

米国 SEC の MD&A 開示に関する新ガイダンス

田中（平松）那須加

要 約

2003年4月に施行された内閣府令に基づき、わが国でも MD&A 開示が始まる。一方、現行の MD&A 制度を導入してから 20 年以上経つ米国では、企業による MD&A 開示の内容が十分でないとして、2003年12月、SEC（米国証券取引委員会）から MD&A のガイダンスが公表された。SEC は、MD&A 全体に関して①分かり易い記述のあり方と②記載すべき重要情報を指摘した上で、特に③資金の流動性と資本の財源と④重要な会計上の見積もりに冠する記述について留意点を指摘している。同ガイダンスは、SEC に登録していない企業には直接の関係はないが、米国企業の事例を参考にしながら MD&A を作成することが要請されているわが国企業にとって参考に値するであろう。

I. わが国の MD&A 開示

わが国では、2003年4月1日以降に開始する事業年度に係る有価証券報告書から、「経営者による財務状態及び経営成績の討議と分析」、いわゆる MD&A（Management's Discussion & Analysis of Financial Condition and Results of Operations）の記載が義務付けられている。

3月決算の会社のなかには既に2003年3月期から自主的に早期開示している会社も数社あるが（次頁の図表1）、多くの会社にとっては今期からの開始となる。

MD&A とは、会社の財務や経営成績を経営者の視点で分析し、投資者に分かり易いことばで説明するものである。英国のように経営と財務のレビュー（Operating and Financial Review、OFR）と呼ぶ国もある。定量的な会計情報の背景や根拠を定性的な記述で補強することで、投資家の理解を深めることが目

的とされている。

わが国では、2002年8月に金融庁が公表した「証券市場の改革促進プログラム」において MD&A の必要性が言及され、その後の金融審議会での検討を経て導入が決定された。わが国の MD&A の記載内容については、内閣府令で記載上の注意が定められている（次頁の囲み参照）。

もっとも、「経営成績に重要な影響を与える要因についての分析」や「資本の財源及び資金の流動性に係る情報」という例示と、将来に関する記述がある場合にはそれが報告書を提出した時点での判断である旨を示さなければならないという注意点のほかは、特に詳細な規定はない。これは、提出会社が自主的な判断に基づき、投資者が適正な投資判断を行い得るような内容を記載することが望ましいという制度上の趣旨によるものである。

図表1 2003年3月期にMD&Aを開示した企業の例

会社名	上場市場	業種	主な内容（ページ数）
株式会社三菱東京フィナンシャル・グループ	東証一部、大証一部、NY、ロンドン	銀行	特に着目すべき事項、財務情報の年度比較表、経営成績（主な収支、与信関係費用、株式等関係損益）、財務状態（貸出金、リスク管理債権のセグメント情報、金融再生法開示債権、有価証券、繰延税金資産、預金）、資本の部、自己資本比率、部門別収益情報（15、11、12）
株式会社東京三菱銀行	—	銀行	
三菱信託銀行株式会社	—	銀行	
株式会社大正銀行	—	銀行	事業年度の概要（損益、業容、キャッシュフロー、自己資本比率）、次期の業績見通し（1）
株式会社山形しあわせ銀行	—	銀行	財政状態（預金・貸出金・有価証券）、経営成績（損益状況、不良債権額、自己資本比率）（1）
株式会社琉球銀行	東証一部、福岡	銀行	財政状態（キャッシュフロー）、経営成績（主要勘定：総資金量・総融資金量・有価証券、収益状況）、次期の業績見通し（1）
パイオニア株式会社	東証一部、大証一部、NY、ユーロネクスト	電気機器	重要な会計方針および見積もり（収益の認識、貸倒引当金、アフターサービス、棚卸資産、投資の減損、繰延税金資産、年金給付費用）、業績報告（概要、組替表示、為替変動の影響、売上高および特許料収入、売上原価・販売費及び一般管理費、営業利益、営業外収益、税引前利益、法人税等、少数株主損益、持分法による投資損益、当期純利益）、流動性および資金の源泉（キャッシュフロー、資金需要、契約債務および約定債務、財務政策）（5）
日本トランスシティ株式会社	東証一部、名証一部	倉庫・運輸	キャッシュフローの状況、キャッシュフロー指標のトレンド（1）
株式会社プレステージ・インターナショナル	ヘラクレス	サービス	キャッシュフローの状況、キャッシュフロー指標のトレンド、事業別・地域別セグメント情報（3）

（出所）野村資本市場研究所

MD&Aの記載内容に関する内閣府令の規定

<p>財政状態及び経営成績の分析</p> <p>a 届出書に記載した事業の状況、経理の状況等に関して投資者が適正な判断を行うことができるよう、提出会社の代表者による財政状態及び経営成績に関する分析・検討内容（例えば、経営成績に重要な影響を与える要因についての分析、資本の財源及び資金の流動性に係る情報）を具体的に、かつ、分かりやすく記載すること。</p> <p>b 将来に関する事項を記載する場合には、当該事項は届出書提出日現在において判断したものである旨を記載すること。</p>
--

（出所）平成15年内閣府令第28号 企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令

II. 米国で問われる MD&A の質

わが国が MD&A の開示制度を導入するにあたって参考としたのは、米国の MD&A である。導入を検討した金融審議会金融分科会第一部会のディスクロージャー・ワーキング・グループの報告書は、記載内容については、各社が米国企業の年次報告書の例などを踏まえて判断すべきだとしている。その米国において、2003 年 12 月、新たに SEC の MD&A に関するガイダンスが発表された¹。

米国では、1980 年に現行の MD&A 制度が採択されて以来、SEC が記述内容に関するガイダンスやコメントを数次にわたって発表するなど試行錯誤を重ねてきた。

最近では、2001 年 11 月のエンロンの破たんを契機に企業情報開示制度の見直しが迫られるなか、SEC は、米国企業による情報開示で特に改善すべき事項の一つに MD&A を挙げた。これは、フォーチュン 500 の企業の年次報告書を SEC 企業金融局が検査したところ、多くの会社の MD&A に問題点が見出されたからである。SEC は、具体的な問題点として、財務情報の繰り返しであって分析がない、前年度からの増減比率を機械的に記しているだけであまり重要でない事項に関して型通りの説明しかしていない、資金の流動性と資本の財源に関して十分な説明がなされていない、重要な会計方針に関する記述がない等を指摘している。

SEC はその検査結果を踏まえ、ガイダンスを改定した。同ガイダンスは、SEC に登録していない企業には直接の関係はないが、米国企業の事例を参考にしながら MD&A を作成することが要請されているわが国企業にとって参考に値するであろう。

III. SEC が指摘する MD&A のポイント

SEC のガイダンスでは、MD&A は単に財務諸表を文章に書き直したようなものではなく、経営者ならではの視点による討議と分析でなければならない、ということが強調されている。そして、そのために、経営者が早い段階から MD&A の作成作業に関与し、投資者に紹介すべき重要な事項を抽出することが奨励されている。

以下、SEC が指摘する MD&A 作成上の留意点の主なものを紹介する。

1. 分かり易い記述

SEC は、経営者が最も重要だと考える情報を MD&A で分かり易く説明することが重要だとしている。そして、その表示方法について、下記の 4 点を指摘している。

- 1) 財務情報の年度比較表を載せた上で、それら数字の背景に関する分析を加えることで読み手の理解を深めることができる。
- 2) 文章の見出しが読み手の理解を促すようなものになっているか、見出しを増やす必要性はないかといったことを検討すべきである。
- 3) 重要な情報を先に提示して後から詳細を記述する手法（レイヤード・アプローチ）で MD&A を書くことを奨める。例えば、MD&A の書き出し部分に導入または概要の段落を設け、そこで、事業に関連する経済および産業の状況に対する考察、会社がどのように利益を出してキャッシュを産出しているのかという説明、経営者による討議・分析の前提として知っておくべき情報（事業ライン、拠点、主要な製品やサービス等）、および経営者が短期・長

期に最も重視している事業機会や課題とそれに関する経営者の洞察を紹介することが望ましい。

- 4) 投資者の理解を促すために、将来の見通しにも言及することを推奨する。

2. 記載すべき重要情報

企業は特に重要な情報を MD&A に記載することが求められているが、具体的には以下の4項目が挙げられている。

- 1) 経営陣が経営判断に用いている主要な指標（金利や経済成長率、産業に固有の非会計情報など）。
- 2) 経営者が既に認識している、財務状態や経営成績に重大な影響を及ぼす可能性のある傾向、事象、不確定要素等。
- 3) 2) に該当する情報の背景や影響、各項目の相互関係、および相対的にみた重要度の違いである。例えば、収益の減少が前年から大幅に減少した売上高によるものである場合、売上高の減少を指摘するだけでなく、減少を引き起こしたと考えられる製造過程の問題、製品の質の低下、マーケット・シェアの低下等にも言及しなければならないということである。
- 4) 臨時的に発生した取引や出来事が財政状態や経営成績に重大な影響を及ぼしている場合にはその旨も開示すること。

3. 資金の流動性と資本の財源

SEC は、特に、資金の流動性と資本の財源に関する記述について注意を促している。ガイダンスでは、企業が、①現行の事業運営に必要な資金、着手済みのプロジェクトを完了させるのに必要な資金や、事業計画を達成するために必要な資金、②既にコミ

ットしている投資やその他の支出、③認識している事業の傾向や不確定要素から予想される資金需要のそれぞれについて、資金の流動性に大きな影響を与えるか否かを判断することが求められている。そして、MD&A に記載する際は、債務の一覧表を載せた上で資金の使途や全体の事業計画との関係などについて説明を加えるべきだとしている。

また、キャッシュフローに関しては、単に前年度からの変化率を紹介するのではなく、キャッシュフローが大きく変動した場合にその理由や将来のキャッシュフローへの影響について説明しなければならないとされている。

特に営業活動によるキャッシュフローに関しては、営業売上高や営業費用に関する重要な変化に言及し、キャッシュフローが負数となった場合には、資金需要への対応方法や営業活動をどのように維持していくかを説明することが求められている。

キャッシュフローに重要な影響を与える過去の資金調達に関しては、財務諸表には表れない情報も含めて討議・分析することが求められている。具体的には、負債による調達、簿外取引、自社株に連動するデリバティブ取引、自社株の活用に加えて、格付けや格付けアウトルックの変更がもたらす影響が挙げられている。

さらにガイダンスは、コベナンツ（ローン契約等に設定される遵守条項）に違反する危険がある場合にはその違反を回避するために企業が用意している施策を説明すべきだとしている。また、コベナンツに違反した場合の対応策と財務や経営成績への影響、債務を返済するための資金源、およびコベナンツ違反がその後の資金調達コスト等に与える影響についても分析を示すことを求めている。

4. 重要な会計上の見積もり

ガイダンスでは、重要な会計上の見積もりに関する記述についての留意点も指摘されている。SEC は、2001 年 12 月にも、重要な会計測定の手法や仮定に係る不確定要素は MD&A で記載するように企業に呼びかける発表を行っている。

今回のガイダンスでは、財務諸表を作成する上で用いた見積もりや仮定が不確定な要素に依存したものであって、財務状態及び経営成績に重要な影響をもたらす場合には、財務諸表の注記で会計方針を説明するだけでなく、MD&A のなかで不確定要素に関する分析を提供すべきだとしている。

例えば、なぜ会計上の見積もりや仮定が変化する可能性があるのか、その見積もりや仮定をどのように算出したのか、過去にそれら見積もりや仮定がどれだけ正確であったか、今後見積もりが変わる可能性はあるのかといったことに言及することを求めている。

IV. わが国への示唆

MD&A の開示制度を導入してから既に長い実績のある米国において、今なお開示内容の向上が求められているということからも、MD&A 開示の難しさが伺える。SEC のガイダンスから改めて分かることは、事業の状況に関する表面的な記述では十分な MD&A とは言えず、より踏み込んだ説明が求められるということである。

財務や経営成績について最も精通している経営者による分析、そして経営者が既に認識している重要な事象や不確定要素を示すことで、投資者が会社の将来の見通しを判断するのを支援することに MD&A の意義がある。また、読み物として分かり易いことが重視されている点も無視できない。

エンロン事件以降、MD&A 開示は世界的

に注目される傾向にあり、証券監督者国際機構 (IOSCO) は 2003 年 2 月に MD&A に関する一般原則を発表している²。一般原則では、MD&A を投資者や格付け機関などすべての情報利用者にとって有意義な内容とするために、企業は、決り文句や株式用語の使用を避け、財政状態や経営成績に好ましくない影響を与える可能性のある情報を提供しなければならない場合であっても客観的な分析を提供すべきだと指摘されている。

MD&A 開示の導入によって、わが国企業が、財務諸表で示された数字に関する経営者の見解を分かりやすく伝えるよう努力することで、投資者に対して提供される情報がより充実するものと期待される。

もともと、法定開示書類である有価証券報告書に MD&A のような定性的な情報を記載する場合、企業が難しい判断を迫られるのも事実である。例えば、SEC の新ガイダンスでは、将来情報への言及が推奨されているが、記載された将来情報の内容が実現に至らなかった場合、虚偽記載として法的責任を問われるのではないかと不安視する向きもある。

MD&A 開示が形式的な記述にとどまらず、投資者にとって有意義なメッセージを発信する手段として定着していくことが望まれる。

¹ SEC, "Interpretation: Commission Guidance Regarding Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations." Release Nos. 33-8350; 34-48960; FR-72, Dec. 19, 2003.

² Technical Committee of the International Organization of Securities Commission, "General Principles Regarding Disclosure of Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations." February 2003.