

博士論文（要約）

我が国上場会社による非財務情報の開示

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」）が作成する有価証券届出書や有価証券報告書等の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、ジェンキンス委員会による「ジェンキンス・レポート」の存在を紹介した。ジェンキンス・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、本論文は以下のように構成される。

まず、第一章では、本論文の目的に照らし、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として、法定開示書類に開示する情報を財務情報と非財務情報に区分するとの枠組みを提言する金融審 DWG 報告を中心に論述した。近時、我が国における企業情報の開示の枠組みにおいて、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り、そこで、この財務情報と非財務情報という 2 つの情報の区分に応じた開示規制の在り方が如何なる経緯で発展し、如何なる方向へ進みつつあるかを振り返るものである。かかる考察の結果、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を整理することが可能となる。

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としては、2017 年から 2019 年にかけて、内閣官房、金融庁、法務省及び経済産業省といった政府関係機関から次の 8 つの提言及び制度改正があったことを見た。

すなわち、第一に、金融審 DWG は、2016 年金融審 DWG 報告（2016 年 4 月 18 日付）を公表し、その中で非財務情報の充実という考え方を打ち出した。第二に、2016 年金融審 DWG 報告を受けて、金融庁は、2018 年 1 月 26 日付にて企業内容開示府令の改正を公表し、当該改正は同日付にて施行（一部は 2018 年 4 月 1 日付にて施行）された。第三に、2016 年 6 月 2 日付にて閣議決定された「日本再興戦略 2016」を受けて、内閣官房、金融庁、法務省及び経済産業省は、2017 年 12 月 28 日付にて「一体的開示をより行いやすくするための環境整備に向けた対応について」を公表し、次いで、2018 年 12 月 28 日

付にて「事業報告等と有価証券報告書の一体的開示のための取組の支援について」を公表して、有価証券報告書と事業報告等の一体的な開示をより行いやすくするための環境整備を行うことを提言した。第四に、金融審 DWG は、2018 年金融審 DWG 報告（2018 年 6 月 28 日付）を公表し、その冒頭に『I. 「財務情報」及び「記述情報（非財務情報）」』と掲記し、そこで「財務情報及び記述情報の開示は、投資家による適切な投資判断を可能とし、投資家と企業の建設的な対話を促進することにより、企業の経営の質を高め、企業が持続的に企業価値を向上させる観点から重要である」と記載して、「財務情報」及び「記述情報（非財務情報）」の充実を更に進めることとした。第五に、2018 年金融審 DWG 報告を受けて、金融庁は、2019 年 1 月 31 日付にて企業内容開示府令の改正を公表し、一部は 2019 年 3 月 31 日に、それ以外は 2020 年 3 月 31 日に、それぞれ終了する事業年度に係る有価証券報告書等から適用することとした。2019 年企業内容開示府令改正には、2018 年金融審 DWG 報告に基づく改正事項のほか、2016 年 3 月 8 日付「会計監査の在り方に関する懇談会」提言を反映するとの改正も一部含まれている。第六に、金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」（池尾和人座長）は、企業と投資家との建設的な対話の促進の観点より、「コーポレートガバナンス・コードの改訂と投資家と企業の対話ガイドラインの策定について」と題する提言を 2018 年 3 月 26 日付（同年同月 30 日更新）にて取りまとめ、これを受けて、2018 年 6 月 1 日付にて東京証券取引所によりコーポレートガバナンス・コード改訂版が、金融庁により「企業の対話ガイドライン」が、それぞれ採択された。第七に、金融庁は、2018 年金融審 DWG 報告を受け、2019 年 3 月 19 日付にて、「記述情報の開示に関する原則」及び「記述情報の開示の好事例」を公表した。第八に、東京証券取引所は、この間、上場会社の情報開示に関し、3 点の制度改革を行う旨公表した（具体的には、①2017 年 2 月 10 日付「決算短信・四半期決算短信の様式に関する自由度の向上のための有価証券上場規程の一部改正について」、②2018 年 2 月 20 日付「株主総会日程の柔軟化のための法令改

正に伴う上場制度の見直しに係る有価証券上場規程等の一部改正について」及び③2018年6月1日付「コーポレートガバナンス・コードの改訂に係る有価証券上場規程の一部改正について」であった。)

以上の考察の結果、我が国における近時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を整理することができた。

次に、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。

米国における非財務情報としては、MD&A 及び Non-GAAP 財務指標の 2 つを取り上げることとした。

MD&A 及び Non-GAAP 財務指標の 2 つを取り上げた理由は、MD&A が我が国と米国の双方において開示規制の対象とされて日米で規制の法的枠組みが存在するのに対し、Non-GAAP 財務指標の開示規制の枠組みは米国においては存在しつつ、我が国では開示規制の枠組みが存在しないという点で、制度の相違があるため、比較対象とすることに合理性があるためである。このように、我が国でも米国でも法定の開示書類において様式上開示が求められる MD&A と、我が国では開示が求められず、また規制の在り方が明らかと

されていないが、米国では規制内容が明らかとされている Non-GAAP 財務指標の 2 つを取り上げることで、より有益な比較が可能となると考える。

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った。これを前提に、第三章は、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るものであり、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 条が存在することを指摘し、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 の開示指針を取り上げて、それぞれの規制内容を明らかにした。また、米国で指摘される MD&A 開示の課題にも言及した。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の法執行事例を検証した。

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、これらを取り上げて、それぞれの規制内容を明らかにした。更に、先行研究を通じて、米国での Non-GAAP 財務指標の実務の状況を確認した。

米国規制において、Non-GAAP 財務指標とは、Regulation G の 244.101 条 “Definitions” (a)(1)によれば、SEC への証券の登録者（Registrant であり、米国上場会社を含む。）の過去又は将来の財務業績、財政状態又はキャッシュ・フローの定量的な指標であって、(i) GAAP に準拠する登録者の包括利益計算書、貸借対照表又はキャッシュ・フロー計算書（若しくは同等の計算書）に表示された最も直接的に比較可能な指標に含まれ

る金額を除外し若しくは除外する効果を有する調整をしたもの、又は、(ii)上記と同様に算定し表示された指標から除外された金額を加算し、若しくは加算する効果を有する調整をしたものをいうとされる。

かかる定義において、一定金額を「除外し若しくは除外する効果を有する調整」又は「加算し、若しくは加算する効果を有する調整」と規定され、Non-GAAP 財務指標を用いる SEC への証券の登録者は、財務情報とは異なる性質の情報を投資家へ提供し、これを通じ、投資家との建設的な対話を試みる趣旨であるとも見える。しかし、逆に、上記(i)又は(ii)の調整の行われる範囲と程度においては、投資家に誤解をあたえる（ミスリーディングな）情報となるリスクをはらむものである。なぜなら、如何なる調整であっても、それは一般に公正妥当と認められる企業会計基準（GAAP）から乖離するものであり、かつ、米国の定義において、その調整の範囲に上限も外縁も定めがないからである。

そこで、米国において Non-GAAP 財務指標の開示が許容される場合の開示要件及び開示禁止事項を確認することとした。

具体的には、米国開示規制での Non-GAAP 財務指標の開示要件として、(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、(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を求めるものとされる。また、Non-GAAP 財務指標の開示の際に禁止される事項としては、GAAP ベースでの財務情報からの控除項目は、一定の場合を除き、禁止されること（具体的には、Non-GAAP 財務指標の算定に際し、繰り返しが想定されない事項／頻発しない事

項／普通でない事項といった、通常想定されない事項の控除は許容されないこと)、GAAP ベースの財務情報よりも顕著に Non-GAAP 財務指標を提示することは禁止されること、GAAP ベースの財務情報と Non-GAAP 財務指標とが混同される表示は禁止されることであった。

上記の開示禁止事項のうち、「繰り返しが想定されない事項／頻発しない事項／普通でない事項の控除が許容されない」との規制について、SEC は複数の解説と解釈指針を示している。具体的には、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、それが登録者の事業の遂行に必要な項目であれば、それを除外した Non-GAAP 財務指標はミスリーディングなものとなり得ること（つまり、登録者の事業の遂行に必要な費用項目の除外は否定的であること）、また、繰り返し発生するものでない事項の控除は、費用又は収益のいずれかのみでの控除は許容されないこと、更に、開示する Non-GAAP 財務指標の支出や費用の調整を行う場合、当年度も過年度もあわせて行うこと、といった解釈指針を見た（Non-GAAP 財務指標の規律に係る開示条件を示す解釈指針（CD&Is）である「Non-GAAP Financial Measures/Questions and Answers of General Applicability」と題するリリース（最終改正 2018 年 4 月 4 日付）参照）。

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 に与えられている点にも言及した。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）できること、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とされる。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。



以上が第四章での記載であり、かかる検討を通じ、米国における Non-GAAP 財務指標の開示規制の姿が明らかとなった。

以上、第二章から第四章において、米国における MD&A 及び Non-GAAP 財務指標の開示規制が明らかとされた。そこで、これら米国での 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、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行った。

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うことが可能であった。具体的には、第三章で言及した 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）につき、その開示規制に合理性があることを検証した上で、我が国での規制にも同等の開示規制が存在することを論証した。

これに対し、第三章で言及した米国における SEC の MD&A ガイダンスでの規制において、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の存在を確認し、更に、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」の開示要請があることを論じ、これらの規制に合理性があることを検証したが、我が国の MD&A の開示規制には、これらと同等の開示規制は存在しなかった。

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。まず、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。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、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。

そこで、我が国においても、非財務情報として Non-GAAP 財務指標の開示事例が存在することを踏まえ、その定義を定めることを提案した。なぜなら、Non-GAAP 財務指標の開示規制を検討するに際して、Non-GAAP 財務指標の定義を定めることは、規制対象を明らかにするという意味で有益であるためである。具体的には、米国規制上の前記の Non-GAAP 財務指標の定義に倣い、我が国における Non-GAAP 財務指標とは、「金商法 193 条の 2 に基づく我が国上場会社の監査済み財務諸表に記載の金額につき、一定の金額を除外し若しくは除外する効果を有する調整をしたもの、又は、一定の金額を加算し若しくは加算する効果を有する調整をしたもの」と定義した。

次の課題は、我が国において、Non-GAAP 財務指標の開示要件や禁止事項を定めるべき

か、またその必要があるか、という点であった。

結論として、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すること、及び、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それぞれ検証し、それらの導入に合理性があることを一般論としてまず論証した。

上記の Non-GAAP 財務指標に係る立法論の合理性につき、一般論での検証に加えて、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を取り上げて、上記立法論に真の合理性があるかについて検証をすることとした。なぜなら、我が国においては、元来、Non-GAAP 財務指標の開示規制が存在しないため、立法論の検証には、より慎重な検討が必要とされるからである。

かかる具体的な Non-GAAP 財務指標の開示事例としては、2018 年 1 月から 12 月の間に東京証券取引所での上場（「IPO」）がされ、そのうち、米国において適格機関投資家限定私募で株式の販売（「グローバル IPO」）がされた事例として、ソフトバンク株式会社、株式会社ワールド及び株式会社メルカリの少なくとも 3 件のグローバル IPO が存在し、当該 3 件の実例を用いて検証を行った。

かかる検証の結果、前記の Non-GAAP 財務指標の開示要件及び開示禁止事項を我が国においても導入することにつき、いずれも合理性があることを具体的に確認することができた。

第六章は終章であり、本論文は、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、その上で、課題を踏まえて立法論を行ったというものであった。

それでは、これで非財務情報の開示に係る開示規制が完成したかといえば、本論文での立法論での提言をもって我が国における非財務情報の開示の必要的な立法措置が完成したとは言いがたい。なぜなら、我が国における非財務情報の開示規制は、第一章記載のとおり、金融審 DWG での検討が近年において開始されたばかりであり、実際にも、MD&A

及び Non-GAAP 財務指標の開示に限っての立法論を示すという段階にあるにすぎないからである。

また、本論文では尽くされなかった残る課題が存在することを指摘した。それには、例えば、財務数値に換算しがたい非財務情報があり、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