

## 【別紙 2】

### 審査の結果の要旨

氏名 三原秀哲

近時、わ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」とする区分が金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループにおいて提唱されている。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した上で非財務情報の開示を充実させることには、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。しかし、非財務情報の開示には、従来行われてきた財務情報の開示とは異なった問題がある。本論文は、わ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）の開示のあり方につき、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ものである。

序章において検討対象、課題の設定および論文全体の構成を明らかにした上で、第 1 章「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」は、非財務情報の開示規制に関するわが国における近時の発展状況を取り上げる。2016 年及び 2018 年に公表された金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループの 2 つ報告とそれを受けた「企業内容の開示等に関する内閣府令」の改正や金融庁による関連文書の公表、閣議決定された「日本再興計画 2016」を受けた内閣官房、金融庁、法務省及び経済産業省による提言等が紹介され、我が国の企業情報の開示制度が大きな変革期にあること、その一環として財務情報と非財務情報の区分を前提とする法制度の構築が急速に進展しつつある状況が描かれる。その上で、現時点における我が国の非財務情報の開示の充実に向けた議論と法整備の到達状況が整理して示される。

続く第 2 章から第 4 章において、非財務情報の開示に関する米国における非財務情報の開示制度が検討される。米国を比較法の対象として取り上げた理由は、日本の企業内容の開示制度の母法であり、基礎的概念も類似しており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における開示事例の課題と改善の経緯が参考となり得ること、米国及びわが国の双方で上場し又は情報開示をするわが国上場会社の開示する和文及び英文での開示情報が入手可能であり、同時期に同一法人について異なる法規制の下での具体的開示事例を用いた比較検証ができるという利点があることにある。

第 2 章「米国上場会社による非財務情報の開示」では、米国での非財務情報の開示制度に関する序論的な解説が行われる。すなわち上場企業が証券取引委員会（SEC）に対して提出しなくてはならない年次報告書に含まれる非財務情報には、①毎期の業績と直接に関係しない事項、②毎期の業績に応じて必然的に変化する事項、及び③毎期の業績に応じて一定の

変化が生じうる事項に分けられるが、投資家にとって最も重要なものは②である。そして②のうち最も重要な、「経営者による財務・経営成績の分析 (Management's Discussion and Analysis)」(以下、「MD&A」とする)及び「一般に公正妥当と認められた会計原則に基づかない財務指標 (Non-GAAP Financial Measures)」(以下、「Non-GAAP 財務指標」とする)について、第3章、第4章における詳細な検討の前提として、これらの情報を規律する法源が紹介される。

第3章「米国における非財務情報としての MD&A の開示」では、非財務情報の1つである MD&A の開示が米国でいかに規制されているかが論じられる。MD&A については、1933年証券法に基づき定められた「規則 S-K (Regulation S-K)」229.303 条のほか、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」、「年次報告書 Form 20-F 様式の注記に記載されている MD&A の開示指針」がある。本章では、それぞれの規制内容を詳細に明らかにした上で、米国で指摘される MD&A 開示の課題も取り上げる。さらに 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 がいかに具体的事例へ適用しているかを検証している。

第4章「米国における Non-GAAP 財務指標の開示」では、非財務情報の1つである Non-GAAP 財務指標が米国でいかに規制されているかが論じられる。Non-GAAP 財務指標については、1933年証券法に基づき定められた「規則 S-K (Regulation S-K)」及び「規則 G (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」が公表されている。本章では、これらの規制内容を詳細に明らかにした上、先行研究をもとに米国での Non-GAAP 財務指標の実務の状況を分析する。

なお 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、その中止命令及び排除命令 (cease-and desist order) を出すことができるほか、違反につき裁判所にその停止の処分を求め、さら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。本章では、このような SEC による Non-GAAP 財務指標の開示規制のエンフォースメントの実態についても紹介する。

第5章「我が国における非財務情報開示の現状と展望」においては、第2章～第4章において紹介した米国における開示規制との比較検討をもとに、非財務情報である MD&A 及び Non-GAAP 財務指標に関する、わが国における開示規制のあり方が論じられる。

第一に、MD&A については、米国及びわが国のいずれにおいてもすでに開示規制が存在するが、その内容は同じではない。(1) まず、開示事項に関しては、米国の規則 S-K 229.303 条が定める MD&A に関する6つの開示事項(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)は、おおむねわが国のそれと同じである。(2)しかし米国における SEC の MD&A ガイダンスでの規制にお

ける、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、(3)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制は、わが国のMD&Aの開示規制には存在しない。さらに(4)年次報告書20-F様式においては、「トレンド（傾向）情報」の開示が要請されているが、わが国においては、これに対応する概念は見当たらない。以上の比較法的な考察を経て、本論文は、わが国におけるMD&Aの開示規制において、(1)重要性の原則を採用すべきこと、(2)重要な傾向及び不確実性に焦点をあてるべきであるという2つの立法論を提示する。

次に、Non-GAAP財務指標に関しては、わが国においては、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、わ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ていないわけではなく、規制がない状態でNon-GAAP財務指標の開示が行われる現象が見られる。そこで本論文は、アメリカ法におけるNon-GAAP財務指標の開示規制に倣い、立法論として4つの開示要件と3つの開示禁止事項を提案する。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)(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、及び、(i)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、それがわ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、(ii)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、(iii)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る。

そして、わが国上場会社による2018年における日米双方の証券市場における3件のグローバルIPO（新規上場）のNon-GAAP財務指標の開示の個別具体的な事例をサンプルとして取り上げ、実例である具体例を通じた検証を行った結果、この立法論がわが国においても実現可能であることを確認している。

終章である第6章「我が国上場会社の法定開示書類における開示の在り方」は、本論文において、米国制度との比較法的検討と、それを踏まえたわが国における立法論について要約すると同時に、本論文では尽くされなかった残る課題について指摘する。特に、財務数値に換算しがたい非財務情報、たとえば、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に関する開示のあり方の検討を特に重要なものとして挙げる。

以上が本論文の要旨である。

本論文の長所としては、以下の点があげられる。

非財務情報の開示という、証券市場における企業内容の開示制度における近時の重要な

テーマについて本格的にとりくんだ、わが国においてはおそらく最初の本格的な研究論文である。わが国の非財務情報の開示に関する近時の改正は、アメリカ法及び同法に基づく開示の実務を参考として行われたが、アメリカ法についての現在の状況について丁寧に紹介する本論文は、近時の改正の妥当性の検証や改正法に基づき実務を発展させていく際の参考になると考えられる。特に、本論文において展開された SEC のガイドラインやエンフォースメントの実態にまで立ち入った分析は、アメリカにおける開示の実務がどのような法制度を基礎として形成されたものであるかを示すものであり、この分野における立法論及び理論的な検討が行われる際の基礎資料として高い価値を有する。

また単にアメリカ法の規制を参照するだけではなく、規制の異なる日米双方の市場において実際に IPO を行った企業の開示書類の内容を詳細に比較することで、規制内容が異なることが、各企業の非財務情報のあり方にどのような違いをもたらしているかを実証的に検討している点も、本研究の独自性として評価できる。

さらに Non-GAAP 財務指標については、これまで日本においては規制対象として取り上げられて来なかったが、現実には規制のないまま、各企業が相当自由に開示を行っている実態を指摘しつつ、その弊害を防止するための具体的な立法提案をしていることも、本論文の優れた長所と言える。

他方、本論文には指摘すべき課題もある。

たとえば、非財務情報の開示をめぐる金融審議会の議論では、投資家と企業の対話の促進という観点が強調されているが、本論文が比較法の対象としてとりあげたアメリカではそういう観点がどれほど強調されているか疑問がないわけではない。

MD&A に関しては、開示がボイラープレート化しがちであるということが、金融審議会でも問題とされているが、論文全体を通じてこのような問題意識があまり出ていない。本論文で扱われた内容では、アメリカ法の紹介の中で触れられたセーフハーバー規制が関係する面があるものの、それほど重点が置かれて検討されているわけではない。

また全体的に、叙述の繰り返しが多いことや文章の読みやすさに欠けること等、論文の叙述に改善の余地がある。

以上のように、課題として指摘すべき点もあるが、これらは本論文の価値を大きく損なうものとまではいえない。以上から、本論文の筆者が自立した研究者あるいはその他の高度に専門的な業務に従事するに必要な高度な研究能力およびその基礎となる豊かな学識を備えていることは明らかであり、本論文は博士（法学）の学位を授与するにふさわしいと判定する。