

2018年11月16日号

有価証券報告書等の記載事項に係る改正案

－経営方針・経営戦略等、事業等のリスク、MD&A、役員報酬、政策保有株式など、
改正項目は多岐に－

弁護士 石塚 洋之/新木 伸一/斉藤 元樹/宮下 優一

はじめに

2018年11月2日、金融庁から「企業内容等の開示に関する内閣府令」（以下「開示府令」）の改正案が公表された。本改正は、同年6月28日に公表された金融庁金融審議会「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－」（以下「WG報告」）による提言を踏まえて行われるものであり、有価証券報告書や有価証券届出書等の記載事項の改正に係るものである。

その内容は、

- (i) 財務情報及び記述情報の充実（経営方針・経営戦略等、事業等のリスク、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）に関する改正）（2020年3月31日以後に終了する事業年度から適用）
- (ii) 建設的な対話の促進に向けた情報の提供（役員報酬、政策保有株式に関する改正）（2019年3月31日以後に終了する事業年度から適用）
- (iii) 情報の信頼性・適時性の確保に向けた取組（監査役会、会計監査に関する改正）（2020年3月31日以後に終了する事業年度から適用）など、

多岐に亘り、来年以降の上場会社の開示実務に少なからぬ影響があると予想される。

本ニュースレターでは、以下、その概要につき解説する。なお、本文中の開示府令様式の記載上の注意の番号は、改正後の番号を指す。

なお、本改正案は、2018年12月3日（月）12時00分までパブリックコメント手続に付されており、その結果を踏まえて今後施行される予定である。

財務情報及び記述情報の充実（経営方針・経営戦略等、事業等のリスク、MD&A）

① 経営方針・経営戦略等

本改正案では、経営方針・経営戦略等の記載に当たり、経営環境についての経営者の認識の説明として、例示として、(i)企業構造、(ii)事業を行う市場の状況、(iii)競合他社との競争優位性、(iv)主要製品・サービスの内容、(v)顧客基盤、(vi)販売網等を含めた記載が求められている（開示府令第2号様式 記載上の注意(30)a）。現行制度においても経営環境の内容等を記載することは求められており、「企業の経営方針や対処すべき課題を決定した背景

となる、自社をめぐる業界や市場の動向、経済の状況等」を記載することが考えられるとされていたが（2017年2月14日付パブリックコメントに対する金融庁の考え方 No.6）、本改正によって、より充実した説明が必要となる。

記載に当たっては、上記(i)~(vi)を羅列すればよいということではなく、これらと関連付けながら、自社の経営方針・経営戦略等を説明しなければならない点に留意が必要である。また、経営環境は「事業の内容」（開示府令第2号様式 記載上の注意(27)a)の記載と関連付けて記載することも必要となる。また、WG報告において、これらを経営者が積極的に自らコミットして見解を示すことが強調されており、紋切型の表現からの脱却が企図されている。開示文の作成にあたっては、経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス－ESG・非財務情報と無形資産投資－」（2017年5月公表。解説資料は2018年5月公表）も参考になるであろう。

なお、現行の対処すべき課題については、「優先的に対処すべき事業上及び財務上の課題」とされ、その内容及び対処方針等を経営方針・経営戦略等と関連付けて具体的に記載することとされた（開示府令第2号様式 記載上の注意(30)b)。

② 事業等のリスク

本改正案では、「事業等のリスク」について、「当該リスクが顕在化する可能性の程度や時期、当該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、当該リスクへの対応策等」を記載するなど、具体的な記載が求められている。「リスクの重要性や経営方針・経営戦略等との関連性の程度を考慮して、分かりやすく記載すること」も求められている（開示府令第2号様式 記載上の注意(31)a)）。また、従来から重要事象等（提出会社が将来にわたって事業活動を継続するとの前提に重要な疑義を生じさせる事象又はその他提出会社の経営に重要な影響を及ぼす事象）が存在する場合には、その記載が求められていたところ、改正案では、その分析・検討内容・対応策の記載が求められている（開示府令第2号様式 記載上の注意(31)b)）。

「事業等のリスク」については、現行制度においても、事業の状況や経理の状況に関する事項のうち、特異な経営方針、特有の取引慣行、特有の法的規制に関する事項の記載が求められている（企業内容等の開示に関する留意事項 C個別ガイドライン I「事業等のリスク」に関する取扱いガイドライン）。しかしながら、WG報告では、これまでの日本企業のリスク情報に関する開示に関して、「一般的なリスクの羅列となっている記載が多く、…経営戦略やMD&Aと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にくいとの指摘がある」とされており、このような問題意識が、本改正案に繋がったものである。したがって、本改正後は、一般的なリスクを抽象的に記載することでは足りず、個々の発行体毎に、企業固有の事情に応じたリスクを、経営方針・経営戦略等との関連性を意識した上で具体的に記載することが求められることになる。

なお、他国の状況に関して、WG報告では、英国の会社法に基づく戦略報告書においては、「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」と指摘されており、本改正案は同国の状況を参考にしていると考えられる。この点、ワーキング・グループによる検討段階で紹介されている英国ロールスロイス社のAnnual Report 2017では、(i)主要なリスクの内容（“Principle risk our uncertainty and potential impact”）、(ii)対応策（“How we manage it”）、(iii)責任部署（“Key controls”）、(iv)リスク水準の変化（“Change in risk level”）及び(v)優先度（“2018 priorities”）が記載されており、本改正案の方向性を示す実例として参考になると思われる。

③ MD&A

a. 資金調達・資金使途

現行制度上、MD&Aにおいて、経営者の視点による財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の認識及び分析・検討内容のほか、資本の財源及び資金の流動性に係る情報について記載することとされている。

本改正案では、上記のキャッシュ・フローの状況（内部留保資金の状況を含む）の分析・検討内容、資本の財源及

び資金の流動性に係る情報の記載に当たっては、資金調達の方法及び状況並びに資金の主要な用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など、具体的に、かつ、分かりやすく記載することが求められている（開示府令第2号様式 記載上の注意(32)a(f)）。

上記の情報により、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という見解の下では（WG 報告）、かかる情報は投資判断に不可欠なものとなる。この見解においては、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であるとされる（WG 報告）。

b. 会計上の見積りや見積りに用いた仮定

本改正案では、連結財務諸表の作成に当たって用いた会計上の見積り及び当該見積りに用いた仮定のうち、特に重要なものについて、「経理の状況」に記載した会計方針を補足する情報を原則として記載することが求められている（開示府令第2号様式 記載上の注意(32)a(g)）。

WG 報告では、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、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されており、このような趣旨を踏まえると、本改正後は、発行会社の財政状態や業績に重要な影響を与え、かつその適用にあたって経営陣が重要な判断や見積りを必要とするものを記載することが求められることになると考えられる。なお、米国 SEC によるガイダンスにおいても類似の要件があり、具体的開示に当たっては、米国に上場している会社の開示も参考になると思われる。

④ 留意点

上記①～③は、総じて、投資家にとって有用な情報をわかりやすく開示することに主眼を置くものであり、各企業は、投資家視点から適切な開示を行うことが求められることとなる。

一方、金融商品取引法上、有価証券届出書や有価証券報告書等の記載内容に関して、虚偽記載、不完全な記載又は誤解を生じさせる記載があった場合、発行会社その他の関係者は責任を負うこととされている。したがって、各企業においては、投資家にとって適切な開示を図りつつも、このような法的責任にも十分留意した上で開示を行っていく必要があると思われる。

建設的な対話の促進に向けた情報の提供（役員報酬、政策保有株式）

① 役員報酬

本改正案では、有価証券報告書等に記載する「コーポレート・ガバナンスの状況等」における、役員報酬の記載において、報酬プログラムの説明（業績連動報酬に関する情報や役職ごとの方針等）、プログラムに基づく報酬実績等の記載を求めるとされた。

具体的には、役員報酬等に、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その関連会社の業績を示す指標を基礎として算定される報酬等（以下「業績連動報酬」）が含まれる場合において、以下の内容を記載することが求められる（開示府令第2号様式 記載上の注意(57)a）。

- (i) 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ときは、当該方針の内容
- (ii) 当該業績連動報酬に係る指標、当該指標を選択した理由及び当該業績連動報酬の額の決定方法
- (iii) 役員報酬等の額又はその算定方法の決定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

加えて、会社の役員報酬等に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について記載することが要求されている（開示府令第2号様式 記載上の注意(57)b）。どの程度「業績を示す指標を基礎として算定される」場合に「業績連動報酬」に該当するのか、また該当する場合に、

算定方法、目標、実績について、どの程度詳細な記載が求められることとなるかがポイントとなる。現在検討されている会社法改正においても、定時株主総会での事業報告について同様の改正の動きがあるが、法人税法上の業績連動給与の要件を満たすために詳細な開示が必要となる会社は別として、それ以外の会社に対して必要以上に詳細な算定方法や実績の開示を求める場合には、コーポレートガバナンス・コードの趣旨に沿って業績連動報酬を導入する企業の足枷になりかねないと言える。

報酬等の種類別の開示については、これまで、「基本報酬、ストックオプション、賞与及び退職慰労金等の区分」とされていたのが、「例えば、固定報酬、業績連動報酬及び退職慰労金等の区分」と改正され（開示府令第2号様式 記載上の注意(57)b）、例示であることが明記されたため、各社毎の実態に沿った開示を行うことが望まれるだろう。

また、報酬決定のガバナンス体制についても以下の記載が要求される（開示府令第2号様式 記載上の注意(57)a、c）。

- (i) 役員の報酬等に関する株主総会の決議があるときは、当該株主総会の決議年月日（株主総会の決議がないときは、役員の報酬等について定款に定めている事項の内容）
- (ii) 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
- (iii) 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（任意に設置する委員会その他これに類するものをいう。以下「委員会等」）が存在する場合には、その手続の概要
- (iv) 最近事業年度の役員の報酬等の額の決定過程における、取締役会及び委員会等の活動内容

このほか、「役員の状況」は、「コーポレート・ガバナンスの状況等」の中に記載されることになった。なお、現行制度における連結報酬総額1億円以上の役員に関する報酬総額等の個別開示のあり方についてもワーキング・グループで議論がなされたが、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とされた（WG報告）。

② 政策保有株式

本改正案では、政策保有株式について、保有の合理性の検証方法等について開示を求めるとともに、個別開示の対象となる銘柄数を現行制度の30銘柄から60銘柄に拡大するなどの案が示された。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される（WG報告）。かかる観点から、政策保有株式に関するより詳細な開示が求められることとなった。

本改正案における投資株式に関する開示の概要は以下のとおりである。以下のうち「当該株式の発行者による提出会社の株式の保有に関する情報」（持合い相手による保有情報）は他社情報でもあるところ、WG報告では「実務にも配慮しながら・・・記載を求めることが考えられる」とされていたことから、実務的にいかなる調査を行い、いかなる内容を開示すれば足りるのか、パブリックコメントに対する回答等での明確化が望まれる。なお、ワーキング・グループで議論されていた政策保有株式についての議決権行使の内容の開示は見送られた。

本改正案における投資株式に関する開示の概要

(下線部が本改正案により変更・追加された事項)

純投資 目的		非上場 株式	非上場・上場の区分毎に以下を記載 (58)e ・提出会社の最近事業年度及びその前事業年度における 銘柄数 及び貸借対照表計上額の合計額 ・提出会社の最近事業年度における受取配当金、売却損益及び評価損益のそれぞれの合計額
		上場 株式	純投資目的から純投資目的以外の目的に変更したものの又は純投資目的以外の目的から純投資目的に変更したものがあある場合には、それぞれ区分して、銘柄ごとに以下を記載 (58)e ・銘柄 ・株式数 ・貸借対照表計上額
政策保有 目的	純投資・政策保有の区分の基準や考え方を記載 改正後開示府令第2号様式 記載上の注意 (以下略) (58)a	非上場 株式	非上場・上場の区分毎に以下を記載 (58)c ・銘柄数 ・貸借対照表計上額の合計額 最近事業年度における 株式数 がその前事業年度における 株式数 から変動した銘柄については、以下も記載 (58)c ・株式数が増加した銘柄数 ・株式数の増加に係る取得価額の合計額 ・増加の理由 ・株式数が減少した銘柄数 ・株式数の減少に係る売却価額の合計額
		上場 株式	
			特定投資株式 資本金の1%超の銘柄(当該銘柄が 60銘柄 未満の場合は、保有額上位 60銘柄)について、特定投資株式及びみなし保有株式に区分して、銘柄ごとに以下を記載 (58)d ・銘柄 ・株式数 ・貸借対照表計上額 ・保有目的(みなし保有株式の場合には、当該株式につき議決権行使権限その他提出会社が有する権限の内容) ・提出会社の経営方針・経営戦略等、事業の内容及びセグメント情報と関連付けた定量的な保有効果(定量的な保有効果の記載が困難な場合は、その旨) ・株式数が増加した理由(最近事業年度における株式数がその前事業年度における株式数より増加した銘柄に限る。) ・当該株式の発行者による提出会社の株式の保有に関する情報
			みなし保有株式

情報の信頼性・適時性の確保に向けた取組(監査役会、会計監査)

本改正案では、「監査役監査の状況」として、監査役及び監査役会(監査等委員会及び監査委員会を含む。以下同じ)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)を記載することとされている(開示府令第2号様式 記載上の注意(56)a(b))。これに関して、WG報告では「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。」とされている。

また、会計監査に関する情報は、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いう考えの下（WG 報告）、本改正案では、(i)監査人の継続監査期間、(ii)監査役会による監査人の選任・再任の方針及び理由、(iii)監査人監査の評価、(iv)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の内容及び当該監査業務の内容の開示が求められることとなった（開示府令第2号様式 記載上の注意(56)d(a)ii、(c)、(e)、(f)ii）。

加えて、本改正案では、会社法に基づく事業報告との内容の共通化の観点から、(i)監査人の解任又は不再任の決定方針、(ii)監査人の業務停止処分に係る事項、(iii)監査役会が監査報酬額に同意した理由についても開示が求められている（開示府令第2号様式 記載上の注意(56)d(c)、(f)v）。

施行時期

上記のうち、「建設的な対話の促進に向けた情報の提供」（役員報酬、政策保有株式）の開示に関する改正については、2019年3月31日以後に終了する事業年度に係る有価証券報告書（有価証券届出書については当該事業年度の財務諸表を含む有価証券届出書）から適用することが予定されている。

それ以外の改正については、2020年3月31日以後に終了する事業年度に係る有価証券報告書（有価証券届出書については当該事業年度の財務諸表を含む有価証券届出書）から適用することが予定されている（但し、2019年3月31日以後に終了する事業年度に係る有価証券報告書から任意適用可）。

2018年11月16日

本ニュースレターは、各位のご参考のために一般的な情報を簡潔に提供することを目的としたものであり、当事務所の法的アドバイス構成するものではありません。また見解に亘る部分は執筆者の個人的見解であり当事務所の見解ではありません。一般的情報としての性質上、法令の条文や出典の引用を意図的に省略している場合があります。個別具体的事案に係る問題については、必ず弁護士にご相談ください。

[執筆者]

**石塚 洋之**（弁護士・パートナー）

hiroyuki_ishizuka@noandt.com

1989年中央大学法学部卒業。1993年弁護士登録（東京弁護士会）、常松築瀬関根法律事務所（現 長島・大野・常松法律事務所）入所。1997年Columbia Law School 卒業（LL.M.）。1998年～1999年Schulte Roth & Zabel LLP（New York）勤務。上場会社の開示、コーポレート・ガバナンス、

M&Aに関する助言等を中心として企業法務全般にわたりリーガル・サービスを提供している。

**新木 伸一**（弁護士・パートナー）

shinichi_araki@noandt.com

1999年東京大学法学部卒業。2001年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。2007年Columbia Law School 卒業（LL.M.）。2007年～2008年Sullivan & Cromwell LLP（New York）勤務。国内外での株式・社債その他の証券の発行を始めとする金融取引、金融規制法、

役員報酬等コーポレート・ガバナンス、インセンティブプラン、企業再編・企業買収に関する助言、内外当局対応等、企業法務全般にわたりリーガル・サービスを提供している。

**斉藤 元樹**（弁護士・パートナー）

motoki_saito@noandt.com

2006年東京大学法学部卒業。2007年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。2011年～2012年外資系証券会社へ出向。2013年Columbia Law School 卒業（LL.M., Harlan Fiske Stone Scholar）。2013年～2014年Simpson Thacher & Bartlett（ニューヨーク）勤務。日本企業の国内外での株式・社債その他の証券の発行・売出し、金融規制法、コーポレート・ガバナンスに関する助

言等を中心として、企業法務全般にわたりリーガル・サービスを提供している。

**宮下 優一**（弁護士・アソシエイト）

yuichi_miyashita@noandt.com

2007年大阪大学法学部卒業。2009年京都大学法科大学院修了。2010年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。2016年University of California, Los Angeles, School of Law卒業（LL.M., specializing in Business Law – Securities Regulation Track）。2016年

Thompson Hine LLP（New York）勤務。2016年～2017年S M B C日興証券株式会社 資本市場本部 エクイティ・キャピタル・マーケット部勤務。キャピタル・マーケット分野を中心として、開示規制を含む金融規制法その他の企業法務全般にわたりリーガル・サービスを提供している。

長島・大野・常松 法律事務所

www.noandt.com

〒100-7036 東京都千代田区丸の内二丁目7番2号 J Pタワー

Tel: 03-6889-7000（代表） Fax: 03-6889-8000（代表） Email: info@noandt.com



長島・大野・常松法律事務所は、400名を超える弁護士が所属する日本有数の総合法律事務所です。東京、ニューヨーク、シンガポール、バンコク、ホーチミン、ハノイ及び上海にオフィスを構えるほか、ジャカルタに現地デスクを設け、北京にも弁護士を派遣しています。企業法務におけるあらゆる分野のリーガル・サービスをワンストップで提供し、国内案件及び国際案件の双方に豊富な経験と実績を有しています。

本ニュースレターに関するお問い合わせ等につきましては、<client-alert@noandt.com>までご連絡ください。