

2022年6月21日 全9頁

ディスクロージャーワーキング・グループ報告 (四半期開示の見直し)

金融調査部 研究員 藤野大輝

[要約]

- 2021年9月から開催されていたディスクロージャーワーキング・グループでの検討をとりまとめた「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―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―」(DWG報告)が2022年6月に公表された。本稿では、DWG報告の論点の中でも、四半期開示の見直しを含む、情報開示の頻度やタイミングについて、ポイントや今後の展望を取り上げる。
- 四半期開示の見直しについては、四半期報告書と四半期決算短信を、四半期決算短信に一本化する方向性が示された。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されている。
- ただし、この一本化には賛同する意見が見られる一方で、正確性の担保などの点で反対する意見も複数見られる。また、一本化を進めるに当たっては、全部また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、開示内容、エンフォースメント、レビューの必要性、半期報告書のあり方など、様々な課題が残っている。今後、DWGでさらなる議論を深めていく必要があるだろう。
- 適時開示については、取引所において適時開示の促進を検討すべきとされている。また、検討に当たっては、適時開示のエンフォースメントのあり方についても整理することが期待されている。そのほか、有価証券報告書の株主総会前の提出に向けた企業の取組みや、重要情報の公表タイミングの早期化を促す取組みなどが期待されている。
- 四半期報告の見直しについては今後も議論が必要であり、また、仮に四半期報告書を廃止する場合には、金融商品取引法の改正が必要となるため、即座に一本化が行われるわけではないものと想定される。ただし、見直しが行われた際には、企業の開示実務に大きな影響が及ぶと考えられるため、企業は投資家にとって必要な情報が十分に提供されているのかという観点で、自社の情報開示体制などを改めて検証することが求められるよう。

1. 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

2021年9月から金融庁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）において、企業の情報開示のあり方について議論が行われていた。DWGでの議論を踏まえ、検討の結果をとりまとめた「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 ―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）が2022年6月に公表された。

DWGでは、企業の情報開示を取り巻く経済社会情勢の変化を踏まえ、企業が投資家の投資判断に資する情報を適時に分かりやすく提供することや、中長期的な企業価値にとって重要な課題について開示することを通じて、企業と投資家の建設的な対話を促し、資本市場の機能を円滑にするための検討が行われた。

DWG報告にその議論の内容や提案がまとめられたが、中でも本稿では重要な論点の一つである、四半期開示の見直しを含む、情報開示の頻度やタイミングに関するポイントや今後の展望を取り上げる。

図表1 DWG報告の概要（四半期開示を含む情報開示の頻度・タイミング）

四半期開示	<ul style="list-style-type: none"> 四半期報告書、四半期決算短信について、<u>上場企業に係る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</u> 一本化を進める上での各種課題（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、開示内容、エンフォースメント、レビューの必要性等）については引き続きDWGで議論を深めていく
適時開示	<ul style="list-style-type: none"> 取引所において適時開示の促進を検討すべき 適時開示のエンフォースメントのあり方についても整理することを期待
その他	<ul style="list-style-type: none"> 株主総会前に有価証券報告書を提出するといった取組みを期待 決算情報を含む重要情報の公表タイミングについて、社内手続きなどを了したタイミングで速やかに開示することを促す取組みを進めるべき

（注）下線は筆者によるもの。

（出所）金融庁「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」（2022年6月13日）より大和総研作成

2. 四半期開示の見直しなどに関する論点

（1）四半期開示の見直し

①見直しの背景

企業の四半期開示については、前回のディスクロージャーワーキング・グループ（2017年度）でも取り上げられていた。前回は四半期開示について、中長期の視点で投資を行う観点からも進捗確認を行う意味があること、開示により市場の価格形成がより効率的に行われるようになってきていること、四半期開示を任意化した場合に開示の後退と受け取られ得ることなどの理由から、引き続き開示の状況や海外動向などを注視してそのあり方を検討していくとされた。

海外の状況としては、米国については法令に基づく四半期開示が継続されている。決算発表後にわが国の臨時報告書に当たる Form8-K が提出され、さらに決算から遅くとも 45 日以内に四半期報告書に当たる Form10-Q が提出される。一方で、欧州では法令に基づく四半期開示の義務付けは廃止されており、各企業の判断により、任意で四半期開示を行う実務が定着している。英国は 2014 年、フランスは 2015 年に四半期開示を廃止しており、ドイツはフランクフルト証券取引所のプライムスタンダード市場上場企業が取引所規則に基づく四半期開示を行っている。

わが国においては、岸田首相が四半期開示の見直しについてかねて関心を示しており、四半期開示の見直しを行うという旨の岸田首相の発言を受け、上記の海外状況も踏まえながら、DWG において四半期開示のあり方について改めて検討が行われた。

②四半期報告書と四半期決算短信

わが国の四半期開示としては、「四半期報告書」と「四半期決算短信」の二つが行われている。まずはそれぞれの違いについて確認する（図表 2）。

図表 2 四半期報告書と四半期決算短信の比較

	四半期報告書	四半期決算短信
根拠となる 法令諸規則	金融商品取引法	取引所規則
開示時期	四半期終了後45日以内	四半期終了後45日以内 (30日以内を推奨)
監査・レビュー	レビュー(注1)が必要	不要
虚偽記載への 罰則	刑事罰(注2)や課徴金など	特設注意市場銘柄の指定、 改善報告書、改善状況報告 書の提出、公表措置、上場契 約違約金など
開示内容 (概要)	<ul style="list-style-type: none"> ○主要な経営指標等の推移 ○事業の内容(注3) ○事業等のリスク(注3) ○MD&A ○経営上の重要な契約(注3) ○株式等の状況 ○役員等の状況(注3) ○四半期連結財務諸表 	<ul style="list-style-type: none"> ○サマリー情報 (業績予想を含む) ○継続企業の前提に関する 重要事象等 ○四半期連結財務諸表

(注 1) 監査が財務諸表を適正に表示していること認めている保証であるのに対し、レビューは財務諸表を適正に表示していないと信じさせる事項が認められなかったという限定的な保証。

(注 2) 重要な事項につき虚偽の記載のあるものを提出した者に対して、5 年以下の懲役若しくは 500 万円以下の罰金またはこの両方が科される。さらに法人等への両罰規定（5 億円以下の罰金）もある。

(注 3) 重要な変更があった場合などに記載が求められる。

(出所) 法令諸規則より大和総研作成

まず、四半期報告書が法令（ハード・ロー）である金融商品取引法を根拠としているのに対し、四半期決算短信は取引所規則（ソフト・ロー）に基づいて開示が求められている。そのため、四半期報告書の方が後述の罰則をはじめ、より厳格な対応が企業に対して求められている。

開示時期については、両者ともに四半期終了後 45 日以内とされているが、基本的に上場会社は遅くとも四半期報告書の提出までには四半期決算短信を公表するものと考えられる。東京証券取引所は「決算短信・四半期決算短信の作成要領等」において、決算期末後 30 日以内の四半

期決算短信の開示がより望ましいと考えられるとしている。

また、四半期報告書は監査法人によるレビューを必要としているのに対し、四半期決算短信は早期の提出が求められていることもあり、監査やレビューを必要としていない。監査法人によるレビューとは、監査とは異なり、財務諸表の状況を適正に表示していないと信じさせる事項が認められなかったという限定的な保証のことを指す。

虚偽記載への罰則に関しては、四半期報告書が刑事罰や課徴金といった重い罰則が科されるのに対し、四半期決算短信については取引所規則に基づいた比較的軽いものとなっている。

開示内容は、両者ともに四半期連結財務諸表は共通しているが、主要な経営指標等の推移や事業の内容などの非財務情報については四半期報告書の方が充実した開示を求められている。

総合すると、四半期決算短信は監査を不要とし、内容も簡素な速報的な役割を持つのに対し、四半期報告書は四半期決算短信の後からより充実した内容について、財務諸表に保証を得た上で開示をする確報的な役割を持つものと解釈できる。

③DWG における四半期開示に関する検討

四半期開示のあり方を検討する上で、DWG ではいくつかの角度から検討が行われ、委員からも様々な意見が述べられた。

図表 3 DWG での四半期開示に関する意見（一部）

	現状の四半期開示の支持と捉えられる意見	四半期開示の見直しに関する意見
短期主義との関係	短期主義非支持として、英国、シンガポールでの四半期開示強制による影響を裏付ける証拠がなかったという研究結果が紹介された	四半期開示強制の影響として、米国では投資の減少が拡大したほか、特許数等が減少した、EUでは四半期利益情報の開示を開始した企業は、短期主義的な行動を取る傾向があるが、充実した開示を行っている企業は、その行動は抑制される、という研究結果が紹介された
有用性	四半期開示は中長期の経営戦略の進捗状況を確認する上で有用 任意でも四半期開示をやめる企業は少ないと考えられる 個人投資家と機関投資家の情報格差に鑑みても四半期開示は有用	企業価値に影響がある事項は適時開示で対応しているため有用かは明らかではない 多くの投資家は四半期報告書はあまり利用していない
企業の負担	非財務情報は財務情報を代替するものではなく、非財務情報の充実が財務情報を後退させる理由にはなりにくい	非財務情報の開示が増える中で四半期開示が企業の負担となり得る 十分なサステナビリティ情報と非財務情報の開示の充実を前提に、企業開示の効率化が考えられる 規模の小さい企業にとって四半期開示は負担となり得る グロース市場のみ任意開示とするといった方法も考えられる IFRS任意適用企業にとって四半期報告の負担が大きい 四半期報告書と四半期決算短信の重複感があり、効率化を図るべき
正確性の担保	四半期報告書のレビューがあることで正確性が担保されている 四半期報告書の法令に基づいた罰則が機能していることで透明性の高い開示が行われている 四半期報告書を廃止すると監査・レビューを受けた報告が年に一回の有価証券報告書のみとなる	四半期報告書を廃止する場合には、臨時報告書で正確性を保証するのであれば、エンフォースをする体制を整える必要がある
海外からの視点	四半期開示が廃止されると企業の開示姿勢が後退したと受け取られ得る	-

(注) 上記は DWG での委員の意見から筆者が一部をまとめたもの。

(出所) 金融庁「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」(2022年6月13日) などより大和総研作成

第一に、四半期開示強制が経営者の短期主義志向につながっているのではないかという論点である。委員から各種実証研究の説明があり、四半期開示強制の影響として、米国では投資を減少させる企業が増加したほか、特許数等が減少し、EU では四半期利益情報の開示を開始した企業は、短期主義的な行動を取る傾向があるが、充実した開示を行っている企業は、その行動は抑制される、という研究結果が紹介された。一方、英国やシンガポールでは短期主義につながっているという証拠は得られなかったという研究結果があったと示された。経営者の短期主義志向の原因を四半期開示のみに帰するのは、必ずしも適切とはいえないことが共有された。

第二に、四半期開示の有用性についてである。実証研究の説明では、四半期開示による株価への情報波及効果としては正負の両方の効果が認められることや、投資家への透明性は向上することなどが紹介された。委員からは、四半期開示は中長期の経営戦略の進捗状況を確認する上で有用である、任意になっても四半期開示をやめる企業は少ないだろう、個人投資家と機関投資家の情報格差の緩和に鑑みても有用であるといった、四半期開示の有用性を主張する意見が見られた。一方で、企業価値に影響がある事項は適時開示で対応しているため有用かは明らかではない、多くの投資家は四半期決算短信を利用するが四半期報告書はあまり見ていないという意見もあった。

第三に、企業の負担についてである。まず、非財務情報の開示が増える中で四半期開示が企業の負担となり得る、十分なサステナビリティ情報と非財務情報の開示の充実を前提に企業開示の効率化は考えられるといった意見があった。これに対して、非財務情報は財務情報を代替するものではなく、非財務情報の充実が財務情報を後退させる理由にはなりにくいという意見も見られた。また、規模の小さい企業にとって四半期開示は負担となり得るという意見がいくつか見られ、例えばグロース市場のみ任意開示とするといった方法もあり得るという考えも示された。さらに、四半期報告書と四半期決算短信の重複感による負担についての発言もあり、両者の効率化を行うべきという意見も複数見られた。

第四に、正確性の担保についてである。まず、レビューや罰則の機能している四半期報告書について、レビューがあることで正確性が担保されており、法令に基づいた罰則が機能していることで透明性の高い開示が行われているという意見が示された。仮に四半期報告書を廃止すると、監査やレビューを受けた報告が年に一回の有価証券報告書のみとなることを懸念する声もあった。仮に四半期報告書を廃止する場合に、臨時報告書で正確性を保証するのであれば、エンフォースをする体制を整える必要があるという意見もあった。

最後に、海外からの視点である。仮に四半期開示が廃止された場合には、企業の開示姿勢が後退したと受け取られ、海外投資家の日本への投資に水を差すおそれがあるという意見が複数見られた。特に3月決算が多い日本企業が四半期開示を止めると、海外で重要とされる12月期に日本企業が情報発信しなくなり、日本の市場の信認を損なう可能性を危惧する声もあった。

このように、四半期開示について、概ね有用性が認められ、海外からの視点も踏まえると、四半期開示自体を廃止することには反対する意見が多い。ただ、四半期報告書と四半期決算短信の重複感はあるため、企業負担も考慮して効率化を図るという意見も複数見られた。

④四半期決算短信への一本化

③で示した委員からの様々な意見を踏まえ、DWG において四半期報告書と四半期決算短信を、四半期決算短信に一本化するという大きな方向性が示された。DWG 報告では、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されている。

四半期報告書ではなく四半期決算短信に一本化する理由としては、四半期決算短信の方が開示のタイミングが早いこと、投資家に広く利用されていることが挙げられている。また、正確性を担保する上でも、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）が考えられるという指摘があったことが考慮されている。

ただし、四半期決算短信への一本化については賛同する意見があった一方で、反対意見も複数見られた（図表4）。

図表4 四半期決算短信への一本化に関する意見（一部）

	四半期決算短信への一本化に対して	
	肯定的な意見	否定的な意見
開示時期	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	四半期報告書と四半期決算短信の開示時期のずれは5日間程度である
投資家にとっての有用性	四半期決算短信の方が投資家に広く利用されている	四半期決算短信に一本化することは記述情報の充実化という潮流に反する
正確性の担保	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）が考えられる	四半期報告書を維持する方が信頼性を継続して確保できる
		監査人による四半期レビューが引き続き行われることは重要である
		一本化する場合には課徴金制度が必要
		臨時報告書での情報の保証は四半期レビューの代替にはならない

（注）上記は DWG での委員の意見から筆者が一部をまとめたもの。

（出所）金融庁「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」（2022年6月13日）より大和総研作成

一本化を肯定する意見としては、主に先述の一本化の理由に沿ったものであり、投資家との対話において四半期報告書に基づく質問がほとんどないこと、四半期決算短信の方が実務上の利用が多いこと、臨時報告書の仕組みを利用して正確性の担保が考えられること等が挙げられる。

一方、反対意見としては、四半期報告書を維持する方が信頼性を継続して確保できる、四半期報告書と四半期決算短信の開示時期のずれは5日間程度である、四半期決算短信に一本化することは記述情報の充実化という潮流に反するといったものが挙げられる。

加えて、四半期決算短信に一本化することで正確性が担保されなくなる可能性を危惧する声

として、監査人による四半期レビューが引き続き行われることは重要である、四半期決算短信への一本化をする場合には課徴金制度が必要である、臨時報告書の制度に基づく虚偽記載に対する法定の責任は四半期レビューの代替にはならないなどの意見が見られた。

このように、DWG 報告では四半期決算短信への一本化という大きな方向性は示されたものの、委員の考えは十分にはまとまっていないように見受けられる。今後、DWG においてさらなる検討が行われていくものと考えられる。

⑤一本化に当たっての課題

上記の一本化への反対意見も含め、四半期決算短信への一本化を進めるに当たっては、いくつかの課題が存在する。DWG 報告では、以下の課題をはじめ、DWG で引き続き議論を深めていくとされている。

第一に、全部また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についてである。例えば、DWG 報告では、開示負担軽減のために四半期開示を任意化すべきという指摘があったことや、海外では監査で直近の財務諸表に不適正意見などがあった場合に四半期開示義務が生じるなど条件付で開示義務があることが紹介されている。例えば、グロースは任意化するといった対応も理論上は考えられるのかもしれない。

第二に、四半期決算短信の内容についてである。四半期決算短信は四半期報告書と比較して非財務情報の開示が少ない。委員からは、仮に一本化する場合でも、四半期決算短信においてこれまでと同等の、投資家にとって必要な情報が提供されることが必要であるという意見も見られた。どういった情報の開示が必要かについての検討が求められよう。

第三に、虚偽記載へのエンフォースメントである。先述の通り、四半期決算短信は取引所規則を根拠としているため、法令に基づく罰則の対象とはならない。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などについて議論が深められよう。

第四に、正確性の担保と、そのための監査法人のレビューの必要性である。④で四半期決算短信への一本化への反対意見として、複数の委員から監査人による四半期レビューが引き続き行われることの重要性が主張されていた。

最後に、監査法人のレビューと関連して、半期報告書に対する監査などについてである。現行法では、有価証券報告書の提出義務がある企業のうち、四半期報告書を提出しない企業には、監査法人の監査を受けた半期報告書（事業年度開始後 6 カ月間の経理の状況その他事業の内容に関する重要な事項等を記載した報告書）の提出が求められている。四半期決算短信への一本化によって法令上の四半期開示義務（第 1・第 3 四半期）が廃止された場合、半期報告書の提出を求めるのかどうかを含めた検討が必要になるだろう。委員からは、半期報告と中間監査を求められた場合は企業の負担が非常に大きくなるため、四半期決算短信に一本化することが妥当であるという意見、半期報告書を求めた上でレビューではなく監査を求めることが必要であると

いう意見の両方が見られた。

四半期決算短信への一本化という大きな方向性は示されたものの、残る課題は多く、まだ見直しを行った後の四半期開示の姿は見えない。今後も議論の動向を見守るべきだろう。

(2) 適時開示

適時開示とは、取引所規則に基づく開示で法定開示を補完するものであり、上場会社が投資家の投資判断に重要な影響を与える業務、運営または業績等に関する情報を、適時、適切に開示することを指す。具体的には、新株発行や合併といった取締役会等が決定した事実、災害や訴訟などの外部要因によって発生した事実、業績予想の修正や四半期決算短信などの決算情報の開示がこれに該当する。開示時期としては、取引所規則では重要な会社情報の決定、発生時に、直ちにその内容を開示することが義務付けられている。

わが国では適時開示に関して、取引所規則で開示すべき事項や重要性基準を定めているが、DWG 報告では、過度に「間違いのない開示」を指向し、投資判断に重要と見込まれる情報でも「細則」に該当しない場合や、経営環境が不透明で「細則」への該当性が不明確な場合は開示に消極的である上場会社が見られることについて指摘があるとしている。例えば、新型コロナウイルス感染症の拡大やロシア・ウクライナ情勢についての開示も少数であったと示している。

これを踏まえ、DWG 報告でよりタイムリーに企業の状況変化に関する情報が企業から開示されるよう、取引所において適時開示の促進を検討すべきとされている。また、検討に当たっては、適時開示のエンフォースメントのあり方についても整理することが期待されている。

(3) その他

①有価証券報告書の株主総会前提出

わが国の有価証券報告書の提出期限は原則、事業年度終了日から3ヶ月以内である。わが国の上場会社における有価証券報告書の提出タイミングは、株主総会直後に提出されている例が多くなっており、株主総会前に提出している企業は少ない。

前回の DWG (2017 年度) では株主総会前提出をしている企業において、株主や投資家からの評価が高まるなどの効果が認識されており、このような認識の浸透等を通じて、有価証券報告書の株主総会前提出が拡大していくことが望ましいとされたが、現状大きな変化は見られない。

DWG 報告では、グローバルな経営を行う上場企業におけるサステナビリティ情報を記載した有価証券報告書の株主総会前提出の重要性に関する指摘や、有価証券報告書の提出と株主総会との間に十分な期間を置くためには株主総会の開催を遅らせることが必要という指摘について言及している。その上で、有価証券報告書の提出タイミングについては、それぞれの企業が置かれた状況や投資家との対話も踏まえつつ、例えば、まずは、必ずしも十分に早い時期でなくとも株主総会前に有価証券報告書を提出するといった取組みが期待されると示している。

②重要情報の公表タイミング

資本市場が価格発見機能を適切に発揮する上では、企業に関する情報がタイムリーに公表され、市場取引の中で評価されることが重要だが、わが国では多くの上場企業が重要情報を証券取引所の立会時間終了後に行っているという指摘がある。

DWG 報告では、これを踏まえ、決算情報を含む重要情報の公表タイミングについては、取引所規則でも重要な会社情報の決定、発生時に、直ちにその内容を開示することが義務付けられているように、社内手続きなどを完了したタイミングで速やかに開示することが基本であり、このような開示を促す取組みを進めるべきとされている。例えば、各企業の判断で前場と後場の間に開示を行うことも考えられると示されている。

3. 今後の展望

今回の大きな論点はやはり四半期開示の見直しであろう。四半期報告書と四半期決算短信を、四半期決算短信に一本化するという大まかな方向性は示されたものの、見直し後の具体的な姿について、意見は十分にはまとまっておらず、今後も各種課題について議論が深められていくものと考えられる。

課題が残っていることに加え、仮に四半期報告書を廃止する場合には、金融商品取引法の改正が必要となるため、即座に一本化が行われるわけではないものと想定される。企業は四半期開示が廃止された場合において、どのように情報の正確性を担保するのか、投資家にとって必要な情報として、どのような情報を開示するのかなどについて、DWG での今後の検討を注視しながら、考察しておくことが望ましいと考えられる。

適時開示や重要情報の公表タイミングについては取引所などが企業の取組みの促進を図ることが期待されている。企業としては、取引所の動向を注視しつつ、投資家に対して適切かつ適時に情報が開示されるように取組みを検討することが求められよう。

有価証券報告書の株主総会前提出については企業自身が積極的な取組みを進めることが期待されている。例えば既に株主総会前提出を行っている企業の実務を参考にすることが考えられる。また、株主総会前提出のために、有価証券報告書の提出と株主総会との間に十分な期間を置く上では、諸外国と同様、株主総会の開催を事業年度終了後の4~5ヶ月後とすることが必要という指摘も見られた。

いずれの論点についても、共通することは投資家にとって必要な情報が十分に提供されているのかということをお忘れてはならないと考えられる。