

有価証券報告書における情報開示の課題と改正案

—第2「事業の状況」の総括的な研究とさらなる企業内容開示制度の展望—

飯泉 潤 (東京経済大学経済学部 4年)
木村 大樹 (東京経済大学経営学部 4年)



1. はじめに

本稿の目的は、企業の将来的な目標や活動といった非財務情報の記載が行われている、有価証券報告書 第2「事業の状況」(以下「事業の状況」という)に焦点を当て、その課題を浮き彫りにすると共に、非財務情報を利用する一般投資家に対して分かり易く、かつ有益な情報の開示を促すと同時に、企業のマネジメント効果を生み出す改正案を提言することを目的としている。

国際会計基準審議会(International Accounting Standards Board; IASB)は2010年12月8日に、国際財務報告基準(International Financial Reporting Standards; IFRS)に準拠して作成された財務諸表本体以外(非財務情報)の情報の開示に対するフレームワークを提供することを狙いとした、マネジメント・コメンタリーの声明文を公表した(IFRS Practice Statement Management Commentary)。マネジメント・コメンタリーは、経営者の視点から分析した企業の戦略や目標を、その情報の利用者(一般投資家等)に説明する機会の提供を目的とした意見書であり、米国などではその提供の場として「財務状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」の項目にあたる。

実際に米国のF-20の「財務状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」には、経営者の視点から分析した企業の戦略や目標が記載されている。これは日本の有価証券報告書の項目に置き換えると、本稿でも焦点を当てている「事業の状況」内の「業績等の概要」「対処すべき課題」「事業等のリスク」「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」が最も当てはまると考えられる。しかし、現行の日本の有価証券報告書内の上記の項目は、複雑な記載や情報の重複が見受けられるため、マネジメント・コメンタリーのフレームワークの提供を享受することができない。日本の有価証券報告書の開示状況は、より簡略化し一般投資家などの利

用者に分かり易い開示を行うべきであろう。

また、(株)三菱総合研究所が2009年12月10日に行った、「これからのIR活動の方向性」のアンケート結果によると、IR活動を通して、投資家に効果的に伝わっていると認識している項目として、「決算・業績説明」、「経営方針・中期計画」が挙げられる一方で、投資家に効果的に伝わっていないと考える項目としては、「人材の質」、「研究開発・新技術」、「環境・温暖化対策」、「リスク情報」等、いわゆる無形資産を始めとする項目が挙げられた。

上記の2つの結果から、これからの日本企業に求められる対応は、将来的な情報の記載が多くみられる「事業の状況」の項目において、一般投資家にわかりやすい記載を行うことではないだろうかと考える。理解しやすい情報を記載することで、投資家からのフィードバックを通じた企業のマネジメント向上にもより良い影響を与えられられるからである(金・安田(2012))。

本稿では、経営者の目標や戦略、事業の活動状況といった将来的な情報を含む、「事業の状況」の項目に焦点を当て、現行の問題点を浮き彫りにし、一般投資家及びその他の利用者によりわかりやすい記載の形式を提案していくこととする。

本稿の構成は以下の通りである。第2節では、「事業の状況」に関する先行研究を整理した上で、当該開示情報の規制がどのように変わってきたかを時系列で考察する。そして第3節では、実際に近年の企業の開示状況を参照しながら現行の開示状況の課題点を浮き彫りにする。第4節では、前節の課題点に対する具体的な改正案を提言していく。最後に第5節では本稿をまとめ結びとする。

2. 「事業の状況」の歴史的変遷と開示実態

(1) 先行研究の整理

近年では、有価証券報告書の大幅な改正に伴い、「事業の状況」内の各項目の研究が進められている。

以下に「事業の状況」内の各項目に係る先行研究とその内容を整理する。

まず比較的多くの研究が進められているのが、「事業等のリスク」に関する研究である。本稿ではいくつかの研究の中から張替（2008）と金（2012）をとりあげる。まず、張替（2008）では、株主が背負うべきリスクであると理解させるIR活動がリスクIRであり、それを定量的に評価した。その結果、最も重要視されるべきプライベートリスクが、経営陣から楽観視されていることが分かった。プライベートリスクは情報の非対称性が大きいため、楽観予想バイアスが続きと投資家から高いリスクプレミアムを要求される。つまり、経営陣が楽観的に見ている投資家などのプライベートリスクは、投資家と経営陣で情報の非対称性が起こっており、傷害などの犯罪が起こった場合、高い対価を払わされる可能性がある。そのことを踏まえて具体的な対策を実行し、そのリスクマネジメント体制を情報開示・アピールしていくことが大切であるとしている。

金（2012）では、規模が大きく、市場ベータが高い企業、負債依存度が高い企業、研究開発投資を多く行っており海外への売が多い企業ほどリスクを多く開示していることが明らかにされた。また、リスク情報開示に積極的な企業は、他の企業に比べて業績マネジメントの有効性が比較的低下していないことがわかった。これを受け情報開示は、投資家に有効な情報を提供し、情報の非対称性を低減するだけでなく、企業行動をも変える可能性がある」と金（2012）は結論付けている。つまり、企業は自らのリスクを多く開示することで、投資家に有効な情報を提供し、情報の非対称性を低減するだけでなく、自社のリスクマネジメントも同時に行っていると考えられると解釈しているのである。

リスク情報の開示に関する上記の2つの論文では、リスク情報の開示の重要性が増してきていることを

示唆している。同時に、企業によって開示内容の形式並びに開示内容・量にも差が存在することも読み取ることができる。

「事業の状況」の中で研究が進められているもう一つの分野は「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」に関するものである。たとえば、伊藤（2010）は日経225を対象とした財政状態、経営成績及びキャッシュ・フロー（いわゆるManagement Discussion and Analysis; MD&A）情報の実際の開示状況について調査し、日本企業の開示傾向について述べている。MD&Aに関しては、開示は義務付けられているものの、開示する内容に関しての詳細が規定されておらず、企業側が戦略的かつ自由に記載することができる項目であり、企業によってその記載内容に差が現れる項目であることが読み取れる。

私たちが調べた中では、「事業の状況」の中で研究が進められている分野は上記の2つのみであると考えられた。すなわち、「事業等のリスク」、「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」に関する研究は少なからず研究が進められているが、その他の項目についての研究については見つけることができなかった。さらに、「事業の状況」の各項目を総合的に研究した論文も存在しなかった。そこで本稿では、先行研究の見つからなかった項目も含め「事業の状況」を総合的に研究し、その問題点を明らかにしていくことで今後の日本企業の情報開示がより分かり易く、かつ有益なものとなるのではないかと考えた。

(2) 現行の開示様式

表1は、現在の「事業の状況」の項目をまとめたものである。日本の企業は2010年の項目の追加訂正以降、この形式に基づいて有価証券報告書の作成、開示を行っている。

表1 現行の開示項目

表1 現行の開示項目	
第2 事業の状況	
1. 業績等の概要	⇒2000年3月期より改正
2. 生産、受注及び販売の状況	⇒2000年3月期より独立
3. 対処すべき課題	⇒2000年3月期より独立
4. 事業等のリスク	⇒2004年3月期より追加
5. 経営上の重要な契約等	
6. 研究開発活動	⇒1987年3月期より追加
7. 財政状態、経営成績及び	⇒2004年3月期より追加
キャッシュ・フローの状況の分析	2009年4月期より項目名変更

上記の「事業の状況」内の各項目に関して、以下に企業内容等の開示に関する内閣府令第二号様式記載上の注意と現行の開示状況について項目ごとに説明していく¹。また、具体例として医薬品業界のA

社の有価証券報告書（2012年3月期）の開示例を取り上げる²。なお、改正に関する具体的な変更点などは次節で詳細に説明する。

① 「業績等の概要」

業績等の概要

- a 最近連結会計年度及び(61)ただし書により四半期連結貸借対照表を掲げた場合にあっては当該四半期連結貸借対照表に係る四半期連結累計期間（四半期財務諸表等規則第3条第7号に規定する四半期連結累計期間をいう。以下この様式において同じ。）・・・〔中略〕・・・以下この様式において同じ。）又は中間貸借対照表を掲げた場合にあっては当該中間貸借対照表に係る中間会計期間（以下この様式において「最近事業年度等」という。）における業績及びキャッシュ・フローの状況について、前年同期（前年同四半期累計期間又は前中間会計期間を除く。）と比較して分析的に記載すること。

第二号様式記載上の注意(30)より抜粋。

1 【業績等の概要】

(1) 業績

〈研究開発活動関連〉

〈販売活動関連〉

〈グローバルでのワクチン事業の強化にむけて〉

〈コーポレート・ガバナンスの強化について〉

(2) セグメントの状況

(3) キャッシュ・フローの状況

A社の有価証券報告書（2012年3月期）より抜粋。

兼田（1999）によると、「業績等の概要」は、平成9年6月に企業会計審議会から公表された「連結財務諸表制度の見直しに係る意見書」による有価証券報告書等の記載内容の見直しにより、2000年3月期から「営業の状況」と「企業集団の業績」が統合され、連結ベースで記載するようになった。また、連結キャッシュ・フロー計算書が連結財務諸表の一つとして追加されたことにより、キャッシュ・フローの状況についても、定量的・定性的な開示を行う事とされた。キャッシュ・フロー状況については、前年同期と比較し分析的に記載することになった。連結会計年度における業績については、事業の種類別セグメント及び所在地別セグメントの区分により、その内容を含めて記載する。

実際A社の開示例をみると、業績やセグメントおよびキャッシュ・フローの状況について説明が行われていることがわかる。

② 「生産、受注及び販売の状況」

生産、受注及び販売の状況

- a 最近連結会計年度等における生産、受注及び販売の実績について、前年同期（前中間連結会計期間を除く。）と比較して事業の種類別セグメントに関連付けて記載すること。ただし、業種・業態によりこれによりがたい場合には、「業績等の概要」の記載に含めて生産、受注及び販売の状況について記載することができる。〔中略〕
- d 主要な販売先がある場合には、最近2連結会計年度等（連結財務諸表を作成していない場合には最近2事業年度等）における相手先別の販売実績及び当該販売実績の総販売実績に対する割合を記載すること。ただし、当該割合が100分の10未満の相手先については記載を省略することができる。

第二号様式記載上の注意(31)より抜粋。

2【生産、受注及び販売の状況】

- (1) 生産実績
- (2) 商品仕入実績
- (3) 受注状況
- (4) 販売実績

A社の有価証券報告書（2012年3月期）より抜粋。

兼田（1999）によると、生産・受注及び販売の状況について、連結ベースで開示することになり、当連結会計年度における生産、受注及び販売の実績について、前年同期と比較して業種別セグメントに関連付けて記載することが求められている。だが、これらの定量情報の記載を連結ベースで全ての企業に対して画一的に求めることは現実的ではないと考え

られるため、業種・業態によって難しい場合「業績等の概要」の記載に含めて、生産・受注及び販売の状況について、前年同期と比較して定性的に記載することが理想とされている。実際A社の開示例をみると、生産や仕入など製品に関係する説明が行われていることがわかる。

③ 「対処すべき課題」

対処すべき課題

最近日現在における連結会社（連結財務諸表を作成していない場合には提出会社）の事業上及び財務上の対処すべき課題について、その内容、対処方針等を具体的に記載すること。なお、基本方針を定めている会社については、会社法施行規則（平成18年法務省令第12号）第127条各号に掲げる事項を記載すること。

第二号様式記載上の注意(32)より抜粋。

3【対処すべき課題】

<経営方針>

- ・革新への挑戦（Innovation）
- ・活力ある企業文化の創造（Culture）
- ・持続的な成長（Growth）

<経営方針を実現するための戦略>

A社の有価証券報告書（2012年3月期）より抜粋。

兼田（1999）によると、今までは「営業の状況」の「概況」において、提出会社の対処すべき課題について説明するものとされてきたが、独立の項目として記載されることになった。「事業の状況」に「対処すべき課題」の項目が新設され、事業上及び財務上の対処すべき課題について、その内容、対処方針を具体的に記載することとした。会社の対処すべき課題としては様々な事項が考えられるが、企業の経済環境等を踏まえて、事業上及び財務上の課題

となっている事項について幅広く記載することが期待される。実際にA社の開示例をみると、経営方針とその実現のためなど、将来の目標についての説明がみられた。

④ 事業等のリスク

事業等のリスク

- a 届出書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（連結財務諸表規則第2条第13号及び財務諸表等規則第8条第18項に規定するキャッシュ・フローをいう。）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。
- b 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、その旨及びその具体的な内容を分かりやすく記載すること。
- c 将来に関する事項を記載する場合には、当該事項は届出書提出日現在において判断したものである旨を記載すること。

第二号様式記載上の注意(33)より抜粋。

4【事業等のリスク】

- (1) 研究開発に関するリスク
- (2) 知的財産権に関するリスク
- (3) 特許権満了等による売上低下リスク
- (4) 副作用に関するリスク
- (5) 薬剤費抑制策による価格引き下げのリスク
- (6) 為替変動による影響
- (7) 企業買収に関わるリスク

A社の有価証券報告書（2012年3月期）より抜粋。

阿部（2004）によると、事業等のリスクに関して、開示府令の記載上の注意は定義されていない。このため、開示する内容に関しては各社が事業等のリスクを自ら定義し、その内容を自主的に判断して記載することになっている。各社グループの経営成績、株価及び財務状況等に影響を及ぼす可能性のある項目を主な事項としている会社が多い。

事業等のリスクの記載内容として、有価証券報告書の記載上の注意では①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、②特定の取引先・製品・技術等への依存、③特有の法的規制・取引慣行・経営方針、④重要な訴訟事件等の発生、⑤役員・大株主・関係会社等に関する重要事項等が記載されている。

事業等のリスクについての開示項目は上記の5点が主だったものだと考えられるが、これらの項目に限らず開示が行われている。記載上の注意でも、「具体的に分かりやすく、かつ簡潔に記載する」と規定されていることもあり、具体的な記載は投資家への積極的な情報提供だと考えることもできるだろう。

会社はリスクに対して積極的に対処していく行動をとるものだと考えられるので、会社によっては、自社の事業内容に対して分かる範囲のリスクを記載し、さらにそれに対してどういった対策をしていくかを記載している会社の例もある。その他にも会社

によっては全ての事業に対するリスクを記載するのではなく、コアとなる事業についてのリスクを中心に記載している会社もある（阿部（2004））。A社の開示例をみると自社の努力だけでは回避しにくいリスクについて説明されていることがわかる。

⑤ 「経営上の重要な契約等」

経営上の重要な契約等

- a 最近連結会計年度（連結財務諸表を作成していない場合には最近事業年度。以下この(34)において同じ。）の開始日から届出書提出日までの間において、吸収合併又は新設合併が行われることが、・・・〔中略〕・・・新設分割の後の吸収分割承継会社となる会社（吸収分割会社に割り当てられる財産が吸収分割承継会社となる会社が発行する有価証券以外の有価証券である場合には、当該有価証券の発行者を含む。）又は新設分割設立会社となる会社の資本金・事業の内容等について記載すること。

第二号様式記載上の注意(34)より抜粋。

5【経営上の重要な契約等】

- (1) 技術貸与
- (2) 共同研究
- (3) 技術導入
- (4) クロスライセンス
- (5) 販売契約
- (6) その他

A社の有価証券報告書（2012年3月期）より抜粋。

兼田（1999）によると、経営上の重要な契約等についても、連結ベースで記載することとされた。なお、記載内容は、従来の記載内容と同様である。A

社の開示例をみると、他企業との技術や販売に関する説明がされている。

⑥ 「研究開発活動」

研究開発活動

最近連結会計年度等（連結財務諸表を作成していない場合には最近事業年度等）における研究開発活動の状況（例えば、研究の目的、主要課題、研究成果、研究体制等）及び研究開発費の金額を、事業の種類別セグメントに関連付けて記載すること。

第二号様式記載上の注意(35)より抜粋。

6【研究開発活動】

（医療用医薬品事業）

- ① 自社製品に関する取り組み
- ② 合剤等に関する取り組み
- ③ 導入品（アライアンス）に関する取り組み
- ④ 研究開発体制の整備・強化

（ヘルスケア事業）

A社の有価証券報告書（2012年3月期）より抜粋。

兼田（1999）によると、「事業の概況」及び「企業集団の状況」のそれぞれに記載されていたものが統合され、当連結会計年度における研究開発活動の状況を事業別セグメントに関連付けて記載する。研究開発活動に関する情報は、企業の経営方針や将来の収益予測に関する重要な投資情報であるため、自発的、積極的に開示することが求められている。A社の開示例をみると、開発している医薬品についての取り組みについて説明されていることがわかる。

⑦ 「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」

財政状態及び経営成績の分析

- a 届出書に記載した事業の状況、經理の状況等に関して投資者が適正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。
- b 将来に関する事項を記載する場合には、当該事項は届出書提出日現在において判断したものである旨を記載すること。

第二号様式記載上の注意(36)より抜粋。

7【財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析】

(1) 当連結会計年度の経営成績の分析

- ① 売上高
- ② 営業利益
- ③ 経常利益
- ④ 当期純利益

(2) 当連結会計年度の財政状態の分析

[資産]

[負債]

[純資産]

[キャッシュ・フロー]

(3) 将来の見通し

- ① 売上高の見通し
- ② 営業利益・経常利益の見通し
- ③ 当期純利益の見通し
- ④ 見通しの前提及び見通しに関する注意事項

A社の有価証券報告書（2012年3月期）より抜粋。

開示府令では「財政状態及び経営成績の分析」に関する記載上の注意として「投資家が適正な判断ができるよう、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・検討内容を具体的に、かつ、分かりやすく記載すること」としている。その例として、①経営成績に重要な影響を与える要因についての分析と②資本の財源及び資金の流動性にかかる情報があげられる。開示府令では記載すべき事項について詳細に定めているわけではないため、各社が記載事項を適切に判断した上で、記載することとなる。

上記のように「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」における記載項目としては様々なものが考えられるが、「経営成績の分析」についてはほとんどの会社が記載しており、「キャッシュ・フローの分析」「資本の源泉及び資金の流動性についての分析」についても記載している会社が多い。次いで「財政状態の分析」について記載した会社も多い。A社の開示例をみると売上高や営業利益などの数値情報、将来の見通しについて説明していることがわかる。

(2) 有価証券報告書の歴史的変遷から見る「事業の状況」

我が国の有価証券報告書の開示制度の実施は、昭和23年に遡る。以降、近年にかけて有価証券報告書の開示形式や内容に関しては何度か改正が行われてきた。以下に、有価証券報告書の開示制度の成立と、近年にかけての改正や変更点を時系列にまとめ、実際にどのような改正が行われてきたのかを具体的に示していくこととする。

表2 日本の有価証券報告書の成立と改正の流れ

年	内容
昭和23年	証券取引法が公布、施行され、日本企業には有価証券報告書及び有価証券届出書の提出が義務付けられる。
昭和28年	企業内容開示制度が実施されて以来の大幅な改正。数年間の行政運用の経験と実際に報告書の作成を義務付けられている企業側からの意見や要望を踏まえ、不備や不合理な点の改正が行われた。改正のポイントは、有価証券報告書と有価証券届出書の記載内容と範囲の一致であった。
昭和46年	昭和28年の改正以降、企業内容開示制度に関しての大幅な改正は、この年の改正まで行われておらず、流通市場の拡大や国際化に伴い、投資者保護の徹底の為に大幅な改正が行われた。昭和28年の改正は主に開示内容の簡素化を目的としていたが、この年の改正に関しては、企業内容開示制度の充実・強化が目的とされていた。

浅地（1982）に基づき筆者作成。

表2は、日本の有価証券報告書の開示制度の元となる証券取引法の施行から、昭和28年、昭和46年の大幅な改正を簡単にまとめたものである。なお、上記までの改正で、本稿で取り上げたい記載様式の変更を確認することはできなかった。

次に、（株）プロネクサスの提供する企業情報データベースであるeolデータベースを参照し、eolで有価証券報告書が閲覧可能な1984年から直近までの「事業の状況」変更内容を時系列にまとめ、具体的に説明していく事とする。以下の表3は、医薬品業界A社の1984年から直近にかけての有価証券報告書の様式を变化がみられた時点を中心にまとめたものである。

表3を見てみると、まず1984年3月期の有価証券報告書では現在の「事業の状況」にあたりと考えられる項目が「事業の概況」と「営業の状況」に分かれて開示されていることがわかる。さらに、その開

示項目は、「会社の目的及び事業の内容」「経営上の重要な契約」、「概況」「生産能力」「生産実績」「受注状況と生産計画」「販売実績」と、現在の開示内容とは多少様子が異なっていることもわかる。それが、1987年3月期になると「事業の概況」において「研究開発活動」の項目が追加されている。実際に、医薬品業界の企業の全てがこの年より「研究開発活動」についての記載を行っており、現在に至るまでその形のままほぼ変更点はない。

次に大きく変わったのが2000年3月期である。1997年6月に企業会計審議会による「連結財務諸表制度の見直しに係る意見書」が公表され、1999年3月30日付けで省令改正が適用された。従来の形式から一転し、「第2 事業の概況」と「第3 営業の状況」の2項目が訂正され、記載内容の多くが「第2 事業の状況」の項目にまとめられる形となっているのが分かる。

表3 A社の有価証券報告書における「事業の状況」の変遷

1984年3月期	1987年3月期	2000年3月期	2004年3月期	2010年3月期
第2 事業の概況	第2 事業の概況	第2 事業の状況	第2 事業の状況	第2 事業の状況
1 会社の目的及び事業の内容	1 会社の目的及び事業の内容	1 業績等の概要	1 業績等の概要	1 業績等の概要
2 経営上の重要な契約	2 経営上の重要な契約	2 生産、受注及び販売の状況	2 生産、受注及び販売の状況	2 生産、受注及び販売の状況
第3 営業の状況	3 研究開発活動	3 対処すべき課題	3 対処すべき課題	3 対処すべき課題
1 概況	第3 営業の状況	4 経営上の重要な契約等	4 事業等のリスク	4 事業等のリスク
2 生産能力	1 概況	5 研究開発活動	5 経営上の重要な契約等	5 経営上の重要な契約等
3 生産実績	2 生産能力		6 研究開発活動	6 研究開発活動
4 受注状況と生産計画	3 生産実績		7 財政状態及び経営成績の分析	7 財政状態、経営成績及び
5 販売実績	4 受注状況と生産計画			キャッシュ・フローの状況の分析
	5 販売実績			

A社の有価証券報告書から筆者作成。

2004年3月期から「事業の状況」において新しい項目の開示が始まる。この年にはディスクロージャー制度についての改正が行われ、「事業等のリスク」及び「財政状態及び経営成績の分析(MD&A)」の2項目が「事業の状況」内に追加されたのである。この新設の2項目に関しては、ここ数年で多くの研究が進められていることは、第2章の第1節で既に述べている。

以上から、1984年から直近の有価証券報告書の項目に関しては、いくつかの改正によってその形式は変わってきたことがわかる。しかし、私たちが調べていく中で各項目の記載状況に関してのいくつかの課題点が見つかった。次節ではその課題点に関しての具体的な説明を行っていくこととする。

3. 「事業の状況」の現状の課題点

先行研究によって「事業の状況」内の項目ごとの研究は進められていることが明らかとなったが、私たちが調べた中では、総合的に各項目を取り上げた内容の研究は進んでないことが見受けられた。しか

し、「事業の状況」内の各項目を総合的に読み解いていくと、多くの課題点の存在が明らかとなった。以下に、現行の開示状況と実際の企業の有価証券報告書第2「事業の状況」内の各項目についての課題点を実際の企業の記載例と共に論じていく。

まず、eolデータベースを利用し東証一部上場の医薬品業界37社をピックアップし、2011年度の有価証券報告書第2「事業の状況」内の各項目を分析し課題点を検出した。ここで医薬品企業をピックアップした理由として、米国での大型薬品の特許が切れるいわゆる2010年問題やジェネリックの台頭などここ数年のビジネス環境の変化や競争が激しい業界であるため、その開示内容をみることで「事業の状況」の課題を浮き彫りにできるのではないかと考えたからである。

検出結果より、1つ目の課題点として挙げられたのが「研究開発活動」をはじめとする各項目の複雑さであった。以下に実際の記載例として、医薬品業界B社の研究開発活動の項目を基に具体的な説明を行っていく。

表4 開示情報の複雑さの例

6【研究開発活動】

当社グループは、医薬品を中心に積極的な研究開発活動を展開しております。当連結会計年度の研究開発費の総額は〇〇〇円、対売上高比率は8.9%であります。セルフメディケーション事業分野では、いわゆる治療薬とドリンク剤のほか、健康食品を含む生活習慣病関連領域において、研究開発で蓄積した知識や技術を応用した有用性が高く、安全な新製品の研究開発に取り組んでおります。当事業の研究開発費は△△△円となりました。医薬事業分野では、国際的に通用するオリジナリティの高い新薬の研究開発に努めております。当事業の研究開発費は□□□円となりました。

薬剤開発の進捗状況は、あらまし次のとおりであります。

臨床試験第3相にありますのは2品目で、糖尿病の適応で開発しております「TS-071」、変形性関節症等の消炎・鎮痛の適応で開発しております「TT-063」（株式会社〇〇〇との共同開発品）であります。臨床試験第2/3相にありますのは1品目で、骨粗鬆症の適応で開発しております「CT-064（注）」（△△△株式会社との共同開発品）であります。

B社の有価証券報告書（2012年3月期）より抜粋。

上記の記載内容を見てみると、内容は全て文章のみで記載されており、複雑で容易に読み取ることができない印象を受ける。多くの企業がこういった記載の形を採っており、複雑化している。

2つ目の課題点として挙げられるのは、開示内容の二重記載である。医薬品業界37社のうち、有価証券報告書第2「事業の状況」において二重記載の項目が見られた企業は、15社あった。二重記載が生じる原因としては、有価証券報告書内の記載内容に規定がなく、企業が比較的自由に情報の記載できるからであるが、二重記載は情報の整理ができていないという印象を与えかねないのではないかと考える。また、二重記載を行うことによって項目の文量が増

加し、ほかの記載内容の見落としに繋がるのではないだろうか。以下に二重記載の実際の開示例として、医薬品業界C社の有価証券報告書（2012年）を載せる。

2【事業等のリスク】

(2) ○○○の事業活動に関するリスク

○○○の当社グループ入りによる「ハイブリッド経営」は、「Global Pharma Innovatorの実現」に向けた新たな一歩となり、グループの事業戦略上重要な役割を果たすこととなります。

しかしながら、○○○の事業環境や競合状況の変化、各国薬事当局等への対応状況、各国の法規制等の遵守状況如何により、当初の同社の事業計画遂行に支障が生じたり、同社の株式取得に際して当社が見込んでいたシナジーが実現できない可能性があります。そのような場合には、当社グループの事業計画や経営成績及び財政状態に悪影響が生じる可能性があります。

なお、平成24年1月26日に発効したFDAとの同意協定書は、品質保証・品質管理体制、データの信頼性保証のための体制、cGMP遵守及び監査体制等に対する是正措置が規定されており、また、5年間にわたり効力を有することになっております。同社の△△△社長が責任をもって当該是正措置を講じてまいります。○○○は、既に平成21年のAIP (Application Integrity Policy) 発動時からcGMP遵守体制等の改善に取り組んでまいりましたが、本協定書の締結後、さらに信頼性保証体制を充実させております。○○○による上記同意協定書に基づく是正措置を確実に講じることは、当社グループにおける新薬事業とジェネリック事業とのハイブリッドビジネスを推進していく上で、最低限の必要条件となります。

7【財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析】

④ ○○○の事業活動の動向

○○○の当社グループ入りによる「ハイブリッド経営」は、「Global Pharma Innovatorの実現」に向けた新たな一歩となり、グループの事業戦略上重要な役割を果たすこととなります。

○○○の事業環境や競合状況の変化、各国薬事当局等に対する対応状況、各国の法規制等の遵守状況如何により、当初の同社の事業計画遂行に支障が生じたり、同社の株式取得に際して当社が見込んでいたシナジーが実現できない可能性があります。そのような場合には、当社グループの事業計画や経営成績は影響を受ける可能性があります。

なお、2012年1月26日に発効したFDAとの同意協定書は、品質保証・品質管理体制、データの信頼性保証のための体制、cGMP遵守及び監査体制等に対する是正措置が規定されており、また、5年間にわたり効力を有することになっております。同社の△△△社長が責任をもって当該是正措置を講じてまいります。○○○は、既に2009年のAIP (Application Integrity Policy) 発動時からcGMP遵守体制等の改善に取り組んでまいりましたが、本協定書の締結後、さらに信頼性保証体制を充実させております。○○○による上記同意協定書に基づく是正措置を確実に講じることは、当社グループにおける新薬事業とジェネリック事業とのハイブリッドビジネスを推進していく上で、最低限の必要条件となります。

C社の有価証券報告書（2012年3月期）より抜粋。

上記の様に、似たような文面を別の項目に記載しているものが、私たちの考える二重記載である。さらに、こういった二重記載の問題は、特に以下の項目で見られることが本稿の研究で明らかとなった。第一に、「1. 業績等の概要」に他の項目と同じ記載がされている。第二に、「3. 対処すべき課題」と「4. 事業等のリスク」の記載分けが明確にされていない。最後に、「1. 業績等の概要」と「7. 財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」の両項目でのキャッシュ・フローに関して二重記載が多くみられる。なお、この記載に関しては、企業によって記載の重複を避けるために、「当社グループの当連結会計年度のキャッシュ・フローの状況は、「第2 事業の状況 1. 業績等の概要 (2) キャッシュ・フロー」に記載のとおりであります。」のように省略している企業も存在する。

ではこの節で、明らかになった(1) 開示情報の複雑さ(2) 二重記載による文の多さを解消していくた

めに、次節で課題点に対する私たちができると思う解決策を提案していくことにする。

4. 「事業の状況」の課題に対する改正案

本節では、第3節での課題を基に具体的な改正案を提案していく。具体的な改正案の説明に入る前に、再度本稿での目的を明確にしておく。

今回の論文では、前節であがった課題点を改善し、一般投資家により分かり易くかつ有益となるような情報開示の形を提案することを目的としている。私たちはこの目的を念頭に置き、以下に課題点に対する改正案を述べる。

(1)の開示情報の複雑さに対する改正案として、図表の作成・挿入を提案する。前節で例として挙げられた研究開発活動の開示情報の複雑さだが、図表を利用することによって簡略化を図っていきたいと思う。今回私たちが本稿で取り挙げた医薬品業界の研究開発活動は、特定の薬の名称、効果、適応箇所、

研究の進捗度合、海外での状況などが一文で複雑に明記されている事例がほとんどであった。しかし、表6で例として挙げる医薬品業界B社の「研究開発活動」の項目の記載形式は、私たちの考える投資家にはわかりやすい開示例に最も適合していると考えられる形式の1つであり、すべての企業にはこのような図表によって文面の簡略化を図ることを、1つの改正案として提案する。

次に(2)の二重記載の文の多さに関する改正案としては、各項目に対する記載事項の明確な定義を付け、その定義によって項目ごとに分けていくことで、二重記載による文量の増加を防ぐことを提案する。

例えば、「業績等の概要」に数値情報を記載しないと定義する。その場合には各事業セグメントの1

年間の業績等を記載し、一切の数値情報を、「財政情報、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」に移行する、ということにする。これにより、売上高、営業利益など数値に関する情報は、ひとくくりにし、数値情報の二重記載を防ぐことが出来る。

また、「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」には、数値情報以外は記載しないと定義する。これにより、この項目にあった非財務情報を種類に合わせ、「業績等の概要」「対処すべき課題」「事業等のリスク」「研究開発活動」の各項目にも定義を付け、それに合わせて非財務情報を分散していくことで、二重記載を防ぐことを、2つ目の改正案として提案する。

表6 開示情報の複雑さに対する改正案としての例

領域	製品名、一般名、または開発コード	状況
中枢神経領域	「○○○」	<p><グローバル></p> <ul style="list-style-type: none"> ・D社とグローバル・アライアンス契約を2011年11月に締結し、アリピプラゾール持効性注射剤の共同開発を世界で行います。 <p><米国></p> <ul style="list-style-type: none"> ・週一回経口剤という新しい製剤でのトゥレット障害に対する臨床試験が米国でフェーズⅢに移行しました。 ・米国で、アリピプラゾール持効性注射剤の統合失調症に関する承認申請がFDAにより受理されました。 <p><アジア></p> <ul style="list-style-type: none"> ・韓国で経口剤が、慢性チック障害およびトゥレット障害の承認を受けました。 <p><日本></p> <ul style="list-style-type: none"> ・双極性障害における躁症状の改善の追加適応症および新剤形「○○○OD錠」の承認を日本で2012年1月に取得しました。
	△△△	<p><グローバル></p> <ul style="list-style-type: none"> ・D社とグローバル・アライアンス契約を締結し、△△△の共同開発を世界で行います。 ・大うつ病を対象とした臨床試験が、米国でフェーズⅢに移行しました。また、統合失調症を対象とした臨床試験が米国および欧州でフェーズⅢに移行しました。 ・統合失調症を対象としたフェーズⅡ試験結果が、2011年11月に開催された第24回米国精神医学と精神衛生会議（USPMHC*）にて発表されました。*USPMHC：U.S. Psychiatric and Mental Health Congress <p><日本></p> <ul style="list-style-type: none"> ・統合失調症を対象とする臨床試験が、日本でフェーズⅢに移行しました。
	□□□	<p><日本></p> <ul style="list-style-type: none"> ・●●●経皮吸収型貼付剤として開発してきた□□□貼付剤は、パーキンソン病とレストレスレッグス症候群2つの適応症で2011年12月に同時に承認申請を行いました。
	「×××」	<p><日本></p> <ul style="list-style-type: none"> ・てんかん部分発作の単剤療法でのフェーズⅢ試験を日本で開始しました。

B社の有価証券報告書（2012年3月期）より抜粋。

上記の2つの提案は、有価証券報告書作成側に、より具体的かつ見やすく分かりやすい情報の開示を求めることができ、また、定義づけることで投資家や非財務情報利用者にも分かり易くかつ有益となるような情報開示の形を提供することが出来るだろう。

5. おわりに

本稿では、有価証券報告書第2「事業の状況」を総括的に取り上げ、現状の開示状況とその課題点を分析し、その課題の改善のための具体的な提言を行った。私たちの提言した企業内容開示制度に対する改正案は、有価証券報告書の複雑化した内容の簡略化を促すものであり、一般投資家がより分かり易くかつ有益な情報を得られる開示が行われることを期待すると同時に、分かり易い開示により可能となる第三者からのフィードバック効果³による、企業のマネジメントが期待されるのではないかと考え

る。

最後に本稿では十分に触れられなかった論点に関して指摘する。本稿における研究対象は有価証券報告書第2「事業の状況」内の各項目に範囲を絞り研究を進めてきた。その際に浮き彫りとなった課題点は、実際に他の有価証券報告書内の各項目にも見られる課題であり、研究範囲を広げ総括的に有価証券報告書の開示状況について研究していく必要性があると考えられる。近年、研究が進められている統合報告開示においてもこの点は重要な論点になり得る。

有価証券報告書の総括的な研究は、非常に時間がかかり多くの情報を読み取らなければならないが、本稿でも参考文献として活用したいくつかの先行研究を掛け合わせていくことで、総括的な研究が可能なのではないかと考える。本稿の研究とその結果を1つのきっかけとし、有価証券報告書の総括的な研究が進められることを期待し、本稿のむすびとする。

<文末脚注>

¹ 記載上の注意については紙幅の関係上、内容を省略・簡略化している。

² 具体例については紙幅の関係上、内容を省略・簡略化している。

<参考文献>

- 浅地芳年. 1982. 「わが国有価証券報告書の成立経緯・変遷について」『企業会計』Vol. 34 No. 5, 644-651頁.
- 油谷成恒. 2000. 「有価証券報告書の変更点」『企業会計』Vol. 52 No. 3 340-348頁.
- 阿部光成. 2004. 「事業等のリスク」『企業会計』Vol. 56 No. 10 1386-1395頁.
- 伊藤健頭. 2012. 「MD&A情報と株主資本コスト」伊藤邦夫還暦記念論文編集委員会〔編〕『企業会計研究のダイナミズム』257-277頁.
- 伊藤健頭. 2011. 「MD&Aにおける将来志向情報開示の決定要因」『インベスター・リレーションズ』第5巻, 25-44頁.
- 兼田克幸. 1999. 「有価証券報告書等の記載内容の見直しに係る省令改正について(上)」『企業会計』Vol. 21 No. 10, 1540-1551頁.
- 金鉉玉. 2007. 「リスク情報の事前開示が投資家の意思決定に与える影響—情報流出リスクの顕在化ケースを用いて—」『一橋商学論叢』Vol. 2 No. 2, 102-113頁.
- 金鉉玉. 2012. 「リスク情報開示のマネジメント向上効果」伊藤邦夫還暦記念論文編集委員会〔編〕『企業会計研究のダイナミズム』279-297頁.
- 谷口義幸. 2003. 「ディスクロージャー制度の整備に伴う政令、内閣府令等の改正について」『企業会計』Vol. 55 No. 7, 102-112頁.
- 中野貴之. 2010. 「財務諸表外情報の開示実態—事業等のリスクおよびMD&Aの分析—」山崎秀彦編著『財務諸表外情報の開示と保証—ナラティブ・リポーティングの保証—』133-150頁.
- 張替一彰. 2008. 「有価証券報告書事業リスク情報を活用したリスクIRの定量評価」『証券アナリストジャーナル』第46巻第4号, 32-44頁.
- 保坂圭作. 2004. 「財政状態及び経営成績の分析(MD&A)」『企業会計』Vol. 56 No. 10, 1396-1406頁.