

論文の内容の要旨

論文題目 我が国上場会社による非財務情報の開示

氏名 三原 秀哲

本論文は、我が国上場会社が法定開示書類に記載する非財務情報（とりわけ MD&A 及び Non-GAAP 財務指標）の開示の在り方につき、米国における開示制度との比較を行いつつ、その姿を明らかにすることを目的とする。

近時、我が国の金融商品取引所に上場する会社（「上場会社」）が作成する法定開示書類の記述内容を、大きく分けて「財務情報」と「非財務情報」とする区分が金融庁金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」（神田秀樹座長）（「金融審 DWG」）において提唱されている。

金融審 DWG は、法定開示書類に記載される情報のうち、①金商法 193 条の 2 第 1 項に基づいて発行体と特別の利害関係のない公認会計士又は監査法人の監査証明を受けた財務計算に関する書類を「財務情報」と定義し、②かかる財務情報以外の情報を「非財務情報」と定義する。本論文においても、上記の金融審 DWG における財務情報及び非財務情報の定義と同一の定義を採用する。

法定開示書類において開示される情報を非財務情報と財務情報に区分することには、投資家による適切な投資判断を可能とする意義があるほか、投資家と企業との建設的な対話を促進する意義がある。

なお、金融審 DWG 報告に先立ち、米国においては、財務情報と非財務情報の区分を前進させた試みとして、ジェンキンズ委員会による「ジェンキンズ・レポート」の存在を紹介した。ジェンキンズ・レポートは、財務情報と非財務情報の区分が米国で論じられる契機となった研究成果の一つである。

本論文の目的である、我が国上場会社が法定開示書類に記載する非財務情報の開示の在り方を明らかにするため、第一章では、前記金融審 DWG 報告を中心に、我が国における非財務情報の開示規制に関する近時の発展状況を取り上げた。

第二章では、我が国法制度との比較を可能とするため、米国における非財務情報の開示

制度を取り上げた。米国制度を比較対象として取り上げた理由は、日米の企業内容の開示制度において基礎的概念が類似して比較がしやすいこと、世界最大の規模及び時価総額である米国の資本市場での開示事例の課題と改善の経緯が参考となり得ること、米国及び我が国の双方で上場し又は情報開示をする我が国上場会社の開示する和文及び英文での情報を通じ、同時期に同一法人について具体的事例を用いて検証するとの比較ができるためである。

第二章では米国での非財務情報の開示制度の総論的記述を行い、これを前提に、第三章では、非財務情報の1つであるMD&Aが米国で如何に扱われているかを論じた。具体的には、MD&Aに関する米国での規制の法的根拠（法源）としてRegulation S-Kの229.303条を紹介し、併せて、SECによるMD&Aガイダンス、SECによる「財務諸表に関する初心者向け解説」、米国の年次報告書Form 20-Fの様式の注記にあるMD&Aの開示指針につき、それぞれの規制内容を明らかにした上、米国で指摘されるMD&A開示の課題も取り上げた。加えて、SECによる年次報告書のモニター結果の公表例を取り上げて、米国でのMD&Aに係る規制をSECが如何に具体的事例へ適用しているかを検証した。

次に、第四章は、同じく非財務情報の1つであるNon-GAAP財務指標につき、米国では、規制の法源として、Regulation S-K及びRegulation Gが存在し、また、SECによるNon-GAAP財務指標の開示条件の解釈指針がリリースされており、これらの規制を論じた後、先行研究において言及される米国でのNon-GAAP財務指標の実務の状況を記載した。

また、Non-GAAP財務指標の開示規制違反に対する法執行権限がSECに与えられており、SECは、同法に違反し又は違反するおそれがあると判断した場合、その調査を開始すること、通知し聴聞の機会を与えた上で当該違反ないし違反のおそれを公表すること、その中止及び排除を命令（Cease-and Desist Order）できるとされ、このほか、違反につき裁判所にその停止の処分を求め、更には損害賠償請求ができ、かかる違反に関する証拠を刑事司法当局に提供することもできる。しかしなおも、SECは、Non-GAAP財務指標につき懸念と警告を表明している。

これら米国におけるMD&A及びNon-GAAP財務指標の開示規制を踏まえ、第五章においては、非財務情報であるMD&A及びNon-GAAP財務指標について、我が国における開示規制と米国における開示規制との比較を論じた。

第一に、MD&Aについては、米国及び我が国のいずれにおいても開示規制が存在する

ため、MD&Aに係る日米の開示規制の比較を行った。具体的には、Regulation S-Kの229.303条が定めるMD&Aの6つの開示事項（具体的には、(1)手元流動性、(2)資本の源泉、(3)業績結果、(4)オフバランスシート取引、(5)表形式での約定債務一覧表、(6)米国上場会社の経営者が投資家において業績や財務状況を理解するために必要と信じるその他の情報、との6点の開示を行うとの規制）と我が国での規制の分析と比較をした。

また、米国におけるSECのMD&Aガイダンスでの規制を紹介し、特に、MD&Aは重要な事項に集中すべきであるとの定め（「重要性の原則」）や、重要な傾向及び不確実性に焦点をあてるべきであるとの規定が、我が国のMD&Aの開示規制には存在しないこと検証した。更には、米国での年次報告書20-F様式において、「トレンド（傾向）情報」の開示が要請されているのを見たが、我が国におけるMD&Aの開示要請において、「トレンド（傾向）情報」の開示という概念は見当たらなかった。

以上を踏まえて、1. 我が国におけるMD&Aの開示規制において、MD&Aの開示につき、重要性の原則を採用すべきこと、並びに、2. 我が国におけるMD&Aの開示規制において、MD&Aの開示は、重要な傾向及び不確実性に焦点をあてるべきこと、とのMD&Aにおける2つの立法論を行った。

次に、Non-GAAP財務指標に係る日米での比較を行った。但し、第一章において、我が国における現在までの非財務情報の開示規制の到達点を見たが、我が国においては、Non-GAAP財務指標の開示規制に係る枠組みや提言は見られなかったし、我が国では、現在においてもNon-GAAP財務指標の開示規制の規律が存在しない。しかしながら、法的な規律が存在しないことは、我が国の法定開示書類にNon-GAAP財務指標の開示事例が存在しないことを意味しない。むしろ、我が国上場会社によるNon-GAAP財務指標の開示事例が複数存在するとの報告書が見られたところである。

以上から、我が国において、Non-GAAP財務指標につき、4つの開示要件を定め、かつ、3つの開示禁止事項を定めるとの立法論を行った。

ここに4つの開示要件とは、具体的には、(A) GAAPベースでの比較可能な財務数値をNon-GAAP財務指標と同等又はより顕著に提示すること、(B) GAAPベースでの財務数値との修正再表示を行うこと、(C) Non-GAAP財務指標の開示が投資家への有用な情報になると経営者が信じる理由を開示すること、及び、(D) 上記(C)以外でNon-GAAP財務指標を表示する別の理由があればその理由を開示することであった。

また、3つの開示禁止事項とは、GAAP ベースでの財務情報からの控除項目は一定の場合に禁止することであり、具体的には、①通常のもの／繰り返し発生するもの／現金決済すべき費用であっても、それが我が国上場会社の事業の遂行に必要な項目の除外は許容しないこと、②繰り返し発生するものでない事項を控除する際には、繰り返し発生するものでない費用と繰り返し発生するものでない収益とで、いずれかのみを控除は許容されないこと、及び、③開示する Non-GAAP 財務指標の調整は、開示する年度の全てにおいて行うことであった。

上記の立法論、すなわち、我が国において、Non-GAAP 財務指標の上記の4つの開示要件を導入し、Non-GAAP 財務指標の上記3つの開示禁止事項を導入することの合理性を一般論において検証を行った後、我が国においては、Non-GAAP 財務指標の開示規制が存在しないことを踏まえて、上記の立法論に真の合理性があるかについて、我が国上場会社による Non-GAAP 財務指標の開示の個別具体的な実例である 2018 年における3つのグローバル IPO の事例をサンプルとして取り上げ、具体例を通じた検証を行った。その結果、前記の Non-GAAP 財務指標の開示要件を及び開示禁止事項を導入することにつき、いずれも合理性を具体的に確認することができた。

第六章は終章であり、本論文において、我が国における非財務情報の開示の現状と課題を米国制度との比較を通じて明らかにし、課題を踏まえての立法論を行ったことに触れた。その上で、本論文では尽くされなかった残る課題として、例えば、財務数値に換算しがたい非財務情報があることを指摘した。具体的には、①人的資源、②知的財産権を含む知的資本その他の無形資本、③環境問題や企業の社会的責任に関する非財務情報等が存在することを見た。

これらは、いずれも検討し取り上げるべき重要な非財務情報である。しかし、本論文において、これらの非財務情報の詳細を論じることはできなかった。今後の研究のため、これらの非財務情報の重要性について言及し、本論文を終えるものである。

以上