

2026年1月8日 全9頁

ディスクロージャーワーキング・グループ報告の公表

有価証券届出書の提出免除基準の引き上げやセーフハーバー・ルールの拡大など

金融調査部

研究員

藤野 大輝

[要約]

- 2025年12月26日、「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」（以下、DWG 報告）が公表された。
- 内容としては大きく分けて、①有価証券届出書の提出免除基準を引き上げ（1億円未満→5億円未満）、②特定投資家私募の相手方の範囲に「潜在的特定投資家」を追加、③株券等の発行会社やその子会社の役員や使用人に対する勧誘行為を「募集」の範囲から除外、④有価証券報告書等の非財務情報のうちの将来情報等に新たなセーフハーバー・ルールを適用、の四つとなっている。
- DWG 報告に基づいた改正のうち、法改正が必要なものについては2026年の通常国会に法案が提出される見込みである。そのため、適用時期は2027年以降になる可能性が考えられる。

1. ディスクロージャーワーキング・グループ報告の公表

2025年12月26日、「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」（以下、DWG 報告）が公表された。2025年8月から企業の情報開示のあり方について議論していた金融庁の金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ（令和7事務年度）（以下、DWG）の検討結果をとりまとめたものである（図表1）。

図表1 ディスクロージャーワーキング・グループ報告の概要

有価証券届出書の提出免除基準	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 有価証券届出書の提出が免除される発行価額の基準を「1億円未満」から「5億円未満」に引き上げる ➤ 発行価額が「1億円以上5億円未満」の募集について、会社法上の事業報告や計算書類などの添付が求められ、有価証券通知書・添付書類はEDINETを通じて公衆縦覧に供されるものとする ➤ 簡易な様式による有価証券届出書の届出を可能とする「少額募集制度」が利用可能な発行価額を「1億円以上5億円未満」から「5億円以上10億円未満」に引き上げる
特定投資家私募制度	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 投資家保護のための規制が緩和される「特定投資家」を相手方とする有価証券の勧誘について、特定投資家要件は満たすが特定投資家への移行手続を行っていない「潜在的特定投資家」を相手方の範囲に追加する ➤ 「潜在的特定投資家」に対して勧誘する場合、開示規制は特定投資家の場合と同一、行為規制は一般投資家の場合と同一とする
株式報酬に係る開示制度	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 株券・新株予約権証券の発行会社やその子会社の役員・使用人に対する勧誘行為は「募集」に該当しないものとする（有価証券届出書の提出は不要）
セーフハーバー・ルールの創設	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 非財務情報のうちの将来情報、見積り情報、統制の及ばない第三者から取得した情報の合理性が確保されていると認められる場合には、有価証券報告書等の虚偽記載等について、民事責任を負わず、課徴金納付命令の対象にならないものとする ➤ 有価証券報告書に係る確認書に、経営者等が有価証券報告書を作成・開示するための手続を整備していること、その実効性を確認していることを、記載事項として追加する

（出所）「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」（2025年12月26日）より大和総研作成

2. ディスクロージャーワーキング・グループ報告の内容

(1) 有価証券届出書の提出免除基準

①提出免除基準の引き上げ

金融商品取引法では、新たに発行される有価証券の取得勧誘（募集）を行う場合には、原則として発行会社による有価証券届出書の提出が必要とされている¹。ただし、少人数の一般投資家を相手方とした勧誘やプロ投資家のみを相手方とした勧誘は「私募」として募集には該当しないほか、有価証券の発行価額が1億円未満の募集については有価証券届出書の提出は不要である（なお、発行価額が1千万円超の場合は有価証券通知書の提出が必要）。

DWG では、スタートアップ・成長企業への資金供給と成長促進の観点から、情報開示に伴うコストを踏まえ、有価証券届出書の提出が免除される発行価額の基準を引き上げることについて検討された。検討の結果、DWG 報告において、提出免除基準を1億円未満から5億円未満に引き上げることが適当とされた。つまり、現状有価証券届出書の提出が求められる、発行価額が1億円以上5億円未満の募集について、有価証券届出書の提出を不要とするということである。

ただし、有価証券届出書が提出されなくなる、発行価額が1億円以上5億円未満の募集について、投資者保護の観点から下記の情報提供を図ることが適当とされた。

- ✓ 有価証券通知書の添付書類として、会社法上の事業報告や計算書類を追加する
- ✓ 監査役等・会計監査人による会社法上の監査報告書がある場合、添付を求める
- ✓ 有価証券通知書・添付書類について EDINET を通じてインターネット上で公衆縦覧に供されるものとする（有価証券通知書の EDINET での提出を義務付ける）

②少額募集制度

有価証券届出書には、開示負担を軽減するための「少額募集制度」が現行制度として設けられており、発行価額が1億円以上5億円未満の少額募集については通常の様式の有価証券届出書（第二号様式）ではなく、記載内容を限定した有価証券届出書（第二号の五様式）を提出することとされている。具体的には、サステナビリティ情報の開示が不要である、連結ではなく単体ベースでの開示が中心であるといった違いがある。

DWG 報告では、有価証券届出書の提出免除基準を1億円以上5億円未満に引き上げることに伴い、少額募集制度の適用範囲を5億円以上10億円未満に引き上げることが適当とされた。

¹ 既に発行されている有価証券の売付け勧誘等についても同様である。DWG 報告では、p. 2 脚注 1 で「以降、この報告書においては、『募集』の場合について説明する」とされている。

(2) 特定投資家私募制度

(1) で述べた通り、プロ投資家のみを相手方とした勧誘は私募として募集には該当しない。 例えば、特定投資家（図表2）のみを相手方として行う場合であり、金融商品取引業者等が顧客からの委託等により行うもので、かつ、特定投資家等以外に譲渡されるおそれがある勧誘は、「特定投資家私募」に該当する。

図表2 特定投資家に関する者の範囲

一般投資家への移行が不可の 特定投資家	一般投資家への移行が可能な 特定投資家	特定投資家への移行が可能な 一般投資家
➤ 適格機関投資家（金融商品取引業者、銀行、保険会社など）	➤ 上場会社 ➤ 資本金5億円以上の株式会社 ➤ 外国法人など	➤ 特定投資家に該当しない法人 ➤ 一定の要件を満たす個人
➤ 国		
➤ 日本銀行		

(出所) 法令より大和総研作成

図表3 特定投資家への移行が可能な個人

金融商品取引契約の締結日から1年を経過している、①～④のいずれかに該当する個人	
①右記の全てを満たす者	<ul style="list-style-type: none"> ● 純資産が3億円以上 ● 投資性のある金融資産が3億円以上
②右記のいずれかを満たす者	<ul style="list-style-type: none"> ● 純資産が5億円以上 ● 投資性のある金融資産が5億円以上 ● 前年の収入が1億円以上
③過去1年間における1カ月当たりの証券・デリバティブに関する取引契約等の平均的な契約の件数が4件以上である場合において、右記のいずれかを満たす者	<ul style="list-style-type: none"> ● 純資産が3億円以上 ● 投資性のある金融資産が3億円以上
④特定の知識経験を有し（金融業に係る業務に通算1年以上従事しているなど）、右記のいずれかを満たす者	<ul style="list-style-type: none"> ● 純資産が1億円以上 ● 投資性のある金融資産が1億円以上 ● 前年の収入が1千万円以上

(注) 一定の組合、匿名組合、有限責任事業組合の業務執行組合員等も特定投資家になることができる。

(出所) 法令より大和総研作成

特定投資家私募については、募集ではないため有価証券届出書の提出が不要である（ただし、特定証券情報の提供・公表措置は必要）。また、金融商品取引業者等に課される規制の一部（広告等の規制、適合性原則など）が免除されている。

DWG では、特定投資家による取引が限定的である、特定投資家の裾野が狭いという問題意識が共有された。個人投資家でも一定の要件を満たせば特定投資家に移行することができる（図表 3）が、そのためには移行手続が必要であり、かつ有効期間が 1 年であり特定投資家の扱いを継続する場合には更新申出が必要であるといった背景から、移行のニーズが乏しいと考えられている。

こうした課題に対応するために、DWG 報告では、特定投資家私募の範囲を「潜在的特定投資家」に拡大することが適当とされた。潜在的特定投資家とは、「特定投資家要件を満たし、高い情報分析能力を有するものの、特定投資家への移行手続を行っていない者」（DWG 報告 p. 7）を指す。また、プロ向け市場（買付者を特定投資家等に限定した特定取引所金融商品市場）における買付者の範囲にも潜在的特定投資家を追加することとなる。

ただし、潜在的特定投資家を相手方とする勧誘行為に適用される金融商品取引法上の規制には特定投資家の場合と違いがある。開示規制は特定投資家の場合と同一だが、行為規制は一般投資家の場合と同一とされる。つまり、有価証券届出書の提出は不要となる（特定証券情報の提供などが行われる）一方、適合性原則などは適用されるということである。

なお、日本証券業協会・金融庁「スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会報告書（2025年9月報告）」では、準特定投資家（DWG 報告の潜在的特定投資家に相当）を対象とする非上場株式の勧誘・取引制度に係るルール整備について、日本証券業協会のワーキング・グループで検討し、2025 年度中に結論を得るとされた²。具体的な措置として、証券会社が潜在的特定投資家を顧客として取り扱う場合における銘柄の審査や投資者への情報提供などが考えられている。

（3）株式報酬に係る開示規制

有価証券の募集を行う場合、原則として発行会社による有価証券届出書の提出が必要である。ただし、取締役、会計参与、監査役、執行役、使用人を相手方として株券等の取得勧誘を行う場合は、情報の非対称性がないものとして有価証券届出書の提出が免除されている。

このうち、株券については「金融商品取引所に上場されているもの又は店頭売買有価証券に該当するものに限る」（金融商品取引法施行令第2条の12第1号）とされている。これにより、非上場会社などが株式報酬として役員や使用人に株券を交付する場合は、有価証券届出書の提出や、その後の継続的な有価証券報告書等の提出が必要となるといった不都合が生じている。

² 詳しくは、谷京「非上場株式の発行・流通を活性化する方策」（2025年10月29日、大和総研レポート）を参照。

こうした課題を踏まえ、DWG 報告では、上場・非上場を問わず、株券等の発行会社やその子会社の役員や使用人に対する勧誘行為については「募集」に該当しないとする（有価証券届出書の提出を不要とする）ことが適當とされた。

(4) セーフハーバー・ルールの創設

有価証券報告書等では非財務情報の開示が求められているが、定性情報や将来情報などが含まれるため、企業にとっては虚偽記載の責任を問われることが懸念点となり、横並びで定型的な開示となってしまう可能性がある。こうした事態をさけるべく、「企業内容等の開示に関する留意事項について（企業内容等開示ガイドライン）」で、セーフハーバー・ルールが定められている。具体的には、下記の項目の将来に関する事項（将来情報）のうち記載すべき重要な事項について、一般的に合理的と考えられる範囲で具体的な説明が記載されている場合には、将来情報と実際に生じた結果が異なる場合であっても、直ちに虚偽記載等の責任を負うものではないと考えられるとの見解が示されている。

- ✓ 経営方針、経営環境及び対処すべき課題等
- ✓ サステナビリティに関する考え方及び取組
- ✓ 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

また、金融庁が 2025 年 11 月 26 日に公表した「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正（案）（以下、開示府令等改正案）では、企業内容等開示ガイドラインを改正し、セーフハーバー・ルールの適用範囲に温室効果ガス排出量のスコープ 3 に関する定量情報を加えることとされている³。

DWG では、セーフハーバー・ルールについて、効果、適用される情報の範囲、内容・適用要件などの論点について議論が行われた。DWG 報告では、各論点に係る検討の結果が示された。

①効果

法定開示書類である有価証券報告書等に虚偽記載があった場合には、民事責任、行政責任、刑事责任といった開示義務違反に伴う責任が問われる。例えば有価証券報告書の虚偽記載の場合は、損害賠償責任（民事責任）、時価総額の 10 万分の 6 又は 600 万円のいずれか高い額の課徴金（行政責任）、10 年以下の拘禁刑又は 1,000 万円以下の罰金（併科あり、法人両罰規定として 7 億円以下の罰金もあり）の刑事责任が問われる。

DWG 報告では、これらのうち、民事責任と課徴金についてセーフハーバー・ルールを適用す

³ 開示府令等改正案の内容について、詳しくは拙稿「開示府令の改正案が公表（2026 年から一部適用）」（2025 年 12 月 10 日、大和総研レポート）を参照。

ることが適當とされた。刑事責任については、謙抑的な運用が行われていること、故意犯処罰が原則とされている⁴ことを踏まえ、故意による虚偽記載等があれば責任を負うべきという考え方から、セーフハーバー・ルールの対象としないことが適當とされた。

②適用される情報の範囲

先述の通り、現行の企業内容等開示ガイドラインでは、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がセーフハーバー・ルールの適用範囲とされており、開示府令等改正案でこれに温室効果ガス排出量のスコープ3に関する定量情報を追加しようとしている。

DWG 報告では、新たなセーフハーバー・ルールの適用される情報の範囲は、非財務情報のうちの将来情報、見積り情報、統制の及ばない第三者から取得した情報（将来情報等） とすることが適當とされた。

図表4 セーフハーバー・ルールの適用範囲となる将来情報等

将来情報	<ul style="list-style-type: none"> 有価証券報告書の作成時点からみて将来に関する情報であって、作成時点において金額、数量、事象の発生の有無等が確定していないもの
統制の及ばない第三者から取得した情報	<ul style="list-style-type: none"> 子会社や関連会社を除く第三者から取得した情報に基づき開示される情報
見積り情報	<ul style="list-style-type: none"> 不確実性のある数値について、入手可能な情報を基に合理的に算出した数値

(出所) 「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」(2025年12月26日) p.14 脚注42

③内容・適用要件と確認書

DWG 報告では、非財務情報のうちの将来情報等の「合理性が確保されていると認められる場合」(p.14) にはセーフハーバー・ルールが適用されることが適當とされた。合理性が確保されていると認められる場合とはどのような場合を指すのだろうか。

開示府令等改正案(第二号様式)において、有価証券報告書等の「サステナビリティに関する考え方及び取組」に将来情報等を記載する場合は以下を開示することが求められている。

⁴ 刑法第38条第1項本文「罪を犯す意思がない行為は、罰しない。」という原則。

- (a) 将来情報等が含まれる旨
- (b) 将来情報等を記載するに当たって前提とされた事実及び仮定並びに推論過程
- (c) 情報の入手経路を含む将来情報等の適切性を検討し、評価するための社内の手続（将来情報等の開示について責任を有する機関又は個人について、その名称又は役職名及び役割を含む）

また、DWG 報告では、有価証券報告書の確認書⁵について、経営者等が、(i) 有価証券報告書を作成し、開示するための手続を整備していること、(ii) その実効性を確認していること、を記載事項として追加することが適當とされた。

こうした開示を通じて、経営者が関与する形で開示手続の整備と向上が進み、将来情報等の合理性も確保されることが期待される。そのため、将来情報等の前提とされた事実・仮定・推論過程、社内の手続に関する開示（上記(b)、(c)）、確認書の開示が真実であることを前提に、これらの開示をもってセーフハーバー・ルールが適用されるものとすることが DWG 報告で示された。

④その他

有価証券報告書の虚偽記載等に係る提出会社の役員等の損害賠償責任について、DWG 報告では、提出会社が責任を負わなければその役員等も責任を負わないとすることが相当であるから、セーフハーバー・ルールの対象とすることが適當とされた。

また、発行市場における損害賠償責任、つまり有価証券届出書の虚偽記載に係る責任については、将来情報等について有価証券報告書と同一の要件の下でセーフハーバー・ルールの対象とすべきとされた。

3. 今後の展望

DWG 報告に基づいた改正のうち、法改正が必要なものについては 2026 年の通常国会に法案が提出される見込みである。そのため、適用時期は 2027 年以降になる可能性が考えられる。

また、第 1 回 DWG (2025 年 8 月 26 日) では検討事項として、有価証券報告書の記載事項の整理が挙げられていた。非財務情報を中心に有価証券報告書の記載の充実が進む一方、サステナビリティ開示基準の導入や株主総会前の開示に対するニーズの高まりといった環境変化もあり、相対的に有用性が低下している事項の有無の検証や必要に応じた整理を行うことが提案された。本テーマは当初より 2026 年の年明け以降に改めて議論するものとされており、DWG 報告で来春以降の審議を予定していると言及された。

⁵ 現行において、有価証券報告書等の記載内容が法令に基づき適正であることを代表者及び最高財務責任者が確認した旨を記載し、有価証券報告書と併せて提出するもの。

環境変化という観点では、金融庁・東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードの改訂に関する有識者会議」において東京証券取引所のコーポレートガバナンス・コード（CG コード）のスリム化／プリンシップ化が検討されている。また、CG コードに有価証券報告書の株主総会前の開示（総会前開示）に関する規定が追加されることも見込まれる。総会前開示に関しては、法務省の法制審議会でも関連する論点が審議されている。

このように、環境変化を踏まえた有価証券報告書の記載事項の整理に関しては、上記のように各所の議論が互いに関係し合っていることを踏まえ、広い視野を持って動向を追っていく必要があるだろう。