



日本取引所グループ金融商品取引法研究会

金融商品取引法改正（２）－企業開示制度の見直し－

2024年1月26日（金）15:00～16:56

オンライン開催

出席者（五十音順）

飯田	秀総	東京大学大学院法学政治学研究科教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学共通教育センター教授
片木	晴彦	広島大学人間社会科学研究科実務法学専攻特任教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
北村	雅史	関西大学大学院法務研究科教授
小出	篤	早稲田大学法学部教授
齊藤	真紀	京都大学大学院法学研究科教授
白井	正和	京都大学大学院法学研究科教授
高橋	陽一	京都大学大学院法学研究科教授
船津	浩司	同志社大学法学部教授
山下	徹哉	京都大学大学院法学研究科教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授
若林	泰伸	早稲田大学大学院法務研究科教授

金融商品取引法改正（２）

－企業開示制度の見直し－

東京大学大学院法学政治学研究科教授

加藤 貴 仁

目 次

- | | |
|--|---------------------------------------|
| 1. 本報告の目的 | (3) 半期報告に関する規定の改正 |
| 2. 四半期報告制度の導入から廃止の経緯 | (4) 公衆縦覧期間の延長 |
| (1) 四半期報告制度の沿革 | (5) 四半期決算短信の見直し |
| (2) 関連する制度の整備 | (6) 若干のコメント |
| (3) 課題 | 4. 2022年DW報告書②に至る議案の対立点 |
| 3. 令和5年金商法改正（四半期報告制度廃止関連）の概要－四半期報告制度廃止後の継続開示の全体構造－ | (1) 定期的な開示と適時開示（Timely Disclosure）の関係 |
| (1) 令和5年金商法改正後の継続開示の枠組み | (2) 四半期開示（四半期短信）の信頼性の確保 |
| (2) 四半期報告制度に関する規定の削除 | 5. 発行開示への影響 |
| | 討論 |

○川口 それでは、時間になりましたので、今月の金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、「金融商品取引法の改正（２）－企業開示制度の見直し－」と題しまして、東京大学の加藤先生からご報告いただきます。

よろしく願いいたします。

○加藤 東京大学の加藤です。本日はよろしく願いいたします。

1. 本報告の目的

令和5年（2023年）の金融商品取引法の改正前、上場会社を対象とする事業年度途中の定期的な情報開示は、金融商品取引法に基づく四半期報告

（令和5年改正前金融商品取引法 24条の4の7）と証券取引所の規則に基づく四半期短信（東京証券取引所・有価証券上場規程 404条）から構成されてきました。四半期報告と四半期短信は合わせて「四半期開示」と呼ばれていました。令和5年の金融商品取引法の改正により四半期報告が廃止され、上場会社を対象とする四半期開示は四半期短信に一本化されることとなりました。

四半期報告は平成18年（2006年）の証券取引法改正によって導入されましたが、後ほどご説明しますように、継続的に見直しの要否が議論されてきました。令和5年の金融商品取引法の改正は金融審議会のディスクロージャーワーキング・グループ（以下、「DW」という）の提言に基づくも

のですが、DWでは、四半期報告の廃止のみならず、四半期開示の任意化までが検討の俎上に乗せられていました。そのため、DWでなされた様々な議論は、上場会社を対象とする開示規制の将来を検討する際の重要な資料として位置付けられるべきであると考えます。

本報告では、上場会社を対象とする開示規制の全体構造を意識しつつ、令和5年の金融商品取引法の改正のうち、四半期報告の廃止に関連するものの概要を紹介し、若干の分析を試みることにします。

2. 四半期報告制度の導入から廃止の経緯

(1) 四半期報告制度の沿革

前述のとおり、四半期報告制度は平成18年の改正によって導入されましたが、それ以前に、証券取引所の規則によって四半期開示の整備が進められていました（令和4年度DW第1回（2022年10月5日）資料3 事務局参考資料2頁、令和3年度DW第6回（2022年2月18日）資料2 事務局説明資料3-11頁）。

まず、1999年11月に東京証券取引所（以下、「東証」という）がマザーズ市場で四半期情報の開示を義務付け、その後、制度整備が進んできたということです。その経緯については、本日の資料（レジュメ2頁）にも記載しておりますし、令和3年度DW第6回（2022年2月18日）資料2 事務局説明資料に非常に詳細な説明がありますので、省略します。

そして、平成18年の証券取引法改正（平成18年6月14日法律第65号により導入、施行は2008年4月）によって、法定開示として四半期報告が導入されることになりました。

この改正は、金融審議会金融分科会第一部会「ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告—今後の開示制度のあり方について—」（2005年6月28日）の提言に基づくものと思われます。こちらは四半期報告を導入した際のDWの報告で非常に重要ですので、若干長いですが、該当部分

を読み上げさせていただきます（2005年DW報告書）。

「近年、企業を取り巻く経営環境の変化は激しく、これに伴い、企業業績も短期間のうちに一層、大きく変化するようになってきている。こうした状況の下では、投資者に対し、企業業績等に係る情報をより適時に開示することが求められるとともに、これを通じて、企業内においても、より適時に経営管理に必要な情報を把握し、的確な経営のチェックを行っていくことが期待される。

四半期開示は、以上のようなニーズを受け、適時開示の一環として、東京証券取引所をはじめとする全国の証券取引所において段階的に導入されてきている」（1-2頁）

「四半期開示については、当初の想定をはるかに上回るペースで実務面での対応が進んできていると考えられるが、このことを踏まえ、今後はさらに、次のような観点から、制度の整備を図っていくことが重要な課題となる。……③証券取引所における四半期開示では、四半期情報に虚偽記載等がある場合であっても、罰則は適用されず、虚偽記載等により損害を被った投資者に対する証券取引法上の民事責任規定等も適用されない。また、四半期開示を発行登録制度上の参照書類と位置づけていくことの必要性等も考えると、証券取引法上も、四半期報告制度を整備していくべきである」（2-3頁）

「四半期開示を証券取引法上の開示としても位置づけていくことについては、法制化することでかえって四半期開示に求められる適時性、迅速性が失われないかとの指摘がある。四半期報告制度の法制化に当たっては、四半期開示の適時性・迅速性が失われることがないように、十分な配慮が行われるべきである」（3頁）

その後、四半期報告及び四半期短信も含めた四半期開示については、定期的に様々な見直しの対象になってきました。

まず、平成23年（2011年）の企業内容等の開示に関する内閣府令（企業内容等府令）の改正

(同年3月31日交付、同年4月1日施行)によって、四半期報告書の記載事項が簡素化されました。

この点につきましては、関連する企業内容等開示府令の改正の際の金融庁のプレスリリースをご参照ください。(金融庁「「四半期連結財務諸表の用語、様式及び作成方法に関する規則等の一部を改正する内閣府令(案)」等の公表について」(2010年12月22日))。

その後も制度の見直しが主に金融審議会のDWで継続的に行われ、2016年のDW報告書と2018年のWG報告書に関連する記載があります。

最初に、2016年に公表されたDW報告書(「ディスクロージャーワーキング・グループ報告ー建設的な対話の促進に向けてー」(2016年4月18日)(2016年DW報告書))について、四半期開示に関する部分を読み上げてさせていただきます。

「決算短信及び四半期決算短信については、開示実務において有価証券報告書の開示が比較的遅いことなどもあって、投資家ニーズに応える形で記載事項を増やしてきたため、速報としての性格に比して作成・公表の事務負担が過重となっている、また、記載内容が有価証券報告書と重複しているのではないかと指摘がある。このため、投資者の投資判断に重要な情報を迅速かつ公平に提供するものであるとの目的・役割により即し、より効果的・効率的な開示が行われるよう、次のような整理・合理化を行うことが適当である」として、その主に3つのポイントが書かれています。

(5-6頁)

i 監査及び四半期レビューが不要であることの明確化
ii 速報性に着目した記載内容の削減による合理化
iii 要請事項の限定等による自由度の向上
です。

第1点目の「監査及び四半期レビューが不要であることの明確化」については、以下のような記載があります。

「四半期決算短信については、四半期報告書と開示の日程が近接している事例もあり、四半期報告書と一本化すべきとの指摘がある一方、開示の日程が近接しているのは、四半期レビューによる確認を待っていることによるところもあり、むしろ、速報性の要求される四半期決算短信の早期提出を促すべきではないかと指摘もある」

このDW報告に従って、こちらは主に四半期決算短信の簡素化、速報性の重視ということを目とした上場規則の制度整備が行われています。

次に、2018年に公表された報告書(金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ報告ー資本市場における好循環の実現に向けてー」(2018年6月28日)(2018年DW報告書))では、四半期報告の見直し自体が議論の対象となり、関連して次のような記載が掲げられることになりました。

「四半期開示については、

- ・ 中長期の視点で投資を行う観点からも進捗確認の意義を認める見解が大勢であるほか、
- ・ 現状、非財務情報などの中長期的な企業価値向上の観点から特に重視される情報の開示が必ずしも十分とは言えないこと
- ・ 半期・四半期のみならず、重要な企業情報の開示が全体として適時に行われる枠組み・ガバナンスが必ずしも十分とは言えないこと
- ・ 情報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いるとの指摘があること
- ・ このような状況において、例えば、四半期開示を任意化した場合、開示の後退と受け取られて我が国の資本市場の競争力に影響を及ぼしかねないと考えられること

等を踏まえると、現時点において四半期開示制度を見直すことは行わず、今後、四半期決算短信の開示の自由度を高めるなどの取組みを進めるとともに、引き続き、我が国における財務・非財務情報の開示の状況や適時な企業情報の開示の十分性、

海外動向などを注視し、必要に応じてそのあり方を検討していくことが考えられる」(24頁)

このように、2018年のDW報告書では、四半期報告と四半期決算短信から構成される四半期開示については、今後も継続的に見直しをしていくということが書かれていました。

これを受けて、令和3年度と令和4年度のDWで再びこの四半期開示に関する見直しが取り上げられることになりました。

このように、2018年のDW報告書で既に四半期開示については継続的な見直しが必要であるという認識が示されていたので、その延長線上に今回の改正作業は位置付けられると思います。ただ、今回の四半期開示の見直しについては、令和3年度のDWの第6回(2022年2月18日)の資料を引用していますが、若干言い方は難しいのですが、政治的な要請もあったように思います。

DWの事務局説明資料には、第二百五回国会における内閣総理大臣の所信表明演説(2021年10月8日)と第二百八回国会における内閣総理大臣の施政方針演説(2022年1月17日)の抜粋があります。

まず、第二百五回国会における内閣総理大臣の所信表明演説の「三 第二の政策 新しい資本主義の実現」には、以下のような内容が含まれていました。

「企業が、長期的な視点に立って、株主だけではなく、従業員も、取引先も恩恵を受けられる「三方良し」の経営を行うことが重要です。非財務情報開示の充実、四半期開示の見直しなど、そのための環境整備を進めます」

そして、第二百八回国会における内閣総理大臣の施政方針演説では、「三 新しい資本主義」として、「……成長と分配の好循環による持続可能な経済を実現する要となるのが、分配戦略です。……第二に、「人への投資」の抜本強化です。……人的投資が、企業の持続的な価値創造の基盤であるという点について、株主と共通の理解を作っていくため、今年中に非財務情報の開示ルールを

策定します。あわせて、四半期開示の見直しを行います」とあります。

この資料に引用されている内閣総理大臣の所信表明演説や施政方針演説を拝見すると、四半期開示は、企業の中長期的な経営であったり、また非財務情報の開示の充実と関係して見直すという方針が示されましたが、結果として令和3年度のDW報告書では、中長期的な経営との関係であったり非財務情報の充実との関係という点で四半期開示を見直すという立場は取られていません。

令和3年度のDWの検討結果は、2022年6月13日に公表された報告書(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、「2022年DW報告書①」という))に結実していますが、そこでどのような立場が取られたかということを確認したいと思います。

前述のとおり、まず「新しい資本主義」をはじめ、中長期的な視点に立った企業経営と四半期開示の関係に関する議論が改めて高まっている」との指摘がなされています(23頁)。

それに対して、「四半期開示については、経営の短期主義化につながる、経営の短期主義とは無関係である等、幅広い考え方が示されているが、これまでの実証研究をみる限り、四半期開示と短期主義との関係は必ずしも明確ではない」(25頁)。

さらに、WG報告書には明確に表れてはいませんが、DWの議論の中では、非財務情報の開示を充実すれば四半期開示に関する開示規制を緩めてもいいという関係はなくて、むしろ非財務情報と四半期開示は補完関係にある、四半期開示などにより財務情報が定期的に開示されることをより意味があるものにするのが非財務情報の開示であって、非財務情報の開示を充実させるからといって、四半期開示に関するレベルを落としていいという関係はないということが、早い段階から多くの委員から指摘されていました。このような意見が有力であったため、報告書では、非財務情報の開示の充

実と四半期開示の見直しを直接的に関連づけることはされなくなりました。

また、四半期開示と中長期的な視点に立った企業経営との関係についても、四半期開示があるから企業の経営が短期主義化することは、少なくとも現時点では、そういったことを示す研究は確立していないため、これも報告書において四半期開示の見直しの理由としては挙げられることはありませんでした。

したがって、四半期開示の見直しは、次に述べるように、企業開示の効率化とコスト削減を根拠とするものであったと評価できると思います。関連する箇所を読み上げさせていただきます。

「足元の開示実務をみると、両者——これは四半期決算短信と四半期報告ですけれども——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」を通じたコスト削減や開示の効率化が可能であると考えられる。

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 の模様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。

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」（26頁）

そして、この2022年6月の報告書で示された四半期決算短信への一本化を前提とした場合の課題についてその後もDWの検討が進み、その成果として出されたのが2022年12月27日の報告書（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—」（2022年12月27日）（2022年DW報告書②））です。

この内容につきましては、もう少し具体的な令和5年金商法改正及びその後の四半期決算短信制度の改正の内容と併せて紹介していきたいと思えます。

その後、2022年DW報告書②の提言に基づき、改正法案が2023年3月14日の第211回国会（通常国会）に提出されましたが、継続審議となり、同年11月20日の第212回国会（臨時国会）において成立しました。

この四半期報告の廃止に関する改正（金融商品取引法等の一部を改正する法律（令和5年11月29日法律第79号））は、2024年4月1日に施行される予定です。

その結果、3月決算の会社は2024年4月から6月の期間について四半期報告書を提出する必要はなくなり、2024年4月から9月について半期報告書の提出義務を負うことになる予定です。

一方、3月決算以外の会社については、経過措置があり、まず、2024年4月1日前に開始した四半期については、四半期報告書の提出義務があります。そして、当該四半期報告書の対象となる四半期が属する事業年度から半期報告書を提出するという義務もあります。

その結果どうということになるかというと、12月決算の上場会社は、2024年1月から3月について四半期報告書を2024年5月の中旬頃までに出さ

なければいけないことに加えて、2024年1月から6月についての半期報告書を提出する義務があるということになります。

(2) 関連する制度の整備

この法律自体は2023年11月20日に成立しており、その施行が迫っていますが、関連する制度の整備は、もともと先に挙げた通常国会で成立することを前提として進んでいたのではないかと思います。そのため、急ピッチという評価は適切ではないかもしれませんが、改正法の成立後1か月もたたない内に政省令のパブリックコメントが開始されました（金融庁「令和5年金融商品取引法等改正に係る政令・内閣府令案等の公表について」（2023年12月8日））。

一方、四半期決算短信の見直しなどに関する東京証券取引所の上場規則の整備については、こちらは「四半期開示の見直しに関する実務の方針」が2023年11月22日に出ており、それを踏まえて、上場制度の見直しなどに関する案が既に出ています。

- ・東京証券取引所「金融商品取引法改正に伴う四半期開示の見直しに関する上場制度の見直し等について」（2023年12月18日）

また、四半期報告が廃止されることに伴い、会計基準や監査基準の対応も必要となりますが、そちらについても、2023年12月にそれぞれ公開草案という形で様々な資料が出ています。

- ・企業会計審議会監査部会「四半期レビュー基準の期中レビュー基準への改訂及び監査に関する品質管理基準の改訂について（公開草案）」（2023年12月21日）
- ・日本公認関係士協会「「四半期レビュー基準報告書第1号「四半期レビュー」の改正及び期中レビュー基準報告書「独立監査人が実施する期中財務諸表に対するレビュー」」（公開草案）の公表について」（2024年12月22日）

ただ、本日の報告は法律面の話を中心に行いますので、会計基準や監査基準については、取り上げることはできません。申し訳ありません。

(3) 課題

まずは四半期報告制度廃止後の継続開示の全体構造を確認する必要があると思います。

次に、2022年のDW報告書②には、単に四半期報告を廃止するかどうかということだけではなく、それ以外にも、研究対象としては非常に興味深いというか、今後の開示制度の見直しを考える際に、理論的にも重要な問題が示されていると思います。意見が対立している問題もたくさんありました。本報告では、2022年のDW報告書②で取り上げられている問題の中で主に意見の対立が目立っていたものを取り上げたいと思います。

もう一つ、今回の改正は、四半期報告制度の廃止を目的とするものですが、発行開示にも大きな影響があると思います。発行開示への影響については、2023年12月8日に公表された令和5年金融商品取引法等の改正に係る政令・内閣府令案などを踏まえて、四半期報告の廃止が発行開示に与える影響を紹介し、若干コメントをしたいと思います。

3. 令和5年金商法改正（四半期報告制度廃止関連）の概要－四半期報告制度廃止後の継続開示の全体構造－

(1) 令和5年金商法改正後の継続開示の枠組み

こちらについては、金融庁が改正法案を国会に提出する際に作っている説明資料が非常に分かりやすかったので、参考としてこちらを引用しています（金融庁「金融商品取引法等の一部を改正する法律案 説明資料」（2023年3月）4頁）（レジューム7頁）。

以下、もう少し具体的に何が変わったのかということを見ていきたいと思います。

(2) 四半期報告制度に関する規定の削除

これは当然ながら、上場会社などに四半期報告書の提出を義務付ける規定（令和5年改正前金商法24条の4の7）、及び確認書に関する規定を四半期報告書へ準用する規定（令和5年改正前金商法24条の4の8）が完全に削除されました。

そのほかに、四半期報告書に関する規定を参照しているような規定が幾つかありましたので、それらも削除されました。その全てをご紹介しますことは不可能ですし意味がないかと思しますので、重要であると思われるものについて資料で引用しています。

まず、四半期報告書が廃止されましたので、組込方式・参照方式の有価証券届出書の参照書類に関する規定（金商法5条3項・4項）から四半期報告書に関する部分が削除されています。また、公衆縦覧に関する規定（令和5年改正前金商法25条1項7号）からも削除されていまして、かつ、発行開示・継続開示に関する規定を会社以外の発行者に準用する規定（金商法27条）の中からも四半期報告書に関する規定は削除されています。

さらに、当然ですが、課徴金（金商法172条の3第2項）や刑事罰に関する規定（金商法197条の2第6号、200条5号等）の中からも四半期報告書に関する部分が削除されています。

このほかに、直接四半期報告書の廃止に関するものではありませんが、臨時報告書の提出が必要となる場合を追加するという改正が、こちらは企業内容等開示府令の改正という形で提案されています。こういった趣旨の改正かという点、2022年のDW報告書②では以下のような説明がされています。

「四半期報告書において、直近の有価証券報告書の記載内容から重要な変更があった場合に開示が求められてきた事項については、当該事項が元々、有価証券報告書における記載事項であることを踏まえると、これらに重要な変更があれば、同じ金融商品取引法上の報告書である臨時報告書の提出事由とすることが考えられる。例えば、有

価証券報告書の記載事項であり、本年6月の当ワーキング・グループ報告において開示の充実を提言した「重要な契約」について、現行の四半期報告書において開示が求められているように、重要な変更があった場合や新たに契約締結を行った場合には、これを臨時報告書の提出事由とすることが考えられる」（6-7頁）。

(3) 半期報告に関する規定の改正

令和5年の改正前から半期報告という仕組みがありました。これは主に非上場会社を対象とした継続開示に関する規定でした。これに対して令和5年改正後は、この半期報告の位置付けが大きく変わりました。半期報告の提出義務を負う会社に上場会社が含まれることになりました。

さらに、上場会社の中でも、銀行や保険会社については、これらは特定事業会社と呼ばれている会社ですけれども、特別な開示、特別な半期報告書を提出する義務が課されています。

このほかに、令和5年の改正前と同じく、非上場会社も半期報告書の提出義務を課される会社の類型として挙げられています。

その結果、令和5年改正後は、半期報告書の提出義務を負う会社としては、上場会社、特定事業会社、非上場会社の3つが想定されることになりました。

この半期報告書の提出義務を負う3つの会社についてどのような義務が課されているかということ、簡単に説明します。

上場会社については、新たに半期報告書を提出しなければいけなくなりますが、その具体的な内容としましては、令和5年改正前金商法における第2四半期報告書に関する規制が維持されています（2022年DW報告書②9頁）。

一方、銀行や保険会社については、特別な半期報告書の提出が求められていますが、これは令和5年改正前金商法における第2四半期報告書の特則（令和5年改正前金商法24条の4の7第1項後段）が維持されています（2022年DW報告書②

10 頁)。

次に、非上場会社についても、原則として、令和 5 年改正前金商法における半期報告書に関する規制が維持されています。

そのほかに、非上場会社については 2 つ例外があります。まず、非上場会社である特定事業会社については、令和 5 年改正後金商法 24 条の 5 第 1 項第 2 号に基づき半期報告書を提出可能とするという仕組みがあります。

もう一つの例外として、非上場会社であっても、令和 5 年改正後金商法 24 条の 5 第 1 項第 1 号に基づき、半期報告書の提出が可能となっています。これは、令和 5 年改正前金商法において任意の四半期報告書の提出により半期報告書の提出に替えることが認められていたと、こういった規制を維持するものです(2022 年 DW 報告書②11 頁。令和 5 年改正前金商法 24 条の 4 の 7 第 2 項・24 条の 5 第 1 項括弧書)。

(4) 公衆縦覧期間の延長

参照方式の有価証券届出書(1 年)、発行登録書及び発行登録追補書類(最大 2 年)、半期報告書及びその確認書(3 年)、臨時報告書(1 年)の公衆縦覧期間ですが、いずれも 5 年に延長するという改正がなされました(令和 5 年改正後金商法 25 条 1 項 1 号・2 号、6 号～8 号。各書類の括弧内の数値は令和 5 年改正前金商法における公衆縦覧期間)。

その趣旨ですが、2022 年 DW 報告書②では、以下のような説明がされています。

「金融商品取引法上の第 1・第 3 四半期報告書の廃止後に期中の法定開示として残る半期報告書及び臨時報告書については、現行、金融商品取引法が求める公衆縦覧期間(各報告書提出後からそれぞれ 3 年間・1 年間)がこれらの報告書の虚偽記載に対する課徴金の除斥期間(各報告書提出後から 5 年間)より短いため、これらの報告書に対して、課徴金納付命令が行われる際に、公衆縦覧期間が終了している事態が生じかねない状態にあ

る。

四半期報告書の廃止に伴い、半期報告書及び臨時報告書の法定開示上の重要性が高まることに加え、特に臨時報告書は、今後、適時開示情報の信頼性の確保の役割をより一層担っていくことが期待されている。これを踏まえると、半期報告書及び臨時報告書の公衆縦覧期間については、金融商品取引法を改正し、有価証券報告書の公衆縦覧期間及び課徴金の除斥期間である 5 年間へ延長することが考えられる」(11 頁)

なお、2023 年 1 月に EDINET のシステム更改がされており、既に公衆縦覧期間満了後の有価証券報告書等の法定開示書類の閲覧が可能となっているようです。

公衆縦覧期間を延長するという自体は望ましいと思います。ただ、公衆縦覧期間が終わっていた開示書類について課徴金納付命令を出すことの何が悪いのか、理解できていない部分もあります。DW 報告書では、課徴金納付命令が行われる際に公衆縦覧期間が終了している事態が生じかねないという、このような事態は適切ではないことを前提とする表現が用いられていますが、なぜ適切ではないのか、若干疑問があります。さらに、EDINET のシステム更改によって、公衆縦覧期間の意味が相当変わってきているように思われます。

確かに、公衆縦覧期間は、訂正届出書や訂正命令の対象範囲を画するという意味があると思います。しかし、公衆縦覧期間の延長の説明として課徴金の除斥期間を上げることが論理的に正しいのか、腑に落ちない部分があるということだけコメントさせていただきます。

(5) 四半期決算短信の見直し

こちらは金融商品取引法の改正ではありませんが、四半期報告の廃止が四半期決算短信の見直しを前提としていますので、こちらを併せて取り上げさせていただきます。

前述のとおり、2022 年の DW 報告書②では、四半期決算短信の開示内容、四半期決算短信に対す

る監査人のレビューの有無、四半期決算の虚偽記載に対するエンフォースメントという具体的な課題が挙げられています。これらについてどのような提言がされていたのかということをも確認したいと思います。

まず、四半期決算短信の開示内容について、「今回の見直しが情報開示の後退と受け取れないようにする観点からは、原則として速報性を確保しつつ、投資家の要望が特に強い事項（セグメント情報、キャッシュ・フローの情報等）について、四半期決算短信の開示内容を追加する方向で、取引所において具体的に検討を進めることが考えられる」。

次に、四半期決算短信に対する監査人によるレビューの有無について、「速報性の観点等から、四半期決算短信については監査人によるレビューを一律には義務付けないことが考えられる。……企業においてレビューを受けるかどうかは任意とするとともに、投資家への情報提供の観点からレビューの有無を四半期決算短信において開示することが考えられる。……会計不正が起こった場合（これに伴い、法定開示書類の提出が遅延した場合を含む）や企業の内部統制の不備が判明した場合、信頼性確保の観点から、取引所規則により一定期間、監査人によるレビューを義務付けることが考えられる」。

最後に、四半期決算の虚偽記載に対するエンフォースメントについて、「四半期決算短信は取引所における開示書類であるため、「一本化」後の四半期決算短信の虚偽記載に対しては、まず取引所において、エンフォースメントをより適切に実施していくことが考えられる。……法令上のエンフォースメントについては、四半期決算短信に関しても情報の信頼性・正確性を確保する観点から、虚偽記載について民刑事の責任や課徴金などの対象とすべきとの意見があった。しかしながら、これまで四半期報告書のみを対象とした課徴金納付命令は極めて少ないことや、第1・第3四半期報告書廃止後の半期報告書及び有価証券報告書にお

いて法令上のエンフォースメントが維持されることを踏まえると、現時点では、これを不要とすることが考えられる」。

今読み上げました2022年12月のDW報告書の提言に沿った形で、四半期決算短信の見直しに関する制度整備が進められています。

以下、四半期開示の見直し実務指針のスライドを資料として引用していますので（レジュメ13頁）、適宜ご参照ください（第1四半期決算短信・第3四半期決算短信の開示内容（四半期開示見直し実務方針10-11頁））。

なお、第2四半期と通期の決算短信については、対応する法定開示が存続することから、現行の取扱いが維持されています（四半期開示見直し実務方針23頁）。

四半期決算短信の見直しについて、DWでは、現在の四半期決算短信にどれくらいの情報を加えるべきかが議論されました。結果として、これまで四半期報告として開示されてきた情報よりは少ない情報しか四半期決算短信としては開示されないことになりましたが、こういった情報が、正確に言う、四半期報告では開示されていたけれども、四半期決算短信では開示されなくなる情報としてこういったものがあるのかを確認しておきたいと思います。

一つは、財務諸表の注記に関する情報であって、全くなくなったわけではありませんが、相当少なくなりました。四半期決算短信は、その後に四半期報告書が開示されることを前提に、速報性の観点から開示内容が簡素化されてきたという経緯がありますが（2022年DW報告書②6頁）、これに対して企業からは、四半期報告書の注記情報はほとんど利用されていないと感じているとの意見もあつたようです（6頁注17）。

また、投資家側、情報の利用者の中でも、四半期報告書で開示されている注記の情報を全て四半期決算短信で開示させる必要まであるかについては、意見が分かっていたようです。そのため、DW報告書では、四半期報告で開示されている注記に

関する情報の中で特に重要だと考えるものだけを決算短信として開示するという提言がなされることになりました。

次に、非財務情報も相当削減されることになるかと思えます。

現在の四半期決算短信では、非財務情報の開示は要請ではなくて、企業の任意に委ねられている部分が多いと思われます。四半期決算短信の速報性の重視とその後の四半期報告との役割分担、四半期報告が開示されるので速報性を重視するという観点から、四半期決算短信について注記や非財務情報の簡素化が図られてきました（2016年DW報告書5-6頁）。

非財務情報が新しい四半期決算短信の中でどのような位置付けになるかという点、前述の四半期開示の見直しの実務指針のスライドが分かりやすいですが（レジュメ13頁）、非財務情報については、投資判断に有用と考えられる情報として、個々の上場会社の判断で開示するという枠組みになるようです。

次に、四半期報告書と四半期決算短信（見直し前）の開示情報の比較について、日本取引所グループの「四半期開示の見直しに関する実務検討会」第1回（2023年6月29日）の事務局説明資料が分かりやすかったので引用していますので、ご参照ください（事務局説明資料9-11頁）（レジュメ15頁）。

（6）若干のコメント

若干のコメントですが、制度の紹介で大分時間を使ってしまいました。申し訳ありません。今回の四半期開示の見直しは、当初は短期主義への対応という形で議論が始まった部分もあったと思いますが、最終的には、2016年や2018年のDWでの検討の延長線上にある開示の効率化を重視するという方向で着地したと思えます。

ただ、四半期報告では開示されていたけれども、四半期決算短信では開示が要請されていない事項が数多く存在することは間違いありません。従前

の四半期開示として開示された情報の質と量が新しい四半期開示の下でどのように変わるかを、注視していく必要があると考えます。

4. 2022年DW報告書②に至る議論の対立点

次に、2022年DW報告書②に至る議論の対立点として、DW報告書や議事録の中で、私が個人的に開示制度に関する理論的な問題として重要と考える点をいくつか取り上げたいと思えます。

（1）定期的な開示と適時開示（Timely Disclosure）の関係

DWの報告書及びそれに至る審議の中では、適時開示が定期的な開示を代替できるかどうかについて意見の対立がありました。事務局側は、適時開示が強化されれば定期的な開示の役割は減るのではないかという方向で様々な資料を作成していたように思われますが、これに対して多くの反対意見が出されたという点が非常に興味深かったので、ご紹介したいと思います。

まず、適時開示と定期的な開示の関係について、2022年12月のDW報告書では、以下のような説明がなされています。

「取引所規則に基づく四半期決算短信への「一本化」の具体化に当たっては、四半期開示を含めた期中開示全体を俯瞰した検討が重要と考えられる。特に、企業環境の急速な変化や情報技術の進展等を背景に、四半期のタイミングに限らずよりタイムリーに経営状況を把握し、会社の経営管理に利用するほか、業績に限らず、多様な媒体で情報発信を随時行う企業も出てきており、投資家の投資判断において、企業が都度発信する情報の重要性がより高まっている。これを踏まえると、取引所の適時開示の充実を図りながら、将来的に、期中における情報開示のあり方について、信頼性を確保しつつ、投資判断における重要性が高まっている適時の情報開示に重点を置いた枠組みへと見直していくことも考えられる」（2022年DW報告書②2頁）。

実は、「見直していくことも考えられる」に類
似の表現は、令和4年度のDWの第3回（2022年
11月25日）の資料1でも見られたのですが、そ
のときは「も」ではなくて「が」、「見直してい
くことが考えられる」になっていました。この表
現については、多くの委員から、四半期開示の任
意化を既定方針とするような表現であるとして強
い反対意見があり、それを受けて「見直してい
くことも考えられる」ということになりました（令
和4年度DW第4回（2022年12月25日）におけ
る廣川齊企業開示課長の説明）。

そのほかに、2022年12月のDW報告書の中には、
次のような記述もあります。若干長いのですが、
こちらも読み上げさせていただきます。

「積極的な適時開示により期中において充実し
た情報が適時に提供される環境が確立できれば、
必ずしも一律に四半期開示を求める必要はないと
の考え方もある。欧州では、a 2004年のEUの透
明性指令（Transparency Directive）を受けて、
各国の法令に基づき、財務諸表を求めない形によ
る四半期開示の義務が導入されたが、2013年の透
明性指令の改正を受けて2014年から2015年に法
令上の四半期開示義務が廃止され、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。このような欧州の状況等も踏まえ、四半期開
示の任意化を求める意見には、四半期開示は膨大
な人的資源の投入を必要とし、企業に多大な事務
負担をもたらしているというものがあつた。

他方で、このような考え方はあるものの、b そ
もそも、適時開示と、四半期開示のような定期開
示とは性質が異なるため、必ずしも適時開示の充
実により四半期開示を代替できるわけではないと
の意見があつた。また、現時点において、「一本
化」後の四半期決算短信の任意化を決定すること
や、将来的な任意化のタイミングを検討すること
に反対するものとして、以下のような意見があつ
た」

「以下のような意見」の内容は省略しまして、
「このように、日本企業の開示を巡る現状に照

らすと、経営戦略の進捗状況の確認としての意義、
平均的な企業の開示姿勢への懸念や、開示の後退
と受け取られることで日本市場全体の評価が低下
するおそれ等に鑑みて、当面は、四半期決算短信
を一律に義務付けることが考えられる。

その上で、将来的な四半期決算短信の任意化に
ついては、まず、企業の開示に対する意識の改
善・向上や、企業が積極的に投資家へ充実した情
報を提供するような市場環境の確立によって、上
記の投資家からの懸念を払しょくする必要がある。
このため、今後、適時開示の充実の達成状況や企
業の開示姿勢の変化 c のほか、適時開示と定期開
示の性質上の相違に関する意見等を踏まえた上で、
四半期決算短信の任意化について幅広い観点から
継続的に検討していくことが考えられる」（2022
年DW報告書②2-3頁）。

今読み上げました部分でaからcの下線部は、
令和4年度のDWの第4回、最終回に提案された
報告書案（令和4年度DW第4回（2022年12月15
日）資料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（案）（以下、「2022年DW
報告書②案」という））には存在しなかった部分
です。

下線部bについては、2022年DW報告書②案の
注5に同様の表現があつたのですが、これは非常
に重要なので、本文に格上げしてほしいという意
見が複数の委員から述べられまして、格上げされ
たという経緯があります。

このように、最終的な報告書と報告書案を比較
すると、適時開示と定期開示の関係については、
今後学界で研究を進めることが求められていると
思います。本格的な研究は今後の課題となります
が、若干のコメントをしたいと思います。

四半期開示など定期的な開示は、「中長期の経
営戦略の進捗状況を確認する上で有用」（2022年
DW報告書②2頁）ですが、この役割は適時開示で
は代替できないと思います。例えば、前年度の同
期や前四半期と変わりはないという情報は、中長
期の経営戦略の進捗状況を確認するうえでは有用

かつ必要ですが、適時開示では開示の対象になるような情報ではないと思われます。

ただ、四半期開示など定期的な開示の内容を簡素化すれば、適時開示の役割が重要になるという関係は存在するように思います。したがって、今回の四半期開示の見直しにより、少なくとも現在よりも四半期ごとに開示される情報が少なくなりますから、今後は適時開示の役割が重要になることは否めないと思います。

適時開示についてどのような見直しが今後必要となるかについて、この点についても重要な意見が DW の審議の中で述べられていましたが、時間の都合もあり、本日も紹介することはできません。しかし、適時開示の役割を考える際には、重要な未公開情報 (material non-public information) の一般的な開示義務を何らかの形で制度化することの可否を検討する必要があると思います。

そのほかに、例えば直近の四半期決算短信の内容が急激な環境の変化によって誤解を招くようになったような場合に、それを訂正することを上場会社に求めていくことも考えられてよいように思われます。

(2) 四半期開示 (四半期短信) の信頼性の確保

2022 年 6 月の DW 報告書では、「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」が提言されていましたが (2022 年 DW 報告書①27 頁)、採用されませんでした。

そもそも四半期報告を導入した制度趣旨からは、四半期決算短信を対象とする法令上のエンフォースメントの仕組み (民事責任・課徴金・刑事罰) を導入するべきとの考え方に合理性が認められるように思われます。

実際に、令和 4 年度 DW の第 1 回 (2022 年 10 月 5 日) では、賛成意見と反対意見が拮抗していました。しかし、第 3 回 (2022 年 11 月 25 日) で事務局から示された「将来的に、適時開示情報の信

頼性確保の観点から、重要な適時開示事項 (企業が公表する重要な財務情報) を臨時報告書の提出事由とすることを検討」「上記のとおり、将来的に、重要な適時開示事項 (企業が公表する重要な財務情報) を臨時報告書の提出事由とする場合には、四半期決算短信に含まれる情報も重要な適時開示事項に含むことについて今後検討」という方向で調整がなされたようです。

DW の議論を拝見していると、四半期決算短信に含まれる情報を臨時報告書として開示することを求める際の課題として、業績予想の取扱いが重要になる可能性があると思われます。関連する DW での委員の意見を引用していますので、これは適宜ご参照ください (レジュメ 18、19 頁)。

次に、法令上のエンフォースメントに関して新しい仕組みは設けないということになりましたので、四半期決算短信については、結局、現在と同じく、証券取引所によるエンフォースメントに大きく委ねられるということになりました。

この点についても見直しが検討されており、「四半期開示の見直しに関する実務の方針」では、「基本的な考え方」として、「取引所における開示に係る審査にあたっては、上場会社への確認が基本となるが、取引所において、エンフォースメントをより適切に実施していくため、監査人との連携を強化し、会計不正の概要を早期に把握できる仕組みを構築」することが挙げられています (19 頁)。

ただ、これまで四半期報告に含まれる四半期財務諸表については、金融商品取引法に基づきレビューが求められていましたが、監査人によるレビューが金融商品取引法上の四半期レビューではなく、取引所の規則に基づくものとなる場合には、金融商品取引法 193 条の 3 が適用されないと考えられるため、監査手続中に法例違反等事実を発見した場合の監査人の対応がどのようになるかについて、必要に応じて関係者に周知することが必要であるとの意見があった、という記述が 2022 年 12 月の DW 報告書にあります (8 頁注 27)。

以上を踏まえて若干のコメントですが、四半期財務諸表のレビューが不要となることによって、監査人と上場会社の関係、1年間の監査の実務にどのような変化が生じるのか注視していく必要があると思います。

こういった監査の実務が、東証が想定しているような監査人との連携という観点から望ましい方向に発展していくことが期待されます。

もう一つ、法令上のエンフォースメントに関して、刑事罰、課徴金に加えて、民事責任も重要な役割を果たしています。この民事責任については、決算短信など取引所の規則に基づく開示に虚偽記載などがあった場合、上場会社やその役員等が民法709条に基づく損害賠償責任を負う現実的な可能性がどの程度存在するのかを改めて考える必要があると思いました。なぜかという、最近の上場会社の虚偽記載の事件では、金商法ではなくて、民法709条に基づく損害賠償責任が認められている事例もかなりあるからです。

今回、四半期開示が四半期決算短信に統合されましたが、このことが四半期決算短信の虚偽記載に基づく民法709条の損害賠償責任の成否を考える際にどのように考慮されるのか、検討されるべきであると思われます。

5. 発行開示への影響

最初に、令和5年改正前金商法に基づく発行開示における四半期報告書（四半期財務諸表）の位置付けを、資料は単に企業内容等開示府令を抜粋しただけですけれども、紹介しています。

当然ですが、例えば通常方式（企業内容等開示府令第2号様式）では、有価証券届出書を提出する時期に応じて、開示可能な四半期財務諸表を有価証券届出書に掲載し、四半期レビュー報告書を添付することが求められています（企業内容等開示府令第2号様式記載上の注意(60)c・(61)ただし書等）。

さらに、通常方式では、連結会計年度の開始からおおむね3か月、6か月、9か月が経過した時

点から、各四半期に係る四半報告書の提出期限前に届出書を提出する場合には、上記の各期間の経営成績の概要を有価証券届出書に記載する必要があるということも掲げられています（企業内容等開示府令第2号様式記載上の注意(66)b。連結の経営成績の概要を記載すれば単体の経営成績は省略可能。企業内容等開示府令第2号様式記載上の注意(74)ただし書）。

つまり、現行法では、四半期の業績についても有価証券届出書で開示しなければいけない場合がかなりあるということです。

一方、令和5年改正後金商法に基づく発行開示における四半期財務諸表の位置付けは、大きく変わります。四半期報告がなくなりますが、四半期決算短信はありますので、四半期財務諸表自体は作成されると思います。企業は四半期財務諸表を作成しますが、それが有価証券届出書の中でどのように位置付けられるかについて、企業内容等開示府令の改正案の関係箇所を抜粋しています（レジュメ21、22頁）。

まず、通常方式（企業内容等開示府令改正案第2号の2様式）を見ますと、通常方式の中で四半期財務諸表に言及されていた部分は、中間財務諸表に全て改められています（企業内容等開示府令改正案第2号様式記載上の注意(61)ただし書等）。

この中間財務諸表についても、第2号様式の有価証券届出書に掲載しなければいけないのは、中間財務諸表の提出期限の経過後に有価証券届出書を提出する場合には限られます。

一方、第1四半期に係る決算短信後に有価証券届出書を提出する場合には、四半期財務諸表を有価証券届出書に掲載することは求められていません。

このほか、中間財務諸表の提出期限の経過前に有価証券届出書を提出する場合については、上半期というか、6か月間について経営成績の概要の記載が求められています。しかし、連結会計年度の例えばおおむね3か月が経過して、6か月が経

過する前に有価証券届出書を提出する前に、その3か月について経営成績の概要を記載するというような規律は削除されています。

通常方式のみご説明しましたが、基本的に同じ発想で、組込方式と参照方式も改正されています。

最後に大ざっぱなコメントとなりますが、四半期報告を廃止したことによって、有価証券届出書によって開示すべき事項もそれに合わせて形式的に削減されているようです。このような方向での改正が果たして合理的であったのかについては、検討の余地があると考えます。

ただ、四半期財務諸表を任意で有価証券届出書に記載する枠組みがありまして、それが可能であることは、企業内容等開示ガイドラインの改正案でも明記されています。そして、四半期財務諸表を任意で掲載する場合には、レビューを受けているかどうか、レビューがある場合はレビュー報告書の掲載も必要という形になっています。

しかし、企業内容等開示ガイドラインの改正案に対する実務家の解説の中には、レビューがないにもかかわらず四半期財務諸表を有価証券届出書に掲載するというには慎重な態度が必要であるという意見がありました。

私はあまり会計や監査の実務には詳しくないのですが、新しい四半期決算短信の枠組みでは、原則、レビューはなくてもよくて、何か問題があった場合だけ義務付けられるという枠組みになっていると思います。今後どれくらいの会社が自主的に、任意にレビューを受けることを選択するかは分かりません。しかし、会計や監査の実務において、例えば有価証券届出書を作成する必要があるから四半期財務諸表についてレビューをしてほしいと個別的に監査人に要求した場合に、監査人側でそれに対応できるかどうか等が気になりました。

大変不十分でまとまりのない報告でしたが、私からの報告は以上です。ご意見などをよろしくお願いいたします。

~~~~~

## 【討 論】

○川口 加藤先生、ご報告ありがとうございます。

それでは、どこからでも結構ですので、ご意見、ご質問を頂戴できればと思います。よろしくお願いいたします。

## 【四半期レビューの基準の策定主体】

○小出 最後に加藤先生がおっしゃったところと関わるかと思うのですが、四半期決算短信はレビューを受けなくてよくて、ただ任意には受けることができるということだと思いますが、任意で受けることができる場合に、やはり監査人が困るのは、その基準だと思うのです。

今の四半期報告書だと、四半期基準というのを企業会計基準委員会（ASBJ）でも作っていますから会計基準は明確なのですが、今後、四半期報告書というものが金商法の改正でなくなるわけですから、ご承知のとおり、四半期会計基準というのも当面は存続しますけれども、ASBJでも半期報告書についての基準を新たに作っていて、基本的には半期報告書の基準のみがメンテナンスされていくということが想定されているのだと思います。

四半期の方について任意にレビューを受けるという場合に、今後は四半期基準が存在しないことになっていて、ASBJのマנדートから考えても、金商法上の開示でないものについてはなかなか基準が作れないと。したがって、ここはやはり基本的には取引所の方で基準を作っていただくということが想定されているのですね。

もちろん、恐らくはJPXでも半期報告書の基準に合わせて四半期の基準を作っていくだろうし、そこで違うことをあえてするということは多分ないとは思ものの、やはり会計基準はかなり頻繁に変更されるところがあって、それをきちんとフォローしてその都度変えていく、会計基準あるいはレビューについての基準というものを作っていくほどの余裕がJPXにあるかどうかという問題が

あるように思われます。

そう考えていくと、四半期開示が四半期決算短信に一本化されるということは、もちろん方針としては全く問題ないと思うものの、実務的には、やはり正確性という意味でどのようにそれを担保していくのかというところに難しい問題があるように思いました。

特にレビューの基準という観点から今後どういうふうな制度設計であるべきかということについて、もし加藤先生のご見解があれば教えていただければと思います。

○加藤 　ただ今の四半期レビューの基準の話は大変重要なご指摘で、むしろ小出先生の方がお詳しいので、またいろいろと教えていただきたいと思いますが、JPX が四半期レビューの基準の策定・管理までできるかは問題になり得ると思います。

そもそもレビューについては、原則不要になっています。例外的に行われるものであるという点からして、従来と相当位置付けが異なってくると思います。例えば何か会計上の問題が発生した場合に、その問題を解決するための手段としてレビューを考えると、JPX による上場規則のエンフォースメントの側面が強くなるのかもしれませんが。

レビューの位置づけを考える際には、任意とはいえ、四半期決算短信の信頼性を高めたいという上場会社が、シグナリングになるかどうか分かりませんが、シグナリングとしてレビューを受けるという要望がどれくらいあるかも重要であると思います。自分で四半期決算短信の信頼性を高めたいという需要が非常に多くの上場会社からあるならば、JPX というよりも、会計基準策定の専門家団体に基準を作ってもらう方が適切であると思います。

○小出 　ありがとうございます。ASBJ を代弁する立場では全くないのですけれど、やはり ASBJ というのはすごくマニフェストが限定されているところがあって、それを超えて活動することが、してもいいような気もするのですが、やはり

存在意義からしてもなかなか難しいところがあるのだと思います。

一つの方向性として今後考えられるのは、ASBJ においていわゆる期中報告書というか、期中の報告に関する一般的な会計基準を作るというようなことは中長期的にはあり得るというような議論はされているようです。私も基本的には、少なくとも四半期と半期とで会計基準が変わるようなことはあってはならないだろうと思います。それぞれの書類の性質上、違ってくることはもちろんあっていいと思うのですが、そうじゃないところについてまで変わることがあってはいけないと思いますので、その連携というものをどうやって取っていくかというのが課題なのかなと個人的には思っています。

どうもありがとうございました。

【公衆縦覧期間と課徴金納付命令の除斥期間の関係】

○飯田 　ご報告ありがとうございました。

細かい話かもしれませんが、レジュメ 11 ページの公衆縦覧期間のところ、ご報告を伺って、今まであまり議論がなかった、少なくとも私があまり考えてこなかった問題があると思いました。理屈にかかわる質問として、紙ベース時代に作られたら公衆縦覧期間の制限の基本的な枠組みを、EDINET 時代というか、デジタル化していく中で金商法として公衆縦覧期間をどういう発想で設計していくべきなのかという問題につながるように思います。

これが色々な機能を果たしているというのはおっしゃるとおりだと思うのですが、特にディスクロージャーをどのくらいの期間、正式にしていることになるのかというような観点もあるような気もしまして、このあたりのご意見があれば教えてくださいということが 1 点目の質問です。

それと関連して、2022 年 DW 報告書②の 11 ページを見ると、どうも課徴金納付命令をする際に公衆縦覧期間が終了しているのは好ましくないと評



価しているのだろうという書きぶりになっていて、その理由が何かあるかなと考えたときに、課徴金納付命令を发出するときに、もう公衆縦覧期間が終わっているのだったら、今さらそれを出す必要があるのかという意味でエンフォースメントの必要性にやや疑義が生じるおそれがあるので、そういうおそれを払拭するというようなことかしらという推測もしたのですが、何かその辺のコメントもあればお願いしたいということが2点目です。

その2点目と関連して、もしそういう理由だとすると、オリンパス事件のときに作られた外部協力者の規定、172条の12ですけれども、こちらでは除斥期間が7年になっています。本体の発行者の除斥期間が5年だから、外部者の方が長くなくてもいいということかもしれませんが、課徴金納付命令の除斥期間とこの公衆縦覧期間をそろえるという発想で今回の改正でそろえられたわけでもなさそうなのでありまして、この理由はあまり理由になっていないのではないかというご指摘はごもっともだなと私も感想としては思いました。端的に言うと、公衆縦覧期間はほとんどの書類が大体5年になっているからそれにそろえるという以上のことではないのではないかという感想を持ちました。もし何かコメントがあれば、よろしくお願いします。

○加藤 今、飯田先生がおっしゃっていただいたとおり、そもそも公衆縦覧期間は紙ベースの時代の名残であるのかもしれませんがね。

実務では、公衆縦覧期間の最も重要な意味として、開示書類の訂正が必要となる期間であると理解されているとの説明を読んだ記憶があります。理論的に説明するならば、公衆縦覧されている開示書類について訂正が必要となる理由は投資判断に用いられる可能性があるからという点に求められると思います。このように公衆縦覧期間を理解する場合、課徴金納付命令の除斥期間と合わせる必要性はないと思います。公衆縦覧期間の経過後に開示書類の虚偽記載等が明らかになった場合、既に公衆縦覧期間は経過していたとしても、虚偽

記載等を行い、投資判断に歪みをもたらした事実に変わりはありません。このような場合でも虚偽記載等の抑止のために課徴金は課されるべきであると考えます。一方、10年とか5年の公衆縦覧期間の意味は、ただ単に紙によって提出される開示処理の保管費用の削減にあったという可能性も否定できません。そもそも公衆縦覧期間という仕組みにどのような役割が期待されているのかを考える必要があると、今の飯田先生のコメントを聞いて思いました。

公衆縦覧期間と課徴金納付命令の除斥期間をそろえる必要があるのかという話に戻ると、飯田先生もよく分からないというご意見だったので、分からなかったのは私だけではなかったと安心しました。確かに、飯田先生がご指摘のように、公衆縦覧期間が終了している場合には課徴金納付命令を出しにくいのかもかもしれません。しかし、先ほど述べたように、違法行為を行った事実は変わらないので、適切なサンクションを与えていく必要性は、公衆縦覧期間の経過の有無によって変わらないと思います。

なお、虚偽記載を幫助した第三者に対する課徴金の除斥期間は7年であるという点を失念しておりました。ご指摘ありがとうございます。

真正面からご質問に答えてはおりませんが、現時点での私のコメントは以上です。

○飯田 ありがとうございます。

**【四半期開示の正確性・信頼性を確保する仕組みの必要性】**

○川口 冒頭にありました四半期レビューについてですが、ご報告にあったように、とりあえず義務付けないのだけれども、一定の場合にはそれが必要になるということでした。すなわち、不正会計が発生した場合とか内部統制の不備が判明したような場合にはレビューが義務付けられることになっているのですが、こういうやり方で本当によいのかということです。

四半期報告制度を導入したときに、本来は、有

価証券報告書の監査のようなものが必要なのだけれども、いろいろコストとかを考え、レビューで足りるとしたわけですね。監査とレビューは、基本的には同じ性格のものはずです。これらは、開示情報が適切であるということを市場や投資家に示すためのものであって、本来、開示前、あるいは開示と同時にやるべきものだと思います。

これが、不正会計が行われたという事実が判明した場合にレビューを行うことで、本当によいのでしょうか。すなわち、虚偽の情報はもう既に出ているわけですし、その情報を信じた投資家の保護に欠けることにならないのでしょうか。有価証券報告書の監査の結果不正意見が出されたという場合でも、既にその前に出された四半期開示の内容を信じた投資家は保護されないような気がしますが、この点も、いかがでしょうか。

○加藤　今の川口先生のご指摘はもっともです。DWの議事録を読んでも、監査人によるレビューが四半期報告にはあって決算短信にはないということが、四半期報告に一本化することを必要と考える意見の根拠の一つとされていました。私はこのDWには参加していないので分かりませんが、四半期報告と決算短信を一本化するとしたら四半期決算短信になるが、その四半期決算短信に一本化するとした場合に、レビューを義務付けるというのは、現行の四半期決算短信と比べると相当負担が重くなるので、意見の一致を得ることができなかったということなのかもしれません。

ただ、今川口先生がおっしゃったとおり、そもそもなぜレビューが必要かという点、財務諸表が正しいかどうかは投資家には分からないので、財務諸表が正しいことを投資家に信頼してもらうために必要であると考えられてきたと思います。このように考えると、四半期短信に一本化するとしても、レビューを要求することの方が自然であるとの考え方も成り立ちます。

ただし、議事録を拝見していると、当初は、レビューは義務付けないが、四半期決算短信の内容

を臨時報告書として開示させる、レビューの代わりに臨時報告書の開示を要求するという意見が有力であったように思われます。私はこの方向で提言が行われると思っていたのですが、最終的には、臨時報告書による開示も要求されなくなりました。

その結果、四半期決算短信については、全くと言う言い過ぎですが法令によるエンフォースメントもないし、監査人によるレビューもないという状況になってしまい、その内容を投資家が信頼に値すると思ってくれるのか、今後、検証が進められていく必要があると思います。

つまり、これまでも四半期決算短信に含まれる財務情報にレビューは付いてはいませんでしたが、その数値は四半期報告の段階でレビューがされることを前提としていた数値でした。したがって、四半期開示の中で財務情報のレビューがなくなったことによって、今後四半期決算短信の財務情報の数値の正しさがどれくらい変わるかを検証する必要があり、ぜひJPXに研究してほしいと思います。

最後に、例えば有価証券報告書や半期報告書を作るときに問題が分かったとしても、既に四半期決算短信として不正確な情報が開示されていたのであるから、それを信頼した投資家が害されるのではないかという問題は、私もあると思います。それについては、今日の報告でも少し述べましたように、四半期決算短信の真正さを確保するために民法709条の損害賠償責任を活用する方向で解釈の工夫をすることが考えられると思います。

私からは以上です。

○川口　ありがとうございました。

○梅本　ご報告ありがとうございました。とても勉強になりました。

質問させていただきたいのは、四半期開示の信頼性の確保、それからエンフォースメントについてです。先生はレジюме18ページで、「四半期報告を導入した制度趣旨からは、決算短信を対象とする法例上のエンフォースメントを導入すべきとの考え方に合理性が認められるように思われ

る」と書いていらっしゃる。DWの議論を拝見していても、ここはかなり強く主張する先生方もいらっしゃる、なるほどとは思ったのです。

ただ、私としてはどうもそんなに——これは程度ものなのですが、どの程度強くこれを求めるべきなのかちょっと疑問に感じております。DW報告書ですと、レジюме 12 ページの「しかしながら、これまで四半期報告書のみを対象とした課徴金納付命令は極めて少ないことや」云々といったところ、ここら辺のまとめ方がもっとも適切じゃないかという気がします。

半期報告書と有価証券報告書が提出されているのなら、その間の3か月ですか、四半期報告書で虚偽の記載があつて、それだけが問題になるということは恐らくほとんどなくて、半期報告書ないし有価証券報告書でも同様に虚偽の記載があるというわけですから、そちらに課徴金ないし刑事罰を適用すればいいのではないかと。

他方、四半期報告書については、取引所のエンフォースメントはなかなか難しい問題ですけれども、先生がおっしゃったように民法 709 条の損害賠償責任があれば、めったなことは書かないだろうと思われるのですが、いかがでしょうか。

○加藤 ご質問いただいた点については私も悩んでおまして、四半期短信用の虚偽記載等に基づく民法 709 条の損害賠償責任がどれくらい認められるかが重要であると思っています。つまり、四半期決算短信の中に不正確な情報が含まれることが半期報告書の開示までに発覚した場合、民法 709 条の損害賠償責任が認められる範囲では、四半期決算短信の公表から半期報告書の公表までに株式などを買った投資家の利益は保護されます。

ただ、適時開示に虚偽記載等があるというだけで損害賠償責任を認めた事件はなかったように記憶しています。ですから、金商法ではなく上場規則に基づく四半期短信用の虚偽記載等に基づき民法 709 条の損害賠償責任を認めていくことが裁判実務で受け入れられるのが問題となります。DWの議事録でも、民法 709 条の損害賠償責任への言及

はなかったと記憶しています。

梅本先生のおっしゃるとおり、四半期決算短信を対象としたエンフォースメントがどれくらい必要であるかは、四半期決算短信で開示される内容によっても変わると思います。梅本先生のご指摘を踏まえて、半期報告書や有価証券報告書を対象とするエンフォースメントでは不十分な情報が存在するのかを考えていきたいとします。

最後に、本日の報告では十分に言及できませんでしたが、DWでは、年に4回レビューを受ける機会があることによって、会計不正が早期に発見されることが期待できるという機能が四半期報告に存在するとの意見が出されました。このような機能は、四半期の段階でレビューや法令に基づくエンフォースメントが存在することによって発揮される可能性があると考えます。

このように考えると、今後、四半期の定期的な開示の機能として、例えば虚偽記載等の会計不正の早期発見が重視されるようになったならば、レビューや法令上のエンフォースメントの要否が改めて検討される可能性があるかもしれません。

現時点の私のコメントは以上です。

○梅本 どうもありがとうございました。

○川口 金融庁の資料によれば、梅本先生がおっしゃったように、四半期報告の虚偽記載だけで課徴金納付命令が出されたのは1件しかないということでした。これに対して半期報告書や有価証券報告書の虚偽記載では何件かあるので、そっちで対処可能ということですね。この点、加藤先生は、それで良いというご意見でしょうか。四半期報告の虚偽記載は半期報告書や有価証券報告書にも表れてくるものだとすることで良いのでしょうか。

○加藤 四半期報告の機能をどのように考えるかによって、四半期報告の虚偽記載等のみを対象とする課徴金納付命令が1件しか存在しないことの評価は変わるように思います。例えば、有価証券報告書を提出した後の四半期決算で問題が発見された場合、つまり問題発見のきっかけとして四

半期報告が機能したという場合には、四半期報告ではなく、有価証券報告書の虚偽記載等を対象として課徴金が課されることになると思います。

先ほどの梅本先生とのやりとりでも話しましたが、年に4回虚偽記載をチェックする機会としての四半期報告の機能を重視するのであれば、四半期報告の虚偽記載等が課徴金納付命令の対象になった否かではなく、長期間に渡って継続的に行われていた虚偽記載等が四半期報告をきっかけとして見つかった場合も、四半期報告が機能した例になると思います。そして、このような機能を発揮させるためには、四半期報告を課徴金納付命令の対象とすることに合理性が認められることになると思います。

○川口 ありがとうございます。

#### 【公衆縦覧期間を法定する意義】

○若林 ご報告ありがとうございました。大変勉強になりました。

先ほどの公衆縦覧期間の話に戻ってしまうのですが、定期的な報告の場合について、そういう報告を法律上要求する理由の一つとして比較可能性の確保ということがやはり言われてきたのではないかと思います。そうすると、他社比較と過年度との比較の両方あるのではないかと思います。公衆縦覧期間の機能として、過年度との比較ということをごまかす維持する必要があるのかという観点があるのではないかと、先ほどのやりとりをお聞きしていて思いました。

そのような視点で考えたときに、定期的な報告ということになってくるのですが、公衆縦覧期間との関係で何らかの示唆があるのであれば、あるいは先生のお考えがあるのであれば、お伺いできればと思って質問させていただきました。よろしくお願いたします。

○加藤 今、若林先生がおっしゃったように、公衆縦覧期間の趣旨をどう考えるかは、非常に重要であると思います。その中で、横の比較じゃなくて縦の比較、すなわち、同じ会社の過去との比

較を可能にすることは、公衆縦覧期間の重要な機能であるかもしれません。ただ、そのような機能を公衆縦覧期間に求めるとしても、その期間の長さをどのように考えるべきかという問題が残ります。そのような期間の長短は投資家によって異なる可能性もあります。

また、実際に公衆縦覧期間を決める場合に、技術的に可能であれば、可能な限り長い方が良くまでいえるか、検討の余地がありそうです。DWでは、公衆縦覧期間の延長との関係で、企業に関する過去の情報のデータは、国の資産であり財産であるから、より長く国として管理し提供できるような仕組みが望ましいという意見もありました。

○若林 ありがとうございます。

#### 【適時開示と定期的な開示の役割分担】

○飯田 レジюмеで言うと17ページあたりの話ですが、タイムリー・ディスクロージャーで定期的な開示を代替できるかということですが、四半期開示が将来的に適時開示に取り込まれていくという吸収説みたいな議論も一方であったのが、当時資料を見ていたときに非常に新鮮に思いました。しかし、コメントのところでおっしゃっていたように、完全に適時開示でこれを代替することはできないというのは、おっしゃるとおりだと思います。

他方で、適時開示で代替できない情報というのは、定期的に去年と同じ指標について今年も変化はなかったといったことについては、従来の枠組みでは、東証のルールでは適時開示事項ではないものであっても、新しいタイムリー・ディスクロージャーの在り方として、そういう定点観測的なものも出してくださいというルールを作りさえすれば、代替できる気もします。

仮にタイムリー・ディスクロージャーでそういう話も入れていくということになっていったとして、四半期報告書はタイムリー・ディスクロージャーで吸収できるということになると、それでは半期報告書や有価証券報告書はどうなるのかとい

う話にもつながり、それはやはり無理なのだろうなという気がします。

そうすると、タイムリー・ディスクロージャーと定期的な開示との役割分担の線引きがどこかに本当はあるはずなのだろうと思います。その辺、重要な情報をとにかく細切れに出していくという法政策というか立法論の限界というのは、本質的にどの辺に問題があるのかなということについて、もし加藤先生のお考えがあれば伺えればと思います。

○加藤 定期的な開示の機能として、横の比較、上場会社同士の横の比較を可能にするという点は、適時開示では代替できないと思います。

資本市場の機能の一つは資源の効率的な分配なので、横の比較というか、上場会社同士の比較が可能であることは、そのような機能を資本市場が発揮するための必要条件であると考えます。したがって、何らかの形で定期的な開示は必要である、残らざるを得ないと思います。

一方、DWで四半期開示の機能として挙げられた中長期の経営戦略の進捗状況の確認については、各会社で重要な指標の内容が異なるように思います。実際に、自主的に、例えば様々な売上データを月次で出している会社もあると思います。このような開示の実務を踏まえると、中長期の経営戦略の進捗状況の確認についても、横の比較というよりも、過年度の比較というか、ある会社の過去との比較が重要な場合もあり、四半期決算短信等、全ての会社に共通する枠組みではなくて、適時開示とは言えないかもしれませんが、個々の会社の工夫に委ねる開示の方が適切である場合もあるかもしれません。

○齊藤 本日は最新の状況について大変詳しく教えていただきまして、ありがとうございました。

基本的な質問で大変恐縮ですが、先ほど飯田先生がご指摘になった適時開示と定期的な開示の役割分担との関係に関連することをお尋ねしたいと思います。今回の改正の内容ということよりも、今後の方向性についての加藤先生のご感触などを

お伺いいたしたく存じます。

紙ベースの時代からそうでない時代へというお話があったのですが、今後この種のデータというのは、コンピューターに取り込んで分析をしていくことが主になってきて、開示のデータもそのような処理のしやすい様式によるデジタルデータの提供が促進されていくことになると思われます。そうなりますと、新しい開示や既にされている開示の更新も、人の手や目を介さず、コンピューターが自動的に感知して、それを取り込んで分析内容をアップデートしていく、情報の利用者は、必要なときにその分析内容を呼び出しさえすれば最新の状況が一覧できるという、そういう時代になってくると思われます。そうすると特定の時点の情報として定期的な開示されるものと何かあったときに出てくれば足りる情報と、このようなコンピューターによる処理の観点から整理し直すことも考えられるのではないかと、もう少し役割分担がされていくのではないかと思います。

財務諸表に載っているものだけでなく、非財務情報についても一定の期間の実績を集計してデータを出すということが必要とされる情報など、過年度比較や、他社との比較を可能にしておく必要があると存じます。

他方で、非財務情報の方につきましては、必ず定期的に、あるいは現在の頻度で報告する必要がなくなってくるものが多いように思います。つまり、非財務情報の中でも、そういう定期的な集計が必要なものと、重要なことがあったときに、あるいは重要な変更があったときに、データを提供する、更新すれば足りるものにもう少し振り分けていく必要があるかと思えたのですが、そのあたりについて加藤先生のご感触はいかがでしょう。

○加藤 おっしゃるとおり、企業を投資家が評価する際に必要な情報がどういった形で企業から投資家に提供されるべきか、どういった形での提供が望ましいかということについては、情報の種類によって相当ばらつきがあるだろうし、かつ、投資家側がそういった情報を分析するツールが技

術の発展によって変わってくるということも併せて考慮する必要があると思います。そういった点について、齊藤先生のご指摘に異論はありません。

ご指摘の中にあつた財務情報と非財務情報の区別ですが、財務情報については、そもそも比較可能性が非常に重要であり、これについては定期的な開示の対象とすることが、これからもやはり望ましい情報提供の在り方なのだろうと思います。

一方、非財務情報の取扱いですが、ご指摘のとおり、非財務情報の中にも定期的な開示が必要な情報が存在する可能性があると思います。例えば業績予想について、日本では数字が出てきますが、DWの議論によると、イギリスでは、数字ではなくて、非財務というか、言葉で出すことが一般的であるようです。つまり、業績予想は、フォアキャストでなくて、アウトルックとかガイダンスの形で行われるということですから。そうすると、企業の財務に関する情報であっても、数字をそのまま出すという形と言葉の形で出すというものがあるということになります。そういったことも考えると、財務情報と非財務情報の境界線の引き方も難しい場合があるのかもしれないことを、今の齊藤先生のご指摘を受けて考えました。

○齊藤 ありがとうございます。

#### 【四半期報告の廃止と四半期短信への一本化の是非】

○小出 既に今までのところで大分出ている話かと思いますが重複になると思いますが、今日加藤先生のご報告でいうと、レジユメの7ページに金融庁の改正案の説明資料が載ってまして、私も非常に分かりやすいと思いました。分かりやすいからちょっと思うこともあるのですが、もともと昔の議論だと、短いスパンでの開示というのが短期主義を助長し得るのではないかという問題意識があつて、そこについては、もちろん本当にそうなのかという問題があると思うのですが、そういう問題意識は一応残ってはいらぬわけですね。

しかし、そこは短期主義とは書いていなくて、

サステナビリティとかそういう話になっていて、なので、人的資本等の開示を充実させるという方向に行っているように思うのです。

しかし、四半期報告書の廃止については、今回、結局効率化という観点からのみの改正という整理になるのでしょうか。そうだとしますと、効率化は確かに大事だとは思ふものの、効率化のためだけに本当に廃止まで必要なのかという問題はあるような気がします。

今の齊藤先生のご質問とも関係するのかもしれませんが、効率的に開示ができるのであれば廃止までしなくてもいいじゃないかということもあるような気もしまして、そうすると結局、やはり中長期的な経営を可能にするために廃止することになったということになるのかもしれませんが、それでもやはり四半期報告書の廃止ということにはならないように思います。むしろ中長期的な経営の判断のために必要な、加藤先生のおっしゃるような進捗状況だとか、そういった情報の開示の充実を図るという方向で四半期報告書の在り方というものを考えていくという可能性もあつたように思うのです。

そういう方向性が今後は望ましいと加藤先生はお考えなのかどうかというところについてお聞きできればと思います。

その関係で、今回、半期報告書の中身というのは、結局、今の第2四半期と中身はほとんど変わらないことになっていて、開示の性質そのものにはあまり手をつけなかったのだと思うのですね。そこを本当は直すべきだったのではないかという感じもしまして、何と申すか、政治的な妥協なのかもしれませんが、いろいろな意味で中途半端な改正になってしまったような感じもしたものですから、その辺の加藤先生のご感触を教えてくださいたいと思います。

○加藤 DWの議論を見ていると、四半期開示の見直しのきっかけになったのは、「新しい資本主義」なのだろうと思うのです。しかし、DWの委員であつた中野先生の実証研究のサーベイなどによ

り、四半期開示が短期主義を助長しているということが明確に示されているわけではないということが示されて以降、短期主義の是正等の短期主義的との関連で四半期開示を見直すという方向性は目立たなくなつたように思います。

中野先生による実証研究の紹介が DW でなされた後の議論を議事録で確認してみても、短期主義との関係等はあまり論じられなくなっている印象であり、むしろ開示の効率化の話が中心でした。ただ、開示の効率化が若干技術的な話になってしまったので、なぜ四半期というか定期的な開示が必要なのかという適時開示との役割分担は十分に議論されなかったと思います。

その理由の一つとして、適時開示を充実させれば四半期開示を緩和できるという発想が正面に出過ぎたため、それに対する反論も強くなり、結果として、適時開示とは別に、定期的に四半期決算短信でどういった情報を開示すべきかについて、十分に議論が出来なかった可能性が考えられます。

今後も、適時開示を充実させていく方向で制度整備が進んでいく可能性があります。それを前提としたうえで、定期的な開示にどういった役割を期待すべきかを整理し直し、そのような役割を定期的な開示が果たすためにレビューが必要なのか等も改めて考えていく必要があると思います。

以上です。

○小出 ありがとうございます。大変明確にしてくださいだったので、よく分かりました。

おっしゃるとおりで、まさに適時開示と別の定期的な開示の中身というのは、我々はこれまで基本的には財務情報をベースに考えてきたと思うのですが、そう考えていくと確かに、例えば、今回半期報告書は残りましたが、半期報告書だって本当は不要かもしれないのですよね。別に第2クォーターの決算短信でもいいかもしれない、となってくるので、そうやっていくと、やはり定期的に法によって義務付ける開示やそのレビューは、どういうふうな在り方として構成していくのかというのをやはり検討する必要があるのかなと思

ました。

○加藤 今の小出先生のコメントに対してですが、私がしっかりと議事録を読んでいないのかもしれませんが、半期報告書は残るということについては、何か暗黙の前提のようになっていて、それは若干気になりました。

以上です。

#### 【四半期報告の廃止が発行開示に与える影響】

○石田 加藤先生、ご報告ありがとうございます。勉強になりました。私からは、発行開示のところをお教えいただきたいと思います。

先生のレジユメの最後のページの「若干のコメント」のところで、有価証券届出書によって開示すべき事項が少なくなったことが妥当だったのかというような問題提起をなされています。私の疑問はその下の箇所なのですが、四半期財務諸表を任意で開示できる、開示したければ開示してもよいという、こういうルールの在り方は珍しいなと思います。四半期財務諸表は重要な書類でありますところ、これを任意で開示してもよいというふうにしたことにどういう意味があるのか、お伺いしたいというのが一点です。

それで、もしこれを任意で開示したということになると、その四半期財務諸表は有価証券報告書の添付書類として扱われて、法定開示に該当することになりはしないかと思うのです。そうすると、従来、取引所の規則に基づく開示書類なので、法定開示書類には該当しないものが、ここで任意開示をすると法定開示書類になってしまう、そういう理解でよろしいのかということをお教えてください。

○加藤 まず、四半期報告の廃止が発行開示に与える影響については、報告書に記載はありませんし、DWの審議の過程でも取り上げられていないのではないかと私は思います。ですから、企業内容等開示府令の改正は、現在の様式の「四半期」という言葉を「半期」という言葉に代えるという形式的な改正になっていると思います。

ただ、その結果として、有価証券届出書を作成する時期によって、開示される情報の量が相当異なることになると思います。ただ、それはやはり適切ではなくて、企業の業種によっては、最新の経営成績等を有価証券届出書で開示しないと資金調達が成功しない場合もあると思うのです。そのため、やはり何らかの形で最新の四半期の財務諸表など四半期の業績に関する情報を有価証券届出書で開示できる枠組みというか、仕組みが必要であると考えられたのであると思います。

それが、任意で財務諸表を添付する、掲載するという仕組みになりますが、これがうまく機能するかどうか、評価は難しいです。まず、最初の小出先生とのやりとりでもありましたが、四半期財務諸表は取引所の規則に基づき作成する書類なので、レビューはあっても金商法に基づく監査証明を受けたものではありません。そういった書類を添付するということになるのだと思います。ただ、添付された以上は、法定開示書類の一部を構成します。法定開示書類にはなるけれども、その信頼性は、有価証券報告書に掲載されるような通期の財務諸表と比べると、劣るとの評価もあり得ます。

これは案の段階ですので、もしかすると何か対応がされるのかもしれませんが、やはり石田先生がおっしゃった問題を、この仕組みは抱えていると私も思います。

○石田 ありがとうございます。そうすると、確認ですけれども、同じ書類であっても、エンフォースの仕方が異なるということがこの企業内容等開示府令の改正でいくと起こり得る、そういう理解でよろしいのですかね。

○加藤 エンフォースの仕組みについて、金商法 21 条の免責事由の解釈になると思います。四半期財務諸表は監査証明を受けていないので、監査証明を受けている財務諸表と金商法の民事責任における解釈でも異なる取扱いがなされることになるかと現時点では考えています。

○石田 ありがとうございます。

#### 【取引所によるエンフォースメントの実効性】

○川口 今後、四半期開示については、法定の四半期報告に代わって、四半期短信、すなわち、自主規制でやるわけですが、取引所のエンフォースのみで大丈夫か、という点はいかがでしょうか。四半期報告制度ができる前は、四半期開示は、取引所の自主規制でやっていたのですね。そのような状況のもと、四半期開示の内容に不実表示の事例が発生し、自主規制では制裁が不十分なので法定開示にしようということになったと記憶しています。このような経緯と今回の改正との関係をどのように考えればよいのでしょうか。

○加藤 回答が難しいのですが、四半期報告を導入した趣旨からすると、取引所のエンフォースメントでは不十分ではないかとの問題意識が出発点になると思います。しかし、取引所のエンフォースメントも、2006年の時点と比べると相当強化されています。ですから、取引所のエンフォースメントが四半期報告制度の導入時と比べて相当強化されているということも併せて考えていく必要はあると思います。

このように考えると、今後は監査人のレビューも必要としないという形で新しい決算短信制度が運用されていくことになりませんが、それがどれくらいうまくいくかを注視していく必要があります。その上で、取引所のエンフォースメントだけでは不十分であるかを改めて考えていくべきであると考えます。

○川口 ありがとうございます。  
ほかにいかがでしょうか。よろしいでしょうか。

それでは、そろそろ時間にもなりましたので、本日の研究会はこれで終わりにしたいと思います。加藤先生、ご報告ありがとうございました。