

第16章 情報開示制度と投資者保護

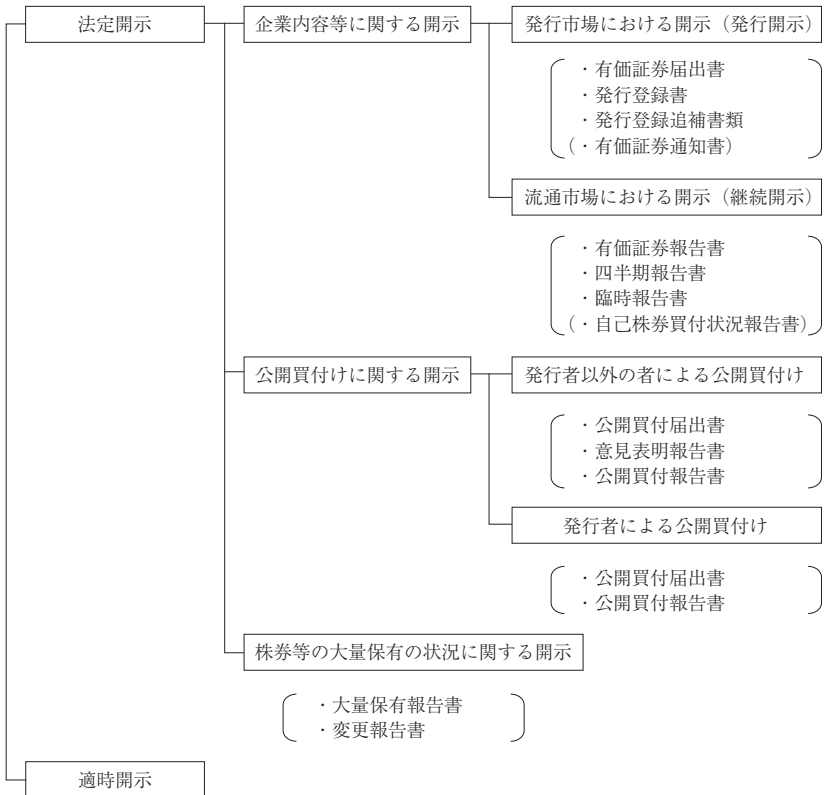
1. 証券市場における情報開示制度 証券取引所の開設する金融商品市場に有価証券を上場する場合、有価証券の発行者（上場会社）には、金融商品取引法および証券取引所の定める規則により、企業内容に係る一定の事項を開示することが求められる。このような規制を開示（ディスクロージャー）規制といい、金融商品取引法により求められる法定開示と、証券取引所により求められる適時開示（タイムリー・ディスクロージャー）に区分される。

このうち、法定開示は、有価証券の発行者が、①発行市場において一定の内容の企業情報を開示することを義務付ける発行開示と、②定期的、継続的に一定の内容を開示することを義務付ける継続開示に区分される。このほか、有価証券の発行者を開示義務者とするものではないが、金融商品取引法により開示が義務付けられる法定開示として、③公開買付けに関する開示と、④株券等の大量保有の状況に関する開示がある。

一方、証券取引所が求める適時開示は、有価証券を上場した後に、継続的に求められる開示であり、情報の主体別には、①上場会社に係る情報、②子会社等に係る情報、③その他の情報（支配株主等に関する事項等）に区分される。また、情報の種類別には、①決定事実、②発生事実、③決算情報に大別される。現在では、法定開示、適時開示ともにインターネット等を利用した電子開示システムにより行われており、法定開示はEDINET（Electronic Disclosure for Investors' NETwork）、適時開示はTDnet（Timely Disclosure network）を利用して行われている。

なお、発行開示および継続開示を求められる企業は、同時に会社法によっても一定の情報開示が求められているが、会社法に基づく計算書類等の開示は、株主や会社債権者の利益を保護し、また配当可能額を規制するという目的を有している。これに対し、金融商品取引法や証券取引所の規則による情報開示は、投資者全般を対象に会社の経営状況を開示して、合理的な投資判断に資することを目的とするものであるなど、制度の趣旨に違いがある。

証券市場における開示制度の体系



金融商品取引法上の開示制度と会社法上の開示制度

金融商品取引法上の開示制度		会社法上の開示制度
投資者の投資判断に必要な情報の提供	開示の目的	配当可能利益と企業の担保能力（支払能力）の報告
投資者（現時点で株主でない者を含む）	開示の対象	株主、債権者
EDINETでの縦覧、証券取引所における備置、申込者への交付等	開示の方法	計算書類の作成と本店における備置、決算の要旨の公告等

2. 金融商品取引法による企業内容等の開示

発行開示 発行価額または売出価額の総額が1億円以上の有価証券の募集または売出しに関しては、原則として発行者が、有価証券届出書を内閣総理大臣に提出しなければならない。発行市場における情報開示は、この有価証券届出書等の提出により行われ、同届出書においては①当該募集または売出しに関する事項、②当該会社の情報（後述の有価証券報告書と同様の内容）などが記載事項とされる。また、証券の勧誘の際は、投資者が当該有価証券の価値を把握し、投資に必要な判断を行うことができるよう、目論見書を投資者に交付することとなっている。

継続開示 証券取引所に上場している有価証券の発行者は、事業年度ごとに有価証券報告書を、当該事業年度経過後3ヵ月以内に、内閣総理大臣に提出しなければならない。流通市場における法定開示の中核をなすのがこの有価証券報告書であり、具体的には①当該会社の概況（主要な経営指標等の推移や沿革など）、②当該会社の事業の状況（経営方針、経営環境および対処すべき課題、サステナビリティに関する考え方及び取組や事業等のリスクなど）、③当該会社の状況（株式等の状況やコーポレート・ガバナンスの状況等など）、④当該会社の経理の状況などが記載事項とされる。このほか、こうした継続開示義務を負う会社は、各四半期終了後45日以内に四半期報告書を、また、必要に応じて、臨時報告書、自己株券買付状況報告書を提出しなければならない。

金融商品市場においては、投資判断に必要な情報が十分に開示されたうえで、当該情報に基づいて公正な価格が形成されることが予定されている。しかし、証券の発行者が自らに不利な情報を開示しない場合には、当該情報を織り込まない、誤った評価に基づいて、価格形成が行われることになってしまう。法が有価証券報告書等により継続開示を求めるのは、こうした考慮に基づくものであり、併せて虚偽の内容を開示した場合の制裁手段も設けられている。

法定開示書類の提出要件

区分	提出書類	提出が必要となる場合等（概要）
企業内容等の開示	発行開示	<p>発行価額または売出価額の総額が1億円以上の有価証券の募集（50名以上の者を相手方として新たに発行される有価証券の取得の申込みの勧誘を行うこと等）または売出し（50名以上の者を相手方として既に発行された有価証券の売付けまたは買付けの申込みの勧誘を行うこと等）を行う場合。</p> <p>※少額募集 … 発行価額または売出価額の総額が5億円未満の募集または売出しで一定の要件を満たすものについては、有価証券届出書の記載内容が簡素化される。</p> <p>※組込方式 … 既に1年間継続して有価証券報告書を提出している場合には、有価証券報告書および四半期報告書等を綴じ込むことで募集・売出しに関する事項を除き有価証券届出書の記載に代えることができる。</p> <p>※参照方式 … 既に1年間継続して有価証券報告書を提出しており、かつ、発行会社に関する企業情報が既に公衆に広範に提供されたものとして、既に発行された有価証券の取引状況が一定の要件を満たす場合には、直前の有価証券報告書等を参照すべき旨を記載することで募集・売出しに関する事項を除き有価証券届出書の記載に代えることができる。</p>
		<p>参照方式により有価証券届出書を提出することのできる発行者が、将来、発行価額または売出価額の総額が1億円以上の有価証券の募集または売出しを予定している場合には、あらかじめ発行登録を行うことができる。</p>
		<p>発行登録の効力が生じている場合に、発行価額または売出価額の総額が1億円以上の有価証券の募集または売出しを行う場合。</p>
継続開示	有価証券報告書	<p>①証券取引所に上場する有価証券、②流通状況が①に準ずるものとして政令で定める有価証券、③募集または売出しに際して有価証券届出書の提出が義務づけられた有価証券もしくは④最近5年間のいずれかの事業年度末における所有者数が1,000名以上である有価証券の発行者である等の場合（一定の場合を除く）。</p>
	四半期報告書	<p>有価証券報告書の提出会社のうち、①証券取引所に上場する有価証券、②流通状況が①に準ずるものとして政令が定める有価証券、の発行者。</p>
	臨時報告書	<p>有価証券報告書の提出会社に重要な事実が発生した場合。</p>
	自己株券買付状況報告書	<p>①証券取引所に上場する有価証券、②流通状況が①に準ずるものとして政令で定める有価証券の発行者が、自己株式の取得に関する定時総会の決議または取締役会決議を行った場合。</p>

3. 金融商品取引法によるその他の開示

公開買付けに関する開示 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または売付け等の申込みの勧誘を行い、取引所市場外で株券等の買付け等を行うことを「公開買付け」という。有価証券報告書を提出する義務のある発行者が発行する株券等を発行者以外の者が証券取引所の市場以外で買い付ける場合であって、買付けの後、株券等の所有割合が5%を超えるなど一定の要件に該当する場合には、公開買付けによらなければならないこととなっている。公開買付者は、①公開買付けの目的、②買付け等の価格、③買付予定の株券等の数、④買付け等の期間その他の内閣府令で定める事項につき公告（「公開買付開始公告」）を行うとともに、公開買付届出書を内閣総理大臣に提出することが義務付けられている。また、公開買付者は、買付期間終了日の翌日に当該公開買付けに係る応募株券等の数、買付け等を行う株券等の数及び決済の方法等を公告又は公表するほか、その内容等を記載した公開買付報告書を内閣総理大臣に提出しなければならないこととなっている。

公開買付規制は、会社支配権に影響を及ぼす取引等が行われる場合に、市場外における取引の透明性・公正性を確保する観点から、投資者にあらかじめ情報開示を行うとともに、株主に対して平等に株式売却の機会を与えることを目的としている。

株券等の大量保有の状況に関する開示 証券取引所に上場している株券等の保有者で、その株券等の保有割合が5%を超える者（大量保有者）は、原則として、保有割合が5%を超えることとなった日から起算して5日（日曜日その他政令で定める休日は算入しない。）以内に、大量保有報告書を内閣総理大臣に提出しなければならないこととなっている（いわゆる「5%ルール」）。大量保有報告書に記載すべき事項は、①株券等保有割合に関する事項、②取得資金に関する事項、③保有の目的等であり、同報告書を提出すべき者は、その後の保有割合が1%以上増加し又は減少した場合等に、変更報告書を提出する義務を負う。特定の者が大量に株券等を保有している場合には、かかる大量保有者の行動が当該株券等の市場における価格形成に大きな影響を与えることから、こうした開示制度が設けられている。

公開買付け制度（TOB）の変遷

	主な改正内容
1971（昭和46）年	・ 公開買付制度の導入
1990（平成2）年	<ul style="list-style-type: none"> ・ 強制公開買付の原則化 ・ 公開買付けが義務付けられる買付け後の株券所有割合の引下げ（10%→5%） ・ 事前届出制の撤廃 ・ 買付期間の延長 ・ 応募株主の撤回権の拡充
2001（平成13）年	・ 自己株式取得の原則自由化に伴う自己株券公開買付制度の導入
2003（平成15）年	・ 公開買付け制度の適用除外範囲の拡大
2004（平成16）年	<ul style="list-style-type: none"> ・ 公開買付け対象をエクイティ証券発行会社に限定 ・ 電子公告制度の導入
2005（平成17）年	・ ToSTNeT 取引を市場取引から除外
2006（平成18）年	<ul style="list-style-type: none"> ・ 公開買付けに係る開示の充実（買付け等の目的、買付価格の算定根拠、MBO の場合の開示） ・ 市場内外の取引の組合せ買付けの規制 ・ 公開買付期間中に他の者が買付けを進める場合の公開買付けの義務付け ・ 株式分割がなされた場合の公開買付価格の引下げの許容 ・ 公開買付けの撤回事由の拡大 ・ 対象会社に意見表明報告書の提出を義務付け ・ 対象会社による意見表明報告書における質問とそれに対する買付者の対応義務（対質問回答報告書） ・ 公開買付期間の営業日による計算 ・ 対象会社による買付期間の延長請求 ・ 買付者の応募株式の全部買付義務
2008（平成20）年	<ul style="list-style-type: none"> ・ 公開買付け対象に特定上場有価証券を追加 ・ 公開買付規制に係る課徴金制度の導入

4. 金融商品取引所（証券取引所）における適時開示制度（タイムリー・ディスクロージャー） 冒頭に示したように、証券取引所においても、その定める規則に基づき、上場会社に対して情報開示を求めている。例えば、東京証券取引所の場合、有価証券上場規程を定め、上場会社に対して、投資者の投資判断に影響を及ぼす情報の適時開示等を行うことを義務付けるとともに、具体的に開示すべき事項や手続等を定めている（右表を参照）。上場会社は、決定事実については、業務執行決定機関によって決議・決定が行われた時点、また外的要因によって生ずる発生事実については、当該情報を認識した時点において、開示することが求められている。

適時開示の特徴は、その迅速性にある。例えば、証券取引所では、決算の内容が定まった場合に、直ちにその内容を開示することを義務付けており、上場会社は決算短信として、決算内容の概要を開示している。決算短信は、有価証券報告書よりも早い段階で開示されるため、投資者が決算内容を最も早く認識するための手段として、重要な意義を有していることなどが特徴として挙げられる。

このほか、上場会社は、会社情報に関し証券取引所から照会があった場合には、直ちに照会事項について、正確に報告することが義務付けられるとともに、証券取引所が必要かつ適当と認める場合には、直ちにその内容を開示することが義務付けられている。例えば、開示前の会社情報についての報道または噂が流布されているなど、その真偽が不明確な情報が発生している場合においては、証券取引所は、流布されている情報の真偽等について照会を行い、当該照会に対する回答内容について開示を求めることがある。

また、東京証券取引所では、「注意喚起制度」を設け、上場会社において、投資者の投資判断に重要な影響を与えるおそれがあると認められる情報のうち、その内容が不明確であるものが発生した場合で、不明確な情報に関する適切な情報開示までに時間を要するときや、直ちに開示できる情報が限定されるときなどには、投資者に注意喚起を行うこととしている。

適時開示が求められる主な会社情報（東京証券取引所の場合）

1. 上場会社に係る決定事実	<ol style="list-style-type: none"> 1. 発行する株式、処分する自己株式、発行する新株予約権、処分する新株予約権を引き受ける者の募集又は株式、新株予約権の売出し 2. 発行登録および需要状況調査の開始 3. 資本金の額の減少 4. 資本準備金又は利益準備金の額の減少 5. 自己株式の取得 6. 株式無償割当て又は新株予約権無償割当て 7. 新株予約権無償割当てに係る発行登録および需要状況・権利行使の見込み調査の開始 8. 株式の分割又は併合 9. 剰余金の配当 10. 合併等の組織再編行為 11. 公開買付け又は自己株式の公開買付け 12. 公開買付け等に関する意見表明等 13. 事業の全部又は一部の譲渡又は譲受け 14. 解散（合併による解散を除く。） 15. 新製品又は新技術の企業化 16. 業務上の提携又は業務上の提携の解消 17. 子会社等の異動を伴う株式又は持分の譲渡又は取得その他の子会社等の異動を伴う事項 18. 固定資産の譲渡又は取得、リースによる固定資産の賃貸借 19. 事業の全部又は一部の休止又は廃止 20. 上場廃止申請 21. 破産手続開始、再生手続開始又は更生手続開始の申立て 22. 新たな事業の開始 23. 代表取締役又は代表執行役の異動 24. 人員削減等の合理化 25. 商号又は名称の変更 26. 単元株式数の変更又は単元株式数の定め廃止若しくは新設 27. 決算期変更（事業年度の末日の変更） 28. 債務超過又は預金等の払戻の停止のおそれがある旨の内閣総理大臣への申出（預金保険法第74条第5項の規定による申出） 29. 特定調停法に基づく特定調停手続による調停の申立て 30. 上場債券等の繰上償還又は社債権者集会の招集その他上場債券等に関する権利に係る重要な事項 31. 公認会計士等の異動 32. 継続企業の前提に関する事項の注記 33. 有価証券報告書・四半期報告書の提出期限延長に関する承認申請書の提出 34. 株式事務代行機関への株式事務の委託の取止め 35. 開示すべき重要な不備、評価結果不表明の旨を記載する内部統制報告書の提出 36. 定款の変更 37. 全部取得条項付種類株式の全部の取得 38. 特別支配株主による株式等売渡請求に係る承認又は不承認 39. その他上場会社の運営、業務若しくは財産又は当該上場株券等に関する重要な事項
2. 上場会社に係る発生事実	<ol style="list-style-type: none"> 1. 災害に起因する損害又は業務遂行の過程で生じた損害 2. 主要株主又は主要株主である筆頭株主の異動 3. 上場廃止の原因となる事実 4. 訴訟の提起又は判決等 5. 仮処分命令の申立て又は決定等 6. 免許の取消し、事業の停止その他これらに準ずる行政庁による法令等に基づく処分又は行政庁による法令違反に係る告発 7. 親会社の異動、支配株主（親会社を除く。）の異動又はその他の関係会社の異動 8. 破産手続開始、再生手続開始、更生手続開始又は企業担保権の実行の申立て 9. 手形等の不渡り又は手形交換所による取引停止処分 10. 親会社等に係る破産手続開始、再生手続開始、更生手続開始又は企業担保権の実行の申立て 11. 債権の取立不能又は取立遅延 12. 取引先との取引停止 13. 債務免除等の金融支援 14. 資源の発見 15. 特別支配株主による株式等売渡請求等 16. 株式又は新株予約権の発行差止請求 17. 株主総会の招集請求 18. 保有有価証券の含み損 19. 社債に係る期限の利益の喪失 20. 上場債券等の社債権者集会の招集その他上場債券等に関する権利に係る重要な事実 21. 公認会計士等の異動 22. 有価証券報告書・四半期報告書の提出遅延 23. 有価証券報告書・四半期報告書の提出期限延長申請に係る承認等 24. 財務諸表等の監査報告書における不適正意見、意見不表明、継続企業の前提に関する事項を除外事項とした限定付適正意見 25. 内部統制監査報告書における不適正意見、意見不表明 26. 株式事務代行委託契約の解除通知の受領等 27. その他上場会社の運営、業務若しくは財産又は当該上場株券等に関する重要な事実
3. 上場会社に係る決算情報等	<ol style="list-style-type: none"> 1. 決算内容（本決算、四半期決算） 2. 業績予想の修正、予想値と決算値との差異等 3. 配当予想、配当予想の修正等

上記のほか、子会社等に係る重要な決定事実・発生事実、その他支配株主等に関する事項の開示等が求められる。

〔出所〕 ④東京証券取引所「有価証券上場規程」、「会社情報適時開示ガイドブック」

5. 情報開示の適正性の確保 証券取引所は、適時開示に係る規定を含む有価証券上場規程の実効性を確保するため、虚偽の内容の情報開示を行った場合や、企業行動規範の遵守すべき事項に違反した場合などの違反行為に対して、所定の措置を講ずることができる。こうした実効性確保手段としての措置には、上場会社に対して改善を求める「改善措置」と、上場会社に対して罰則を科す「ペナルティ的措置」がある。

改善措置は特別注意銘柄への指定及び改善報告書・改善状況報告書の提出に区分され、例えば、上場会社が有価証券報告書等に虚偽記載を行った場合で、当該上場会社の内部管理体制等について改善の必要性が高いと認められるときには、当該上場会社を特別注意銘柄に指定することとなる。特別注意銘柄に指定された場合、所定の改善期間内に内部管理体制等が適切に整備され、運用されていると認められた場合には原則として当該指定は解除されるが、改善期間内に適切に整備され、運用されていると認められない場合や、適切に整備され、運用される見込みがなくなった場合等には、上場廃止となる。また、事業の継続性・収益性が確保されていない場合などは、経過観察のため、改善後も最長3事業年度の間当該指定を継続し、内部管理体制等の整備・運用状況について継続的に審査を行うこととしている。なお、直ちに上場を廃止しなければ市場の秩序を維持することが困難であることが明らかであると認められるときは、特別注意銘柄の指定を経ずに上場廃止となる。

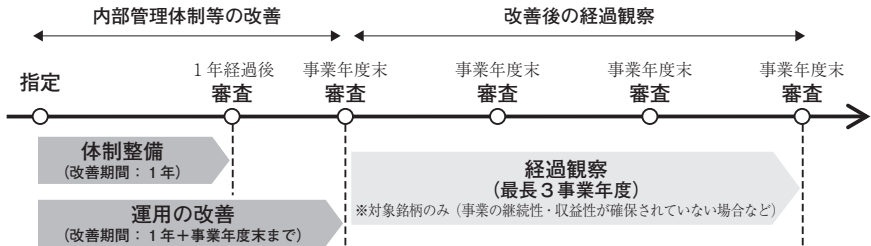
また、上場廃止に準ずる措置である特別注意銘柄への指定までには至らないと判断される場合であっても、改善の必要性が高いと認められるときには、証券取引所は、上場会社に対して、違反行為の経緯及び改善措置を記載した改善報告書の提出を求めることができる。改善報告書を提出した上場会社は、その提出から6か月経過後速やかに、改善措置の実施状況及び運用状況を記載した改善状況報告書の提出を行わなければならない。なお、提出された改善報告書及び改善状況報告書は、各証券取引所のウェブサイトにおいて公衆縦覧に供される。

一方、ペナルティ的措置は、上場契約違約金及び公表措置に区分され、市場に対する株主及び投資者の信頼を毀損したかどうかで、より重い措置である上場契約違反金の徴求が適用されるか否かが判断される。

実効性を確保するための措置

<p>○ペナルティ的措置</p> <ul style="list-style-type: none"> ・公表措置 ・上場契約違約金 	<p>○改善措置</p> <ul style="list-style-type: none"> ・改善報告書・改善状況報告書 ・特別注意銘柄への指定
--	--

特別注意銘柄への指定から解除までの流れ



※改善期間内に内部管理体制等が適切に整備・運用されていると認められない場合は、上場廃止となる

※また、内部管理体制等が適切に整備・運用される見込みがなくなった場合には、改善期間中であっても上場廃止となる

※経過観察期間中に、内部管理体制等が再び適切に整備・運用されていると認められない状態となった場合は、上場廃止となる

6. 最近の情報開示に関する動き

四半期開示の見直し 現状、上場会社は、四半期ごとに業績等の開示を行うことが義務付けられている。歴史的には、1999年に東証の規則においてマザーズ上場会社を対象に四半期決算短信の開示が義務付けられたことに始まり（2003年には他の市場にも拡大）、その後、2006年の金融商品取引法制定に伴い、四半期報告書の開示が法制化されている。

一方、2022年6月の金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告においては、取引所規則に基づく四半期決算短信と金融商品取引法に基づく四半期報告書について、内容面での重複や開示タイミングの近接が指摘され、コスト削減や効率化の観点から、第1・第3四半期に係る開示を取引所規則に基づく四半期決算短信に一本化する方針が示された。また、同年12月の同グループ報告においては、一本化後の四半期決算短信の内容やレビューを義務付ける要件などの論点について、具体化に向けた方向性が示された。2023年9月現在は、その方向性を踏まえ、東証が更なる検討を進めている。

サステナビリティ情報開示の充実 昨今、中長期的な企業価値向上の観点から、サステナビリティに関する取組みが企業経営の中心的な課題となるとともに、それらの取組みに対する投資家の関心が世界的に高まっている。

こうした流れを受けて、2021年6月に改訂されたコーポレートガバナンス・コードにおいては、自社のサステナビリティについての取組みを適切に開示すべき旨を定めた原則が新設された。また、2023年1月には、企業内容等の開示に関する内閣府令等が改正され、有価証券報告書等に「サステナビリティに関する考え方及び取組」の記載欄が新設されたほか、「従業員の状況」において、女性管理職比率等の指標の開示が求められることとなった。

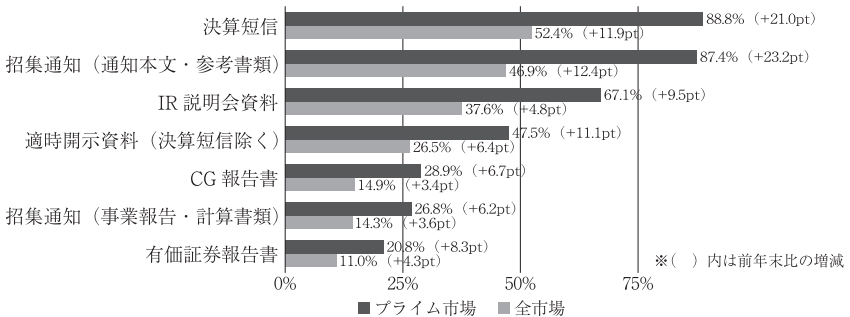
英文開示の充実 海外投資家による株式の売買比率や保有比率が高まる中で、英語による開示の充実がますます期待されるようになってきている。2022年12月末時点で東証が実施した調査においては、プライム市場上場会社のうち、決算短信の英文開示を行っていると回答した会社は88.8%（前年比+21.0%）となり、各社の取組みは大きく進展しつつある。一方、海外投資家からはその他の資料を含めて更なる充実を望む声も聞かれており、現在、東証は、プライム市場における英文開示の義務化に向けた検討を進めている。

四半期開示の見直しに係る各論点の方向性

四半期決算短信の内容	今回の見直しが情報開示の後退と受け取られないようにする観点からは、原則として速報性を確保しつつ、投資家の要望が特に強い事項（セグメント情報、キャッシュ・フローの情報等）について、四半期決算短信の開示内容を追加する方向で、取引所において具体的に検討を進めることが考えられる
レビューの一部義務付け	速報性の観点等から、監査人によるレビューを一律には義務付けないことが考えられる 例えば、会計不正が起こった場合（これに伴い、法定開示書類の提出が遅延した場合を含む）や企業の内部統制の不備が判明した場合、信頼性確保の観点から、取引所規則により一定期間、監査人によるレビューを義務付けることが考えられる
虚偽記載に対するエンフォースメント	取引所において、エンフォースメントをより適切に実施していくことが考えられる 法令上のエンフォースメントについては、～(中略)～これまで四半期報告書のみを対象とした課徴金納付命令は極めて少ないことや、第1・第3四半期報告書廃止後の半期報告書及び有価証券報告書において法令上のエンフォースメントが維持されることを踏まえると、現時点では、これを不要とすることが考えられる

〔出所〕 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」(令和4年度)』より東京証券取引所作成

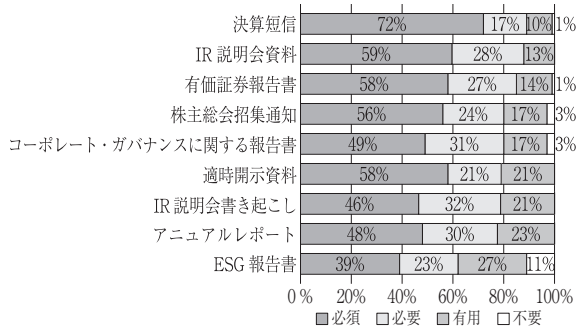
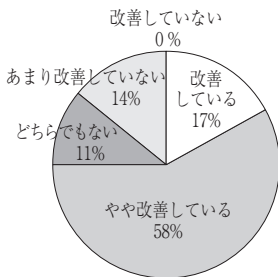
資料別の英文開示実施率



〔出所〕 東京証券取引所『英文開示実施状況調査集計レポート』(2023年1月)

英文開示に関する海外投資家アンケート

(1) 近年の上場会社の英文開示への評価 (2) 投資を行うにあたって必要な資料



〔出所〕 東京証券取引所『英文開示に関する海外投資家アンケート調査結果』(2023年8月)