

論 説

アメリカ連邦証券法規制における
MD & A 制度の生成
—— 経営者による財務状況と経営成果に関する
討議・分析情報の開示 ——

尾 崎 安 央

はじめに

企業の財務情報（financial information）を情報利用者に提供する方法を大別すれば、第一に、貸借対照表や損益計算書のように主として「数値」が中心となるものと、第二に、営業報告書のように主として「記述」によるもの（textual, narrative or discriptive disclosure）とがある。伝統的な財務情報の開示方法は、前者であったと考えられる。その提供された情報を用いて、情報利用者自身が財務分析を行って当該企業の実態を読みとることが、伝統的ディスクロージャー制度の意味するところであった。しかし、そのような財務分析を正確に行うためには、高度な専門知識や能力を必要とする。十分な知識・能力・経験等を持たない情報利用者は、むしろ後者のような、数値をもとにして専門家等が財務分析した結果の情報や、数値の意味・内容等を文章で解説したものが与えられることを有益と感じるかもしれない。現に、多くの大衆投資家が証券アナリストなどによる分かり易い専門家情報を頼りにしているのは、そのためであろう。そして、そのような分析情報あるいは記述情報が、証券アナリストなどの企業外部者からではなく、企業内部者たる経営者自身を通じて与えられるならば、かりにその情報に予測等の不確実な要素が含まれるとしても、情報利用者

は将来の当該企業の活動や財務状況に生じるであろう変化等をダイナミックに知ることができ、かえって企業の現在価値 (PV: present value) の把握にとって有益・重要な情報になることは疑いない。かかる記述情報の充実・拡大は、商法の営業報告書ばかりでなく、有価証券報告書等の証券取引法 (以下、証取法) 開示制度にも見られる近時の傾向であろうかと思われる (例えば、証取法二四条一項三項、募集届出省令一五条、一七条等参照)。この動きは、将来も続いていくものと予想される。⁽¹⁾

本稿では、財務情報の利用者にとって真に有益で必要な情報を「法的に」提供するあるいは提供させるという観点から、記述による企業財務情報を充実させる「制度として成功している」と評されるアメリカの連邦証券諸法上の「MD&A (Management's Discussion and Analysis: 経営者の討議と分析)」制度をとりあげ、その制度が生成されてきた過程を辿り、わが国の法制度のあり方を考察する際の参考にしたいと思う。⁽²⁾⁽³⁾

(1) 飯田修三・早矢仕健司編著『会計情報と情報開示』(1986年、白桃書房) 17頁 [山上達人]。なお、記述による企業の財務情報の開示としては、後述するように、注記 (notes) による方法もある。これは、開示書類として提供される貸借対照表や損益計算書上の数値の意味を理解する上できわめて重要な働きをしており、特に会計方針とその変更に関する記載 (計算規 3 条) は、数値によって提供された財務情報の理解を高める上で不可欠のものである。しかし、記述による財務情報はそのような数値理解のための補足にとどまるものではない。情報利用者の理解を高めるという観点からすれば、記述による方法は分かりやすく、その内容をより一層充実させる方向で考えていくことが適切であるように思われる。拙稿「文章による企業財務情報の開示～営業報告書の充実に向けて～」長濱洋一先生還暦記念『現代英米会社法の諸相』(1996年、成文堂) 309頁参照。

(2) 飯田・早矢仕・前掲書 (注 1) 212頁 [平松一夫]。

(3) 同制度についての邦語の文献としては、飯田・早矢仕・前掲書 (注 1) のほか、松尾幸正『会計ディスクロージャーの理論と実態』(1990年、中央経済社) 112頁、盛田良久『アメリカ証取法会計』(1987年、中央経済社) 38頁などがある。また、将来予測情報に関する最近の邦語の文献としては、後藤雅俊『会計と予測情報』(1997年、中央経済社)、藤井建人『企業将来情報と SEC』(1997年、同文館) などがある。

一 アメリカの連邦証券法規制における MD&A 制度の沿革

ここにアメリカの連邦証券諸法上の MD&A とは、1933年証券法（以下、33年法）の様式（Form）S-1のアイテム（Item）11（h）や、1934年証券取引所法（以下、34年法）の様式10-K のアイテム7などにおいて要求されているレギュレーション（Regulation）S-K のアイテム303⁽⁶⁾によって提供される情報開示書類のことである。この MD&A の原型は、1968年にまで遡ると考えられている。しかし、現在の MD&A 制度自体は、1974年に SEC のレギュレーションに初めて登場し、その後、1980年の開示制度大改正に際し大きく変容したものである。以下では、その生成過程を詳細に見てみたい。

（1）MD&A 制度の萌芽期

前述したように、MD&A 制度の萌芽は、一般に、1968年における33年法の「登録書類の作成・提出に関するガイド（Guide）」のアイテム22「収益の要約（Summary of Earnings）」にあるといわれている。すなわち、そのアイテム22においては、次のような指針が示されていたのである。

「目論見書の記載が、『収益の要約』の対象とされる最終の年度以降の経営成果（operating results subsequent to the latest period included in the Summary of Earnings）に関連する不利益な変化を示す要素の討議（discussion）を含んでいるときは、当該『収益の要約』を記載する際には、その頭注または脚注において、当該「不利益な」変化に対して注意が喚起されるようにしなければならず、かつ、その討議がなされている目論見書の該当箇所（where it is discussed）についての言及がなされなければならない。」

ここにいう「討議されている（be discussed）」が、一般に、MD&A 制度の萌芽であると理解されているのである。⁽⁷⁾しかし、萌芽期の MD&A に相当するものは、ここに示すように、MD&A という名すら与えられてお

らず、討議に関する言及がなされるのは、財務情報の補助情報として提供される「収益の要約」の中の「不利益な変化の要素の討議」に限られていた。それはまた、いわゆる「継続開示」との関連性は特になく、あくまでも証券の発行時の目論見書規制との関連においてのみ記載されるものであったことにも注意しておかなければならないであろう。さらに言えば、そもそもその「討議」の記載自体が必要的なものではなく任意的なものであったことや、この「ガイド」自身が「委員会規則でも、委員会の公式の承認を受けたものでもなかった」ことは、当時の「討議」情報開示の位置付けを理解する上で重要である。

(2) 証券保有者への有意義な情報の提供——ハード情報の有意性の補強

1974年に、前述した33年法登録書類（具体的には、様式S-1、S-7、S-8、S-9、S-11およびS-14）に関するガイド22「収益の要約」の部分が改正された。それと同時に、34年法上の報告書（具体的には、様式10と様式10-K）に関するガイド1「経営成果の要約（Summary of Operations）」が新たに採択された⁽⁸⁾。それらが通牒（release）として公表された⁽⁹⁾。この改正33年法ガイド22と新しい34年法ガイド1とにおいて、「MD&A」という用語が初めて登場した。より詳しくいえば、その通牒において、33年法の登録書類等についての「収益の要約に関する経営者の討議と分析」の開示という表現と、34年法の年次報告書（annual report）についての「過去五年間の営業成績の要約に対する経営者の討議と分析」の開示という表現とが用いられるに至ったのである。用語の点では、現行のMD&A制度の基本的性格や枠組みはこの時点で出来上がったといえるであろう⁽¹⁰⁾。しかし、前述したように、また以下で詳しく見るように、現行のMD&A制度は、その後の1980年改正における大きな変容を経たものであり、この時期のそれとは完全に同じでない。

ところで、MD&A制度の導入に関連して、SECは、その「通牒」の中

で次のようなきわめて興味深い記述を行っている。⁽¹²⁾

「……委員会は、財務諸表に関する記述による説明（narrative explanation）の必要性を長い間認識してきた。証券諸法に基づく諸規則は、何年にもわたって幾度となく改正され、複雑な財務取引に関する追加的な記述による開示を要求してきた。証券法ガイド22も証券取引所法ガイド1も、投資者が収益の質的な側面（quality of earnings）を評価できるようにするために、収入の要約と経営成果の要約の説明を要求しているのである。投資者は、会計上の変化のみならず事業活動の変化が年度ごとのデータの比較可能性に対して与える影響の度合いを知り、かつ、純利益または純損失の源泉及びその再発生の可能性を評価できる地位に置かれなければならない。このように、収支の額及び源泉において生じた重要な変化、さらには税金額や純利益に重要な影響を持つ会計上の方針・方法・適用方法の変更を含む重要な変化が生じたときは、常に、適切な分析と説明とが提供される必要がある。加えて、この分析には、目論見書、登録書類、報告書のいずれかにおいて開示することが要求されているまたは開示されている、有利なまたは不利な重要な事実であって、経営者がその事実によって収益の要約において報告されている過去の活動または収益が現在または将来の活動または収益の指標とならなくなると判断したものについて、それらについての討議（a discussion）が含まれなければならないのである。」

いわゆる記述的情報開示のあり方を検討する上で、きわめて示唆に富む指摘である。このような「説明的な記述による将来を志向する開示」への言及は、それが企業への投資家にとって有益・重要な情報であることをSECが相当以前から認識していたことを示す証拠でもある。これに関連して、従来から学説レベルでは、「過去のデータは、それが将来のプロローグである限りで有意義である」との指摘が⁽¹³⁾あった。この主張が適切に指摘するように、過去の情報（ハード情報）の有意性はまさに現在や将来を見据えた企業分析においてのみ認識されるのである。反面、現在または将来の指針たりえない過去の情報は、不要であったり、かえってミスリーディングであったりし、また、それが「重要」情報であればあるほど、きわめて有害なものに変じる危険性があることにも注意しておかなければなら

⁽¹⁴⁾ ない。将来情報の不確実性に伴う危険性を十分にわきまえつつ、そのような「将来に向けられた情報 (future-oriented information)」の有益性や重要性を利用することが求められるのである。ただ、その将来志向情報の有用性や重要性を認めるとしても、①どのような種類の情報を、②どのような方法で提供すればよいのかの問題が残る。

これらの問題について、右の二つのガイドを詳細に見てみると、①の情報種類の点では、財務情報の意義を現在または将来との関連で捉えていながら、内容の点でみれば徹底さを欠く恨みがある。というのは、当該企業の経営者が持っているであろう「将来志向の情報 (prospective information)」それ自体にはなんらの特段の、あるいは直接的な言及を行っていないからである。⁽¹⁵⁾むしろ、将来志向情報については、1974年の段階では、SEC はいまだ懐疑的な立場であったと言わなければならない。この時期の MD&A で開示が要求されるべき情報は、別途開示された数値情報である過去 (=当期) の事実の情報に関連する「文章による説明」やいわゆる後発事象⁽¹⁶⁾のような事実の補足情報などを含む「既に発生した事実」⁽¹⁷⁾に限った「補足」情報であったのである。

なお、このガイドの特徴についてもう一つ指摘しておきたいことは、企業に情報開示が要求される基準としての「重要性基準 (materiality)」⁽¹⁸⁾について、いわゆる「パーセント基準」が採用されていた点である。例えば、前年度比10%以上の収支変化が生じたときや、過去3年間の平均純損益に2%以上の変化が生じたときは「討議」を記載しなければならないとされていた。重要性基準をこのような客観基準によることの長所としては、予測可能性に優れることが挙げられる。しかし、同時に短所として、必要な情報を時に排除してしまう点で狭すぎることがあり、また不要な情報を時に含んでしまう点で広すぎることが挙げられる。⁽¹⁹⁾後にこれらの短所が批判を引き起こす原因となったことをここに指摘しておいてよいであろう。このパーセント基準は、結局は1980年の大改正において放棄されるに至ったのである。⁽²⁰⁾

一方、②の情報の提供方法に関連しては、この当時のMD & A 制度については、数値で提供された情報のうち重要なところを、文章で要約し、または強調すること、さらには財務上の変化の原因や将来の再発の可能性等を分析した結果を説明すること、にその制度趣旨が求められていた点が注目される。これはまさに、過去のデータを将来に生かすための文章による追加情報の提供という位置付けである。たしかにこれも記述による情報提供の意義の一つであると考えられるが、後に見るように、その一部にすぎない。

（3） 将来志向情報の開示—MD&A による解決

将来に向けられた企業情報の重要性・有意性・有益性は、本稿においても再三述べてきたところである。そのことは、1977年の諮問委員会報告書（一般に、委員長名を冠して“Sommer Report”とも呼ばれる）において詳しく検討されたことの一つであった。⁽²¹⁾ 1980年の開示制度の大改正は、この報告書の様々な提案を実現したものである。当然に将来志向情報に関する改正も含まれている。⁽²²⁾

同年の改正によって、33年法のガイド22と34年法のガイド1が廃止された。同時に、委員会規則や様式も変更された（ルール14a-3、14c-3、様式10、S-1、S-7、S-11など）。従来の財務情報開示がこれらに代わって新たに制定されたレギュレーションS-Kに統合されることとなった関係で、従来の様式10-Kのアイテム2（経営成果の要約）が総則的な新しいアイテム6「選ばれた財務資料（Selected Financial Data）」にとって代わられた。それがそのまま、後のレギュレーションS-Kにおけるアイテム10へとつながる。また、この改正でMD&A、すなわち、「経営者の討議と分析」が独立したアイテムとなった。具体的には、様式10-Kのアイテム7（財務状況および経営成果に関する経営者の討議と分析 Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations）がそれである。これが後に新たなレギュレーションS-Kにおいてアイテ

ム11となるものである。⁽²³⁾ MD&A にこのような大改正を促した要因はいつたい何であったのだろうか。

従来の「収益の要約」や「営業成績の要約」では、その表現から明らかなように、企業収益あるいは経常損益との関連においてのみの経営者の討議・分析を意味するにとどまっていた。しかし、1980年の改正の理由として明白に述べられているように、従来のガイド22とガイド1では開示が要求される範囲が狭く、委員会の当初意図した目的を実現していなかった。とりわけ、当時の米国ではインフレーションが進行しており、従来の財務情報がインフレーションの影響の度合いを十分に開示できていないことが問題とされた。⁽²⁴⁾ これが改正の原因の一つであったと考えられる。これはまた、いわゆる歴史的原価 (historical cost) 主義会計の限界ともいうべきものでもある。SEC はインフレーションの影響に関する情報の提供を苦慮したのであろう。結局は、それを MD&A を通じた「記述による表示 (textual presentation)」によって実現することを意図したと考えることができるであろう。⁽²⁵⁾ その結果、開示の範囲の拡大という意味において、経営者の討議と分析 (MD&A) の制度は大きく変容したのである。⁽²⁶⁾

その変容は、以下のように整理できるであろう。第一に、「営業成績」ばかりか「財務諸表」を直接の対象としたものとなった。第二に、「流動性 (liquidity)」と「資金源 (capital resources)」と「企業活動の成果 (results of operations)」の三つの項目に特に焦点が当てられることになった。⁽²⁷⁾ 第三に、それらのいずれについても有利・不利を問わず、「傾向 (trends)」と「重要な出来事または不確定要素の内容 (the identification of significant events or uncertainties)」の開示が要求された。さらに第四に、「将来に向けられた情報」の開示は強制しないとされる一方で、「傾向」等の開示についての解釈によっては会社経営者が持つ将来志向情報の一部を直接的に開示強制する結果となった。⁽²⁸⁾ 第五に、インフレや価格変動の影響度に関する情報開示は必要的なものとされた。第六に、開示範囲の確定として不十分であると批判された重要性に関する「パーセント基準」が廃止

され、第七に、その有意性と費用との点で疑問があるとされた「各項目ごとの分析 (line-by-line analysis)」も削除された。加えて、第八に、セグメントごとの討議は登録者がその事業の理解にとって適切と判断したときだけ必要である、と改められた。いずれにしても、MD&A 制度は、変わるべき時期に、変わるべくして、変わったのである。⁽²⁹⁾

その変容の示唆するところは、繰り返しになるが、インフレが昂進したような先行き不透明な時期には過去の情報の提供だけでは企業の実情把握に不十分であったということである。これは、経済の先行きがきわめて不透明で、リスク計算等が重視される現在、その情報開示のあり方を考える上で、重要な示唆を与えるものであると考える。現に、現在のアメリカでは、リスク計算上の重要情報の提供方法として MD&A が大いに期待されていると言われている。⁽³⁰⁾ もっとも、後に詳しく検討するように、この1980年の時点でもいまだ「将来に向けられた情報 (forward-looking information)」のすべてが MD&A によって開示強制される種類の情報とはなっていなかった点は重要である。現在でも建て前においては、かかる情報は SEC 規則上は開示強制されていないと考えられている。要するに、MD&A において「開示が要求されるものは、将来に向けられたものではあるが、基本的には現在の実事であり (basically present fact)、将来のコストを引き上げることが明白な契約が現存する事によって確定した、将来の労働コストの増加のようなものをいう」とされている点に注意があるのである。⁽³¹⁾

ここに SEC は、情報の理論的な性質としてみれば等しく「将来志向情報 (prospective information)」として不確実要素を含む情報について政策的に敢えて二分し、① MD&A において開示要求されるものと、②そうでないものとで取扱いを異にしたと理解できよう。前者は伝統的な「事実」情報の枠内にある将来志向情報であるのに対して、後者は開示の奨励はされるが強制されないものとされたのである。⁽³²⁾

(4) 実務界からの改正提案

1980年に現行の MD&A 制度の基本的枠組みが出来上がった後、実務界から同制度に対するいくつかの改正提案が表明された。Coopers & Lybrand 会計事務所からの提案及び七つの会計事務所からの提案がそれである。⁽³³⁾このような実務界からの改正提案を受けて、SEC は同制度の見直しの意味を込めて広く意見照会を行った。その結果が1987年に「概念通牒 (Concept Release)」⁽³⁴⁾として公表された。一方、SEC の企業金融局 (The Division of Corporation Finance) は、1988年初頭から連続三回にわたり、毎回それぞれ別の12業種数百社を対象にして MD&A における開示内容を調査するプロジェクトを実施した。その調査結果及び先のコメントの結果等をまとめて1989年に公表したものが、いわゆる「解釈通牒 (Interpretative Release)」⁽³⁵⁾とよばれる通牒である。

実務サイドから提起された改正提案をみてみよう。たとえば最も詳細な改正提案を行った前掲 Coopers & Lybrand の提案では、① MD&A に対する会計士監査を強制すべきことと、②事業上の危険の開示を追加すべきことが要求された。⁽³⁶⁾①の点では、七大事務所提案もほぼ同じように監査の必要性を述べている。また②については、いわゆるネガティブ情報の開示として重要な示唆と考えられ、注目に値する提言であろうと思われる。また、監査の点では、SEC のコメント要求に対する回答においても、当面は厳格な執行とレビューを行い、また解釈通牒を通じて適切な指針を提供することの必要性が強調されていた。しかし、実務界の意見は多分に新規制の導入に対する単純な拒否の姿勢、つまり現状維持のために出たいわば反語的なものと思われ、実際には会計監査に対する積極的な提言というべきものではなかったようである。

ところで、SEC が、その MD&A において開示を要求する事項について、たとえば後述するように、「傾向」とか「資金源」とかの用語を採用し、また重要性基準等において明確さという点でははるかに優ると考えられる「客観基準」を廃止したことは、前述したように、意味のある情報

(meaningful information) を提供するには裁量の余地ないし柔軟性 (flexibility) を残した方がよいという政策的判断に至った結果であると解される⁽³⁷⁾。反面、実務サイドからすると、それらの用語に不明確さが残っている点が気がかりであったろうと想像される。その意味するところを明確にする指針（ガイドライン）が必要であるという意見が多く出されたのはもっともなことであろうかと思われる。SEC 自身も、これよりも前の1981年に前年の改正の効果を調査した結果を公表した通牒において、従来の機械的な開示に比べて内容がはるかに充実したとの結果を踏まえて「現時点」(1981年) ではなんらの改正の必要性はないと結論づける一方で、適切な指針を提供することの必要性を認めていた⁽³⁸⁾。要するに、1980年改正以降約10年間の同制度に関する実務界からの対応は、将来志向の会計情報を提供しようという SEC の政策変換それ自体に対する反論ではなく（これは実際にはほとんどなかったようである）、むしろ実務上の曖昧さを解消したいという欲求、端的に言えば、おそらく法的責任追及の可能性を排除したいとの欲求に集約されていたとみてよいように思われる⁽⁴⁰⁾。

- (4) Securities Act of 1933. 15 U.S.C. § 77a et seq. なお、以下における条文の引用は、U.S.Cにおける条文番号ではなく、「33年法 xx 条」という表記による。
- (5) Securities Exchange Act of 1934. 15 U.S.C § 78a et seq. 条文の引用方法は、33年法と同様とする。
- (6) 17 CFR 229.303 (1996). 以下では、「レギュレーション303」等として引用する。
- (7) Sec. Act Rel. No. 4936, 33 F.R. 18617, 18618 (Dec. 9, 1968).
- (8) See 17 CFR 240.14c-3 (a) (4). See also Instructions to Form 10-K, 2.
- (9) Sec. Act Rel. No. 5520, 39 F.R. 31894 (August 14, 1974).
- (10) 当時の Rule 14c-3 (a) (4) と様式 10-K に関する指示事項 (Instructions to Form 10-K) のアイテム 2 参照。
- (11) L. Loss & J. Seligman, 2 Securities Regulation 669 (3d ed. 1989).
- (12) Sec. Act Rel. No. 5520, *supra* note 9, at 31895.
- (13) C. W. Schneider, *MD & A Disclosure*, 22 Rev. of Sec. & Comm. Reg. 149, 149 (1989).
- (14) *Id.*
- (15) But see Guide 22, Item 22 (h), Sec. Act Rel. No. 5520, *supra* note 9, at 31896.

(内容的には本文で引用した1968年の通牒と同じ)。

- (16) 日本法の例で示すと、附属明細書における「会計方針の変更の理由説明」(計算規46条2項)のようなものがこれに当たろう。
- (17) これも日本法の例で示すと、営業報告書の開示事項となっている(計算規45条1項9号)。
- (18) Sec. Act Rel. No.5520, *supra* note 9, at 31, 896.
- (19) Sec. Act Rel. No.6711, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶84, 118, at 88, 623.
- (20) Sec. Act Rel. No.6231, ASR No.279, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶72, 301, at 62, 815, [45 FR 63630] (Sep.2, 1980).
- (21) Report of the Advisory Comm. on Corporate Disclosure to the SEC, House Comm. on Interstate & Foreign Commerce, 95th Cong., 1st Sess. 428-469 (Comm. Print 95-29 1977). (以下、1977年報告書)。後に SEC 自身もその政策を大きく転換させたことの意義等については、拙稿「企業のソフト情報の開示規制とその問題点 (一)」早稲田法学67巻1号1頁(1991年)、同(二・完)早稲田法学67巻2号1頁(1992年)参照。
- (22) Sec. Act Rel. No.6231, *supra* note 20, at 62, 807, 62, 907.
- (23) 前者が現在のレギュレーション S-K のアイテム301に、後者が現在のアイテム303へとつながる。
- (24) Sec. Act Rel. No.6231, *supra* note 20, at 62, 816.
- (25) Sec. Act Rel. No.6711, *supra* note 19, at 88, 623. (「この変更は、部分的には当時の経済環境に対する委員会の懸念を反映していた。すなわち、高金利とインフレーションとが重要な問題であり、改正された MD&A は、このような要素およびその他の要素によって引き起こされる傾向と不確実要素の開示を促進することを意図していた。」)
- (26) Sec. Act Rel. No.6231, *supra* note 20, at 62, 807.
- (27) See FASB, Statements of Financial Accounting Concepts, No.1, para. 49. [hereinafter SFAC] (1978) 邦訳として、平松一夫・広瀬義州『FASB 財務会計の諸概念』(改訂新版、1996年、中央経済社) 35頁。
- (28) See M.I. Steinberg, Understanding Securities Law, 3rd ed. 2000, at 271.
- (29) Sec. Act Rel. No.6231, *supra* note 20, at 62, 807. なお、証券保有者に対して提供される年次報告書が経営者と証券保有者との間の最も効果的な意思伝達手段であるとされてきたことについて、この通牒が、「それが、概して、法的な、かつ、技術的な用語を避け、理解可能な、そして時に革新的な様式で情報を提供するから、読まれるのである」と述べている点は、記述による開示方法の充実を論じる本稿の目的からは、きわめて心強い指摘である (*Id.* at 62, 809.)。
- (30) 既に1980年代の状況につき、後述(注33)の会計事務所からの提案を参照。なお、従来の二つのガイドが「委員会の当初の意図」を反映していなかったとの改正理由に述べられている「当初の意図」が何であったが問題となる。それは必ずしも

明白ではないが、ここでは一応「投資者に対して現在の会社の意図している目的と数額による経営の評価とを提供すること」であったと理解しても大きな誤りとはならないであろうと考える（*See* Sec. Act Rel. No.6349, ASR No.299, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶72, 321, at 62945, 62,946 (Sep.28, 1981).）。1980年の通牒においても、「営業活動（operations）」にだけ焦点をあてても今日の複雑な経済環境における会社の財務状況のすべての側面をカバーするには不十分であると述べられていることなどがその理由である（*Id.*）。もっとも、今日のMD&Aがその開示媒体となっている「将来志向情報」については、当初の委員会において「将来志向」型の問題意識があったのかは多分に疑問である。しかし、その後のSEC規則における展開は、経営者の持つ予測情報や考え方（views）それ自体の開示要求（強制）は投資者に有用情報を提供するというSECの開示制度の政策目標からは必然に導かれるものともいえ、委員会自身の自覚の有無はともかくも、当初の委員会の政策に内在していたものとも理解できるであろう。これに関連して補足しておく、旧制度に対する批判の多くは、既に述べたように、従来のガイドが採用していた重要性基準についての客観基準に関連するものであったことを改めて強調しておきたい。いささか我田引水・牽強附会的な議論になるが、将来志向の情報提供を求めている批判とみることもできるかもしれない。ソフト情報は本来的に柔軟に対処されるべきものであって、将来志向情報の開示が政策的に意識されたときには、硬直した従来からの客観基準では十分に対応できないのは当然なのである。1980年の改正で改めて将来志向の視点が強調されたことは重要であり（松尾・前掲書（注2）112頁参照）、その意味でもこの改正は改正されるべき理由を持っていたと考えられるのである。

- (31) Sec. Act Rel. No.6349, *supra* note 30, at 62,817.
- (32) しかし、SECのこのような建て前は、現在では「暗黙のうちに（sub silentio）」変貌しているとの指摘もある（Schneider, *supra* note 13, at 156.）。その指摘を裏づける近時の傾向については後述する。
- (33) Sec. Act Rel. No.6711, *supra* note 19, at 88,624.
- (34) Sec. Act Rel. No.6711, *supra* note 19, at 88,622.
- (35) Sec. Act Rel. No.6835, 54 F. R. 22427 (May 18, 1989). *See* Financial Rep. Rel. No.1 (The Codification of Financial Reporting Policies Section 500 (Information Outside of Financial Statements) [hereinafter Codification], 1989.
- (36) Sec. Act Rel. No.6711, *supra* note 19, at 88,624-25.
- (37) Sec. Act Rel. No.6231, *supra* note 20, at 62,816.
- (38) Sec. Act Rel. No.6349, *supra* note 30, at 62,945. なお、将来に向けられた情報も相当数の会社で開示されていたとのことであるが（*id.* at 62,946. *See also id.* at 62,950-51.）、反対の指摘もある（J. Seligman, *The SEC's Unfinished Soft Information Revolution*, 63 Fordum L.Rev. 1953, 1963 (1995).）。

(39) Sec. Act Rel. No6349, *supra* note 30, at 62, 945.

(40) Schneider, *supra* note 13, at 155. (「原告側の弁護士にとって、MD&A 報告書は相当の金の山になる可能性がある。」)

二 1980年改正による MD&A 制度

現在の MD&A 制度に連なる改正 MD&A は、財務情報⁽⁴¹⁾について、「記述・文章による方法」で、しかも「将来志向的な情報」をも提供しようとするものである。このような MD&A 制度の変遷について、SEC 自身は、前述した1979年の「解釈通牒」の中で次のように述べている。⁽⁴²⁾

「委員会は、長年にわたり、財務諸表についての記述による説明の必要性 (the need for a narrative explanation of the financial statements) を認識してきた。数額による表示とこれに添えられた簡単な注記だけでは、投資者が収益の質と過去の成果が将来の経営活動の指標となりうる可能性とを判断するには不十分であるからである。MD&A は、投資者に対して会社の事業についての長期と短期の分析を提供することで会社経営担当者の目を通して会社を見る機会を提供することを意図している。その開示要求項目は、経営者に対して、事業のダイナミックスを討議し、財務状況 (financials) を分析することを求めている。」

これ以前の通牒と類似する語句や言い回しが多用されているにもかかわらず、内容の点でニュアンスが違うことに気づく。この通牒では、既になされた財務諸表の数値の反復や容易に算出可能な数値を改めて記載する必要はないと述べていることから明らかに⁽⁴³⁾、財務諸表の上に現れた情報の意味を「単なる数値の繰り返しでない記述情報」として提供し、また会社経営者の目を通した会社の短期及び長期の動的な姿の討議・分析の成果を提供することが要求されているのである。それも、注記 (notes) とは違った独立の文書によって提供しようとしている。もっとも、そこに開示が要求されるのは経営者があまり努力と出費をしなくても⁽⁴⁴⁾ 入手可能なものに限定されている点には注意が要る。開示義務者に過度の負

担とならないようにしながらも、可能な限り必要・有用情報を提供しようという SEC の政策的配慮が窺える。そのような「動的な」会社の状況に関する情報を提供する手段としての MD&A 制度があるとの理解が可能であるとして、それでは、出来上がった規則の上で、具体的にどのような財務情報が要求されるのであろうか。以下、個々に少し詳しく見てみようと思う。

（1） 全年度を対象とした報告書（Full Fiscal Years）に対する要求

（a） 流動性（liquidity）⁽⁴⁵⁾

アイテム303 (a) (1) は、まず、登録者（registrant）の「流動性」を実質的に増加若しくは減少させる、または増加若しくは減少させると合理的に思量できる①「傾向（trends）」、②「需要（demands）」、③「支出を伴う契約（commitments）、出来事（events）、不確定要素（uncertainties）」のうち、「既知のもの（known）」の3項目を明示することを要求している。また、「流動性」に「重大な欠損（a material deficiency）」があると記載される場合については、これを解消するために既に採られたまたはこれから採るべく提案されている行為内容の詳細（the course of action）をも明示し、さらにそのような新たな「流動性」をもたらす源泉を内部的なものと外部的なものに分けて表示して、かつ、未使用の重要な流動性資産（any material unused sources of liquid assets）に関して簡潔な討議を行わなければならないとも規定している。この規定から明らかのように、「流動性」に関する情報については、現在情報の補足のみならず、前述した将来志向情報という視点が重視されていると理解することが可能であろう。

ところで、ここでキーとなるべき「流動性」の語には、わざわざ明文で定義が与えられている。すなわち、ここに「流動性」とは、「当該企業がその現金の必要性に見合う十分な額の現金を作り出せる能力（the ability of an enterprise to generate adequate amounts of cash to meet the enterprise'

s needs for cash)」であるとされているのである。⁽⁴⁶⁾さらに、「流動性」は事業との関連において、かつ、短期のみならず長期の面でも討議されなければならない、ともされている。⁽⁴⁷⁾

このような「流動性」情報は、伝統的には主として貸借対照表において提供されてきたものである。たとえば、流動資産や流動負債である。その意味では、このような情報を MD&A を通しての記述情報として提供し、また将来との関連で討議・分析することを要求している趣旨はどういうことなのかという疑問が生じ得る。その答えはおそらく、貸借対照表が流動性情報の提供道具として必ずしも十分でないということなのではなかろうかと思われる。たしかに現実の貸借対照表の数値から流動性比率等の財務指標を算出することは可能である。しかし、「流動性」の意義をここでの定義のように、当面のまたは短期の「支払能力」という意味で捉えんとするならば、その「支払能力」は当該企業の現在または将来とのかかわりにおいて考えなければならない。貸借対照表の資産の部がかりに未費消費用 (cost) の記録であるとするならば、潜在的役務可能性 (service potentials) のような将来的要素をその数値の中に含み得ないという限界が意識されなければならない。⁽⁴⁸⁾もとより、かかる情報提供の方法としては、貸借対照表の「流動資産」の評価方法を変更 (数値を修正) することで対処するやり方もありえよう。あるいは、注記 (notes) による「資産の売却時価情報」の提供ということで対処できるかもしれない。またキャッシュ・フロー計算書というアイデアもありうるであろう。現に、かかる開示方法の修正についての議論がなされていることは周知のところである。ただ、そのような情報開示方法がコストの点や情報の理解度の点などでベストな方策かどうかは別問題である。会社内部では、かかる「流動性」(自社の支払能力) に関して「討議と分析」は当然しているはずであろうから、その内部情報の公表を強制したところで、そのコストは、後に触れる時間的な問題はあるにしても、過度なものとはならないと推測できる。加えて、そのような情報を文章情報媒体たる MD&A によって提供できれば、歴史的原価を示

す貸借対照表自体に手を加えることなく必要かつ有益な情報を分かりやすく提供することができるメリットがあるともいえよう。

(b) 資金源 (capital resources)

アイテム303 (a) (2) は、「流動性」に次いで、「資金の源泉」の開示を要求している。具体的には、直前の年度末時点での重要な契約であって登録者の資金的支出を伴うものについて、①そのような契約を行った一般的目的と、②その支出をまかなうために必要な資金の調達方法とを開示することが要求されている。さらにまた、③登録者の資金源に有利あるいは不利に作用する重要かつ知られた傾向は、そのすべてが記載されなければならない、ともされている。ここでも将来的な視点が相当程度に重要視されていることがわかる。また以上の要求は、その規定の文言からすると相当に範囲の広いものを含むものではあるが、会社の財務諸表の数値に明確に現れていない将来の支出を伴う契約の詳細やそのための資金源等に関する重要情報を記述的方法によって提供することがその意図に含まれていることは明白である。⁽⁴⁹⁾ また短期的には、かかる支出は会社の資金面、特に(a)で触れた「流動性」への影響が大きい場合もあるであろう。そこで、(a)と(b)とは相互に関連する場合は統合して情報提供されてよいとも規定されている。

(c) 営業活動の成果 (results of operations)⁽⁵⁰⁾

この情報（アイテム303 (a) (3)）は、従来からも「経営者による討議・分析」が要求されていたものである。損益計算書や収支計算書など当期利益の計算に関わる重要情報だからである。具体的には、報告された情報の補足的なものとして、①通常的でない出来事や取引、②物価上昇などの要因が経営成果に及ぼした影響の程度等が開示要求されるほか、③将来影響を及ぼすであろう情報であって既知のものの開示も要求されている。したがって、それは、インフレの影響等の情報を財務諸表の数値自身に反映させるのではなく、MD&A という記述の情報として提供しようという趣旨であろうかと思われる。経営成果として表示されたもののうち物価上昇に

起因した部分の明示や、インフレ等についての経営者の討議に関する記載が要求されている。経営者は、その MD&A において、以上の事柄に対する「自らの考え方を、文章のかたちで、しかも簡潔に記載 (a brief textual presentation of management's views)」しなければならない。その討議はインフレの「当該年度に対する影響」だけに基礎をおいてなされてはならないとも規定されており、経営者は、年度を超えた、かなり広範な影響度を考慮して意見表明しなければならないこととなる。

また「将来影響を及ぼすであろう情報」で知られたものの開示が要求されている点は注目されてよい。ここでも将来重視の政策が顕現していると考えられる。もっとも、再三指摘するように、将来志向情報のうち、業績予測情報等の「将来に向けられた情報 (forward-looking information)」については、SEC は建て前として MD&A に含ましめることを強制していない。当時の SEC の考え方によれば、この予測情報の方は、MD&A において開示が「奨励されるが要求はされない」ものにすぎなかったのである。⁽⁵¹⁾

(d) その他

上記三つの項目以外にも、「登録者が、その財務状況の変化及び財務状況と営業活動の成果の変化を理解する上で必要と信じるその他の情報」もまた、MD&A において提供することが要求される。これは利用者の理解を高めるための記述情報を提供するという MD&A 制度の趣旨からすると当然のことであろうかと思われる。

(2) 年度全体を対象としない中間期 (Interim Periods) に提供される報告書 (四半期報告書や臨時報告書) に対する要求

これら書類についても、基本的には (1) の場合とほぼ同様の要求がなされている。その趣旨は、年度報告書が作成されるまでの間隙において生じた変化についての情報提供にあると解せよう。その中間期の MD&A の作成においては、情報利用者は前年度末の情報を読んでいるものと考えて作

成してよいとされている。ただし、その間におけるインフレーションや物価の変動の影響についての情報提供は不要であるとされている点には注意を要しよう。

- (41) *Instructions to Paragraph 303 (a)*, 1. 一般に「討議」は、財務諸表によってカバーされる3年間が対象となる
- (42) *Sec. Act Rel. No.6711*, *supra* note 19, at 88, 623.
- (43) *Instructions to Paragraph 303 (a)*, 2 and 4.
- (44) *Id.* 2
- (45) *Codification 501*, 03, (CCH) ¶73, 194, at 62, 844.
- (46) *Instructions to Paragraph 303 (a)*, 5 and 6.
- (47) *SFAC*, *supra* note 27, para. 25.
- (48) *See Instructions to Paragraph 303 (a)*, 2. (ここで要求されるものは、将来の営業活動に影響を及ぼすと考えられるが過去においては影響を及ぼさなかったものと、報告済みの活動には影響を及ぼしたが将来の活動には影響を及ぼさないと予想されるものについて、それぞれの記述と数額とを含む。)
- (49) *See Instructions to Paragraph 303 (a)*, 2.
- (50) *See APB Opinion No.9. Reporting the Results of Operations (1966)*, *SFAC No.5*, *supra* note 27, paras.33-38 and 78 *seq.* (Dec. 1984).
- (51) *Instructions to Paragraph 303 (a)*, 7.

三 MD&A 制度の意義と限界

1 MD&A 制度の意義

(1) 過去の事実に関する財務情報の限界とその補充

MD&A は、以上の概観からも明らかなように、貸借対照表や損益計算書などの財務諸表によって提供される数値による財務情報ではない財務情報を提供するもの (non-financial statement) である。それは文章・記述の方法で、当該企業の現在の支払能力や収益力を示し、より一層正確なキャッシュ・フロー情報を提供するものである。見方をかえると、貸借対照表や損益計算書が企業の流動性、支払能力、収益力の確定手段または表示手段としてどれほどの機能を発揮できるかが改めて問われなければならない

⁽⁵²⁾ ない。既に述べたように、伝統的な歴史的原価 (historical cost) に基礎をおく貸借対照表では物価変動や簿外資産等の処理に限界があるのである。⁽⁵³⁾ MD&A は、そのような貸借対照表やそれに付随する形の注記による開示方法の限界を克服しようとして、SEC によって精緻な制度へと変遷させられてきたともいえるであろう。

そのような伝統的な財務諸表による財務情報の提供における限界の問題は、もとより、貸借対照表の評価方法の原則を変える等の方法で克服することも可能であろう。例えば、貸借対照表上の資産を「時価」で評価するようにすれば、その貸借対照表は時点のストック時価情報を提供する財務諸表という性質を帯びることになり、流動性 (支払能力) 資金源などの面でより有用な情報を提供できるかもしれない。⁽⁵⁴⁾ しかし、そのような改正をしたならば、貸借対照表上の資産は、損益計算書の期間間の連結点としての、また未費消費用の表示という性格を失う可能性もある。また、より根源的な問題として、貸借対照表は未費消費用の表示媒体なのか、それともストック情報の開示媒体なのか、といった貸借対照表の存在意義自体が問われる必要があるように思われる。その際には、たとえばストック情報としては、わが国ではかつて存在した「財産目録」との対比を再びする必要が生じるかもしれない。⁽⁵⁵⁾ いずれにしても、この問題は本稿の範囲を超えており、別途検討の方が妥当であると考ええる。ただここでは、MD&A の制度は、歴史的原価主義を前提にしつつ、別途インフレーション情報等の重要情報を、しかも単なる注記ではなく「経営者の目を通した」討議・分析結果の記載という一歩踏み込んだ記述情報の形で利用者に提供するものと理解でき、一見すると相矛盾する二つの要請をきわめて巧妙に折衷した制度であると評することができる点を指摘しておきたい。

(2) 流動性 (支払能力) 情報の提供

MD&A に関連して、損益計算書、収支計算書、キャッシュ・フロー計算書についても記述的情報開示が要求されているに注意する必要がある。

すなわち、これらの動的な財務情報の提供媒体についても、現在または将来という視点からは限界があることが示唆されていると考える。思うに、当期の損益・収支・キャッシュ・フローの動向といっても、それらは基本的には「過去」の情報である。したがって、それらは現在または将来の支払能力や流動性を絶対的に保障するものではない。もとより、将来を予想するのに過去の事実を重視した現在の財務諸表が全く無意味なわけではない。⁽⁵⁶⁾ 将来予測にとって必要・重要な情報の一つであることは今も昔も、そして将来も変わりはないであろう。ここで問題にしているのは、数値による情報、また過去に偏重した情報だけは限界があるということである。それが、本稿において、過去の財務情報を正確に伝達する制度を一方で認めながら、他方、現在・将来を重視した必要かつ有益な将来志向情報を提供しようとしている MD&A 制度に注目したゆえんである。そして、その中で、「流動性」、換言すれば、会社の短期（あるいは中長期）の「支払能力」（その支払や資金運用のための資金源など）情報の提供が重要視されていることは示唆に富むといわざるをえないのである。

（3） 理解の容易さ・充実した情報内容の提供

MD&A は、文章・記述による方法という点で数値の読解が苦手な情報利用者にとっても、会社のこれまでの成果や現状、そしてそれが将来志向⁽⁵⁷⁾ 情報を含む限りでは将来の姿についての理解が容易になると想像できる。また、それが経営者自身の討議・分析の結果であることの意味も大きい。これによって、経営者が現在の会社の経営実態をいかに捉えているのか、将来その会社をいかに経営していこうとしているのかを知ることができるからである。また将来についての情報として眺めてみても、情報としての信頼性・精度は他者の予想と比べて相対的に高いといってよいであろう。数値では提供しづらいさまざまな情報も提供できるメリットもあるであろう。それも注意を引く、強調した形で提供されるならば、そのことはいっそう意味を持つ（反面、誤解を生ぜしめる危険もその限りで高まることも否定

できないが)。

(4) 将来志向情報 (prospective information) の提供

当初の MD&A、すなわち1974年段階の MD&A 制度は、財務諸表による事実情報の言葉による単なる説明にすぎなかった。与えられた数値では到底説明できない、数値の変化の背景や理由等を言葉で「説明する」ことが第一義的に要求されたのである。それはまさに財務諸表の付属書類であった。極言すると、注記を充実させることと政策的には大差ないものであったといえるであろう。

ところが、1980年に改正された後の MD&A 制度は、損益状況に関連する数値 (の変化) の原因等の説明にとどまらず、会社の財務状況について、特に支払能力や将来の営業成績に関連する必要・有益情報を提供する媒体へと変容した。そして、それは経営者の目を通した「討議」であり、「分析」の結果の情報である。そのような変化を支えたのは、再三述べるように、将来志向的情報提供の意義あるいは必要性についての SEC の強い認識であったことは疑いない。経営者はその時点で入手可能なすべての情報を前提に、自らの能力を駆使して、会社の現在または将来のために経営しているはずである。それが duty of care の履行であろう。過去の支出や成果等の情報はその歴史的な通過点を示すにすぎず、継続企業にあってはこれまでの成果に安住しているはずはないからである。経営者たる者は、常に会社の現在・将来を見据えているはずであるとするならば、そこでは必ずや的確な経営判断をなすために集められ、検討された様々な情報が存在し、それをもとに仮説や予測等がシミュレートされ、比較検討がなされていることと想像される。いわゆる「管理会計」と呼ばれる会計分野においては、将来に向けられた財務情報が多く含まれていることは周知のことである。そのことから、企業経営には将来的視点が重要であることが窺える。前述したように、将来志向情報を会社に直接開示させることは必ずしも過度のコストを強要するものではないということである。

一方、投資者を含む会社の利害関係人一般の当該企業に対する期待は、⁽⁵⁹⁾将来志向的であると考えられる。なぜなら、投資家は、将来の高配当や株価高騰を期待して、取引先・債権者らは会社の将来の支払能力や安定した継続的な取引関係を期待して、投資を行いあるいは信用を供与する、または投資し続けあるいは信用を供与し続けるものだからである。当該企業の存続自体を期待する場合も少なくない。そうだとすれば、このような者にとって必要かつ有益な情報とは何か、の答えは自明となろう。当該企業の現在のあるいは近い将来の「実態」についての理解を高めるといふ趣旨からすると（これがまさに MD&A の制度目的であると考えられるのであるが）どういう情報が必要か、という点で、前述した企業内部にあるはずの将来に関する討議・分析情報はまさにそのようなニーズにふさわしいものであると考えられるのである。

ただし、このような内部経営情報は時に企業秘密に属し、開示適格性を備えるほどに熟していても（ripe）開示しない方が企業の利益になる場合もある。開示の時期の判断は「経営判断」の一つと解すべきものであろう。もとより、相当に不確実（unripe）であれば開示適格性すらないということになり、むしろ開示は禁止されるべきものである。しかし、経営者がこのような内部的情報に基づいて経営をすると考えられる限りでは、その情報の不確実性は軽視ないし無視されてもよい場合が少なくないともいえよう。不確実性の危険を承知のうえで情報を利用することは、わが国でも業績予測の開示がなされている点からも納得されるところである。

いずれにしても、かかる不確実情報一般についてすべてを開示要求するのであれば政策としては一貫する。しかし、前述したように、SEC はかかる将来志向情報を① MD&A 情報と② 予測情報とに二分し、後者については開示を強制してこなかった。不確実性に政策的な段階を設けたわけであるが、これまでの通牒を詳細に検討してみると、そこには次のような事実があることに気づく。例えば、1989年通牒によれば、会社の経営者は年次報告書の作成に当たって、まず知られた傾向、需要、支出を伴う契約、

出来事、不確定要素（例えば、期限が到来しようとしている主要な政府との契約が更新されない可能性）が現実になるのかどうかを検討しなければならない、(i)もし経営者が合理的にみて現実とならないと判断したときは、なんらの開示も必要ないとされている。これを反対解釈すると、(ii)合理的にみて現実となると判断したときや、(iii)合理的にみて現実とならないと明確な判断ができないとき（いわゆるグレイ・ゾーン）は、開示が絶対に必要ということになる。すなわち、特に(iii)の場合について考えると、問題となっている将来志向情報に不確定要素があればあるほど、経営者はそれが現実にかかるかどうか判断できないわけで、開示が強制されることになってしまうのである。この場合、経営者は、その知られた傾向等が「現実となった場合を想像して、その結果を客観的に評価しなければならない」ことになる。

不確定情報（ソフト情報）の開示義務の成立については、伝統的に確実性の要素が決定的（むしろ否定的）役割を果たしてきたと考えられる。しかし、以上のように、SEC の通牒を文字どおり読めば、MD&A における将来志向情報では（当然に将来のことであるので(iii)の場合はいうに及ばず、(ii)のような場合ですら不確定要素を含むにも拘らず）、開示対象事象の重要性が事象の不確実性に優越することがあるということになっている。これは、それまでの一般的理解に反した推論であり、連邦最高裁判所が34年法ルール10b-5との関係で採用した可能性・影響度比較基準にも反した推論であろう。SEC の方針を改めて検討する必要があるように思われる。⁽⁶⁰⁾

再三述べるように、Item 303 (a) の指示事項 (*Instructions*) 7 を見る限り、SEC が建て前として将来に向けられた情報の開示を強制してこなかったことは疑いない。しかし、以上の検討から、実質的には開示強制しているのではないかとの指摘が可能であるように思われる。⁽⁶¹⁾ MD&A の開示要求情報といわゆるソフト情報との二分が果たして論理明快なものであるのかどうかは少なからず疑問であるように思われる。また MD&A 制度の

趣旨からすると、あらゆる必要かつ有益な将来志向情報の提供が是とされてよいはずであり、その種の情報の最たるものであるソフト情報（予測情報）をその *Instructions* の文言通りに単に「奨励」のレベルにとどめているのは、政策としてみれば納得させられるところはあるものの（不確実情報の開示の危険性等）、一貫性を欠く恨みが残る。やはり、そこにある躊躇は、将来志向情報の持つ不確実要素が決定的な要因になっていると推測できよう。しかし、そのとおりであるならば、今度は、通牒における前記(イ)の場合の取扱いが問題になるであろう。

2 MD&A 制度の限界

(1) 開示の程度及び作成上の時間の問題

情報提供サイド（発行会社）からみると、数値の情報を提供する方が簡単である。これについて討議し分析した結果を開示するには、手間と時間、費用を必要とする。これだけのコストを強いるに値するベネフィットがあるのかどうかはまず問題となるであろう。

この点で、MD&A が要求する情報が財務情報として流動性や収益力等に集中していることに注目したい。ここに、情報利用者にとって必要かつ有益な情報を提供しつつ、かつ、情報提供者にとって過度の負担にならないようにする、という SEC の姿勢を感じ取ることができると思うからである。コスト／ベネフィット論は MD&A 制度についても常に意識されてきたように思われる。一応は、手間と時間、費用を要求するだけのことはあると考えたうえでの政策決定であったと考えてよいであろう。

次に問題となるのは、MD&A の内容が充実すればするほど実務上の対応が困難になってくるという点である。特に、その質を高めようとするほど作成能力も高いものが要求され、また作成の時間上の問題が出てくる。確かに、この制度の導入にはこのような実務上の問題が不可避であるように思われる。ただ、情報利用者の理解を高めるために記述による情報の提供の必要性が認められるのであれば、実務は様々な問題を克服して

も、提供情報の質的向上を目指すべきものであろう。現にアメリカでは MD&A に大きな期待がかけられているともいわれているが、その理由はおそらくその開示方法自体に優れた点があるからなのであろう。本末転倒してはならないと考える。

(2) 進行中の事実の情報開示強制—合併交渉情報の場合⁽⁶²⁾

解釈上、開示要求される「知られた事象」に合併交渉情報が含まれるとすれば、合併交渉当事会社はそれを相当に早い時期に MD&A において開示しなければならないのではないかという疑問が生じよう。会社の経営者は交渉当事者であるから、当然に知っている事象であり、また前述した事象の重要性と不確実性との関係についての通牒の解釈いかんでは、開示しなければならない重要情報に該当するという結論が容易に導かれるようにも思われる。連邦最高裁は合併交渉当事会社に「沈黙」あるいは「ノーコメント」による対応を認めたが、MD&A 開示はこれを許さないことになるのではないかという問題である。

SEC の基本姿勢は、次のようなものであった。すなわち、「別途開示義務が成立する場合を除いて」、一般には、「登録者がかかる情報の挿入によって取引の終結が危殆ならしめられるであろう (would) と判断するときは」MD&A に記載しなくともよいとするものである。⁽⁶³⁾しかし、このような解釈通牒が出たこと自体、合併交渉情報は右の「知られた事象」の文言に該当すると SEC 自身も認めたとも受け取れる。ただ、そのような解釈を強制すると、時期尚早開示の不利益が当該会社に及ぶことになってしまうので、SEC はいわば折衷的に、合併交渉当事会社の不開示の「裁量」を優先させることで秘密の利益を保護したとも解される。もっとも、開示が登録者またはその代理人によって任意になされた場合は、秘密の利益がなくなったとして MD&A への開示が要求されている点には注意が要る。いったんどこかで開示してしまうと、継続的に開示義務の対象となるからである。また、ここにいう「別途開示義務がある場合」についても、解釈

上の問題があり得るであろう。この点では、重要性和確実性が衡量されるべきものであろうが、伝統的には確実性が優先するとの理解が一般であると考えられる。

(3) 監査・レビューの問題

前述した実務からの提案にあったように、MD&A が監査あるいは第三者機関によるレビューになじむ書類かどうかは、一つの問題であろう。そこに含まれる情報は経営者の「判断」の結果だからである。情報の信頼を高めるには第三者のチェックが意味を持つことは疑いないが、客観的データに基づいた判断であるとしても、最後のところは経営者の主観が入り込むことは避けられないのである。⁽⁶⁵⁾

(52) See SFAC No.1, *supra* note 27, para. 37.

(53) わが国でもデリヴァティブ会計についての会計基準が明確にされ、市場を有する金融商品等について時価会計の導入が図られたことは記憶に新しい。企業会計審議会「金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書」（平成11年1月22日。以下、金融商品会計基準）、同第1部会「先物・オプション取引等の会計基準に関する意見書等について」（平成2年5月29日）など参照。

(54) たとえば、金融商品に係る資産について、前掲「金融商品会計基準」（注48）第三など参照。

(55) FASB, *The Framework of Financial Accounting Concepts and Standard*, Dec. 1997. その翻訳として、（財）企業財務制度研究会訳『財務会計の概念および基準のフレームワーク』（2001年、中央経済社）参照。

(56) しかし、たとえば、FASBにおける貸借対照表上の「資産」の定義にみられるように、資産の本質を将来の経済的便益（future economic benefit）とみるような動きがあるのである（SFAC No.6, *supra* note 27, paras. 27-31.）。

(57) SFAC No.1, *supra* note 27, para. 54.

(58) むしろ、会社にとって秘密保持の利益が損なわれることをどうするかが問題となるであろう。

(59) See SFAC No.1, *supra* note 27, para. 37.

(60) 本稿は、MD&A 制度の成立の背景とその内容を検討するを目的としており、1990年代以降におけるソフト情報（将来志向情報）開示をめぐる議論については、続稿を予定している。See e.g. Sec. Act Rel. No.7101, Fed. Sec. L.Rep. (CCH) ¶ 85, 436, at 85, 778 (Oct. 13, 1994) and Reg. S-K, Item 10(b).

(61) See e.g. Schneider, *supra* note 13, at 155.

- (62) 閉鎖会社に限定して別に論じたことがあるが、その問題は公開会社にも等しく妥当しよう。拙稿「閉鎖的株式会社における合併交渉情報の開示時期」酒巻俊雄先生還暦記念『公開会社と閉鎖会社の法理』（1992年、商事法務研究会）149頁。
- (63) Sec. Act Rel. No. 6835, *supra* note 35, at 22, 436.
- (64) 藤井・前掲書（注3）241頁など参照。
- (65) See AICPA, *Guide for a Review of a Financial Forecast*, 1980 and *Statement on Standards for Accountant's Service on Prospective Financial Information*, 1985.

四 わが国の商法・証取法における財務情報開示規制に対する示唆

1 記述による財務情報の提供

アメリカ連邦証券諸法における MD&A 制度の変遷をみると、記述による財務情報としては、大きく、(a)提供された数値の説明的記述のグループと、(b)提供された数値に関連する追加的事実や過去の事実に関する解説的情報 (MD&A) のグループと、(c)提供された数値による財務情報に関連する将来志向の情報グループとに分けられるであろう。

第一のもの(a)には、例えば、①当該企業から法定書類として提供される財務諸表の読解に不可欠な説明的記述（例：会計方針やその変更の開示のように数値自体の読解において不可欠なもの）や、②提供された数値に含まれる情報であるが、直接には表現されていないものを示すためになされる記載（例：当期利益の中に占める物価変動に起因する部分の表示のように、数値の表面的意味を実質的に正確に理解するための補足的情報）のように、従来から注記の方法で提供されたり、また注記でも対応可能とされたりしてきた記述的情報のほか、③提供された数値から演繹可能な情報であるが、利用者の便宜を考え、また理解を助けるためになされる「要約」的記述のように、通常は注記以外の報告書において開示されるべき情報であって、しかしそれは単に数値の繰り返しにすぎないような記述的情報が含まれよう。

第二のもの(b)には、例えば、①後発事象のように、提供された数値に関連するが、作成期日以後に生じた重要な事実に関する情報であって、もし作成期日までに発生していたならば当然に数値に反映され得たにも拘らず発生が遅れたため数値には含まれなかったものや、②過年度との対比⁽⁶⁶⁾における傾向等の討議や分析の記載のような、数値の単なる繰り返しではない解説的記述が含まれよう。これらは、通常、注記によって提供されるものではなく、従来からも別建ての報告書によって情報提供されてきたものである。

最後のもの(c)には、①提供される数値に組み込むことができない点で後発事象に類似するが、未だ生じていない点でこれとは異なり、しかし規定上は第二のグループに含まれるとの取扱いがなされていると解される「将来確実に予想される『事実』の情報」、②将来どうなるかわからない要素を多分に含む「進行中の『事実』の情報」、③仮定の場合を想定して得られた数値についての財務情報（例：時価情報）、そして④予測・予想等の情報が含まれよう。これらは、情報の性質上、数値による情報提供に慎重であるべきものとされてきたものである。

MD&Aの制度をめぐるSECの態度は、既に見たように、当初(a)の段階から出発して徐々に記述による財務情報の範囲を広げてきたと考えられる。特に、最後の将来志向情報の段階では、そのような情報に内在する「不確実性」が意識されてか、建て前において将来志向情報を二分して、開示の強制は相当の「確実性」を持つ「事実」の情報にとどまっていた。わが国の商法における記述による企業情報開示の現状を見ると、商法において営業報告書や附属明細書を通じて提供される記述的情報は、様々な政策的要請を担っており、必ずしも財務情報に限られるものではない。しかし、数値としても提供可能な財務情報についても、記述的方法による情報提供の方法が採られている。情報利用者が計算書類上の数値をよりの確に理解するためのものであると考えられる⁽⁶⁷⁾。とはいえ、その内容から見てみると、依然として、計算書類等によって提供される数値の補足「説明」に

とどまっているように思われ、たとえば「将来志向情報」という点ではいささか物足りないように感じられる。例えば計算規則45条1項4号の「これについての説明」は、財務情報についての記述的情報開示の要請と理解できるが、それは単なる説明で足りるのか、それとも討議・分析をふまえた解説的な説明まで要求しているのかは疑問である。その「過去の三年以上の営業成績及び財産の状況の推移」の説明についても、その推移を事実として記載すればよいのか、それともその変化の原因等の分析まで記載するのか、あるいはその傾向の将来的展望まで要求されるのかが不明である。一般に、営業成績の推移に異常がない限り当該項目の記載は不要とされ、また異常な場合には、原因の説明的記述が要るとはされるが、それについての「討議・分析」までは特に要求されていないと解されているようである。⁽⁶⁸⁾ そもそも、この項目は MD&A のように当期の営業成績に対する記述の開示ではなく、営業成績・財産状態の推移という補助情報についての記述の説明項目である。いずれにしても、将来的視点は乏しい。また同条1項5号「会社に対処すべき課題」についても、課題についての対処方針や計画等の記載が必要か否かに争いがあるが、企業秘密が優先するとの解釈が有力なようである。⁽⁶⁹⁾ もとより、数値による情報自体にも将来的視点は乏しいと言わざるをえない。

さらに言えば、MD&A と違って、計算書類規則は記述的情報として数値増減の事実の開示をことさら要求していることに対して、問題点を指摘できるかもしれない。というのも、これら情報は前年度の財務諸表さえ手元があれば容易に算出できるものであって、改めてかかる数値を提供するまでもないとしてきた MD&A 制度の変遷から見ると意味がない情報のように思われるからである。強制的に提供させるべき情報の質が改めて問われなければならないであろう。

これに対して、わが国の証取法による開示の方は、当然とはいえ、商法開示に比べてかなり充実している。発行市場については、有価証券届出書・目論見書において、財務情報が「経理の状況」や「特別の情報」など

の項目を通して記述方法によって提供されており、また若干の事項については財務情報ではないが「確実に見込まれる」将来情報についての開示が強制されている。流通市場についても有価証券報告書等で、同様の要求がなされている。そして、有価証券の時価情報等の開示が要求されているほか、決算短信においては将来志向情報の開示が相当程度進んでいる。しかし、これも MD&A と比較すると、記述による財務情報の提供として見れば、流動性や資金源、さらに経営成果についての情報が、文章により、しかも経営者の分析・討議の結果という形で提供されてはいないようである。各利用者が法定書類を通じて与えられた数値をもって、自ら、過年度の財務諸表や注記等を参考にしながら読解して将来を判断しなければならないということであろう。それらを読みとった証券アナリストからのおそらく記述や図表を含めた情報や証券取引所の記者会見等を通じて提供される記述的の情報の方が意味をもつように見えるのは、数値の読解が一般に必ずしも容易でないということを示しているともいえる。また、言葉の情報の方が分かりやすいということの実証であるかもしれない。コストを強⁽⁷⁰⁾いても分かりやすい情報をこそ提供させるべきではないだろうか。

2 将来志向情報の提供

MD&A において提供される情報を性質から眺めてみると、(a)提供された過去のデータから現在・将来を読みとる作業において必要な情報のほか、(b)経営者の目を通した、自企業の現在・将来を見据えた討議と分析の情報とが含まれている。MD&A の制度が当初は前者(a)から出発し、(b)の方向へとその機能を充実させてきたことは再三述べた。この制度の展開は、企業情報について、それまで経営成果の把握・利益の分配という視点から過去の情報の提供に重点があったものが、企業の利害関係者にとって企業の現在・将来こそ重要であるといった認識上の変化があったことに伴うものであったと理解できるであろう。このことの正当性は、以下のように述べることができよう。すなわち、一般に、ある企業に新たに投資しよ

うとする者(証券購入者)は、当該企業の「将来性」に投資すると考えてよいであろう。その際に、過去の企業情報を分析することが投資の第一歩だとしても、経営者の持つ将来情報が投資判断にとって有益であることは疑いない。一方、利益の配当に直接的あるいは短期的な関心のある既存株主や利払いの確実性を求める短期的な債権者にしても、その株式の売却時の株価や長期的に安定した投資を考えると、あるいは長期的に安定した取引関係の維持にメリットを求めるときは、やはり当該企業の「将来性」が重要であり、精度の高い将来情報が得られるならばそれに越したことはない。また従業員にとっても、短期的には当期の高賃金が望ましいかもしれないが、安定した雇用を確保するには当該企業の「将来性」についての情報は有益・必要なものとなる。これらすべての利害関係人にとっては、法律上伝統的に重視されてきた過去の事実の情報提供だけでは十分でないといえるかもしれない。前述したように、過去の推移は将来の経緯になる保障はないからである。例えば、証取法上の発行市場開示においては、通常の投資者が募集・売出にかかる有価証券について合理的な投資判断をするのに必要なあらゆる重要な事実を含まなければならないが、かりに通常の投資者にとって企業の将来情報が必要であるとするならば、これも開示されるべきものとなろう。もっとも、現在のところわが国ではこのような広い解釈はなされていないようである。しかし、過去と現在・将来の調和という点で、アメリカの MD&A の制度は、伝統的な財務会計制度を前提にしつつ、時価情報や将来情報を追加情報あるいは全く別の角度から経営者の持つ将来についての考え方(討議と分析の結果)という形で提供するものであり、巧妙な制度であるといえるであろう。

最後に、将来は予定であって絶対的確実性を保障することができないものである点を検討しておこう。予想通りにならなかった場合のリスク分配の問題である。究極の法律問題ともいえるが、原則的には、リスク計算をした者の自己責任とすべきものであろう。というのも、将来志向情報の開示は、その情報が情報利用者の自己責任による投資判断あるいは与信判断

の一資料として利用されることが予定されるものだからである。過去のデータから投資・与信判断をするのが従来の開示制度の基本であったが、経営者が持つ将来の情報は企業の将来性を読む上で有益・重要であることは疑いない。もとより、楽観的な経営者の楽観的な予測には危険が伴うが、これは仕方がない。この危険回避こそ自己責任である。合理的な、かつ、誠実な予測については、なんらの責任問題も生じないというのがソフト情報についてのセイフ・ハーバー・ルールである。何が合理的で何が誠実かの問題が残るにしても、利用者の自己責任とすることが基本的には妥当なリスク分配のあり方ではないかと考える。

3 注記による方法との対比

記述の開示方法としての注記と比べて、独立の文書である MD&A には次のような利点があると考えられる。第一に、重要情報を強調し易いという点である。要約という原初的 MD&A はまさにこのことを求めたと考えられる。第二に、財務諸表との関連性が比較的自由であるという点である。注記というものの限界がここにある。第三に、「討議と分析」の情報という点である。このことこそが、MD&A の本来的メリットである。原因の説明や傾向の説明にとどまらず、それについて経営者はどう考えるかを情報提供するものである。このような性格は注記には期待できないものであろう。第四に、将来志向的信息を提供できる点である。これは注記でも可能かも知れないが、ここでも「討議と分析」という形で将来志向の情報が提供されることが情報の有益性を高めよう。情報の確実性は絶対には保障できないにしても、当該会社の経営者の将来的経営方針そのものであり、その重要性が不確実性にまさるからである。

(66) これを将来志向の MD&A に対して、「後向きの MD&A」と呼ぶことができるかもしれない。

(67) 稲葉威雄『改正会社法』（1982年、金融財政事情研究会）303頁。

(68) 全株懇モデルや経団連ひな型など参照。

(69) 神田秀樹・新注会（9）（1988年、有斐閣）418-99頁参照。

(70) アメリカでは、平易で分かり易い言葉で開示しようとするレベル (“plain English” rule) にまで議論は進んでいる。Sec. Act. Rel. No7497, <http://www.sec.gov/rules/final/33-7497.txt>. この問題についても、別途検討する予定にしている。

おわりに

情報開示制度においては、提供されるべき情報の内容や質を充実させることと並んで、情報提供の方法を改善して情報利用者の理解を高める工夫をなすことも重要な政策的課題である。本稿では、情報利用者の理解を高める工夫の一つとして文章による財務情報の提供という方法について、その意義をアメリカにおける MD&A 制度の生成過程を通じて検討してみた。MD&A を通じて流動性や支払能力に着目した特別情報を提供するという方法はきわめて示唆に富むように思われる。また歴史的原価に基礎をおく財務会計と物価変動等との関係を補完する制度としてきわめて巧妙な解決策であったと考える。注記でもよいともいえようが、いずれにしても数値ではなく記述の方法による解決である。

もとより、MD&A に問題がないわけでない。特に、将来を志向すればするほど、情報の重要性・有用性は高まっていくように思われるが、危険も高まってこよう。予測通りにならなかった場合のリスク分配は特に問題である。開示者に誠実性を求め、利用者到自己責任を求めるのが原則であるとしても、現実には微妙な問題が生じるであろう。わが国でも、セイフ・ハーバーが必要となるかもしれない。開示コストの点でも配慮が必要である。しかし、過去の成果と将来の展望という企業会計制度上の二つの要請をいかに調和させるのかという問題において、MD&A の制度は注目 に値するものであることは明らかである。そして、その後の、MD&A 制度の展開と将来志向情報に関するアメリカ法の展開は実に興味深いものを含んでいるが、それらの点の検討は別稿に譲らざるを得ない。

この問題は、実は財務諸表開示に何を期待するのか、という問題とも不可分であるように思われる。例えば、貸借対照表の数値を現在志向あるいは将来志向のものに代えうるとすれば、MD&A という解決策はあまり意味を持たないかもしれない。しかし、貸借対照表を伝統的な企業会計理論のように「歴史的なもの」として位置づけるならば、現在志向・将来志向とのバランスをはからなければならない。MD&A が注目されるゆえんである。貸借対照表に何ができ、あるいはできないのか、損益計算書に何ができ、あるいはできないのか。その解明もまた、筆者のこれからの課題である。