

CAPITAL MARKETS BULLETIN

2022年6月号 (Vol.64)

ディスクロージャーワーキング・グループ報告（案）の公表 ～四半期開示の見直しの方向性とオフリング実務への影響等～

I. はじめに	森・濱田松本法律事務所
II. DWG 報告案の示した方向性	パートナー 石橋 誠之 TEL. 03 6266 8905 masayuki.ishibashi@mhm-global.com
III. 四半期開示の一本化と実務上の課題等	
IV. おわりに	パートナー 宮田 俊 TEL. 03 6266 8732 suguru.miyata@mhm-global.com アソシエイト 平川 諒太郎 TEL. 03 5223 7712 ryotaro.hirakawa@mhm-global.com

I. はじめに

四半期開示の見直しについては、金融庁が開催する金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ（以下「DWG」といいます。）においては議論が行われる等、その検討が進められてきました¹。

そのような中、2022年5月20日に、DWGから「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（案）－中長期的な企業価値向上につながる資本市場の構築に向けて－」（以下「DWG報告案」といいます。）が公表されました。

本ニュースレターでは、DWG報告案が示した四半期開示の見直しの方向性について紹介したうえで、四半期開示の見直しが実務に与える影響等について改めて検討してみたいと思います。

II. DWG 報告案の示した方向性

1. 四半期開示見直しの方向性

DWG報告案は、四半期開示に関するこれまでの議論や、DWGで示された意見を紹介したうえで、その見直しについて以下のような方向性を示しています。

足元の開示実務をみると、両者（※執筆者注：四半期報告書及び四半期決算短信）の間の内容面での重複や開示タイミングの近接が指摘されており、エンフォースメントなどを工夫することにより、両者の「一本化」を通じたコスト削

¹ DWGにおけるこれまでの議論は[当事務所ニュースレター「CAPITAL MARKETS BULLETIN 2022年4月号\(Vol.61\)」](#)をご参照ください。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

減や開示の効率化が可能であると考えられる。

具体的には、上場企業についての法令上の四半期開示義務（第1・第3四半期）を廃止し、取引所の規則に基づく**四半期決算短信**に「一本化」することが適切と考えられる。

すなわち、第2四半期報告書（又は半期報告書）は維持するものの、第1及び第3四半期報告書は廃止すること、第1及び第3四半期決算短信については、廃止される第1及び第3四半期報告書と「一本化」という方針が掲げられています。

そして、この際、四半期開示を「一本化」するにあたり、四半期報告書ではなく、四半期決算短信に集約する方法を選択したことについて、以下の理由が挙げられています。

また、「一本化」については、四半期報告書に集約させる方法と四半期決算短信に集約させる方法とが考えられるが、

- **開示のタイミング**がより遅い四半期報告書に集約させることは、情報の有用性・適時性を低下させるおそれがあること
 - 投資家への積極的情報開示が行われている**四半期決算短信**に関しては、投資家に広く利用されていること。また、一部の企業においては、その発表と併せて充実した決算説明資料を公表し、さらには経営幹部によるアナリスト等とのQ&Aの様態などを公表する動きが進んでおり、こうした積極的な開示姿勢の後押しも重要であること
 - 「**正確性の担保**」という点からは、四半期報告書の形でなくても、代替的な手法（例えば、四半期決算短信を臨時報告書として開示することにより担保する方策等）により確保することも考えられるとの指摘があること
- 等を踏まえると、四半期決算短信への「一本化」とすることが適当と考えられる。

これらの方向性及びその理由は、これまでDWGにおいて行われた議論を踏襲するものであり、これまでの議論に沿った見直しが行われることを、ワーキング・グループのとりまとめにあたって改めて明らかにするものといえます。

2. 「一本化」の具体化に向けた検討課題

また、DWG 報告案は、こうした方向性に基づく四半期決算短信への一本化にあたって、以下の事項について、ワーキング・グループにおいて引き続き議論を深めていくとしています。

- ① 全部又は一部の上場企業を対象とした**四半期決算短信の義務付けの有無**をどう考えるか
- ② 四半期決算短信の開示内容については、従来、速報性の観点から簡素化され

CAPITAL MARKETS BULLETIN

てきた経緯がある中、「一本化」に当たり、その内容をどう見直すか

- ③ 四半期決算短信の虚偽記載に対するエンフォースメントの手段をどう確保するか。この点に関し、四半期決算短信を金融商品取引法に基づく臨時報告書として開示することにより法令上のエンフォースメント手段を確保するとの対応策についてどう考えるか
- ④ 四半期決算短信に対する監査法人によるレビューの必要性についてどう考えるか
- ⑤ 第1・第3四半期報告書の廃止後に上場企業が提出する「半期報告書」に対する監査法人の保証のあり方についてどう考えるか（「レビュー」、「中間監査」）

（※ 付番は執筆者による。）

①全部又は一部の上場会社を対象とする四半期決算短信開示の義務付けについては、第8回 DWG においては必ずしも議論が見受けられなかったところではありますが、重要な論点であると考えられます。この論点が提起されたことは、必ずしも全部の上場会社を四半期決算短信の義務付けの対象とするわけではないことを示唆していますが、現在、DWG 及びその事務局がどのような目的を持って、また、どのような分類に基づいて四半期決算短信開示義務の有無を区別することを想定しているかは明らかではありません²。

もともと、少なくとも、充実した開示体制を有し、またそうした開示が特に求められるプライム市場上場企業については、四半期決算短信の義務付けの対象から除外する要請は強くはないといえるかもしれません。また、海外投資家からの成長資金の供給への悪影響を懸念するのであれば、成長企業である上場企業、具体的にはグロース市場上場企業についても、四半期決算短信の義務付けの対象から除外する要請よりも充実した開示の要請のほうが強いといえるかもしれません。

②・③・④については、第8回 DWG で議題とされたものと同様の論点であり、これらに関する具体的な方向性は、DWG において引き続き議論されていくこととされています。その中でも、第8回 DWG においては委員から以下のような意見が寄せられており、今後、このような点を含め、投資家や発行会社に限らず、幅広いステークホルダーからの意見を踏まえた慎重な検討が行われることが期待されます。

② 四半期決算 短信の内容

- ✓ 一本化により開示の後退が起こるべきではなく、四半期報告書における研究開発費、事業の状況（MD&A、事業等のリスク、コーポレート・ガバナンスの状況等、政策保有株式の状況等）、契約等における重要な変更等については

² 仮に、四半期決算短信開示の義務も廃止される場合、第1及び第3四半期報告書の提出義務が廃止されることと相俟って、第1四半期及び第3四半期においては経営成績及び財政状態等の開示がなされないという帰結になることが考えられます。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

	<p>四半期決算短信において開示することとすべき³。</p> <p>✓ 情報の適時性の観点から、できる限り現行の四半期決算短信の開示事項を踏襲すべき⁴。</p>
④ レビューの 要否	<p>✓ 四半期レビューの有用性は、虚偽記載に対する法定責任によって代替されるものではなく、財務情報の信頼性確保、不正の早期発見の観点からもレビューは維持すべき⁵。</p> <p>✓ レビューなしで四半期決算短信を含む臨時報告書を提出することは、企業役員側の心理的不安コストが高まり、開示が後退するのではないか⁶。</p> <p>✓ 四半期決算短信の正確性は東証のエンフォースメントや企業の内部統制システム等によって十分に担保されているため、レビューは不要とすべき⁷。</p>

また、⑤半期報告書の保証のあり方に関しては、第8回 DWG における議論の内容を反映したものと見受けられます。すなわち、第8回 DWG においては、第1・第3四半期については四半期決算短信に一本化するとして、その場合における第2四半期に係る開示をどうすべきかという点について、(レビューではなく) 監査を義務付けるべきとする意見⁸と実務負担の観点から監査(やレビュー)は義務付けるべきではないとする意見⁹が述べられていました。

この点については、現在非上場会社であって有価証券報告書の提出義務を負う会社は監査付きの半期報告書の提出が求められていることとのバランスや、発行会社の実務負担にも配慮しつつ、制度全体を俯瞰した検討が必要なものと考えられます。他方で、上場規則に基づく四半期決算短信についてはレビューを、金融商品取引法(以下「金商法」といいます。)に基づく半期報告書については監査を求める場合、発行会社にとっては見直し前と比しても過重な負担を負うことになることから、④レビューの要否とも連動した検討も必要となるように思います。

Ⅲ. 四半期開示の一本化と実務上の課題等

当事務所ニュースレター「CAPITAL MARKETS BULLETIN 2022年4月号(Vol.61)」では、四半期開示の一本化に伴う実務上の課題の一部として、以下の4つの論点を紹介しました。

³ 第8回 DWG 議事録、三瓶委員・近江委員・熊谷委員ら発言。
(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/disclose_wg/gijiroku/20220418.html)

⁴ 同上、佐々木委員発言。

⁵ 同上、井口委員・中野委員・黒沼委員・上柳委員ら発言。

⁶ 同上、熊谷委員発言。

⁷ 同上、佐々木委員発言。

⁸ 同上、熊谷委員発言。

⁹ 同上、佐々木委員・小畑オブザーバー発言。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

1. オファリングのスケジュールへの影響
2. 正確性・信頼性の確保、不正の早期発見機能
3. 臨時報告書における記載内容等
 - (1) 業績予想の開示
 - (2) 事業等のリスク・MD&A・重要な契約・研究開発等

以下では、DWG 報告案の公表に伴う、上記 1.及び 3.(1)の各論点に関する議論の進展について検討いたします。

1. オファリングへの影響

オファリングに際して、監査人によるレビューを経ていない（連結）四半期財務諸表を臨時報告書を介して発行開示書類の内容とすることについては、これまで四半期財務諸表がレビューを経ていることを前提として投資判断を行ってきた投資家にとって、投資を行うことに対する躊躇につながる可能性があります。また、引受証券会社は、監査人のレビューに依拠することができないことになるところ、四半期財務報告の内容自体についても相当の注意（金商法 17 条、21 条）を尽くす必要があるとすれば、実務上は極めて大きな影響が出ることが懸念されます¹⁰。

今般の DWG 報告案においては、四半期レビューの義務付けについて明確な方向性は示されておらず、今後継続的に議論される予定とされています。投資家・発行会社のみならず、引受証券会社や監査法人、法律事務所等の各実務関係者を含めた幅広い者からの意見を踏まえ、引き続き慎重な議論が行われることが期待されます。

2. 臨時報告書における記載内容等と業績予想の開示

臨時報告書を介して四半期決算短信に金商法上の虚偽記載等の責任を課すとする場合、四半期決算短信において記載された業績予想及び配当予想について虚偽記載責任の対象となりうることとなりますが、業績予想や配当予想といった将来情報は、たとえ合理的に策定したものであっても、本質的に不確かなものであることから、未達のリスクがあります。

この点に関して、DWG 報告案では、四半期開示の文脈ではなく、サステナビリティ開示の文脈においてはありますが、以下のとおり将来情報の記述と虚偽記載の責任に関する議論が行われています。

¹⁰ なお、四半期開示の一本化により、四半期報告書と四半期決算短信の提出のタイミングが異なる会社において、オファリングスケジュールに関する実務上の制約が解消されることも期待されます。一方で、証券会社が四半期財務情報についての虚偽記載等のリスクを取れないとすれば、第 1 四半期又は第 3 四半期の決算が開示されるタイミングでのオファリングができなくなるため、かえってオファリングウィンドウが少なくなることも懸念されます。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

サステナビリティ情報は、企業の中長期的な持続可能性に関する事項であり、将来情報を含むこととなる。有価証券報告書は、近年、経営方針やリスク情報等の記述情報の充実が図られており、この中で、将来情報の記載もみられてきている。前回ワーキング・グループ報告を踏まえた内閣府令改正の際には、将来情報の記載と虚偽記載の関係について、「一般に合理的と考えられる範囲で具体的な説明がされていた場合、提出後に事情が変化したことをもって虚偽記載の責任が問われるものではないと考えられる」ことを明らかにしている。

サステナビリティ開示について、投資家の投資判断にとって有用な情報を提供する観点では、事後に事情が変化したこと等をもって虚偽記載に問われることを懸念して企業の開示姿勢が委縮することは好ましくない。このため、上記の考え方について、実務への浸透を図るとともに、企業内容等開示ガイドライン等において、更なる明確化を図ることを検討すべきである。

将来情報の開示については、これまでパブリックコメントの回答において、「一般に合理的と考えられる範囲で具体的な説明がされていた場合、提出後に事情が変化したことを以て虚偽記載の責任が問われるものではないと考えられる」と示されてきましたが¹¹、これを超えて、企業内容等開示ガイドライン等における明確化が行われた場合、企業の開示姿勢の観点からは一定の意義を有すると思われます。

他方で、仮に企業内容等開示ガイドライン等においてその旨明確化されたとしても、虚偽記載の責任について裁判所で争われた場合、必ずしも上記の考え方が採用されることが保証されるものではないため、法令によって明確化することが可能かを含めて、更なる検討が望まれます。また、上記の金融庁の考え方に依拠することができる場合であっても、将来情報の記載に関する説明の合理性が厳格に問われる場合、開示内容に対する委縮効果はなお懸念されることです。

加えて、国際的なエクイティ・ファイナンスにおいては、日本国外の証券規制（特に米国証券法）についても配慮が必要となります。仮に企業内容等開示ガイドライン等においてその旨明確化がなされたとしても、それにより将来情報に関する米国における訴訟リスクが低減することにはなりません。そのため、将来情報の開示を日本法上の開示書類において行う場合においても、同様の記載を米国法に基づく開示書類に記載することは許容されないことが予想され、それにより、発行開示書類において国内外の情報格差が生じることから、海外投資家からの投資に対して悪影響を及ぼすおそれがあります。

さらに、社歴の浅いスタートアップ企業のみならず、技術革新や地政学リスクの増大に伴う不確実性の高まりにより、長いトラックレコードを有する大企業にとっても、その将来を予測することは一層困難になっています。このような状況において、不確実性が高い将来情報に基づく資金調達が行われることになれば、投資家の保護に著し

¹¹ 金融庁『「企業内容等の開示に関する内閣府令」の改正案に対するパブリックコメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方（2019年1月）』5頁16番

CAPITAL MARKETS BULLETIN

く反する帰結になります。また、証券会社やアナリストといった資本市場におけるプロフェッショナルにとっても発行会社が作成した将来予測の妥当性を検証することは必ずしも容易ではない（より事業に詳しい発行会社の経営者の実現可能と強く言われてしまえば反論するのは容易ではない）ところ、高い売出価格に誘導したい株主等の利害関係者からのプレッシャーにより、あるいは自らの利益追求のために、不適切な将来情報の開示が行われる現実的なリスクが存在することにも、慎重な配慮が必要であると思われます。

上記のとおり、オフリングも念頭においた場合、日本のみが独自のルールを定めて将来情報を開示するということは、必ずしも適切な実務につながらない懸念もあることから、法令や企業内容等開示ガイドライン等を明確化することにより将来情報を開示する方向で検討することについては、慎重な検討が必要であると考えられます。

IV. おわりに

上記のとおり、DWG 報告案では、これまでの議論を踏まえて、今後の議論の方向性が示されています。四半期開示の見直しについては、発行開示・継続開示を含む幅広い実務に対する大きな影響があり、特に、国内外にわたる資金調達活動が活発化するにあたって、日本のみがグローバルなプラクティスから乖離したルールを設けることには慎重であるべきです。そのため、国内外を問わず、各種の実務関係者からの意見も踏まえたルールメイクが期待されます。

四半期開示の見直しの具体的な内容については、DWG における今後の審議に委ねられることとなりますが、今後の動向については引き続き注視する必要があり、当事務所も随時ニュースレター等でお伝えしていきたいと思っております。

文献情報

- | | |
|------|-----------------------------|
| ➤ 論文 | 「日本版 SPAC 導入に当たっての制度設計の在り方」 |
| 掲載誌 | 週刊金融財政事情 No.3445 |
| 著者 | 五島 隆文 |

(当事務所に関するお問い合わせ)
森・濱田松本法律事務所 広報担当
mhm_info@mhm-global.com
03-6212-8330
www.mhmjapan.com