HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	非財務情報開示の有用性 : MD&A の制度化過程
Author(s)	米山, 祐司
Citation	經濟學研究, 73(2), 63-84
Issue Date	2023-12-07
Doc URL	http://hdl.handle.net/2115/90991
Type	bulletin (article)
File Information	ES_73(2)_063.pdf

Instructions for use

Hokkaido University Collection of Scholarly and Academic Papers : HUSCAP

経済学研究 73-2
北海道大学 2023.12

非財務情報開示の有用性
――MD&A の制度化過程――

米 山 祐 司

Ⅰ はじめに

2023 年は法定開示における非財務情報の開示が新たな段階を迎えた年となった。IFRS 財団が 2021 年に新設した国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）は 6 月に 2 つの IFRS サステナビリティ開示基準（IFRS サステナビリティ開示基準 S1 号「サステナビリティ関連財務情報の開示に関する全般的要求事項」及び IFRS サステナビリティ開示基準 S2 号「気候関連開示」）を公表した。これらの基準書は今後各法域におけるサステナビリティ関連情報の開示の標準としての機能を果たしていくことになるであろう。また，わが国においては，1 月に「企業内容等の開示に関する内閣府令」（開示府令）が改訂され，有価証券報告書に「サステナビリティに関する考え方及び取組」記載欄が新設された。これにより，2023 年 3 月期の有価証券報告書の当記載欄において，企業の中・長期的な持続可能性に関する事項について，経営方針・経営戦略等との整合性を意識して説明することが求められることになったのである。

法定開示における財務報告は，財務諸表情報（財務諸表と注記からなる基本財務諸表情報）と非財務情報（財務諸表外情報）からなる。財務諸表情報は会計基準に準拠して作成され，非財務情報は法域の規制機関の規則により開示が求められている[1)]。以前から，環境報告，CSR 報告あるいは統合報告のように財務諸表外の情報開示の重要性が注目を集めてきているがこれらは自主開示の領域であった。現在，法定開示における非財務情報開示の制度化が急速な展開を見せているのである。この法定開示において導入されてきている非財務情報はサステナビリティ情報[2)] として括られるようになってきており，従来からの自主開示における開示対象の領域が法定開示にも取り込まれてきているのである。

このように法定開示における非財務情報開示の制度化が進められるのは，財務報告の目的[3)]

1）日本の法定開示における「財務情報」は，金融商品取引法 第 193 条の 2 が規定する「財務計算に関する書類」において提供される情報であり，「非財務情報（記述情報）」は法定開示書類において提供される情報のうち，「財務情報」以外の情報を指す（金融庁［2019b］，注 2）。

2）金融庁では，サステナビリティの概念について，「様々な主体において説明が行われており，例えば，我が国のコーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードでは，『ESG 要素を含む中長期的な持続可能性』としている。・・・サステナビリティ情報には，国際的な議論を踏まえると，例えば，環境，社会，従業員，人権の尊重，腐敗防止，贈収賄防止，ガバナンス，サイバーセキュリティ，データセキュリティなどに関する事項が含まれ得ると考えられる」としている（金融庁［2023］，注 1）。

3）企業会計基準委員会［2006］の序文では，財務報告の目的は「投資家による企業成果の予測と企業価値の評価に役立つような，企業の財務状況の開示にあると考える」とし，本文 2 項では，財務報告の目的は「投資家の意思決定に資するディスクロージャー制度の一環として，投資のポジション

を達成するには財務諸表情報の開示のみでは不足であると考えられてきているためである。非財務情報開示の有用性の研究として，阪［2023］では財務情報とサステナビリティ情報の株式時価総額に対する説明力（寄与率）を確認しており，（1）財務情報とサステナビリティ情報では68.0％，（2）財務情報のみでは61.6％，（3）サステナビリティ情報のみでは33.2％であり，「これらの結果は，経済性を評価する財務情報の他に，サステナビリティ情報が企業価値評価に既に取り入れられていることを示している」と説明している（pp.99-100）。また，大鹿［2023］では，E（環境），S（社会），G（ガバナンス）に関連する情報[4]と企業価値の関連性を実証分析により検証してそれらの情報の有用性を明らかにし，開示すべき非財務情報の候補を提案している。ただし，これらの研究での非財務情報は，現在の法定開示における財務報告の非財務情報の範囲を超えたより広い領域を対象としているが，法定開示における非財務情報も今後さらに拡大する可能性がある。

法定開示における非財務情報としてMD&A（Management's Discussion and Analysis（経営者の検討と分析））情報の開示が早い時期から制度化され，重要視されてきている。MD&Aでは，企業の財政状態，経営成績及びキャッシュ・フローにおける検討と分析について経営者が記述的に説明することが求められる。アメリカでは1968年に導入され，その後の改正により制度整備が進められてきた。日本と国際会計基準審議会（IASB）ではそのアメリカのMD&Aを基礎にして2000年以降に検討と導入をはじめている。法域における開示制度は，市場において適正な企業情報を開示することで市場参加者の意思決定に資することを目的としている。企業に非財務情報としてMD&A情報を開示させることは法域における規制機関がMD&Aの開示に有用性を見出していることの現れである。本稿では，MD&A開示の制度化過程を確認することで，非財務情報としてのMD&Aの有用性を検討する。IASBは法域の規制機関ではないが，国際財務報告基準（IFRS）による財務諸表とともにIASB版MD&AであるMC（Management Commentary（経営者による説明））の基準を公表することで多くの法域における財務報告の開示に影響を及ぼしており，そのMC開示を求める判断の根拠を知ることは重要である。

本稿では，以下，アメリカ，IASB及び日本におけるMD&A開示の制度化過程と開示内容を確認し，それぞれがMD&Aを開示させることの有用性をどのように捉えてきているかを検討する。

Ⅱ　アメリカSECのMD&A

1.　はじめのMD&A

アメリカでのMD&A開示は証券取引委員会（SEC）が1968年に財務諸表外情報として「利益に影響を及ぼす要因」について説明を求めたことに始まる。SECでは，この年に，登録届出書における記載事項のガイダンス（Guide 22）[5]として，その「利益の要約（Summary of earnings）」にその後の年度で営業成績に悪影響を及ぼすことになる要因についての言及があるならば，要約の中でその変化について注意を

とその成果を測定して開示することである」としている。ここでは投資意思決定のために財務諸表情報を提供することを重視しているが，財務報告において提供される非財務情報は財務諸表情報を「補完・補足」することでその理解に有用な情報であると考えられるようになってきているのである。

4）E（環境）分野の情報としては温室効果ガス排出量及び関連する活動に関する情報，S（社会）分野の情報としては従業員給与及び租税回避の程度に関する情報，G（ガバナンス）分野の情報としては定時株主総会の活性化についてが選択されている。

5）Guide22は1933年証券法による報告書が対象となるが，1934年証券取引所法による報告書ではGuide 1となる。

促し，言及されているところを示さなければならないとした。報告利益の適切性に影響することになる異常な状況について説明することを求めたのである（SEC［1968］and SEC［1987］）。

その後，1973 年には，投資家が報告されている利益の質をより適切に評価できるようにするために，開示する補足情報とデータを明確にするように開示規定を改訂した。そこでは，要約の項目における時系列的に重要な変化を理解し，評価できるように，（1）収益及び費用項目の金額における重要な変化と（2）純利益の比較可能性に重要な影響を及ぼす会計原則，処理方法及び適用方法の変更の 2 項目について分かりやすい文章で説明することを求めた。

SEC は，財務諸表に対する記述的説明の必要性を認識し，文章による重要な変化の要因の説明は財務データを経営者がどのように分析しているかを投資家に説明することであり，このような経営者の説明こそが投資家が利益の源泉と将来の可能性を評価することを可能にすると考えたのである（SEC［1973］）。

2.　1974 年と 1980 年の改訂

2.1.　1974 年の改訂

1974 年と 1980 年にもガイダンス（Guide 22）の改訂を行っている。1974 年の改訂では，上記 1973 年の（1）と（2）の開示項目を「利益の要約の経営者による検討と分析（Management's Discussion and Analysis of the Summary of Earnings）」のような標題を付けた区分で文章により説明することを求めており，ここで MD&A の用語が使われることとなった。また，（1）と（2）の開示項目の中で用いられる「重要（material）」の判断において％テストが採用された。％テストの適用の判断は企業に委ねていたが，前年度から 10％超変化したあるいは過去 3 年間の平均純損益を 2％超変化させた収益・費用項目について説明することを求めている。なお，ここでいう収益費用項目の重要な変化には，製品構成や事業系列の利益率の変化，広告宣伝費や研究開発費の変化，臨時の資産の取得・処分，費用計算の仮定や償却計画の変更などが含まれる（SEC［1974］and SEC［1987］）。

2.2.　1980 年の改訂

1980 年には，アメリカ国内企業の年次報告書の様式である Form 10-K の改訂の中で，MD&A の開示規定を変更した。すなわち，Guide22 を廃止し，MD&A を非財務情報開示の規則である Regulation S-K の中での開示項目（Item 11）[6] としたのである。Guide22 では，範囲が狭すぎるため全体としての企業の財務状況に焦点をあてた説明とはならず，MD&A の目的を達成することができないとしている。

これにより，以下のような多くの変更が加えられた。（1）MD&A は営業活動の要約の位置から財務諸表の説明に焦点を変更した。（2）MD&A では，流動性，資本の源泉及び経営成績の説明が求められる。（3）その説明にあたっては，好ましい傾向ばかりではなく好ましくない傾向にも言及し，重要な出来事または不確実性について説明することが求められる。（4）企業の事業について理解するのに適切ならば，経営者の判断により，個々のセグメントに焦点をあてた説明が求められる。（5）インフレ及び物価変動の影響についての開示が求められる [7]。（6）1974 年の改訂で求めた％テストが実際の重要性に係わらずに機械的に適用されているとの判断から，この改訂で廃止した。（7）将来情報（forward-looking information）については強制しないが自主的な公表を推奨する。（8）MD&A の掲載場所の規定はない。

多くの変更が加えられたが，一般的で包括的な内容となっている。SEC としては，画一的

6）現在は Item 303（17CFR229.303）。
7）当時のインフレ状況にある経済環境に対する SEC の関心が反映している。

な説明ではなく有意義な開示となるように融通性を持つアプローチを採用したと説明している（SEC［1980］and SEC［1987］）。

上記（1）において，MD&A を財務諸表の説明として捉えるようになっている。SEC では，数字による表示や付随する注記だけでは投資家が利益の質や過去の業績及び将来の業績との関わりを判断するには不十分であると考え，財務諸表の記述的説明の必要性を認識していたのである。特に，MD&A では，企業の事業についての短期及び長期の分析を提供することで，投資家に企業を「経営者の視点」から見る機会を提供することを意図している（SEC［1987］）。SEC ではすでにこの当時から情報利用者が「経営者の視点」からの情報開示を求めているとの認識を有していたことがわかる[8]。

現在，わが国における法定開示においても記述情報は連結とセグメントの両面から連携した情報開示が求められるが，すでに上記（4）でもセグメントをベースにした情報を取り上げており，当時から企業の事業を理解するには連結グループ全体とセグメント構成の両面からの説明が必要と考えられていた。

1980 年の改訂では，MD&A で将来情報を提供することは推奨されるが強制されない（7）。この将来情報は将来の傾向や事象の予測であり，将来に重要な影響があることが合理的に予期され，現在既に企業に知られている傾向，事象あるいは不確実性とは区別されている。後者は MD&A での開示が求められているのであり選択的開示ではない[9]（SEC［1987］）。

1970 年代初めには，SEC は将来情報の開示を禁止していた。このような情報は信頼性に欠け，専門知識を有しない投資家は投資意思決定において過度にこのような情報に依存すると考えていたからである。その後，SEC では将来業績に対する経営者の予測は投資家の意思決定に重要であるとの認識から将来情報の自主開示を促すようになったが，企業側では訴訟の懸念から消極的であり，将来情報の開示にはセーフ・ハーバー・ルールの整備が必要であった。1976 年に設置された企業情報開示諮問委員会（The Advisory Committee on Corporate Disclosure）では将来情報を含む SEC の開示政策の検討を行い，1977 年に公表した報告書の中で将来情報の開示の促進とセーフ・ハーバー・ルールの採用を SEC に勧告している。

SEC は諮問委員会の勧告を受けて 1978 年にセーフ・ハーバー・ルールの検討を開始した。その結果，1979 年に 1933 年証券法の規則 175（Rule 175）と 1934 年証券取引所法の規則 3b-6（Rule 3b-6）を制定し，SEC 提出書類におけるセーフ・ハーバー・ルールとした。これらの規則において，将来情報とは特定の財務情報の推定，経営者の将来事業計画及び将来の業績についての記述であり，これらの記述が合理的な根拠を欠いているかまたは誠実に記載されていないことが示されない限り，詐欺とはみなされないとしているのである[10]（SEC［1994］）。

8）この「経営者の視点」は，1997 年に公表された FAS131「セグメント情報」で採用された「マネジメントアプローチ」に繋がる。「マネジメントアプローチ」では，経営管理における内部組織構造をセグメントとし，経営管理目的で用いる情報を報告する。これにより，「経営者の視点から企業を見ることができることで，情報利用者が将来キャッシュ・フローに対する企業の予測に大きく影響しうる経営者の行動あるいは反応を予測する能力が高まる（para.60）」ことが期待されているのである（FASB［1997］）。

9）この開示が求められる例には，登録企業の製品価格の下落，市場占有率の低下，保険の適用範囲の変更，重要な契約が更新されない可能性などが挙げられる。

10）ただし，合理的な根拠や誠実であることを法廷で検証することが求められ，口頭での陳述も対象となっていない点などからこの SEC のセーフ・ハーバー・ルールは利用が少なかったといわれている。その後，1995 年の私募証券訴訟改革法（the Private Securities Litigation Reform Act）の修正に伴い，

3.　1989 年のガイダンス

1980 年の改訂ではその後に繋がる MD&A の基本的な開示規定の枠組みが採用されたが，企業が MD&A を準備する際に考慮すべき開示に係わる種々の問題に指針を提供する解釈リリースが 1989 年に公表された。

その 3 年前の 1986 年に，7 監査法人が，事業のリスクの開示を強化して監査対象とすることを AICPA の理事会へ提案した[11]。同時期に Coopers & Lybrand では単独で事業リスクの MD&A での開示と独立監査人によるレビューの提案を SEC の主任会計官室に送付していた。SEC では，このような監査法人からの提案を受けて，1987 年にコンセプト・リリースを公表し，MD&A 要件の適切性と監査法人からの提案について意見を求めた。SEC への意見の多くが監査法人からの提案へ反対しており，現行の MD&A 要件を変更する必要はないとの立場を取っていた。ただし，SEC によるより厳格な審査と追加のガイダンスが MD&A 開示の改善に繋がるとの意見も多かった。

SEC では，これらの意見をもとに，企業が MD&A を作成する際に考慮すべきと考えた問題点に対するガイダンスを 1989 年に公表した。このガイダンスで対象としたのは，（1）将来情報とセーフ・ハーバー・ルール，（2）長期及び短期の流動性及び資本の源泉の分析，（3）財務諸表項目の重要な変更，（4）中間報告での開示，（5）セグメント分析，（6）高利での融資，高レバレッジ取引または非投資適格貸付及び投資への参加，（7）金融機関の経営に対する連邦財政援助の影響，（8）予備的な合併交渉の開示であり，これらの領域でそれぞれに対して解釈指針と開示例を示した。

MD&A では，経営者が企業の事業の短期及び長期の分析を提供することにより，投資家に「経営者の視点」を通して企業を見る機会を提供することを目的としている。すなわち，投資家が収益の質や過去の業績が将来の業績を示す可能性を判断するには，数値的な表現とそれに付随する簡単な脚注だけでは不十分であり，経営者の記述的な財務諸表の説明が必要であるとの認識である。このガイダンスにより有用な MD&A 開示を目指したが，内容はこの時期に関心があった個別的な領域でのガイダンスであり，包括的なガイダンスではなかった（SEC［1987］and SEC［1989］）。

4.　2003 年のガイダンス

2001 年に SEC の企業財務局（the Division of Corporate Finance）は公開企業による財務情報と非財務情報の開示を調査する一環として，Fortune500 の企業が SEC に提出する 2002 年の年次報告書（Form 10-K）を検証することにした。企業財務局では，Form 10-K を事前審査しており，必要に応じて申告内容の修正を求めるコメントを送っている。2002 年のコメントはほぼ MD&A に集中していたという。そこでのコメントでは，分析をせずに単に財務諸表情報を列挙しているだけの事例，企業の過去の業績や事業の見通しについて何ら洞察を加えることなく紋切り型の分析（boilerplate analysis）を提示している事例あるいは開示が求められて

1933 年証券法に第 27A 条（Section 27A）が，1934 年証券取引所法に第 21E 条（Section 21E）が新設されることでセーフ・ハーバー・ルールの有効性が高まった。この規定では，（Ⅰ）将来予測に関する情報が将来予測であることがはっきりとわかり，実際の結果が将来予測の記述と大きく異なる原因となる可能性がある重要な要素を特定している重要な警告記述が付随している場合，（Ⅰa）将来情報が重要ではない場合，（Ⅱ）原告がその開示情報は虚偽であるあるいは誤解を招くものであると実際に知っていて行われたことを証明できない場合，口頭あるいは書面での将来情報に対する責任は免除されることになる（SEC［1994］, Frye［2008］and Horwich［2010］）。

11）監査法人は，Arthur Andersen & Co.，Arthur Young，Coopers & Lybrand，Deloitte Haskins & Sells，Ernst & Whinney，Peat, Marwick, Mitchell & Co.，and Touche Ross & Co. である。なお，この提案では MD&A とは別区分での開示も是認していた。

いた企業にとって既知の傾向，不確実性あるいはその他要因に関する情報が開示されていない事例に対して改善を求めている。SEC では，財務諸表項目の変化数値のみの報告や重要性の乏しい変化についての紋切り型の説明ではなく，重要な時系列的な変化や傾向についての詳細な分析を求めていた。そこで，MD&A の全体的な開示を強化するためのガイダンスを 2003 年に公表したのである（SEC［2003a］）。

2003 年のガイダンスは MD&A の個別の開示規定の修正あるいは新設ではなく，包括的なガイダンスの提供であり，SEC としては投資家と経営者のコミュニケーションの重要な要素と考える MD&A の全体的な質の向上に繋がることを期待していた（SEC［2003b］，Ⅰ A. 及びⅠ F.）。

このガイダンスの冒頭において，MD&A の基本目的として次の 3 点を挙げている（Ⅰ B.）。

（1）投資家が経営者の視点を通して企業をみることができるように財務諸表についての記述的説明を提供すること。

（2）全体的な財務情報の開示を強化し，財務情報を分析できる状況を提供すること。

（3）投資家が，過去の業績が将来予測に役立つことを確認できるように，企業の稼得利益とキャッシュ・フローの質ならびにその潜在的な変動可能性についての情報を提供すること。

経営者は，事業に対して経営者にしか提示できない独自の視点をもっており，MD&A はこのような経営者の視点を通してみた企業の事業に対する検討と分析である必要がある。財務諸表の情報を単に記述形式に変更するだけあるいは開示規定への技術的な対応だけでは求めている重要な経営者の視点からの情報を提供しないとされるのである。

これらの基本目的を達成するために，（1）MD&A の全体的な表示，（2）MD&A の内容と焦点，（3）流動性と資本の源泉及び（4）重要な会計上の見積りの領域に対するガイダンスを提供している。以下，これらの領域ごとにその概要を確認しよう。

(1) MD&A の全体的な表示

MD&A の全体的な表示として主として 3 点に言及している。(a) 企業は最も重要な情報が最も目立つように開示する必要がある。同時に，(b) 読者を困惑させ，重要事項の特定と理解の障害となる可能性のある不必要な重複した開示を避ける必要がある。また，(c) はじめに経営者による全体的な概観から MD&A を開始して，その後に続く議論の背景を提供するのは有用であるとする（Ⅰ B. 及びⅢ A.）。

(2) MD&A の内容と焦点

MD&A の内容と焦点として以下の 4 点を挙げている。

(a) 主要指標に焦点をあてる

MD&A には，経営者が事業を管理するために使用するすべての主要な変数及びその他の要因の開示が投資家にとって重要であり，したがって必須であるかどうかを検討する必要がある。ただし，これらの主要な変数及びその他の要因は非財務的なものである可能性があり，企業はその非財務情報を開示すべきかどうかを検討する必要がある（Ⅰ B. 及びⅢ B.1.）。

(b) 重要性に焦点をあてる

MD&A の内容を決定するにあたっては，企業は重要な情報に焦点をあて，重要ではない情報を排除すべきである。重要であるかどうかは，損益とキャッシュ・フローの両方の観点から，企業の財務状況，流動性と資本の源泉，財務状況の変化及び経営成績の理解を深めることができるかで判断される。また，企業は MD&A において特定の事項の開示が必要であるかを，自社独自の事実と状況に基づいて判断する必要がある（Ⅰ B. 及びⅢ B.2.）。

(c) 重要な傾向及び不確実性に焦点をあてる

企業は，財務状況や業績に重大な影響を与える可能性が合理的に考えられる既知の傾向，出来事，需要，義務及び不確実性を特定し，開示する必要がある（Ⅰ B. 及びⅢ B.1.）。

(d) 分析に焦点をあてる

企業は，MD&A の要件が求める情報の開示だけではなく，分析も提供する必要がある。その分析は，情報が意味するところと重要性についての経営者の見解を説明し，MD&A の目的を満たすものでなければならない。例えば，製品の販売量の減少が収益の大幅な減少をもたらしている場合，MD&A では販売量の減少を取り上げるだけではなくその減少の根底にある理由を分析する必要がある（Ⅰ B. 及びⅢ B.1.）。

(3) 流動性と資本の源泉

流動性と資本の源泉について，キャッシュが必要な領域とキャッシュの源泉の開示に注意を向ける必要がある。そのため，企業は，キャッシュ・フロー計算書の項目を列挙するのではなく，財務諸表項目におけるキャッシュの源泉と用途及び重大な変化についての分析と説明に力点を置くことを考慮すべきである。そこでは，短期及び長期の両方でのキャッシュの需要を満たす能力を個別の案件ごとに評価する必要がある。

キャッシュ・フロー計算書を作成する際に間接法を使用する企業は，キャッシュ・フロー計算書からは容易には明らかにできない事項の開示と分析に特に注意を払う必要がある。すなわち，営業活動からのキャッシュ・フローがマイナスになった場合，その事実を示した上で，重要な場合にはその状況に至った理由を説明し，さらにどのように資金調達するのかを説明することが求められるのである（Ⅰ D. 及びⅣ）。

(4) 重要な会計上の見積り

企業が用いている見積りあるいは仮定が，不確実性の高い事項やその変動の可能性の説明に影響する主観と判断の水準において重要な要因となっており，財務状況や経営成績に重要な影響を与えるならば，これらの見積りや仮定を MD&A で開示しなければならない。

見積りや仮定の開示においては，財務諸表の注記における会計方針の説明と重複して同じものを開示するのではなく，補足するものでなければならない。すなわち，MD&A での議論では，特定の時点での会計原則の適用に伴う不確実性や適用後の時間の経過により合理的に発生する可能性が高い変動性についての企業の分析を提供しなければならないとしている（Ⅰ E 及びⅤ）。

以上のように，アメリカにおける MD&A は，1968 年の SEC 規則以降の長い実績があり，早い時期から，財務諸表データの開示ばかりではなく，経営者による検討と分析の記述的な説明が投資家による「利益の源泉と将来の可能性を評価すること」を可能にすると考えてきた。そこには，表現はいろいろと変りながらも，「経営者による視点」による分析が可能となる情報の開示を情報利用者が求めているという認識が根底にある。このようにアメリカで展開してきた MD&A 情報の開示は，21 世紀になり，さらに IASB や日本に踏襲されていくことになる。

Ⅲ　IASB の「経営者の説明（マネジメントコメンタリー）」

1.　2010 年の実務記述書第 1 号

1.1　MC と財務報告

IASB の公表してきている IFRS は国際的な会計基準として広く受け入れられてきている。しかし，企業が法定開示における財務諸表作成に IFRS を採用するには各法域において IFRS が「会計基準」として認められていなければならない。各法域における法定開示では，基本財務諸表（財務諸表と注記）は認められた会計基準によるが，非財務情報の開示は規制機関の規則による。MD&A は非財務情報であり，その開示規定は各法域における規制機関の管轄である。アメリカにおいても MD&A の開示規定の整備は SEC により行われてきているのもその理由による。

IASB では 2010 年に実務記述書第 1 号「経営者による説明」(Practice Statement 1-Management Commentary（PS1-MC）) を公表したが，これ

は会計基準の範疇を超えてアメリカのMD&Aと同様の非財務情報の開示を扱っている。IASBにとって会計基準ではないMCの意義は何か。

MCは，「企業の財政状態，財務業績及びキャッシュ・フローの解釈を行うべき背景を提供する説明的報告」であるという。また，企業と情報利用者との「コミュニケーションの重要な要素」であり，「財務諸表を補完するとともに補足する」役割を担っているとする。すなわち，経営者には，「経営者の目的及びその目的を達成するための戦略を説明する機会を提供」し，利用者には「企業の見通し及び全般的なリスクとともに，記述された目的を達成するための経営者の戦略を評価する」ことを可能にしているのである（IASB［2010］，IN3）[12]。

この実務記述書は，MCが「財務報告の範囲に含まれる」ことを前提にしており，IFRSではないが，「概念フレームワーク」の文脈において読むべきであるとする（IN3）。その「概念フレームワーク」における一般目的財務報告の基本目的は情報利用者の意思決定に有用な報告企業についての財務情報を提供することである（IASB［2018a］, para.1.2）。IASBが，当時，唯一の財務諸表外の開示情報を扱う実務記述書を公表するに至ったのは，MCにより「財務諸表を補完するとともに補足すること」が財務報告の基本目的の達成には必要であるとの判断からである。非財務情報としてのMCを財務報告の中で開示することが利用者の意思決定に有用であると認識していたのである。

1.2　MCの「目的」と「原則」

PS1では，MCの目的として以下の3点を挙げている。

（1）MCは，関連する財務諸表についての背景を示す統合的な情報を財務諸表の利用者に提供すべきである。このような情報は，よい状況と悪い状況の双方を含めて，何が起こったかだけでなく，なぜそれが起こったのか及び企業の将来に対してどのような影響があるのかに関する経営者の見解を説明する（para.9）。

（2）MCは，企業の資源，企業及び当該資源に対する請求権ならびにそれらを変動させる取引及び他の事象に関する統合的な情報を伝達することにより財務諸表を補完し補足する（para.10）。

（3）MCは，企業の将来の業績，状態及び進展に影響を与える可能性のある主要な傾向及び要素も説明すべきである。したがって，現在のみならず過去及び将来も検討対象となる（para.11）。

PS1では「目的」の次に「原則」を掲げ，その原則と整合する説明の表示を求めている。その原則は，（a）企業の業績，状態及び進展についての経営者の見解を提供すること及び（b）財務諸表に表示されている情報を補完し補足することであり，説明には①将来情報及び②「財務報告に関する概念フレームワーク」に示された質的特性を有する情報を含めることを求めている（paras.12-13）。ここでは，MCの「目的」を達成するためにMCの開示において求める表示と提供情報についての方向と性質が示されている。

「目的」の（1）と「原則」の（a）では，経営者の視点から財務諸表の状況を説明することが求められているが，IASBは，このような経営者の視点の重視は，多くの法域，例えばアメリカのSECでの規則やガイダンスで示されている目的と整合的であると説明している（BC26 and 31）。

また，「原則」で説明に含める情報として将来情報を挙げていたが，「目的」の（3）でも，MCでは「現在のみならず過去及び将来も検討対象となる」としており，MCにおいては将来

12）「IN3」「para.9」「BC26」などはPS1のパラグラフ番号を示す。なお，PS1の訳は企業会計基準委員会監訳版も用いている。

情報も開示の対象としている（para.13）。すなわち，企業の流動性，資本の源泉，収益及び営業の業績に影響を与える可能性のある傾向，不確実性またはその他の要素を察知しているときには将来情報を含めるべきである（para.18）。この将来情報の開示においても，SEC がMD&A において将来情報を求める理由を積極的に是認して継承している[13]（paras.BC35-37）。

PS1 の公開草案の段階で，多くのコメントは将来情報に重点を置くことについて懸念を示していたが，IASB では，過去の事象の説明に加えて，企業の方向性，目標及び見通しについての経営者の視点の説明は，財務報告の利用者が過去の業績及び現状から予想を作成するのに役立つと認めて，将来情報の開示は重要であると判断した。ただし，将来情報の範囲は，セーフ・ハーバー・ルールも含めて企業が営業を行っている規制上及び法的環境に影響されることになる（para.BC38）。すなわち，セーフ・ハーバー・ルールは各法域で扱う問題となる。

1.3　MC の表示と開示内容

MC の内容と表示方法は経営者に委ねられている。企業固有の事業内容，戦略及び規制上の環境を反映するように説明内容や表示方法に柔軟性を持たせることで，紋切り型の説明（boilerplate approach）となることを抑えることができると考えている（paras.22 and BC45）。

MC は，最も重要な情報に焦点をあてて，既述の 2 つの「原則」と整合する説明を表示することを求めているが，より具体的な例として以下の 3 点を挙げている（para.23）。

（1）MC は関連する財務諸表と整合したものとすべきである。財務諸表でセグメント情報を開示しているならば，MC で表示される情報にはセグメント区分を反映すべきである。

（2）可能ならば，財務諸表の注記との重複開示を避けるべきである。財務諸表情報を分析なしに列挙することあるいは紋切り型の議論を表示することは利用者に有用な情報を提供する可能性が低くなる可能性がある。

（3）企業の実務や状況に関連のない一般的な開示や重要な情報を見つけにくくするような重要性のない開示も避けるべきである。

このように，MC では，厳密な様式を決めずに経営者が企業ごとに適切な表示を行うこと，その際には，連結財務諸表でセグメント情報を開示している場合は企業グループを全体とセグメント区分の両方から分析すること，分析のないデータだけの開示とならないこと及び重要な情報を開示することを求めている。

PS1 では，MC で開示すべき情報の内容を「要素」としており，（1）事業の内容，（2）目的及び戦略，（3）資源，リスク及び関係，（4）業績及び見通し，（5）業績測定値及び指標の 5 つを挙げている。

企業にとって重要な活動の種類は企業ごとに固有であるため，どのような情報を開示すべきであるのかを判断するのは難しい[14]。そのため，開示すべき「要素」は，「要素」それ自体を定義するのではなく，情報利用者のニーズに基づいて決定されたという（paras.BC47-48）。すなわち，利用者が MC で開示を求めていると IASB が考えている情報内容ごとに「要素」を決定している（表 1）。なお，ここでの情報利用者は，「現在及び潜在的な投資家，融資者

13）SEC の 2003 年のガイダンスにおける MD&A の基本目的の（3）では，「投資家が，過去の業績が将来予測に役立つことを確認できるように，企業の稼得利益とキャッシュ・フローの質ならびにその潜在的な変動可能性についての情報を提供すること」を求めており，PS1 でも将来情報に同様の役割を求めていることになる。

14）さらに詳細な開示項目のリストを定めても，リストの遵守のみにとらわれてしまう発想を避けたいと考えたとしている（para.BC47）。

表１「要素」と利用者のニーズ

要素	利用者のニーズ
事業の内容	企業が従事する事業及び企業が営業を行っている外部環境についての知識
目的及び戦略	企業が採用する戦略及びこれらの戦略が経営者の記述する目的を達成する上で成功する可能性を評価すること
資源，リスク及び関係	企業にとって利用可能な資源及び他者に資源を移転する義務，長期的で持続可能な資源の正味インフローを生み出す企業の能力，及びこのような資源生成活動が短期的及び長期的にさらされるリスクを判断するための基礎，利害関係者と有している重要な関係
業績及び見通し	企業は予想と合致した業績をもたらしたのか，経営者はどの程度よく市場を理解し，戦略を行使し，資源，リスク及び関係を管理したのかを理解する能力
業績測定値及び指標	記述された目的及び戦略に対して企業の業績を評価し管理するために経営者が使用する重大な業績測定値及び指標に重点を置く能力

出所）IASB [2010], para.BC48.

及び債権者」に限定しており，非財務情報の自主開示で想定しているようなより広範な利用者は対象としていない（paras.BC48-49）。

1.4　MC と法域との関係

PS1 の MC は IFRS に準拠して財務諸表を作成する企業を対象としている。しかし，MC は財務諸表外の開示情報であるため，企業が規制を受ける法域の開示制度からの制約を受けることになる。IASB が MC を実務記述書として IFRS としなかったのもそのためであり，IFRS を採用している企業でも法域の規制機関が特に求めない限り実務記述書には拘束力がないので従う必要はない。

IFRS で財務諸表を作成する企業が MC を作成する際，以下のことに関する判断は法域の規制機関の責任となる（paras.2-4 and BC15-16）。

（1）（法域の法定開示の財務報告に）IFRS 財務諸表に加えて MC を含めることを企業に要求すべきか，また，これを含めることが IFRS への準拠を主張するために必要かどうか
（2）MC に求める保証水準
（3）将来情報を含めることに関してのセーフ・ハーバー・ルールの必要性
（4）MC を表示すべき企業の種類

このような MC 自体の開示要求，保証，セーフ・ハーバー・ルールの必要性などを各法域の開示制度に依存することが IASB による MC の特徴であり，アメリカの規制機関である SEC による MD&A 規定とは異なるところである。

2.　PS1 の MC の見直し

2.1　2017 年の MC 見直しプロジェクト

2017 年になり，IASB では PS1 の MC の見直しを始めた。すでに財務報告のコミュニケーションの改善を目指し，幅広く多様な Better Communication プロジェクトとして，開示イニシアティブ（Disclosure Initiative）プロジェクト，基本財務諸表（Primary Financial Statements）プロジェクト，「より広い企業報告」（Wider Corporate Reporting）プロジェクトなどを開始しており，その一環として MC の見直しが行われている[15]。

IASB では，2017 年 11 月に PS1 の見直しをアジェンダに追加した。スタッフ・ペーパーでは，PS1 は IFRS 基準に準拠して作成された財務諸表に関連する MC を表示するための幅広

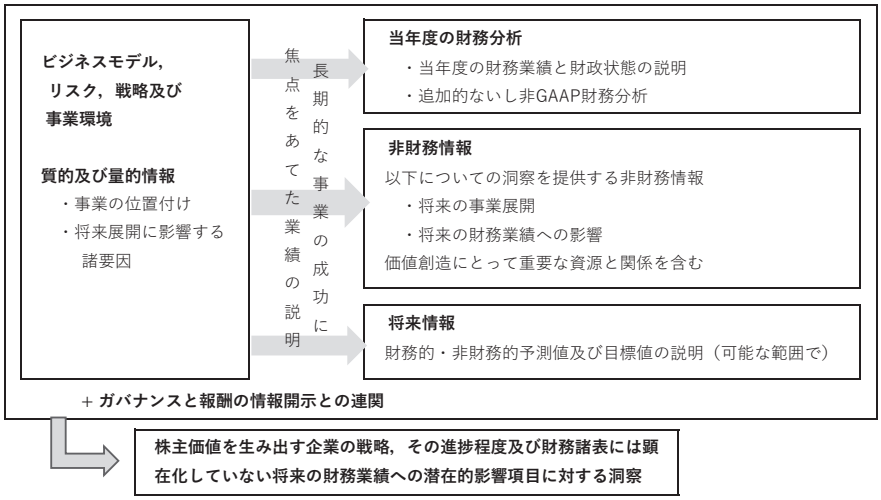
15）「より広い企業報告」プロジェクトの中での MC 見直しについては，藤原［2018］を参照。

い拘束力のないフレームワークを提供するものであり，MCにより，利用者の資金配分意思決定に関連する長期的な企業価値の創造への追加的洞察（キャシュ・フローの見通しの評価）と受託責任への追加的洞察（受託責任と報酬の評価）を提供するものであると説明している（IASB［2018b］, p.5）。

その見直しが必要となったのは企業を取り巻く状況が変化したためであり，（1）国際的に多様な目的を持つ非財務情報開示基準が激増していること，（2）他の非財務情報開示規定の適切な展開を取り込むこと，（3）現行における非財務情報開示の実務の差異をなくすこと，（4）事業における無形の資源とその結びつきの重要性が増加していること，（5）長期的な意思決定に役立つ補足的な情報が必要なこと及び（6）財務諸表の解釈によりよい補足が必要になっていることの6点を挙げている。そのために，見直しにあたっては，長期的見通しに力点を置いた価値創造，事業モデルと戦略に焦点を置いた報告，報告全体を通して中心的問題を明らかにするための統合と連携，長期的視点を補足する主たる資源と無形資産，さらに報告の時期や報告する情報の重要性などに留意することが期待されていた（IASB［2018b］, pp.6-7）。

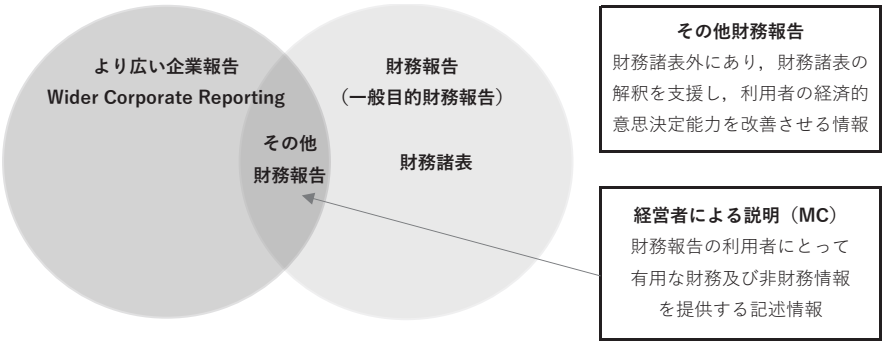
このプロジェクトでの当時のMCの修正の方向性は図1にまとめられている。財務諸表の将来の理解に役立つ情報として，どのように事業が価値を生み出すのかと長期・短期において価値創造に大きく影響する諸要因は何かを説明する「ビジネスモデル，リスク，戦略及び事業環境の情報」ならびに事業の位置付けや将来展開に影響する諸要因を説明する「質的及び量的情報」を提供し，長期的な将来の成功に焦点をあてて業績を説明する。これらの説明は，過去からの財務諸表の解釈と分析を行う「当年度の財務分析」，長期・短期における将来の財務業績及び財務状況を理解するのに必要な「非財務情報」及び将来の成果とそれを生み出すと予想される諸要因に対する経営者の見通しを提供する「将来情報」の領域で行われることになる。さらに，ガバナンスと報酬の情報開示と繋げることで，最終的に株主価値を生み出す企業の戦略，その進捗程度及び財務諸表には顕在化していない将来の財務業績への潜在的影響項目に対する洞察が得られることを目指していた（IASB［2018b］, pp.8-10）。

図1　MCの修正の方向性



出所）IASB [2018], p.8を一部修正。

図２　IASB の関心の範囲



出所）IASB [2018], p.4を一部修正。

2.2　MC とサステナビリティ情報

2022 年のスタッフ・ペーパーでは，2010 年の PS1 公表以降，多くの法域あるいは組織により記述情報開示の規定が公表されてきたが，このような状況は一方で報告領域における複雑化と混乱を生んできたという。投資家は記述情報への関心を増し，企業の長期的見通しに影響する諸要因についての洞察を与える情報を求めてきたが，その要求は満たされてきていない。そこで，投資家が企業の経営成績や財政状態に影響したあるいは長期的な企業の見通しに影響する諸要因を洞察するのに必要な情報を MC で提供するフレームワークを開発するのが見直しプロジェクトの目的であるとする。そこで求められている情報がサステナビリティ情報であった（IASB［2022］, paras.4-5.）。MC の見直しにおいては，近年注目されてきているサステナビリティ情報との調整が必要となった。

企業が提供する情報と IASB の関わりは図 2 となる。図 2 の「より広い企業報告」には，例えば GRI のサステナビリティ報告基準が入る。「その他財務報告」では，MC の他に，例えば国際統合報告評議会（IIRC）のフレームワーク，法域における記述情報開示，気候変動開示基準委員会（CDSB）の数値開示ならびにアメリカのサステナビリティ会計基準審議会（SASB）の業種別開示などが含まれるとしている[16]（IASB［2018b］, p.4）。このため，MC の見直しにおいては，他のサステナビリティ情報開示規定との関係の調整が課題となるのである。

ただし，当初，IASB では，「直接サステナビリティ報告の領域に入っていく準備ができていない」[17] と考えており，MC の見直しには消極的姿勢であった。しかし，2017 年 10 月の IASB 理事会において，IASB が MC のプロジェクトに取り組むべきかどうかが議題となった。「IASB が『経営者による説明』のプロジェクトを開始するかどうかを議論したのは，市場関係者からの圧力が強まったから」であり，「400 以上の基準が乱立し収拾がつかなくなっている非財務情報について，その基準統一化に

16）図 2 での財務報告は，法定開示の財務報告よりも広く，自主開示の領域も含んでいることになる。また，別のスタッフ・ペーパーでは，「より広い企業報告」には気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）や EU の非財務報告指令（NFRD）も含めている（IASB［2017b］）。

17）IASB の範囲と利用者の想定についての 2017 年の Hoogervorst，IASB 議長のスピーチ。スピーチでは，さらに続けて，「証券・金融市場の参加者向けの財務報告に焦点を合せることが我々の DNA に深く埋め込まれている。我々の仕事の対象者と範囲を拡大することは我々の存在意義を失わせることに繋がる」と述べている（IASB［2017a］, para.6）。

なんとか力を貸してもらえないかという市場関係者の切実な訴えにIASBも動かざるを得なかった」というのである（鴬地［2022］, pp.40-41）。

IASBでは，2021年5月に公開草案「経営者による説明（Management Commentary）」を公表したが，2022年7月になるとPS1の改正をいったん中止し，プロジェクトを先送りすることとなった。これはIFRS財団がサステナビリティ開示基準の開発を担うことになったからである。

2019年10月に，サステナビリティ報告の領域でIFRS財団に利害関係者は何を要望しているのか，そしてその要望に対してIFRS財団が何を行えるかを検討するためにタスクフォースが設置された。このタスクフォースでの検討の結果，2020年6月に「サステナビリティ報告に関する協議ペーパー」が公表された（IFRS Foundation［2020］, paras.1-2 and Annex A）。

この協議ペーパーでは，IFRS財団がサステナビリティ報告にどのようなアプローチを取るべきか広く意見を求めた。そこでは，（1）現状維持，（2）既存の組織等が行う取組みの進行役となる，あるいは（3）サステナビリティ基準審議会（SSB）を設置して基準設定主体となるという3案を提案している（IFRS Foundation［2020］, para. 22）。この3案に対しては圧倒的多数が（3）を支持した。それを受けて2021年11月のCOP21でISSBの創設が発表されることになる。これにより，IFRS財団のもとで，会計基準の開発をIASBが，サステナビリティ開示基準の開発をISSBが担う体制となった。MCの公開草案はこのような時期に公表されたのである。

MCの公開草案に対しては，MCの見直しプロジェクト自体には多くの賛同を得ていたが，MCプロジェクトとISSBによるサステナビリティ開示基準の関係においてIASBとISSBによる協力体制が必要であるとの意見が強かった（IASB［2022］, para.11）。ISSBのサステナビリティ開示基準は非財務情報の開示を対象とするため，MCがISSBのサステナビリティ開示基準の中で扱われることになるのかあるいは今後もIASBが担当することになるのか，現在，MCの見直しプロジェクトはIASBとISSBの協働体制の展開を待っている状態である。

Ⅳ　日本の「記述情報」開示

1.　証券市場の構造改革と日本版MD&A

日本では，1990年代の後半から急激かつ大幅な会計制度改革が進められてきた。連結財務諸表情報の充実から時価評価や減損会計の導入，企業結合会計の整備などにより，わが国の会計制度は一新した。一方で同時期に，「ディスクロージャー」の充実も図られてきた。

2002年6月に，「経済財政運営と構造改革に関する基本方針2002」が閣議決定された。そこでは，「預貯金中心の貯蓄優遇から株式・投信などへの投資優遇への金融のあり方の転換を踏まえた直接金融へのシフトに向けて，個人投資家の証券市場への信頼向上のためのインフラ整備など，証券市場の構造改革を一層推進していく」ために，「活性化された経済を支える金融システムの確立に向けた金融の将来像を展望する観点から，金融庁において中期ビジョンを早急にとりまとめる」こととなった。

金融庁では，「証券市場の改革促進プログラム」を8月に公表し，以下の3つの柱に沿って包括的な取組みを早急に実施することを表明した。

（1）誰もが投資しやすい市場の整備（多様な投資家の幅広い市場参加の促進）
（2）投資家の信頼が得られる市場の確立（市場の公正性・透明性の確保）
（3）効率的で競争力のある市場の構築（市場の安定性・効率性の向上）

その具体的施策の中に「ディスクロージャーの充実・強化」として，有価証券報告書における「リスク情報」及び「経営者による財務・経

営成績の分析（MD & A）」ならびに「四半期財務・業績情報」の開示の充実を図ることが重要であるとされていたのである（金融庁［2002］）。

この年の12月に，金融審議会第一部会が証券市場の制度整備を目指して進めた審議結果が「証券市場の改革推進」として公表された。そこで，ディスクロージャー制度の整備として，「信頼される市場の確立に向けたディスクロージャーの充実・強化」を行うべきであると提言した。具体的には，「ガバナンス関連情報」（内部統制システム，リスク管理体制，役員報酬等），「リスク情報」（特定の取引先への依存，重要な訴訟事件の発生等）及び「経営者による財務・経営成績の分析（MD&A）」（経営成績に重要な影響を与える要因についての分析等）についての開示を充実すべきであるとしている。この判断にあたっては当時の国際的な動向が重視されている（金融審議会［2002］）。

このうち，MD&Aについては，記載すべき内容について，「提出会社の自主的な判断に基づき，米国における年次報告書の記載内容の実例などの国際的な動向も踏まえ，投資家が提出会社の事業の状況，経理の状況等について適正な判断を行い得るよう，提出会社の財務状況及び経営成績についての経営陣による分析ができる限り幅広く，かつ，具体的に記載されることが望ましい」としている。さらに，（1）有価証券報告書の「記載上の注意」では「一般的な表現・例示にとどめることが適切」であり，（2）記載すべき内容としては，「経営成績に重要な影響を与える要因についての分析，資本及び流動性の源泉に係る情報等」を挙げ，（3）記載事項が将来的な事項にまで及ぶ場合には，「提出日現在において提出会社が分析した将来情報である旨を明記する」こととしている[18]。

翌2003年3月の開示府令の改正により，2003年4月1日以降開始事業年度より有価証券報告書の「第2　事業の状況」で「財政状態及び経営成績の分析」が新設され，その記載が義務化された。記載内容と将来情報について以下の説明があった。

（1）記載した事業の状況，経理の状況等に関して投資家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。

（2）将来に関する事項を記載する場合には，当該事項は当連結会計年度末現在において判断したものである旨を記載すること。

開示府令の改正では，金融審議会のディスクロージャーワーキング・グループの提言を受けて，記載内容の指示では「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」を挙げているが，一般的な表現・例示にとどめて企業の自主的な判断による開示としている。また，将来情報について，会計年度末現在の判断によっていることを明記することとしている（金融庁［2003］）。ただし，日本版のMD&Aの標題において，「経営者による」と「検討（議論）」の文言がないところはアメリカでのMD&Aと異なるところであり，アメリカでは強調されていた「経営者の視点」はまだ重視されていない。

2.　2018年の日本版MD&Aの改正

日本版MD&Aは，導入の13年後に，適切な開示がなされていないとの指摘により修正が行われた。

2016年4月に公表された金融審議会の「ディスクロージャーワーキング・グループ報告」（2016DWG報告）では，日本版MD&Aの現状が，内容に重複がありかつ要約にとどまっており記載が不十分である。また，「ひな形的な

18）金融審議会［2002］，別紙「ディスクロージャー・ワーキング・グループ」報告。

開示」で付加価値に乏しいと指摘している。そこで，項目を統合し，セグメント別の客観的な実績値を記載し，「経営者の視点から企業情報を具体的に，かつ，分かりやすく開示するというMD&Aの目的に沿ったものとなるよう，事業全体及びセグメント別の経営成績等の重要な影響を与えた要因について経営者の視点による認識と分析などを記載する」。さらに，「目標に照らして，経営成績等をどのように分析・評価しているかを記載できることを明確にする」ことを提言している（金融審議会［2016］）。

この2016DWG報告を踏まえて開示府令の改正が2018年1月に行われた。この改正では，非財務情報の開示の充実として，「第2　事業の状況」の記載内容を組み替えて「経営者による財政状態，経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」に統合した[19]。また，「記載上の注意」において，事業全体及びセグメント別の経営成績等に重要な影響を与えた要因について，経営者の視点による認識・分析ならびに経営者が経営方針・経営戦略等の中・長期的な目標に照らして経営成績等をどのように分析・評価しているかについて記載することを求めている（金融庁［2018］）。

この改正により，標題に「経営者による」の文言が入り，「経営者の視点による認識・分析」の記載が明示され，MD&Aに求める開示情報の基本的なところでアメリカやIASBと同調することとなった。また，企業の事業全体とセグメント区分による分析が求められ，開示内容として「資本の財源及び資金の流動性に係る情報」が例示から記載が義務化されることになった。ただし，MD&Aの記載内容は，各企業の実態に応じて，経営者が主体的に判断すべきものとされており，より具体的な内容まで踏み込んだ記載例とはなっていない。

3.　「記述情報の開示に関する原則」

2018年の開示府令におけるMD&Aの改正が行われた直後に，金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループが「企業情報の開示の包括的な検討」を開始した（2018DWG報告）。「企業情報の開示は，投資家の投資判断の基礎となる情報を提供することを通じて，資本市場における効率的な資源配分を実現するための基本的インフラであり，投資判断に必要とされる情報を十分かつ正確に，また適時に分かりやすく提供することが求められる」（金融審議会［2018a］, p.1）との認識のもとに，有価証券報告書における「財務情報及び記述情報の充実」，「ガバナンス情報の提供」及び「情報の信頼性・適時性の確保」等の領域を審議対象とした。

そのうち，「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に必要であり，投資家と企業の建設的な対話の促進が企業経営の質を高めて持続的な企業価値の向上をもたらすとし，さらに「記述情報」は，「企業の財務状況とその変化，事業の結果を理解するために必要な情報であり，（1）投資家が経営者の視点から企業を理解するための情報を提供し，（2）財務情報全体を分析するための文脈を提供するとともに，（3）企業収益やキャッシュ・フローの性質やそれらを生み出す基盤についての情報提供を通じ将来の業績の確度を判断する上で重要」であるとしている（金融審議会［2018a］, p.2）。

ここでの「記述情報」には，「経営戦略・ビジネスモデル」，「経営者による財政状態，経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析（MD&A）」，「リスク情報」，「その他（人的情報等，重要な契約）」が含まれている。

MD&Aについては，前回の提言による制度整備にも係わらず，「全体としてみると，諸外国における開示と比して，計数情報をそのまま

19）「第2　事業の状況」の記載内容において，従来の「1　業績等の概要」，「2　生産，受注及び販売の状況」及び「7　財政状態，経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」を「3　経営者による財政状態，経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」に統合した。

記述しただけの記載やボイラープレート化した記載が多いとの指摘もあり，更なる取組みも必要であると考えられる」（金融審議会［2018a］, p.4）としており，以下のように，「経営者視点での分析」,「セグメント分析」,「資本の財源及びキャッシュ・フロー情報」及び「会計上の見積り・仮定情報」の開示で改善を求めている（金融審議会［2018a］, pp.5-6）。

(1) 経営者視点による分析が尚不十分であり，経営のトップレベルが早期から関与し，経営者としての説明責任を果たしていくことが求められる。

(2) セグメント分析に際しては，経営管理と同じセグメントに基づいて，セグメントごとの資本効率も含め，セグメントの状況がより明確に理解できるような情報が開示されることが必要である。

(3) 資本の財源及びキャッシュ・フローに関する情報については，どこからどのように資本やキャッシュを調達しているのか，経営戦略の遂行上，調達した資本やキャッシュをどのように設備投資や研究開発に振り分けていくのか，という情報がより実効的に開示されるべきである。

(4) 会計上の見積り・仮定は，投資判断・経営判断に直結するものであり，経営陣の関与の下，より充実した開示が行われるべきである。

記述情報の充実を進めるひとつの要因として，「欧州や米国をはじめ，諸外国において記述情報を含む開示の充実に向けた取組みが進められていること」（金融審議会［2018a］, p.1）を挙げているが，MD&A においてもアメリカや英国での制度が参考とすべき標準とされていた。

この 2018DWG 報告では，今後の取組みとして，「開示内容について具体的に定めるルールを整備するとともに，ルールへの形式的な対応にとどまらない開示の充実に向けた企業の取組みを促すため，開示内容や開示への取組み方についての実務上のベストプラクティス等から導き出される望ましい開示の考え方・内容・取組み方をまとめたプリンシプルベースのガイダンスを策定」することを提案している。同時に，「適切な開示実務の積上げを図る」ために企業のベストプラクティスを収集・公表することも提案していた（図 3）（金融審議会［2018a］, pp.9-10）。

翌 2019 年 1 月に開示府令が改正された。2018DWG 報告では，MD&A の制度整備を進めてきたが，未だに「計数情報のみやボイラープレート化した記載が多く，まだ不十分，更なる取組みが必要」としていた。そこで，「経営方針・経営戦略等の内容の他，他の記載項目の

図 3　2018 年金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告の概要

報告の内容	今後の取組み
Ⅰ「財務情報」及び「記述情報」の充実 **財務情報及び財務情報をより適切に理解するための記述情報を充実（例えば，経営戦略，MD&A，リスク情報など）** Ⅱ　建設的な対話の促進に向けたガバナンス情報の提供 （省略） Ⅲ　情報の信頼性・適時性の確保に向けた取組み （省略） Ⅳ　その他の情報 （省略）	**①　プリンシプルベースのガイダンスの策定** **企業が経営目線で経営戦略・MD&A・リスクを把握・開示していく上でのプリンシプルを企業や投資家を交えて議論し，ガイダンスを策定** **②　開示のベストプラクティスの収集・公表** ③　開示ルールの策定（開示府令改正） （省略）

出所）金融審議会 [2018b]を一部修正。

内容と関連付けて記載すべきであることを明確化」し，会計上の見積りや見積りに用いた仮定についても「不確実性の内容やその変動により経営成績に生じる影響等に関する経営者の認識の記載を求める」ことにした（金融庁［2019a］）。

同様に，2018DWG 報告の提言を受けて，2019 年 3 月には金融庁が「記述情報の開示に関する原則」（「記述情報開示原則」）と「記述情報の開示の好事例集」を公表した。この「記述情報開示原則」は，「プリンシプルベースのガイダンス」としての位置付けであり，開示の考え方，望ましい開示の内容や取組み方を示すものであり，新たな開示事項を加えるものではないとする。また，この「原則」が対象とするのは，「経営方針・経営戦略等」，「MD&A」及び「リスク情報」であり，これらの情報は「投資家による適切な投資判断を可能とし，投資家と企業との深度ある建設的な対話につながる項目である」との認識による。「経営方針・経営戦略等」では，企業がその事業目的をどのように実現していくか，どのように中・長期的に価値を創造するかを説明し，「MD&A」は「経営方針・経営戦略等」に従って事業活動を展開した結果の業績について経営者の視点からその要因等を分析する。また，「リスク情報」は，翌期以降の事業運営に影響を及ぼしうるリスク・不確実性のうち，経営者の視点から重要と考えるものを説明することが求められている（金融庁［2019b］, p.i and pp.1-2）。

「記述情報開示原則」は，総論（「企業情報の開示における記述情報の役割」及び「記述情報の開示に関する共通事項」）と各論（経営方針・経営環境及び対処すべき課題等，リスク情報及び MD&A）からなっている（表 2 及び表 3）。

総論の原則 1-1 では投資家と企業側において期待される記述情報の役割を述べており，原則 2-1 以下が総論のうちの「記述情報の開示に関する共通事項」となる。共通事項での考え方は次のようになる。

投資家は，取締役会や経営会議の議論を反映した情報の開示により，取締役会や経営会議における企業の現況の認識や企業の経営方針・経営戦略等の内容の理解に必要な情報を得ることができ，財務情報だけでは判別できない経営の方向性を理解し，将来の経営成績等の予想の確度をより高めることが可能となる（2-1）。記述情報の開示では重要性が求められるが，その重要性は基本的に投資家の投資判断に重要か否かで判断すべきである。ただし，取締役会や経営会議での議論を反映することを求めているため，経営者の視点による経営上の重要性も考慮することが必要とする（2-2）。現在の企業経営では多角化が進展しており，記述情報では企業全体の情報だけではなく，経営管理の実態に応じて事業セグメントを適切に区分して記載することが重要である（2-3）。分かりやすい開示のために，図表，グラフ，写真等の利用，時系列変化の表示，適切な見出しや表題，変更内容の表示と影響の説明，他の記載情報との関連付けなどの工夫が求められている（2-4）。

各論の中で MD&A については，2018DWG 報告の提言に対応して「MD&A に共通する事項（3-1）」，「キャッシュ・フローの状況の分析・検討内容，資本の財源及び資金の流動性に係る情報（3-2）」及び「重要な会計上の見積り及び当該見積りに用いた仮定（3-3）」の 3 原則を挙げている。

MD&A は，経営方針・経営戦略等に従って事業を営んだ結果である当期の経営成績等の状況について，経営者の視点による振り返りを行い，経営成績等の増減要因等についての分析・検討内容を説明するものであり，MD&A の開示により，投資家は，企業が策定した経営方針・経営戦略等の適切性を確認することや，経営者が認識している足許の傾向を踏まえ，将来の経営成績等の予想の確度をより高めることが可能となる（3-1）。開示内容として「キャッシュ・フローの状況の分析・検討内容，資本の財源及び資金の流動性に係る情報」を挙げているのは，経営方針・経営戦略等を遂行するにあ

表２「記述情報の開示に関する原則」総論

総論－企業情報の開示における記述情報の役割

原則	求められ・期待されている事項
1-1	記述情報は，財務情報を補完し，投資家による適切な投資判断を可能とする。また，記述情報が開示されることにより，投資家と企業との建設的な対話が促進され，企業の経営の質を高めることができる。このため，記述情報の開示は，企業が持続的に企業価値を向上させる観点からも重要である。 企業は記述情報およびその開示のこのような機能を踏まえ，充実した開示をすることが期待される。

総論－記述情報の開示に共通する事項

原則	求められ・期待されている事項
2-1 取締役会や経営会議の議論の適切な反映	記述情報は，投資家が経営者の目線で企業を理解することが可能となるよう，取締役会や経営会議における議論を反映すること
2-2 重要な情報の開示	記述情報の開示について，各企業は重要性（マテリアリティ）という評価軸を持つこと
2-3 セグメントごとの開示	記述情報は，経営者の目線で理解ができる情報を提供するため，適切な区分で開示すること
2-4 分かりやすい開示	記述情報の開示にあたっては，その意味内容を容易に，より深く理解することができるよう，分かりやすく記載すること

出所）金融庁［2019b］より作成。

表３「記述情報の開示に関する原則」各論

各論

原則	求められ・期待されている事項
1　経営方針、経営環境及び対処すべき課題等	
1-1	経営方針・経営戦略等（省略）
1-2	優先的に対処すべき事業上及び財務上の課題（省略）
1-3	経営上の目標の達成状況を判断するための客観的な指標等（省略）
2　事業等のリスク（省略）	
3　経営者による財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析（MD&A）	
3-1	**MD&Aに共通する事項** 事業全体及びセグメント情報に記載された区分ごとに，経営者の視点による認識及び分析・検討内容（経営成績に重要な影響を与える要因についての分析など）を経営方針・経営戦略の内容や他の項目の内容と関連付けて記載すること
3-2	**キャッシュ・フローの状況の分析・検討内容並びに資本の財源及び資金の流動性に係る情報** 資金調達の方法及び状況並びに資金の主要な使途を含む資金需要の動向についての経営者の認識を含めて記載するなど具体的かつ分かりやすく記載すること
3-3	**重要な会計上の見積り及び当該見積りに用いた仮定** 見積りや仮定の不確実性の内容，その変動により経営成績等に生じる影響などを記載すること

出所）金融庁［2019b］より作成。

たって必要な資金需要やそれを賄う資金調達方法等に対する経営者としての認識を適切に説明することで，経営方針・経営戦略等を遂行するに当たっての財源の十分性や経営方針・経営戦略等の実現可能性を判断することを可能にすることを重視しているためである（3-2）。また，

開示内容として「重要な会計上の見積り及び当該見積りに用いた仮定」を原則として取り上げたのは，会計基準における見積りの利用が増大したため，企業の業績に予期せぬ影響が発生するというリスクを減らすためという（3-3）。これらの原則の説明においては，アメリカ SEC のガイドラインが参考として掲載されており，SEC のガイドラインが基本的考え方として踏襲されてきているのがわかる。

「記述情報開示原則」により，日本における MD&A 開示の制度整備も一区切りがついたといえよう。しかし，2020 年以降にはサステナビリティ報告をめぐる国際的動向が激しく動き出し，日本においても，サステナビリティ情報の法定開示への取り込みが提案されている。その中で，「記述情報開示原則」の改訂が求められた。

2022 年 6 月に金融審議会のディスクロージャーワーキング・グループが報告書を公表した。そこでは，有価証券報告書においてサステナビリティ情報を一体的に提供する枠組みとして，独立した「記載欄」を創設することを提案しているが，今後，サステナビリティ情報の開示の充実を進めるにあたっては，「企業価値に関連した投資家の投資判断に必要な情報が開示されるよう，金融庁において，国際的な動向も踏まえつつ，『記述情報の開示に関する原則』を改訂」することを求めている（金融審議会［2022］, pp.4-5）。

このディスクロージャーワーキング・グループ報告で開示を提案していたサステナビリティ情報は，ISSB が基準を開発している「気候変動」及び「人的資本」・「多様性」の情報であるが，現在開示を求めている「経営方針，経営環境及び対処すべき課題等」，「事業等のリスク」及び「MD&A」の情報と合せた新たな開示の検討が今後なされることになろう[20]。

V　おわりに

アメリカで開発された MD&A 情報は日本や IASB においても導入され，踏襲されてきた。この情報に何を求めるのかという基本的な考え方と姿勢が受け入れられてきているのである。この MD&A 情報における基本的考え方と特徴を確認してみよう。

MD&A 情報は，「経営者の視点」から企業を検討し，分析した「記述情報」である。その基礎には，経営者の視点から企業を見ることができることで，情報利用者が将来キャッシュ・フローに対する企業の予測に大きく影響しうる経営者の行動あるいは反応を予測する能力が高まり（FASB［1997］, para.60），これこそが情報利用者が求めている情報であるという認識がある。アメリカの 1973 年という初期の時点での SEC 規則においても，「文章による説明の目的は要約の項目の重要な変化の要因を説明することで財務データを経営者がどのように分析しているかを投資者に提供すること」にあり，「経営者の説明は投資者が利益の源泉と将来の可能性を評価することを可能にする」（SEC［1973］）として経営者による分析の重要性を指摘している。IASB の MC では 2010 年の当初

20）2023 年 1 月 31 日に金融庁は「企業内容等の開示に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令」，「企業内容等の開示に関する留意事項について（企業内容等開示ガイドライン）」及び「記述情報の開示に関する原則（別添）－サステナビリティ情報の開示について」を公表した。この改正により，有価証券報告書の「第一部　企業情報」の「第 2　事業の状況」に「サステナビリティに関する考え方及び取組」という記載欄が新設され，気候変動，人的資本・多様性に関して記載することが義務化された。この改正は 2023 年 3 月期から適用されることになる。また，「記述情報の開示に関する原則（別添）」では，その冒頭で，「サステナビリティ情報については，現在，国内外において，開示の基準策定やその活用の動きが急速に進んでいる状況であることから，サステナビリティ情報の開示における「重要性（マテリアリティ）」の考え方を含めて，今後，国内外の動向も踏まえつつ，本原則の改訂を行うことが考えられる」としている。

よりこの「経営者の視点」による分析を求めていたが，日本での日本版 MD&A において「経営者による」あるいは「経営者の視点による」の文言が使われるようになるのは 2018 年であった。

経営者による分析の対象は，当初の SEC 規則では「利益の要約」であったが，1980 年の改正以降，財務諸表情報に変更された。すなわち，MD&A 情報は財務諸表情報を「補完・補足」することで財務諸表情報とは独立しながらもともに財務報告の基本目的を達成することが期待されている。ただし，MD&A 情報は財務諸表情報を補完・補足する検討と分析であり，単なる財務諸表数値の再掲であったり，洞察のない紋切り型の分析（boilerplate analysis）は繰り返し批判されてきている。財務諸表情報の中で検討・分析する内容としては，1980 年の SEC 規則で「流動性，資本の源泉及び経営成績」を挙げていたが，2003 年のガイダンスでは「キャッシュ・フローの源泉」や「重要な会計上の見積りや仮定」などを挙げており，時代的変遷が見られる。

また，MD&A での分析は，企業全体とセグメント区分の両面での分析が求められている（SEC［2003b］, Ⅲ B.2.，IASB［2010］, para.23, 金融庁［2019b］, 原則 2-3）。SEC 規則ではすでに 1980 年の改正で，経営者の判断によるが，セグメントに基づいた説明を求めている。現在の企業は多角化・国際化が進展しており，企業グループ全体の活動と状況だけを対象としていては十分な検討・分析はできない。さらに，現在のセグメント情報はマネジメントアプローチであり，経営管理における内部組織構造をセグメントとして経営管理目的で用いるセグメント情報を開示することで経営者の視点から企業を見ることを可能にする。セグメント区分での分析が求められる理由である。

MD&A 情報の開示では重要性が求められるが，その重要性はどのような判断によるのであろうか。2003 年の SEC のガイダンスでは，重要であるかどうかを，損益とキャッシュ・フローの両方の観点から，企業の財務状況，流動性と資本の源泉，財務状況の変化及び経営成績の理解を深めることができるかで判断している（SEC［2003b］, Ⅰ B）。MC における重要性は，企業ごとに異なり，「目的適合性の企業固有の一側面」でもあるという（IASB［2010］, para.21）。ただし，MC は「概念フレームワーク」の範囲に含まれるとしているため，概念フレームワークにおける質的特性としての重要性，すなわち「利用者が報告書に基づいて行う意思決定に当該情報が影響を与えると合理的に予想しうる場合に，重要性がある」（IASB［2018a］, para.2.11）と理解することになる。日本の「記述情報開示原則」での重要性は，「投資家の投資判断にとって重要か否かにより判断すべき」となる。ただし，「投資家の投資判断に重要か否かの判断に当たっては，経営者の視点による経営上の重要性も考慮した多角的な検討を行うことが重要」であり，個別企業の状況を考慮することが求められる（金融庁［2019b］, 原則 2-2）。

MD&A 情報では，将来情報の開示とそれに伴うセーフ・ハーバー・ルールの整備が不可欠であった。将来情報に付随する信頼性への懸念が当初 SEC に MD&A における将来情報の開示を躊躇させたが，将来業績に対する経営者の予測は投資家の意思決定に重要であるとの認識から将来情報への言及が奨励されるようになった。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の企業側の不安に対しては，1978 年からセーフ・ハーバー・ルールの制定に向けて検討を開始している（Ⅱ 2. 参照）。IASB にとってセーフ・ハーバー・ルールは各法域の規制機関の責任となるが，開示すべき情報の内容では利用者のニーズに対応した「見通し」の開示を求めている。日本においては，2023 年 1 月公表の「企業内容等開示ガイドライン」の「将来に関する事項」で，有価証券届

出書に「記載すべき重要な事項について，一般的に合理的と考えられる範囲で具体的な説明が記載されている場合には，有価証券届出書に記載した将来情報と実際に生じた結果が異なる場合であっても，直ちに虚偽記載等の責任を負うものではないと考えられる」と明記した[21)]。

今後，MD&A はサステナビリティ報告との関わりの中で再検討されることになろう。以前，IASB はサステナビリティ報告を対象としないとしていたが（IASB［2017a］），IFRS 財団は IASB とは別組織として ISSB を設置した。IFRS 財団では，ISSB と IASB は独立しているが，「共存できる報告となるように緊密に協力して活動すること」を期待しており，IASB の責任である財務諸表では「報告日までに行われた取引と事象を報告すること」に，一方の ISSB の責任であるサステナビリティ報告では「企業の将来価値とキャッシュ・フローに影響するリスクと機会」に焦点を置くとしている（IFRS Foundation［2021］）。今後は，IFRS 財団は財務報告における財務諸表と非財務情報の両面で国際的な基準開発の責任を果たすことになる。MC もこの枠組みの中で再検討されることになるのである。

日本も 2022 年 7 月にサステナビリティ基準委員会（SSBJ）を設置して IFRS 財団と同様の基準設定体制とした。ISSB の開発するサステナビリティ開示基準は SSBJ が開発する日本版サステナビリティ開示基準に大きく影響するであろう。それが必ずしも日本版 MD&A がサステナビリティ報告と一体化することに繋がるというわけではないが，財務報告の中における非財務情報開示の再構築の一環としての見直しは必要となろう。

21）対象としているのは，「第一部　企業情報」の「第 2　事業の状況」の「1　経営方針，経営環境及び対処すべき課題等」「2　サステナビリティに関する考え方及び取組」「3　事業等のリスク」「4 経営者による財政状態，経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」の「将来に関する事項（将来情報）」である。

参考文献

FASB［1997］*FAS 131-Disclosure about Segments of an Enterprise and Related Information*.

Frye, Todd J.［2008］“Application of the Safe Habor for Forward-Looking Statements”, Findlaw, March 26（https://corporate.findlaw.com/finance/application-of-the-safe-harbor-for-forward-looking-statements.html）.

Horwich, Allan［2010］“Cleaning the Murky Safe Harbor for Forward-Looking Statements : an Inquiry into Whether Actual Knowledge of Falsity Precludes the Meaningful Cautionary Statement Defense”, *Faculty Working Papers*（*Northern University School of Law*）, Paper 29.

IASB［2010］*IFRS Practice Statement 1 – Management Commentary, A framework for presentation*, Dec..

IASB［2017a］*Agenda Paper 28A-Wider Corporate Reporting：Agenda Proposal to Revise and Update the Management Commentary Practice Statement*, Nov..

IASB［2017b］*Agenda Paper 28B-Wider Corporate Reporting：An Update on Developments*, Nov..

IASB［2018a］*Conceptual Framework for Financial Reporting*, March.

IASB［2018b］*Agenda Paper 15A-Management Commentary Practice Statement, Education Session*, March.

IASB［2022］*Agenda Paper 15- Management Commentary：Project Update*, July.

IFRS Foundation［2020］*Consultation Paper on Sustainability Reporting*, Sep..

IFRS Foundation［2021］“Connectivity, Core Work and Convergence-What Next for IFRS Accounting Standards?”, Dec. 7.

SEC［1968］“Guides for Preparation and Filing of Registration Statements”, Release No. 33-4936, Dec.9.

SEC［1973］“Notice of Revision of Proposed Amendment to Guide 22 of the Guides for Preparation and Filing of Registration Statements under the Securities Act of 1933 and Revision of Proposed Adoption of Guide 1 to the Guide for Preparation and Filing of Reports and Registration Statements under

the Securities Exchange Act of 1934", Release Nos. 33-5443; 34-10549, Dec.12.

SEC［1974］"Notice of Adoption of Amendment to Guide 22 of the Guides for Preparation and Filing of Registration Statements under the Securities Act of 1933 and Adoption of Guide 1 of the Guide for Preparation and Filing of Reports and Registration Statements under the Securities Exchange Act of 1934", Release Nos. 33-5520; 34-10961, ASR-159, August 14.

SEC［1980］"Amendments to Annual Report Form, Related Forms, Rules, Regulations, and Guides; Integration of Securities Acts Disclosure Systems", Release Nos. 33-6231; 34-17114; AS-279, Sep.2.

SEC［1987］"Concept Release on Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Operations", Release Nos. 33-6711; 34-24356, April 17.

SEC［1989］"Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations; Certain Investment Company Disclosure", Release Nos. 33-6835; 34-26831; IC-16961; FR-36, May 18.

SEC［1994］"Safe Habor for Forward-Looking Statements", Release Nos. 33-7101; 34-34831, Oct. 19.

SEC［2003a］"Summary by the Division of Corporation Finance of Significant Issues Addressed in the Review of the Periodic Reports of the Fortune 500 Companies", Feb. 27.

SEC［2003b］"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.

鴬地隆継［2022］「会計は世界を変えるか　第35回『サステナビリティ』と企業　その1」『会計・監査ジャーナル』No.808，pp.40-41。

大鹿智基［2023］『非財務情報の意思決定有用性－情報利用者による企業価値とサステナビリティの評価』中央経済社。

企業会計基準委員会［2006］「討議資料　財務会計の概念フレームワーク」（12月）。

金融審議会［2002］「金融審議会第一部会報告－証券市場の改革促進」（12月16日）。

金融審議会［2016］「ディスクロージャーワーキング・グループ報告－建設的な対話の促進に向けて」（4月18日）。

金融審議会［2018a］「ディスクロージャーワーキング・グループ報告－資本市場における好循環の実現に向けて」（6月28日）。

金融審議会［2018b］「『ディスクロージャーワーキング・グループ報告－資本市場における好循環の実現に向けて』の概要」（6月28日）。

金融審議会［2022］「ディスクロージャーワーキング・グループ報告－中長期的な企業価値向上につながる資本市場の構築に向けて」（6月13日）。

金融庁［2002］「証券市場の改革促進プログラム」（8月6日）。

金融庁［2003］「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」（3月31日）。

金融庁［2018］「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」（1月26日）。

金融庁［2019a］「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」（1月31日）。

金融庁［2019b］「記述情報の開示に関する原則」（3月19日）。

金融庁［2023］「記述情報の開示に関する原則（別添）－サステナビリティ情報の開示について」（1月31日）。

阪智香［2023］「サステナビリティ開示－経済社会のサステナビリティに向けての貢献」『會計』第203巻第1号，pp.92-106。

藤原由紀［2018］「『経営者による説明』－wider corporate reportingを取り巻く状況」『季刊　会計基準』vol.62，pp.67-71。

（付記）本稿はJSPS基盤研究（C）課題番号20K02005の助成を受けている。