

第3回 Future Disclosure 研究会 議事概要（文責：前田）

1. 開催概要

- **日時:** 2026 年 8 月 3 日（月） 18 時～19 時 30 分
- **テーマ:** 財務情報の利用者から見た Future Disclosure
- **出席者:**
 - ・ 構成員（運営メンバー以外）：
 - 魚住康博、熊谷五郎、坂上学、柴田誠、瀧俊雄
 - ・ 構成員（運営メンバー）：小倉加奈子、小島亘司、前田順一郎、紫垣昌利
 - ・ 発表者：前田順一郎、熊谷五郎
 - ・ ゲスト（発表者）：廣川齊（GPIF ESG スチュワードシップ推進部長）
 - ・ オブザーバー：高柳 匡克（経済産業省）、山本健太郎（トヨタ自動車）

2. 議事概要

（1）はじめに

（前田座長）

- 本日は利用者ヒアリングの結果を報告した後、ゲストの GPIF の ESG スチュワードシップ推進部長、廣川様にプレゼンをしていただく。なお、第 4 回は、柴田構成員、瀧構成員、紫垣副座長に協力いただき、Disclosure というテーマを Fintech の動向から考えてみようというテーマを検討中。具体的な進め方は今後相談。
- 前回までの振り返りをさせていただく。我々が追求するものは「あるべき Disclosure」ではなく、ディスクロージャーの「未来の予測」。では「未来」とは何かというと、「企業開示がボーダレスとなっている世界」である。もちろん、議論を進めていくと、「経理 DX」や「監査 DX」あるいは「あるべきディスクロージャー」という議論も避けては通れない。しかし、最終的には「未来の予測」が目的であるという点を再確認したい。
- 第 1 回研究会では、開示作成者側では効率化や価値向上の観点が求められ、ステークホルダーからの開示内容の要求が拡大、また「数値からナラティブへ」という動きがあることを確認した。これらの動きは、テクノロジーの進展がニーズを変容させている点と、一方でそれらの課題をテクノロジーが解決できるのではないかと期待されているという「二面性」があるのではないかと話をさせていただいた。
- その上で、第 2 回の議論を自分なりにまとめてみた。「Disclosure1.0」から「Disclosure3.0」への動きは、テクノロジーの進化・深化と関連していると考える。「Disclosure1.0」の紙ベースの時代であっても、手書きではなく、PC が普及して PC 上で開示書類が作成される流れになった。さらにインターネット時代へと移行すると、次第にインターネット活用が当然になっていった。テクノロジーの進化（垂直的展開）とその普及・適用（水平的展開）の二つのベクトルがある。開示制度は規制が絡むため、

最新のテクノロジーの動きから 1 タイミング遅れる。現在、開示以外の世界では生成 AI を使うのが当然になっている中で、今回は坂上先生、紫垣副座長、小島研究会長代理、小倉研究会長から、既に普及しつつある最新のテクノロジーである生成 AI を前提として開示を考えるべきではないか、という問題提起があったものと理解した。

- 「テクノロジーの進化に伴い、生成 AI の活用を前提として Disclosure を考える」というものは我々が議論すべき重要なテーマであることは間違いない。しかし、いずれテクノロジーはさらにその先（ポスト生成 AI・ポスト AI）に深化していくはずだ。そうすると開示はどうなるのか？ やや空想の世界であり、どこまで議論できるかは未知数だが、個人的にはチャレンジしたいと考えている。今回は Fintech の知見のある柴田構成員・瀧構成員のご協力をいただきながら、このテーマも含めて考えていきたい。

（２）利用者ヒアリング結果

（前田座長）

- ヒアリングをしたのは 7 名。皆に共通して聞いたヒアリング事項は ①現在の業務において企業開示の情報をどのように活用しているか ②現在のディスクロージャーの問題点と最新のテクノロジーの活用可能性 ③さらなるテクノロジーの進化により、将来（10 年～20 年後）のディスクロージャー制度がどうなっていると予想するか、の 3 つ。③は答え方が難そうだったが、①と②については、多くの意見を得ることができた。

■ 浦田信之様（公認会計士、内部監査専門家）

- 内部監査は直接、有報などに関わる業務ではないが、企業不祥事があった際などに有報を確認することがある。監査対象と監査対象外とで両者の情報の質の差があまりに大きく、監査対象外の部分については信頼性にかなり疑問がある内容が書かれている。AI 活用の時代においては、AI に読み込ませた場合、監査対象・対象外の区別がつかないため大きな問題になる。
- 内部監査の観点からは、J-SOX と内部監査の区別がついていない、社外取締役が十分に機能していないという問題意識がある。コーポレートガバナンスにおける AI 活用の加速により「忖度しない疑似的な社外取締役」を設けられればよいのではないか。

■ 岩谷渉平様（Crossover Capital / アセットマネジメント One 株式会社ファンドマネージャー）

- 比較的小規模な銘柄にも投資するファンドのファンドマネージャー。AM 会社では、アナリスト、ファンドマネージャー、議決権行使担当それぞれの立場・担当者が異なるため、ディスクロージャーの多様化は企業側にとって大きな負担になっている（特に小規模な上場企業）。

- 多額のコストがベネフィットを上回っていない可能性もあり、AI などの技術を活用して企業特性に応じた開示のタイミングや方法を選択できるようにすることで、テクノロジーが企業にとって最適なコストベネフィットの答えを導き出してくれる時代になるとよいのではないか。大企業には多くの開示を求め、そうでない企業には最小限の開示で済むようにし、AI などがその企業にとって最適な開示水準を示してくれることで、上場・非上場の区別がなくなり、両者がシームレスになる世界が理想的ではないか。

■ 大野聡子様（早稲田大学インパクト・キャピタル CEO）

- VC としては、即時性があり見やすい決算短信は見るが、有報はあまり見ない。上場と非上場の分断が大きく、両者がよりシームレスになる必要がある。テクノロジーで解決できないか。
- AI を使えば情報はいくらでも作れる時代。情報の信頼性確保は引き続き重要である一方で、開示や保証を制度で縛りすぎるとマーケット全体としては好ましくない。情報の出し方や消極的さについても自然にマーケットが評価する仕組みになっていくとよいのではないか。

■ 日本株の情報を主として海外機関投資家向けに配信するサービスを提供する市場関係者（匿名）

- 国内投資家と海外投資家との間で情報の非対称性の問題にはかなりの差がある。国内投資家向けには日本語の情報がある一方、有報や決算説明資料などの英文開示はほとんどない。東証はプライム上場企業に英文開示を義務付けたものの、それ以外の書類は必ずしも義務化されていない。企業は海外投資家対応という意味ではスタート地点にすら立てていないのではないか。翻訳 AI によって解決できる可能性は高く、海外投資家の資金を呼び込むことにつながるため、そういったテクノロジーの活用に期待。
- サステナビリティ情報については、有報での開示が義務化されようとしているが、有報自体が英文で開示されないため、海外投資家向けの情報が不足。FD 研究会で議論している Disclosure 3.0 のコンセプトは海外機関投資家の理想に近いのではないか。

（熊谷構成員）

■ 河井浩一様（株式会社エンヴァリス代表取締役社長）

- 日本には約 4000 社弱の上場企業があるが、その 7 割には株式のリサーチアナリストがついていないという課題がある。同社はこれをテクノロジーの力で解決しようとしている。日本でも XBRL の利用が進んでいるため情報取得自体は可能である一方、構造化されておらず、特に非財務情報や企業独自の KPI 等はいまだに情報が拾えないという課題がある。

- 将来、そもそも開示という行為自体がなくなる世界になるのではないかと。日々企業内で創出される情報がそのままデータベース化され、そこに AI が直接アクセスするようになれば、いわゆる制度開示は不要になる。主たる読者が人間から AI エージェントへと変わる。同社では、企業開示を AI が分析し、アナリストレポートを瞬時に多言語で配信することに既に着手しており、決算説明会から数時間以内に日本語・英語・中国語で同時発信することが実現している。開示をしない世界、すなわちあらかじめマシーンリーダブルな形で構築されたデータベースが、市場の求める定型フォーマットへ自然に変換されるという世界観になるのではないかと。
- AI フェアネスは課題。情報にアクセスできるスピードが投資家間で必ずしも公平ではなく、高頻度取引におけるレイテンシーの問題と似た構造で、アクセス速度の差が投資家間の情報格差につながるだろう。

■ 外資系アセットマネジメント会社のスチュワードシップ責任者（匿名）

- 重要性に照らしてエンゲージメント先と課題を特定し、運用部門と密接に協働しながら、運用担当者からの調査報告を共有した上で対話を行っている。アナリストと運用担当者・ポートフォリオマネージャーがおおむね一体化して活動しており、議決権行使担当者ともチーム間で情報が共有されている。
- データさえあれば、AI を活用して有報や統合報告書のフォーマットに変換することは可能である。テクノロジーの力によりリアルタイムかつグローバルに情報が用いられる時代の到来は 10 年もかからないのではないかと。一方で、リアルタイムデータの信憑性をどのように確認するかが課題。データベースに直接データを取りに行く場合、そのデータ自体が本当に正しいかどうか、確認方法が重要になるだろう。
- 有報が日本語でしか開示されていないという問題点は強く感じる。投資家として、特にエンゲージメント担当の立場からは、重要なのは経営者の戦略。単なる開示にとどまらず、実世界へのインパクトにつながるような開示の充実を期待している。

■ 外資系アセットマネジメント会社の日本株運用担当責任者（匿名）

- アナリストとエンゲージメント担当を兼務している立場。日本株アクティブ運用チームとして業績予想を行う際に財務情報を利用している。情報の入手経路は複数あり、ブルームバーグのほか Alpha Sense、Visible Alpha 等を併用。多くの投資家は、既に投資している企業についてはフロー情報が非常に重要になるため、決算短信、続いて決算直後の決算説明会や中長期経営計画などを確認する頻度が高い。有報をそのまま読むことは稀であり、新たに投資を検討する企業について詳しく読み込む場合などに限られる。開示の電子化はなされているが、まさに紙の有報が PDF 化されただけであり、これでは読みづらい。数字自体は他のサービ

スから取得できるため、わざわざ有報を確認する必要がなく、それらのサービスからデータを取得すれば自動的にワークシートに反映される。

- 日本企業は形式面の対応に時間がかかり、決算発表が遅くなっているのではないかと。リアルタイム性の追求が理想であると。市場は多様なプレイヤーが存在することで成立するため、開示できる情報は開示し、それをどう使うかは市場参加者の判断に委ねればよい。
- 多くのケースで投資家は既に投資している先だとフローの情報が重要になる。まず決算短信、決算説明会などを見に行く。有報を読み込むのは新しい会社に投資する場合になる。私の印象では、日本では決算短信は海外企業と比べても早く出てくると思うが、有報が出てくるタイミングはやや遅い、という点はあるかもしれない。エンヴァリスの河井さんから、AI フェアネス、すなわち情報へのアクセス速度の公平性が課題になるのではないかという指摘があったが、確かにヘッジファンドのような運用では情報の入手タイミングが極めて重要になるだろう。一方、ヒアリングした AM 会社は長期の時間軸で株式を評価するため、新しい情報が入った際に業績予想をアップデートし企業価値の見方が変わることはあっても、決算発表に即座に反射的に対応するタイプの投資家ではないだろう。そうした意味では、多様な情報と多様なプレイヤーが存在することで、株式市場・資本市場は効率的になっていく、という発想だと思う。

（前田座長）

- 熊谷構成員に感謝する。皆、共通する問題意識があったように思う。AI は皆、活用しているが、有報をそのまま使うわけではない。一方、有報の中のデータが保証されているという点には価値がある。これは、皆に共通する意見なのではないかと思う。

（3）財務情報の利用者から見た Future Disclosure（GPIF 廣川斉様）～発表～

- 本日はサステナビリティに関する内容が中心。GPIF は「100 年投資家」と自らを定義する長期の投資家であり、ESG スチュワードシップ推進部としては委託先の運用会社に長期的な視点で運用・対話・議決権行使をしてもらうことを促す立場にある。GPIF 自身は現物株式を直接保有できないため、現物株式運用はすべて委託先の運用会社に委ねている。市場との関わり方は間接的だが、様々な情報収集活動を行い、それを市場に還元していく取り組みを組織として行っている。
- GPIF は 2025 年 3 月から「サステナビリティ投資」という言葉で自らの活動を標榜している。長期にわたり安定的に収益を獲得することを目指す長期投資家として、個々の企業価値が長期的に高まり、資本市場・経済全体が持続的かつ安定的に成長することが重要であると考えている。「サステナビリティに関するリスクの低減・市場の持続可能性向上」と、「市場平均収益率の確保」という 2 つの両立を目指す。国内株式の大部分は TOPIX に連動、パッシブ運用が平均 9 割程度を占め、アクティブ運用もリスクリターンの管理を厳密に実施。長期と短期のバランスを図っていく。

- 長期的な企業価値向上をサステナビリティと絡めて考える中で 3 つの重点項目①「資本コストや株価を意識した経営」、②「マテリアリティに基づくサステナビリティ経営・開示」、そして①・②の礎となる③「実効的なコーポレートガバナンス」を掲げ、委託先運用会社のエンゲージメントに期待。
- サステナビリティ開示は企業価値向上に向けた建設的な対話のための重要なツールと考えている。SSBJ 基準が段階的に適用される中、媒体ごとに個別対応するのではなく統合的に考える段階に来ている。企業の負担は日本に限らず世界的に大きく、CSRD など欧州の規制対応も考慮する必要がある。また、フィナンシャルマテリアリティの観点から、リスクの低減だけでなく企業による機会の追求とそれを踏まえた情報開示も重視。
- 「GPIF の内外株式運用機関が選ぶ優れたサステナビリティ開示」について、委託先運用会社へのアンケートを実施。これまで統合報告書、TCFD、東証のコーポレートガバナンス報告書、TNFD など媒体ごとに個別調査していたが、2025 年から一本化し「マテリアリティの観点」を軸に「優れたサステナビリティ開示」を問う形式に変更。
- 日本企業の運用機関の場合、選んだ開示のうち 95%が任意開示、うち 2/3 が統合報告書という結果となっている。一方グローバル（海外）企業では 36%が制度開示を挙げており、企業単位で複数の開示書類を合わせて評価する投資家も見られ、日本企業との差がある。日本では制度開示にサステナビリティ情報開示が組み込まれたのは 2 年ほど前であり、有報の位置づけや使われ方が今後どう変化していくかは注目。
- 自由記述形式のアンケートで、企業に充実してほしい開示内容や対話における期待値とのギャップを尋ねたところ、重要なのは経営者の戦略であるといった意見が多い。具体的には、各企業にとってマテリアリティが何か、それが経営戦略とどう連動しているかというナラティブなストーリーが大事であり、それが企業価値・財務とどうつながるか、その中で KPI がどう位置づけられモニタリングされるか、これらを推進するガバナンス体制が構築されているか、が投資家の関心である。開示基準・開示媒体の信頼性という観点もあり、有報にサステナビリティ開示が位置づけられることへの信頼性向上への期待もあるのではないかと。
- リアルタイムディスクロージャーとの関係では、経営者が何を考え、何を大切にしているかというナラティブな部分をどう扱うかについては論点になるだろう。
- 上場企業向けアンケートでは、「サステナビリティの情報開示について機関投資家からの程度関心を持たれていると思うか」を尋ねた。関心は必ずしも高いとは言えず、セルサイドはサステナビリティ開示への関心はやや低く、バイサイドは関心が高めに出自ている。また、企業規模による差もあり、大企業と機関投資家の組み合わせは高い数字となっている。
- 「サステナビリティ情報開示が機関投資家に活用されていると感じるか」との設問では大型・中型企業でやや活用されているとの回答が多い。活用媒体は圧倒的に統合報告

書だが有価証券報告書も 41.2%あった。統合報告書は投資判断の基礎資料として活用され、制度開示のような制約がないため「自由演技」と呼ばれることもある。一方、有報は制度開示としての信頼性の高さが評価されている。

- 企業がサステナビリティ KPI をどの程度設定しているかを尋ねたところ、小型企業を含め多くの企業が設定しており、KPI の活用方法として、社内で非財務 KPI と財務指標との相関分析を実施する企業も出てきている。企業側からは投資家が求める情報を明確に伝えてほしいという意見も多かった。

（４）フリーディスカッション

（瀧 電代協）

- 2つの議論が同時に走っている気がする。1つは、財務諸表の形には整理されていないが業績予測に直結する重要な情報をリアルタイムに知りたいというニーズ。このニーズは大きいだろう。例えば SaaS 企業であれば、ARR の伸び率やチャーンレート（解約率）は、実質的な財務情報の先行指標になり、投資家からの関心が極めて高い。しかし制度上、これらは「非財務情報」に分類されており、サステナビリティの KPI の中に「顧客満足度」の指標として紛れ込んでいる。このような、財務情報のクレディビリティを上げるためのリアルタイム性を追っていくべきという議論がある。こういったものには会社としても対応していくことになるだろう。
- もう1つは、財務情報に付随的な情報を追っていく議論。例えば、「統合報告書」の発行を完全にやめた例もある。統合報告書を1冊作るには、数千万円のコストがかかり、コストパフォーマンスが合わない場合もある。大企業の例でも、それにより特に問題が生じることはない、と伺っている。一方で、MSCI や FTSE 等の質問項目は比較的まとまなもので、その対応には意味があると思うが、統合報告書作成のようなものにはシビアになるのが IT 企業のリアルではないだろうか。

（山本 トヨタ）

- IR 担当者として決算発表後にアナリストと1対1で対話する際に、サステナビリティに関する質問はほとんどない。これらは投資との関連性という意味では遠い、という肌感覚もある。一方で、開示対応の負荷は膨大であり、欧州の CSRD 対応にも追われている。現場は対応することに本当に意味があるのだろうかと不安になっている実態もある。
- 一方で、経営トップと何度も議論して、企業の意思やビジョンを濃く反映させたダブルマテリアリティ（社会的価値と企業価値の両立）等の開示は投資家からの評価が非常に良い。そういった意味では、Disclosure Just Happening のような発想で、手を抜かなければいけないところは徹底的に効率化し、できる限り生データを見ていってもらえばよい、といった方向性を制度も含めて目指しながら、みんなの時間をトップの思いを利用者にしっかりと伝えられるようなところに割っていくことができればよいと思った次第。

(魚住 経団連)

- Future ということを考えた時に、Interactive に何かできないのか、と思う。出した情報がどのぐらい利用され、こういった反応があるのか、といったものが見えると、みんなが見る重要なものと、一部の人が見ないものとがあるはずだ。恐らく濃淡が相当あるだろうと思う。そうであれば、それなりに濃い情報には保証を付けなければいけない、といった議論になるだろう。ただ、それが有報である必要はないのかもしれない。利用者が短信を見ているのであるのであれば、媒体にこだわる必要はないだろう。ポータルのようなものに全部情報を集め、どの情報がどの程度使われているかといったものが見えてくると、利用者と作成者とのミスマッチも減ってくるはずだ。企業側もやりがいを得られるだろう。Future はそういった世界観であれば良いと思う。
- 上場と非上場がシームレスな世界を目指すべきではないか、という話が出たが、そうすると上場の意味はなんだろうか、マーケットとは何だろう、という疑問が湧いてきた。また、有報よりも短信を見ている、という話も出ているが、有報の 3 週間前開示とはなぜ必要なのだろうか、3 週間前という期間が果たして妥当か（例えば 2 週間前では駄目なのか）、という疑問も湧いてくる。

(熊谷 SAAJ)

- 開示情報の、どこが読まれているか、ということを確認すること自体は、例えば先ほどのエンヴァリス社のサービスの話を聞くと、技術的には既に可能になっているものと理解している。有報に関しては、特にセルサイドのアナリストについて言えば、実務的には短信や決算説明会でほとんど情報を拾ってしまうことが多い。なぜそれで良いかと言うと、後で出てくる有報の情報には監査証明がつくので、恐らく大丈夫だろうと思って利用している実態がある。一方で、有報の 3 週間前開示を強く求めているのは議決権行使担当者だろう。政策保有株やガバナンス関係などの詳細な情報は、有報でないと記載されていないという事情が背景にあるだろう。
- 例えば、会社の沿革や事業の概況については HP を見に行けば良いという意見もあるかもしれない。しかし、その場合、その情報がどの時点なのか、タイミングのずれをどう整理するのか、という問題もあるだろう。このずれについては気にしない投資家も多いが、気になる人がいるのも事実であり、制度的にどう担保するかという論点はあるだろう。

(坂上 法政大)

- 意外に有報の扱いが低いという事実はややショック。有報は AI から最も信頼性のある回答を得られる媒体だからだ。「統合報告書」を読み込ませると、情報を誤認し、ハルシネーションが起きることが多い。XBRL もプログラムによる分析をする際には正確だと思うが、現時点の AI では、コンテキスト情報を取り違えて計算結果が信用できない。

- 有報には即時性の問題がある。またビジュアルが乏しく人間にとって読みづらい。一方で有報は AI 活用時にハルシネーションが起きにくく要約の精度も高い。現時点の AI 技術では、有報が最適な媒体と言えるのではないかな。

(紫垣副座長)

- 今日の議論は大きく「リアルタイム性」と「経営者のメッセージ」の 2 つに分かれる、という点が重要なポイントだろう。リアルタイム性という点については AI を使って監査をするなど自動化をしていくことができる。経営者のメッセージの部分は、人間がどう語り、人間がどう受けとるか、の問題。人間が全て入ってくところの監査や開示と、機械的に処理するところと大きく 2 つに分かれていく可能性がある。両方の世界に AI や IT は活用されるだろうが、どうしても後者の人間系の部分は残るのではないかな、と感じた。

(柴田 FINOLAB)

- かつての金融機関の開示資料の作成業務は、各部署が数字を集め、制度対応・規制クリアのためだけに膨大な資料を流れ作業で作っていた。実際にその資料の読み手がどう活用するかについては、ほとんど意識が回っていなかった。現在でも、そういった企業はあるのではないかな。サステナビリティに関しては、世の中で開示されているので、それに合わせて流し込んでいるだけ、という会社も多いだろう。AI の世界になってきた時に、そういった状況がどうなっていくのか、といった観点は気になる。

(小島研究会長代理)

- 私たちが目指すべきゴールの 1 つとして Tailored Disclosure とも言うべきもの、つまり、それぞれの企業に合った開示を追求していくことができれば面白いのではないかな。何をいつ、どの程度の信頼性で出していけるのか、そういった論点についても考えていければと思う。

(6) おわりに (小倉研究会長)

- リアルタイムに情報が欲しいという観点もあるだろうが、ビジネス上も提供できない会社もあるだろう。出せる会社だけがリアルタイムで出すというのではアンフェアになってしまう。フェアネスも考えてあげる必要もあるかもしれない。
- 統合報告は制度開示がなかったのが、今年から時価総額 3 兆円以上で制度開示が始まるので、そこは期待される。統合報告が優れている会社は、サステナビリティ情報と財務情報のコネクティビティがしっかりしている。例えば、GHG 排出量だけ開示してもあまり意味がなく、リスクと機会を分析しどう企業価値に結び付いていくのか、そういった情報開示を指向していく必要があるだろう。また、ページビューのないページはカットしていき、ビューのあるページの情報を充実させていくといった対応は今でも進めていくべきだろう。

以上