高い情報とは何か、利用者側のニーズを考えた開示実務を進めていくことが求められている。ひな型的な記載や具体性を欠いた記述といった利用者にとって有用性の低い開示は避け、自社の

[22] 講演者とは若干異なる考え方として、神田秀樹・上村達男・中村直人「座談会　金商法と会社法の将来―再び、公開会社法を巡って」別冊商事法務 2018 年 3 月号 21 頁の中村発言（これは、直接その情報で株式の価値評価をするというよりは、その対話を通じて将来の企業価値を上げていくという、そういう将来の企業価値を上げていくという、そういう将来の価値向上目的ということかと思いますので、従来の金商法的な枠組みからは若干はみ出していくような…そういう方向になってきたのかなという気もいたすわけであります…）及び神田発言（基本的にはおっしゃるように言っていいのではないでしょうか）も参照。

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2019

状況に合わせて、開示の充実を図ることが適当である。

講演では、平成 29 年度　生命保険協会調査「株式価値向上に向けた取組みについて」（2018 年 4 月）から、投資家の期待する内容を複数紹介したが、利用者の期待を踏まえて、ディスクロジャーの充実を図ることも検討していくことが適当である。

（５）会計監査に関する開示の充実

現在、監査人の会計監査への信頼性の確保に向けて、監査プロセスの透明性の向上（KAM の導入）が進む過程であるが、通常と異なる監査意見における対応等についての整理がなされた「会計監査に関する情報提供の充実について」において、監査人による情報提供の充実とあわせて、上場企業に期待される事項も言及されており、それらの事項に上場企業が適切に対応することも期待されている。

会計監査は、財務報告の信頼性を担保するものであり、企業側において、企業の会計監査に関するガバナンスの強化を図り、内部統制の実効性を確保していくことが求められる点を再認識することが適切と考える。そのような観点から、「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」について、施策及び開示内容を検討し、利用者の信頼性の高い開示を目指していただくことがよいと考える。

（６）監査役等・取締役会の役割

改正により、今後、監査役会等の活動状況の開示が求められる。取締役会・委員会と同様に、監査役等が説明責任を適切に果たしているかが問われる点にご留意いただき、特に、監査人の KAM（監査上の主要な検討事項）に関して、監査役会等の側での検討・対応に関して、財務諸表利用者の関心が高まることが想定される。そのような変化を前提として、平時から監査役に期待される役割を果たしていただくことが重要である。また、財務諸表の承認権限のある取締役会においても、財務報告と監査のプロセスを監視する監査役会等に対して、適切に関心を払うべきことにもご留意いただきたい。

（７）最後に

上記に述べたところは、よく考えてみれば、特別なことばかりではなく、むしろ当たり前のことが多いと気づかれるのではないか。過去の慣行にとらわれず、本来期待されていた役割を果たしていることを、しっかりと説明し、開示していくこと、それが求められるのである。ディスクロージャー制度の改正は透明性を高めるものであるが、制度の改正を契機として、基本に立ち返り、役員としての役割・職責を適切に果たすことを平時から意識し、職務遂行の状況についてしっかり説明できるようにすること、それが求められている、と理解することが適当であろう。

ディスクロージャーは、社内と社外の情報格差を是正し、社外からの企業に対する信頼を支えるもの、そのように考えることが今後の対応上のポイントとなるのではないか。

以上

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2019