

平成21年企業内容等開示府令改正等を踏まえた法定開示書類の記載の充実化～事業等のリスクとMD&Aを中心に～

森・濱田松本法律事務所 弁護士 根本 敏光

本稿は、「ディスクロージャー制度に関する研究会」にご参加頂いている根本敏光弁護士からの同研究会に対するご報告を基に、「平成21年企業内容等開示府令改正等を踏まえた法定開示書類の記載の充実化～事業等のリスクとMD&Aを中心に～」として改めてご執筆頂き、掲載させて頂いたものです。

1. 総論

金融商品取引法（以下「金商法」という。）上、有価証券届出書や有価証券報告書において開示すべき事項は、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。）の各様式に定められており、その具体的な記載方法（記載内容、記載のレベル感）については各様式の「記載上の注意」に規定されている。「記載上の注意」は開示府令の一部であるから、開示書類の様式及び記載上の注意に規定されている事項は、原則として、開示書類における「記載すべき事項」を示したものの、すなわち義務的な記載事項である。そして、開示書類のうち重要な事項について虚偽記載や記載の欠落がある場合には、開示書類の訂正命令の対象となるだけでなく（金商法第10条など）、虚偽記載については、発行会社及びその役員などは、刑事責任（金商法第197条、第197条の2）及び民事責任（金商法第18条、第21条の2）に服し、また、課徴金（金商法第172条の2、第172条の4）の対象となる。課徴金については、虚偽の記載がある場合のみならず、記載すべき重要な事実の記載を欠く場合も対象とされており、さらに民事責任（損害賠償責任）については、これらに加え、誤解を生じさせないために必要な重要な事項の記載を欠く場合も含まれており、法定開示書類においてはミスリーディングな記載やミスリーディングとなる省略も許されない。

他方で、記載上の注意は抽象的な規定となっており、また、あらゆる種類の会社を想定して記載内容を網羅的に定めているものではない¹。そのため、具体的な開示内容は、開示府令の各様式の記載上の注意の趣旨を解釈したうえで、発行会社の事業の内容、経営方針、財政状態及び経営成績等に応じ個別具体的に決せられる。記載上の注意で記載されている事項は、ミニマム・スタンダードであり、提出会社の判断により、各記載項目に関連した事項について追加して記載することができる（開示府令第2号様式（記載上の注意（1）b））、上場会社をはじめとする法定開示書類の提出義務者は、多数の投資者が取得しうる流通性のある有価証券を発行することにより、投資者に対し当該有価証券に係る投資判断に必要な情報を提供し、投資者の合理的な投資行動の基盤を確保する責務を負っているのであるから、提出会社には、投資情報としての有用性を高めるために自社の事業の内容等に応じた創意工夫を行うことが望まれる²。法定開示書類の具体的な記載にあたっては、投資者にとって重要な情報を適切に選択し、かつ、これを誤解なく正確に記載する努力が必要となる。

しかしながら、日本における開示に対する意識・姿勢は発行会社によって差があり³、その結果、実際の開示の内容にも質・量ともに差を生じているのが現状である。しかし、近時日本でも開示に関する

¹ 例えば、開示府令第2号様式の記載上の注意は、主として製造業かつ監査役設置会社について示したものであり、製造業以外の業種や委員会設置会社については、これに準じて自らの事業内容等に即した記載とすべく工夫が必要である（開示府令第2号様式（記載上の注意（1）c、f））。

² 財団法人財務会計基準機構『有価証券報告書の作成要領（平成21年3月期提出用）』（財団法人財務会計基準機構・2009）vii頁

³ 米国では、現実の訴訟リスクがあることも相まって開示書類に付随する法的責任が広く理解され、開示書類の作成については外部の弁護士が常に関与し、その記載内容には細心の注意が払われている。

不適切な事例などが問題となったことを背景として、開示に対する注意・関心が高まる傾向にあり、上記観点から、記載内容を再検討し、充実した記載とすることが必要である。

II. 開示書類の不実記載と「重要性」の問題

不実記載のある届出書の提出者等の民事責任について、金商法第18条は、「『重要な事項』について虚偽の記載があり、又は記載すべき『重要な事項』若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けている」ことを責任原因として定めている。また、その他の民事責任の責任原因を定めた規定（金商法第21条、第21条の2、第22条など）や行政処分である訂正命令（金商法第10条など）においても同様である。刑事責任についても同様に、「『重要な事項』につき虚偽の記載のある」（金商法第197条）こと、課徴金については「『重要な事項』について虚偽の記載があり、又は記載すべき『重要な事項』の記載が欠けている」ことが要件とされている。このように、法定開示書類の記載につき法的責任が発生するのは、「重要な」虚偽記載等に限定される。

したがって、民事責任、刑事責任、行政処分の対象とならないようにするために、「重要な」事項を確実かつ正確に記載し、また漏れなく記載する必要がある。何が「重要」であるかについては、金商法及びその関連法令に定めはなく、解釈の問題となる。特に、定性的な記載である「事業等のリスク」や「財政状態及び経営成績の分析」（MD&A）については、何をどの程度記載すればよいかの判断は容易ではないが、開示の趣旨から個別具体的に、真摯に検討することが不可欠である。

III. 「事業等のリスク」の記載の実務上の留意点

1. リスク情報の意義と機能

発行会社のリスクについては、経営者と株主となる投資者との間に情報の不均衡が存在する。一定の有価証券の発行者は、投資者（株主）に対して投資者（株主）が認識すべきリスクを開示する義務を負う。

有価証券報告書等においてこの役割を果たすのが、「事業等のリスク」である。有価証券の発行者は、有価証券報告書等に記載した「事業の状況、経理の状況等に関する事項のうち、財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の異常な変動、特定の取引先・製品・技術等への依存、特有の法的規制・取引慣行・経営方針、重要な訴訟事件等の発生、役員・大株主・関係会社等に関する重要事項等、投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項」を、事業等のリスクとして、「一括して具体的に、分かりやすく、かつ、簡潔に記載すること」（開示府令第2号様式（記載上の注意（33）a））が求められる⁴。すなわち、「事業等のリスク」を読めば、発行会社の事業、経営、財政状態及び経営成績等について⁵、投資者が投資判断を行ううえでリスクとして認識すべき情報が投資者に容易に分かることが期待されている。

法的責任の観点からも、例えば、業績不振等により株価が低迷した場合、その原因、蓋然性及び影響の重大性が「事業等のリスク」において具体的に分かりやすく記載されていないければ、投資者が投資判断を行ううえで合理的に必要とする情報の開示がなされていなかったとして、不実開示に基づく損害賠償責任等の対象となる可能性がある。

「事業等のリスク」において記載すべき情報は、その性質上、発行会社にとって好ましくない情報であることが多く、また、「事業等のリスク」記載の投資情報としての重要性又は法定開示自体の重要性についての理解が提出会社において必ずしも十分ではない場合もあり、「事業等のリスク」について、投資情報としての重要性の観点から緻密な分析を行っているとはいえないような事例も散見される⁶。「事業等のリスク」の記載については、上記理解の程度に応じて、同一の業界であってもその記載内容には各社でかなりばらつきがあるのが現状である⁷。しかし、現実に事業等のリスクにおける不実記載が裁判で争われる場合、同業他社において一般に記載されているリスクは、当該事業にとって典型的・典型的に「重要な」リスクであると評価され⁸、かか

⁴ 平成21年金商法改正により、事業等のリスクには、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疑義を生じさせるような事象又は状況その他提出会社の経営に重要な影響を及ぼす事象（「重要事象等」）が存在する場合には、その旨及びその具体的な内容を分かりやすく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（33）b））。詳細については、後述する。

⁵ 【事業の状況】、【経理の状況】等他の記載事項に直接的に記載されていない内容でも幅広く捉えて一括して記載することに留意する必要があると解されている（財団法人財務会計基準機構「有価証券報告書の作成要領（平成21年3月期提出用）」（財団法人財務会計基準機構・2009）31頁）。

る記載を欠くことは「記載すべき重要な事実若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載」を欠くとの判断を導く可能性がある。もっとも、事業等のリスクとして記載すべき重要な事項は、提出会社の固有の事情を基準として決定されるべき事柄であるから、一定の事項について同業他社が記載していないことが、常にかかる事項が「重要な」リスクに該当しないことを意味するわけではなく、また、被告会社の法的責任を免責するものではないことは明らかである。したがって、法定開示書類の提出会社は、同業他社の開示内容も十分参考しつつ、自社の事業の状況、経理の状況、財政状態、経営成績等の状況に照らし、何が自社の事業等のリスクに該当するかを仔細に分析・検討することが不可欠である。

2. 近年の動向に見る事業等のリスクの記載の充実化の要請

(1) 発行開示における開示情報の精緻化の傾向（業績悪化に伴うリスクの開示）

平成20年9月以降の発行開示においては、サブプライムローン問題に端を発する事業環境の急激な悪化及びこれに伴う業績の悪化に関し、かかる事実及び関連するリスク⁹を「事業等のリスク」に記載する事例が多く見られる。これは、上記のような提出会社を取り巻く環境

下におけるものであることは確かであるが、近年法定開示の内容が訴訟等で争われたという経験を通じて提出会社の意識が向上したものと評価も可能であろう。もっとも、その背景には投資者や監督当局が詳細かつ具体的な開示を強く要求するようになってきているという事情があるものと思われる。

なお、発行開示においては、継続開示に比し、「事業等のリスク」の記載を具体的にを行う必要性が高いとの感覚が市場関係者等の間にはあるようにも思われるが、継続開示においては発行開示の場合と比べて抽象的又は簡易な記載でよいということにはならないと思われる。条文及び記載上の注意においては、あくまで「企業情報」としての「事業等の」リスクと位置づけられており、その記載内容又は程度につき、発行開示の場合と継続開示の場合で差異を設ける合理的理由は見当たらないように思われる。結局、発行開示の場合と継続開示の場合では、リスクが現実化する可能性（つまり訴訟等で争われる可能性）が異なりうることから、発行開示においては特に注意されているに過ぎないものと思われる。流通市場における開示にも、発行市場における開示の場合と同様、不実記載の課徴金が課されることとなっており（金商法第172条の4）、かかる状況に照らしても、発行

⁶ 特に発行開示の場面において、発行会社の描くエクイティ・ストーリーと矛盾するのではないか、あるいはマーケティングに悪影響があるのではないかと懸念から、「事業等のリスク」における詳細又は悲観的な記載を躊躇する心理が働くことも想像されるところではある。しかし、「事業等のリスク」は正に当該会社の事業等に関するリスクを記載すべき箇所であり、その性質上記載内容は最悪の場合も想定した悲観的な内容になるのはいわば当然である。調達資金を発行会社の事業基盤の確保や事業の成長に繋げていくというエクイティ・ストーリーについては、「新規発行による手取金の使途」や「対処すべき課題」等において、充実した内容を説得的に記載することに努めるべきであり、「事業等のリスク」を骨抜きにすべきではない。エクイティ・ストーリーの記載と「事業等のリスク」の記載は、記載の目的及び性質が異なり、それぞれが別の観点から記載されるので、両者が詳細に記載されていたとしても当然に相互に矛盾することにはならない。例えば、資金使途が事業構造改革費用である場合において、事業構造改革の内容と発行会社の成長戦略につき記載されるが、同時に「事業等のリスク」において、当該事業構造改革が功を奏さない場合のリスクについて記載することが考えられる。「事業等のリスク」において、悲観的評価も含めた詳細な記載をしておくことにより、発行会社は重要事実の欠落等による法定責任のリスクを軽減できるのであるから、発行会社として成長戦略やエクイティ・ストーリーにつき充実した記載を行うことは勿論であるが、「事業等のリスク」についても、過度に躊躇することなく、真摯かつ詳細な記載をすることが適切である。

⁷ global offeringを行う場合、海外市場における訴訟リスクに耐えうるために多様な項目について相当詳しいrisk factors/investment considerationsを英文目録見書において記載し、国内外の投資者への開示情報の平等の観点から、それと実質的に同一内容を有価証券届出書など国内の発行開示書類における「事業等のリスク」において記載するのが実務であるため、このようなglobal offeringを経験した発行会社のリスクファクターは一般的に相当程度精緻かつ広範なものとなっている（中村聡ほか『金融商品取引法 資本市場と開示編』（商事法務・2008）650頁）。global offeringにおいては、通常、発行会社及び引受証券がそれぞれ外国法及び日本法の弁護士をリーガル・カウンセラーとして選任し、国内外の証券法規制及び訴訟リスクに耐えうるrisk factors / investment considerationsの記載を検討する。

⁸ 例えば、法令上の許認可や業者規制のある業種であれば、法令の改正等による影響は、当該業種においていずれの会社にも同じように影響を及ぼすのが通常であろう。

⁹ 平成21年4月の開示府令改正により継続企業の前項に関する事象等の「事業等のリスク」への記載が法令上明記される以前から、（財務諸表には継続企業の前項に関する注記を付したうえで、）事業等のリスクに記載する例、継続企業の前項に関する注記が付されていない場合でも、財務制限条項への抵触可能性等に言及する事例は多く見られる。

会社として継続開示の場合における記載内容を簡略化する合理的な理由はないように思われる。

(2) 財務局の対応状況

近時の発行開示における、「事業等のリスク」の記載に関する財務局の対応としては、第三者割当の場合において希薄化のリスクの記載が強く求められたり¹⁰、継続企業の前提に関する注記が付されている場合や財務制限条項に抵触しているか又は抵触のおそれがある場合には、かかる事実及びこれに関する対応状況について、「事業等のリスク」に相当程度具体的に記載することが求められる傾向にある¹¹。また、財務制限条項への抵触等がなくても、業績が著しく悪化している場合には、事業環境の変化に関するリスク又は資金調達に関するリスク（財務制限条項への抵触可能性に関するリスク）等において言及すべきとの助言がなされる傾向にある。また、第三者割当と同時に業績予想の修正又は決算短信の発表若しくは事業構造改革の実施に関する取引所におけるプレスリリースが公表される場合には、同プレスリリースにおいて言及される内容（業績悪化を受けた今後の対応方針等を含む。）についての記載が求められ、事業等のリスクにおいて記載されるような場合もある。

なお、取引所における株式の募集等に関する

適時開示（プレスリリース）においては、「事業等のリスク」の記載は要求されていないが、募集の目的等の記載において、発行会社の財務状況等を踏まえた資金調達の必要性を詳細に記載するよう強い要請を受ける傾向にある¹²。

(3) 重要事象等の開示、MD&A等と関連づけた記載の要請

(a) 記載事項の拡充

平成21年4月の開示府令改正により、事業等のリスクには、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疑義を生じさせるような事象又は状況その他提出会社の経営に重要な影響を及ぼす事象（以下「重要事象等」という。）が存在する場合には、その旨及びその具体的な内容を分かりやすく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（33）b））。

これは、財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則（以下「財務諸表等規則」という。）の改正により、財務諸表の注記としての「継続企業の前提に関する注記」の基準が厳格化された¹³ことから、これにより従来「継続企業の前提に関する注記」がなされてきたケースの一部について、経営者による対応策等を考慮し、「注記」に至らないケースが生じることとなることなどを踏まえ、事業等のリスクにおいて開示することとしたものと解されている¹⁴。

¹⁰開示内容とは直接的な関係はないと思われるが、希薄化率の高い第三者割当においては、組込方式又は参照方式による開示を行う場合であっても、待機期間の短縮を認めず、原則通り効力発生まで中15日を必要とする対応がとられており、個別具体的な事案を勘案した対応が行われているといえる。

¹¹第三者割当の場合には、発行市場において有価証券を取得するのは割当先となる特定の第三者のみであり、当該特定の第三者は発行会社の業績や財務状態の悪化を十分認識し納得して引き受けていることになるが、これを理由に、第三者割当の場合には、多数の投資者を相手とする公募の場合に比し、事業等のリスクその他の記載を詳細に行うべき要請が後退すると考えることはできない。第三者割当により発行された有価証券は、その後流通市場において不特定多数の投資者の手に渡る可能性がある以上、たとえ第三者割当の場合であっても、流通市場における一般投資者にとって十分といえる情報の開示が不可欠となる。

¹²なお、東証は、上場制度整備懇談会の提言（「安心して投資できる市場環境等の整備に向けて」（平成21年4月23日））を受けて、平成21年7月30日付で、第三者割当に関する適時開示の充実化を含む規則改正を行っており、平成21年8月24日から施行されている。また、金融庁金融審議会の「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～」（平成21年6月17日）においても、第三者割当増資に係る具体的な情報の開示を求めることが適切であり、「法定開示及び取引所ルールにおいて、適切な対応を求めたい」としており、これを受けて平成21年12月11日付で開示府令の改正が公布・施行され、平成22年2月1日以後に提出する第三者割当に係る有価証券届出書等においては、割当予定先の情報や資金使途の詳細な情報等の記載が必要となる。これらは、既存株主の権利保護と市場の信頼性確保の観点から、第三者割当増資については一定の場合、手続や開示を厳格にするというものであり、法定開示における事業等のリスク及びMD&Aの記載の充実化に直接関係するものではない。しかし、かかる改正は、個別具体的な状況に応じて、投資者にとって重要となる事項については具体的な情報開示を求めるという考え方に基づくものと考えられ、法定開示における事業等のリスク及びMD&Aの記載を考えるにあたって、参考になるものと思われる。

¹³継続企業の前提に重要な疑義を生じさせる事象又は状況が存在する場合であっても、当該事象又は状況を解消し、又は改善するための対応を行うことにより、継続企業の前提に関する重要な不確実性を払拭できる場合などには、継続企業の前提に関する注記は不要とされている。

もっとも、本改正においては、事業等のリスクに「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ような事象又は状況」のみならず、「その他提出会社の経営に重要な影響を及ぼす事象」について幅広く記載するものとされている¹⁵。「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ような事象又は状況」の内容として想定されている事象（企業内容等の開示に関する留意事項について（以下「開示ガイドライン」という。）の「B 個別ガイドライン」中の『「事業等のリスク」に関する取扱ガイドライン』を参照のこと。）は、継続企業の前提に関する重要な疑義を生じさせる事象又は状況を解消・改善するための対応策や、かかる対応策にもかかわらず継続する重要な不確実性に関する記載に限られず、会社の経営方針、財政状態、経営成績等に影響を及ぼしうるリスク項目については広く含んでいるといえる。このように、開示府令及び開示ガイドラインの改正により事業等のリスクに記載すべきことが明らかにされた事項は、財務諸表等規則の改正により従来の財務諸表の継続企業の前提に関する注記の対象から外された事象に限定されていない。本改正は、事業等のリスクに記載すべき重要な事実に関し従前求められていた考え方を、この機会にあらためて具体例を示したうえで明記したものと考えるのが適切のように思われる¹⁶。

なお、そもそも、法定開示書類における事業等のリスクの記載と財務諸表の継続企業の前提に関する注記は趣旨・観点が異なり、財務諸表の注記とされていれば、事業等のリスクとして記載しなくて良い合理的な理由はないように思われる¹⁷。平成21年4月の開示府令改正以前から、継続企業の前提に関する疑義を生じてい

れば（又はかかる疑義が一定程度の現実性を持って顕在化していれば）、財務諸表への注記の問題とは別に、提出会社の事業、財政状態、経営成績に影響を及ぼしうる「重要な」リスクが生じているといえ、かかるリスクを開示すべきことは当然ともいえよう¹⁸。

(b) MD&A等と関連づけた記載

また、事業等のリスクにおいて、重要事象等が存在する旨及びその内容を記載した場合には、「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」（以下「MD&A」という。）において、当該事象等についての分析・検討内容及び当該重要事象等を解消し、又は改善するための対応策を具体的に、かつ、分かりやすく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（36）b））。

前述の通り、本改正は、財務諸表等規則の改正により、国際会計基準（国際監査基準）における開示との整合性の観点から財務諸表の「継続企業の前提に関する注記」の要件が厳格化されたことに伴って開示府令の改正を行うものと位置づけられているが、事業等のリスクの記載とMD&Aの記載は関連づけて記載することが適切であることが明らかにされたといえることができよう。なお、事業等のリスクの記載は、対処すべき課題、MD&Aとの関連性及びコーポレート・ガバナンスの状況等のリスク管理体制との関連性、さらには「継続企業の前提に重要な疑義を抱かせる事象又は状況」に関する注記との関連性なども考えられ、各事項間の記載内容の整合性、分かりやすい記載方法等に留意する必要があることについては、本改正以前から指摘されていたところであり¹⁹、本改正により、法定開示書類において開示すべき「重要な」事項に関する理解に変更が加えられたり、

¹⁴本改正については、平松朗＝谷口義幸「「継続企業の前提に関する注記」に係る財務諸表等規則等の改正」（旬刊商事法務1864号）24頁が詳しい。

¹⁵平成21年3月27日付金融庁公表パブリックコメントに対する回答9番。したがって、例えば、継続企業の前提に疑義を抱かせる事象や状況につながるおそれのある重要な事項についても記載することが適当である（平成21年3月27日付金融庁公表パブリックコメントに対する回答10番）。

¹⁶金融庁企業会計審議会の「監査基準の改訂に関する意見書」（平成21年4月9日）においても、上場会社等において、継続企業の前提に関する重要な不確実性が認められず当該注記を行わないケースにおいても、例えば、有価証券報告書の「事業等のリスク」等において、一定の事象や経営者の対応策等を開示し、利害関係者に情報提供が行われることが適切であるとされている。

¹⁷平成21年3月27日付金融庁公表パブリックコメントに対する回答9番も、対応策の有無に関わりなく、「継続企業の前提に関する注記」の対象となるものについても記載することになるとしている。

¹⁸平成21年改正以前の財務局の対応状況としても、継続企業の前提に関する注記が付され、又は付される可能性があるような事情があれば、事業等のリスクにおいて開示すべきとの助言がなされることがあったようである。

開示内容が加重されたわけではないものと考えられる。むしろ、事業等のリスクを分析し、「重要な」事項を開示したというためには、法定開示書類の各記載内容との関連性や整合性についても、詳細かつ慎重に検討したうえで、表現上もかかる関係が明確となるように記載しなければならないことが、明らかにされたものと考えられる。

(c) 四半期報告書等における事業等のリスクの記載の要請

平成21年7月の開示府令改正により、四半期報告書においても、「事業等のリスク」の項が新設され、有価証券報告書におけるのと同様、重要事象等の記載を求めるとともに、「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」において、重要事象等についての分析・検討内容、対応策等の記載が必要とされた²⁰。これらの改正は、重要事象等の開示を求めることとしたことを契機に、四半期報告書や半期報告書における情報開示の充実を図ることとしたものである^{21 22}。従来は、有価証券報告書以外の開示書類では、「事業等のリスク」の開示は不要であったが、本改正により、四半期報告書及び半期報告書においても「事業等のリスク」の記載が必要となった。

これにより、上場会社は、四半期ごとに「事業等のリスク」を分析しなおし、記載をアップデートすることが必要となる。事業環境等の急激な変動等に適切に対応したリスク分析を行い、これを適切に開示することが重要となっている²³。

3. リスクの項目

次に「事業等のリスク」において、どのような項目を記載すべきか、が問題になる。開示ガイドラインの「B 個別ガイドライン」中の『「事業等のリスク」に関する取扱ガイドライン』は、開示府令第2号様式（記載上の注意（33）a）に規定する「事業等のリスク」の記載例として、おおむね以下の項目に分類している。

- ① 会社グループがとっている特異な経営方針に係るもの
- ② 財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の異常な変動に係るもの
- ③ 特定の取引先等で取引の継続性が不安定であるものへの高い依存度に係るもの
- ④ 特定の製品、技術等で将来性が不明確であるものへの高い依存度に係るもの
- ⑤ 特有の取引慣行に基づく取引に関する損害に係るもの
- ⑥ 新製品及び新技術に係る長い企業化及び商品化期間に係るもの
- ⑦ 特有の法的規制等に係るもの
- ⑧ 重要な訴訟事件等の発生に係るもの
- ⑨ 役員、従業員、大株主、関係会社等に関する重要事項に係るもの
- ⑩ 会社と役員又は議決権の過半数を実質的に所有している株主との間の重要な取引関係に係るもの
- ⑪ 将来に関する事項について

なお、上記の記載例とは別種の事項についても、投資者に誤解を生ぜしめない範囲で会社の判断により記載することを妨げるものではない。

また、開示府令第2号様式（記載上の注意（33）b）に規定する「重要事象等」については、その経営への影響も含めて具体的な内容を記載することとされている。

¹⁹財団法人財務会計基準機構『有価証券報告書の作成要領（平成20年3月期提出用）』（財団法人財務会計基準機構・2008）31頁

²⁰半期報告書においても、「事業等のリスク」及び「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」の項が新設され、四半期報告書と同様の内容の記載が求められている。

²¹平松朗=谷口義幸「『継続企業の前提に関する注記』に係る四半期連結財務諸表規則等の改正」（旬刊商事法務1872号）61頁

²²内国会社の四半期報告書の様式である第4号の3様式においては、四半期財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則における継続企業の前提に関する注記に対応する重要事象等の記載に関する規定（b項）だけでなく、四半期報告書におけるリスク情報についての包括的な規定（a項）が置かれている。

²³なお、内部統制報告制度の下では、上場会社等は業務フローチャート、業務記述書、リスク・コントロール・マトリックス等を整備し、業務プロセスについてリスクの洗い出しを行うことが期待されている。財務報告に係る内部統制によりすべてのリスク項目が明らかになるわけではないが、その有効性の評価に伴い認識されたリスクについては、「事業等のリスク」においても記載を検討することが考えられる（中村聡ほか『金融商品取引法 資本市場と開示編』（商事法務・2008）653頁）。

「重要事象等」のうち「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疑義を生じさせるような事象又は状況」は、おおむね以下に掲げる事象又は状況が単独又は複合的に生ずることにより該当しうるものであることに留意するものとされている。もっとも、以下に限られるものではない。「事業等のリスク」については、企業の業種、業態、規模、経営状態、企業を取り巻く経済環境等により様々であると考えられるため、以下に例示した事象又は状況にとらわれることなく、積極的な記載が臨まれる²⁴。

- ① 売上高の著しい減少
- ② 継続的な営業損失の発生又は営業キャッシュ・フローのマイナス
- ③ 重要な営業損失、経常損失又は当期純損失の計上
- ④ 重要なマイナスの営業キャッシュ・フローの計上
- ⑤ 債務超過
- ⑥ 営業債務の返済の困難性
- ⑦ 借入金の返済条項の不履行又は履行の困難性
- ⑧ 社債等の償還の困難性
- ⑨ 新たな資金調達の困難性
- ⑩ 債務免除の要請
- ⑪ 売却を予定している重要な資産の処分困難性
- ⑫ 配当優先株式に対する配当の遅延又は中止
- ⑬ 主要な仕入先からの与信又は取引継続の拒絶
- ⑭ 重要な市場又は得意先の喪失
- ⑮ 事業活動に不可欠な重要な権利の失効
- ⑯ 事業活動に不可欠な人材の流出
- ⑰ 事業活動に不可欠な重要な資産の毀損、喪失又は処分
- ⑱ 法令に基づく重要な事業の制約
- ⑲ 巨額な損害賠償金の負担の可能性
- ⑳ ブランド・イメージの著しい悪化

「事業等のリスク」一般については、上記以外にも様々な項目が考えられ²⁵、また、リスクの項目をどのように洗い出すかについても様々なアプローチがありうるが²⁶、いずれにしても、発行会社を取り巻くリスクは各社で異なるため、発行会社は、その事業、財政状態、経営成績等の状況に応じて、開示すべき事業等のリスクを個別具体的に判断せざるを得ない。

4. リスクの記載の程度・内容

(1) 前提

以下では、不実記載のリスクを最小限に抑えるという観点を重視し、リスクファクターの詳細な分析を行い、可能な限り具体性を有する正確かつ十分な記載を行うという方針を想定して、「事業等のリスク」の記載を分析するものである。したがって、あらゆるリスクファクターにつき、常にこのような詳細な記載が不可欠であるとは思われないが、十分な分析及び検討を行ったうえで、当該会社を取り巻く各種事情を総合的に考慮し、必要に応じてメリハリをつけるなど、柔軟な対応を行うことが適切であろう。

(2) 記載の具体性

開示府令第2号様式（記載上の注意（33））において、「投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項を一括して具体的に、分かりやすく、かつ、簡潔に記載すること」とされている通り、「事業等のリスク」の記載は具体的であることを要する。

例えば、特定の取引先に依存しているというリスクファクターについて、「当社は特定の取引先に依存しており、当該取引先との取引が継続できなくなる場合には当社の業績に悪影響を及ぼす」、とだけ書いてあっても、投資者は、具体的に、その発行会社がどのようなリスクを負っているのかを理解することは困難である。取引の種類・内容（原材料・部品の仕入れに関する契約なのか、販売・受注に関する契約なのか、下請企業との製造委託に関する契約なのか、販売ルートとの販売委託に関する契約なのか、プロバイダー・ベンダーとのシステムに関するサービス提供に関する契約なのか等）、当該取引の必要性・重要性（主力製品・サービス等に関するものであるか、製品・サービス等に不可欠なものであるか等）、取引停止による業績等へのインパクト（当該製品の売上げに対する貢献度、当該製品の当該取引に対する依存度、提出会社の当該取引先に対する依存度、他の取引先への代替性の有無・程度等）、取引が継続できなくなりうる理由（契約期間の満了、

²⁴平成21年3月27日付金融庁公表パブリックコメントに対する回答8番参照

²⁵日本企業が有価証券報告書などにおいて「事業等のリスク」として記載することが考えられる項目を詳細に例示したものととして、中村聡ほか『金融商品取引法 資本市場と開示編』（商事法務・2008）巻末資料2

²⁶中村聡ほか『金融商品取引法 資本市場と開示編』（商事法務・2008）652頁

会社の事業等に関する前提知識なしに、容易に記載内容が理解できる程度の分かりやすさが求められる³⁰。一方で法定開示書類の記載は正確性が要求されるため、実務的には分かりやすさと正確さのバランスが常に頭を悩ませるが、他の箇所に記載した詳細な内容を参照したり、脚注等を利用し対応することが求められる³¹。また、他の記載箇所との整合性にも留意が必要である。

IV. 「財政状態及び経営成績の分析」(MD&A)の記載の実務上の留意点

1. MD&Aの一般的な記載事項

有価証券報告書等において、「事業等のリスク」と並んで重要な記載事項となるのが、「財政状態及び経営成績の分析」である。同箇所は実務上「MD&A (management's discussion & analysis)」と呼ばれ、有価証券報告書等に記載した事業の状況、経理の状況等に関して投資者が適切な判断を行うことができるよう、提出会社の代表者による財政状態及び経営成績に関する分析・検討内容(例えば、経営成績に重要な影響を与える要因についての分析、資本の財源及び資金の流動性に係る情報)を具体的に、かつ、分かりやすく記載することが期待されている(開示府令第2号様式(記載上の注意(36)))³²。発行会社の財政状態及び経営成績は、経理の状況(連結財務諸表・財務諸表)に記載されるが、MD&Aではこれらの財務報告を発行会社の経営戦略、事業の内容、経営環境等と関連づけ、経営者の観点から「分析」及び「検討」することが求められている。

2. MD&Aの記載にあたっての留意事項

上記の「事業等のリスク」同様、MD&Aについても発行会社各社で記載の内容・程度にレベルの差異があるのが現状である。「業績の概要」と同程度の記載しかされず、又は一般的な景気の動向・コス

ト削減の努力などと売上げ・利益の数字を明確な関連性なく包括的に記載し、MD&Aで求められる「分析」をほとんど行っていないと思われる発行会社も多い。なかには、「業績の概要」を参照する旨の記載のみとする例も見受けられる。

しかし、MD&Aでは、単なる客観的事実の羅列ではなく、代表者による分析・検討内容の記載を行うことに意義があるものと考えられる。すなわち、投資者は、有価証券報告書等の記載内容について適正な判断を行うために事業の状況や経理の状況等の客観的事項に加えて、経営者の視点による経営戦略、財務業績等について経営者自らの言葉による説明を求めているものと考えられ、代表者として、自社及びグループ会社の置かれている状況を踏まえ、これを分析・評価し、どう対処するかなどについてどのように考えて経営にあたっているのかの説明を求められているものと考えられる³³。したがって、売上げ、売上総利益、営業損益、経常損益、当期純損益のそれぞれに重要な影響を与える要因を特定し、「分析」することが求められる。これらの変動要因としては、例えば、国内外のマクロ経済、関連する産業セクターの状況、特定の製品・地域の状況、需給バランス、原材料価格、製品単価、人件費、燃料費、為替、金利、保有資産、当期におけるM&A・リストラなどが考えられる。それらの変動要因を明示したうえで、当該変動要因の当期における状況と財政状態・経営成績への影響並びに次期の見通しを記載する必要がある³⁴。

また、MD&Aの記載は、「事業等のリスク」その他の記載との関連性に配慮して記載することが求められる。

すなわち、事業等のリスクにおいて、重要事象等が存在する旨及びその内容を記載した場合には、MD&Aにおいて、当該事象等についての分析・検討内容及び当該重要事象等を解消し、又は改善するための対応策を具体的に、かつ、分かりやすく記載することとされている(開示府令第2号様式(記載

³⁰ また法的観点からも、実際に法定開示書類の不実記載が問題となる場合、記載内容の適切さについて裁判所の判断に委ねられるため、プロの投資者ではない裁判官にも理解してもらえ記載が必要であろう。

³¹ 財務会計基準機構『有価証券報告書の作成要領(平成21年3月期提出用)』(財団法人財務会計基準機構・2009)43頁においても、「本項には一括して簡潔な記載を行ったうえで、詳細な記載は【業績等の概要】欄等の記載を参照する方法も考えられます。」「他の記載事項である【対処すべき課題】、【財政状態及び経営成績の分析】の経営成績に重要な影響を与える要因についての分析等との関連性及び【コーポレート・ガバナンスの状況】のリスク管理体制との関連性、さらには「継続企業の前提に疑義を抱かせる事象又は状況」に関する注記との関連性なども考えられ、各事項間の記載内容の整合性、分かりやすい記載の方法などに留意する必要があります」とされている。

³² なお、財務会計基準機構『有価証券報告書の作成要領(平成21年3月期提出用)』(財団法人財務会計基準機構・2009)43頁も、抽象的な表現、冗長的な説明等に陥らないよう留意する必要がある旨を指摘する。

³³ 財務会計基準機構『有価証券報告書の作成要領(平成21年3月期提出用)』(財団法人財務会計基準機構・2009)43頁

上の注意（36）b）。具体的には、「当該重要事象等を解消し、又は改善するための対応策」の記載においては、当該提出会社に係る財務の健全性に悪影響を及ぼしている、又は及ぼしうる要因に関して経営者が講じている、又は講じる予定の対応策の具体的な内容（実施時期、実現可能性の程度、金額等を含む。）を記載することが想定されている。なお、対応策の例としては、おおむね以下に掲げるものがある（ただし、これらに限るものではないことに留意する。）（開示ガイドライン「B 個別ガイドライン」中の『「事業等のリスク」に関する取扱ガイドライン』を参照のこと。）。

- ① 資産の処分（有価証券、固定資産等の売却等）に関する計画
- ② 資金調達（新規の借入れ又は借換え、新株又は新株予約権の発行、社債の発行、短期借入金の中座貸越枠の設定等）の計画
- ③ 債務免除（借入金の返済期日の延長、返済条件の変更等）の計画
- ④ その他（人員の削減等による人件費の削減、役員報酬の削減、配当の支払いの減額等）

従来、提出会社に継続企業の前提に関する注記が付されている場合又はそのおそれがある場合（例えば、業績予想に照らし、事業年度末における財務制限条項への抵触が合理的に予想される場合）には、「事業等のリスク」においてかかる状況を記載し、かつかかる状況への対応策についても「事業等のリスク」において記載したうえで、かかる対応策が効を奏さなかった場合には、提出会社の資金調達に重大な悪影響を及ぼす可能性がある旨の記載をするのが実務上の対応として適切と考えられていた。上記開示ガイドラインの改正により、「重要事象等」の存在及び内容については「事業等のリスク」に、当該事象への対応策の内容については

MD&Aにおいて、分けて記載するという取扱いが明らかにされた。「事象」と「分析」を書き分けるという考え方に基づくものといえるが³⁵、実際に記載を行うにあたり、どのような記載をすべきかについては考慮が必要であろう。すなわち、「重要事象等」の存在と「対応策」を単に別々の記載箇所別々に記載したのでは、両者の関連性が不明確になったり、全体像がかえって分かりづらくなるおそれがある。

そのため、各記載において、他方を参照する旨の記載を行うことは最低限必要と考えられる。より重要なのは、一定の事象（本来的なリスク）に対し、提出会社が具体的な対応策をとっている場合には、当該本来的なリスクとは別に、対応策をとったにもかかわらず当該対応策が期待した効果を有しないか、又は想定を超える事業環境の急激な変更等により対応策によってもなお本来的なリスクを解消することができないリスク（不奏功リスク）が生じることである。かかる不奏功リスクへの言及することなく、「本来的なリスク」の存在と「対応策」のみを記載した場合には、対応策により本来的なリスクは解消されるとの印象を与え、かえって投資者に対しミスリーディングな情報を提供することになりかねない。したがって、「事業等のリスク」の記載においては、本来的なリスクという「事象」の記載のみならず、少なくとも対応策の概要については触れたうえで、不奏功リスクまで記載しておくことがリスク「分析」の観点から適切ではないか³⁶。そのうえで、対応策の詳細内容については、MD&Aにも重ねて記載し、これを「事業等のリスク」でも参照する（「対応策の詳細についてはMD&Aをご参照下さい」等）ことが考えられよう³⁷。

以上

³⁴ MD&Aの記載については、米国での開示実務が参考になる。SEC（Securities and Exchange Commission：米国証券取引委員会）が述べているポイントは以下の通りである。

- ① 最も重要な情報が最も目立つように記載すること
- ② 投資者を圧倒し、重要事項を認識し理解するのを妨げるような、不要な繰り返しを避けること
- ③ 導入部分に経営陣による概観を記載して他の部分の文脈を規定することが有益であること
- ④ 重要な情報に集中し、会社の理解を助けることにはならない、重要でない情報は記載しないこと
- ⑤ 経営陣が会社を運営上で使用し、投資者が重要と考える、主要な指標（財務に関するものに限定されない）を特定し、議論すること
- ⑥ 財政状態又は経営成績に重要な影響を合理的に及ぼしうる、認識されたトレンド、事象、需給状況、合意及び不確実性を特定し、開示すること
- ⑦ 記載が要求されている事項に対応する情報の開示に限定されず、MD&Aの目的の観点から、当該情報の示唆及び重要性についての経営陣の見解を説明するという要件に対応する分析についても記載すること

³⁵ 平成21年3月27日付金融庁公表パブリックコメントに対する回答5番参照

³⁶ 平成21年3月27日付金融庁公表パブリックコメントに対する回答9番があるが、回答の趣旨は必ずしも明確でない。

³⁷ 本稿における意見については、筆者の個人的見解であって、筆者の所属する法律事務所の見解ではない。