

第4章

特別目的事業体（SPE）の連結をめぐる MD & A 開示問題

古庄 修

1 はじめに

米国では、会計基準の設定は財務会計基準審議会（FASB）が、アニュアル・レポートの開示基準全般については米国証券取引委員会（SEC）がその役割と責任を担う、いわゆるデュアル・リポーティング・システムが採用されてきた¹⁾。その意味で、FASB と SEC の活動領域については棲み分けが図られてきた。

米国の「財政状態及び経営成績に関する経営者による討議と分析」（以下 MD & A という）は、SEC の開示規制下において、国際的に最も早く財務報告制度のなかに組み込まれた、財務諸表を補足する追加的な開示手段である。MD & A は、経営者自らが財政状態および経営成績について解説し、分析的な説明を行うために、財務報告の枠組みにおけるナラティブな情報²⁾の開示媒体として意義づけられてきた。

MD & A は、財務諸表とその開示目的を共有する。すなわち、MD & A は、投資者の投資意思決定を支援するために、財務諸表に表示された会計数値の基礎にある理由や背景、および既知の動向、事象、不確実性が将来の企業業績に与える影響等について分析・討議を行う際に、経営者に一定の裁量が許容されている点に特徴がある³⁾。

SEC は、MD & A の開示を強制する一方で、主として流動性、資本源泉および経営成績に焦点をあて、それらに変動をもたらす会計数値の背後にある諸要因を任意に説明する機会を経営者に与えている。

とりわけ、2001 年 11 月のエンロン社の破綻を契機に、米国では会計・監査・コーポレート・ガバナンスを一体と捉えた資本市場に係る制度改革が展開されてきたが⁴⁾、その重点事

1) 以下を参照。林 裕二「アメリカにおける企業内容開示制度の動向」『会計』第 121 巻・第 2 号、1982 年 2 月、53-66 頁。

2) ナラティブな情報のすべてが非財務情報というわけではないことに注意を要する。すなわち、ナラティブな情報は、一般に記述の情報、叙述の情報ないし定性的情報等と称されるが、ここではナラティブな情報が定量的あるいは財務的な業績測度を含まないとの誤解や矮小化を避けるために、あえて訳さずに「ナラティブ」の用語を用いた。本稿は、ナラティブ報告を「定量的情報と定性的情報、あるいは財務諸表において表示されないオフバランス財務情報およびその他の非財務情報を包含する文章形式の報告」と定義し、当該開示情報をナラティブな情報という。

3) SEC は、Regulation S-K の Item303 において MD & A における開示項目を具体的に規定し、主として流動性、資本源泉および経営成績に変動をもたらす会計数値の背後にある諸要因を任意に説明する機会を経営者に与えている。

4) サーベインズ・オクスリー法を会計・監査・コーポレート・ガバナンスの三位一体の改革と捉えて詳

項のひとつが MD & A 開示の拡充・強化にあったことに異論はないであろう。

SEC は、Fortune 500 社を対象とした MD & A に係る調査⁵⁾ をふまえて、2003 年 12 月に MD & A 開示のための新たな解釈指針 (Interpretative Guidance) を公表している⁶⁾。当該解釈指針によれば、MD & A は以下を目的とする。

- ① 投資者が経営者の視点を通じて企業を評価することができるように、経営者は財務諸表にナラティブな説明を提供する
- ② 財務諸表の開示レベルを全体として高めるとともに、投資者が財務諸表を分析する際に必要な背景情報を提供する
- ③ 企業の過去の実績が将来の業績の見通しに関連しているか、投資者がその可能性を確認できるように、当該企業の利益およびキャッシュ・フローの質やその潜在的な変動性に係る情報を提供する

解釈指針は、MD & A 開示の全体の表示方法、非 GAAP 測度等の最重要業績指標 (KPI)、重要性の判断、既知の重要な動向と不確実性に係る事項、分析の在り方等を含めた MD & A の内容、流動性と資本源泉に係る開示ならびに重要性が極めて高い会計上の見積もり (critical accounting estimates) 等を開示事項として網羅している。

最近では、財務会計基準 (SFAS) 第 157 号『公正価値測定』⁷⁾ 導入に伴い、いわゆるレベル 3 の開示に関連して、公正価値によって測定された情報の信頼性を確保するために解釈指針に基づいた MD & A におけるより一層の開示の拡充が SEC から要請された⁸⁾。

財務諸表本体における会計処理方法の複雑性、見積もり要素・将来予測要素の導入に伴う主観的な会計上の仮定や判断領域の拡大と、これに伴う注記自体の量的増加等を理由として、MD & A の開示は財務諸表との関係を強く意識して一層拡充されており、財務報告の枠組みを外延的に拡大する傾向にある。MD & A は、公的開示 (public disclosure) の領域にあって強制的に開示が求められる一方で、その開示内容については経営者の視点を重視した裁量の余地が許容される点で、いわば投資者向け広報 (IR) の側面も認められる。財務報告の枠組み—財務諸表本体・注記・MD & A の関係関係—をふまえて財務報告の体系の再編成がいま提起されていることは、現代の重要な会計制度問題のひとつとして受け止められなければならないであろう。

説した以下を参照。八田進二著『会計プロフェッションと監査』同文館、2009 年。

- 5) SEC, *Summary by the Division of Corporation Finance of Significant Issues Addressed in the Review of the Periodic Reports of the Fortune 500 Companies*, 2003.
- 6) SEC, Release No. 33-8056, *Interpretation: Commission Guidance Regarding Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operation*, 2003.
- 7) FASB, SFAS No. 157, *Fair Value Measurements*, 2006. SFAS 第 157 号の内容については、例えば以下の解説を参照。川村義則「アメリカにおける展開」日本会計研究学会特別委員会報告書『公正価値測定の意義とその限界』(最終報告書)、2011 年、33-60 頁。
- 8) 詳細については、以下を参照。古庄 修「公正価値測定の信頼性と MD & A 開示規制」『會計』第 180 巻・第 6 号、2011 年 12 月、42-56 頁。

本章は、特別目的事業体（Special Purpose Entities、以下 SPE という）の連結問題を集団投資スキームのひとつの典型的な事例として MD & A 開示の意義と役割に接近する。特に、本章の論点は、SPE の連結問題をめぐる以下のふたつの仮説命題について、その妥当性を米国の MD & A 開示制度をふまえて検討することにある。

仮説①：会計基準が改善・整備されるならば、財務諸表本体の拡充により、会計制度の一時的な不備を補う MD & A の開示規制はその役割を終えて徐々に縮小する

仮説②：現代の財務報告制度は MD & A を内包しなければその全体が完結しない。あるいは、財務諸表と MD & A が一体となっはじめて財務報告の目的を果たしうる

MD & A は、財務諸表本体と注記（以下、両者を併せて財務諸表ともいう）を補足し、これと一体となって財務報告目的を果たすことが期待される。とりわけ近年においては、MD & A を、主としてナイーブな投資者に対する財務諸表の解説機能を果たす原初的な機能や、認識基準を満たすことができないために財務諸表に計上できない項目をナラティブに説明するいわば一時的な避難場所にとどまらず、財務諸表の理解に不可欠な包括的なリスク情報の開示の場として、その機能ないし役割に対する解釈の変容をもたらしているといえるであろう。換言すれば、MD & A 開示は財務諸表本体および注記との関係を必然として、財務報告の範囲（spectrum）を拡張している。

以下、本章は、SPE の連結問題に関連したオフバランス取引の開示問題について、サーベインズ・オクスリー法（以下 SOX 法という）を起点として、米国の財務報告制度における財務諸表と MD & A の相互補足・相互補完関係⁹⁾の形成について検討し、その特徴を明らかにする。また、補足的に MD & A の信頼性に係る保証問題に言及することにより、注記と MD & A が接近することによる「注記の MD & A 化」と「MD & A の注記化」の両者に内在する問題について考察したい。

2 開示プロセスの階層構造における公的・強制的開示としての米国 MD & A

米国の MD & A は、その枠組みのなかに経営者の視点に基づく任意開示の側面も確かに認められる点で、投資者とのコミュニケーション—IR—のための重要な手段でありながら、他方で、MD & A についてもどちらかといえば細則主義（rule-based）的な開示システムを採用する SEC の強制的な執行権限を背景とした法規制の遵守（compliance）との緊張関係のうえに成立しているといえる¹⁰⁾。

9) ここに財務諸表を「補足」（supplementing）とは、財務諸表上の項目および金額に係る追加的な説明および財務諸表上の結果に係る状況や事象を説明することを意味する。また、「補完」（complementing）とは、財務諸表には表示されない報告エンティティとその業績に関する財務情報および非財務情報を提供することを意味する。

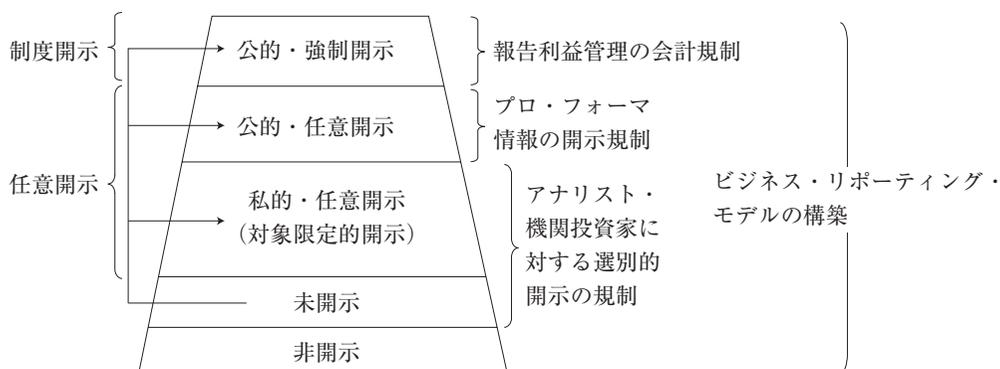
10) Tarca, A., D. L. Street, and W. Aerts, “Improving MD & A,” *Financial Executive*, December 2010, p. 55. 以下においては、MD & A 開示が「強制的自発開示」として説明されている。これは、一見矛盾する説明に

企業と投資者間の財務コミュニケーション・プロセスにおいて、財務報告制度は絶えずその中核にあって当該プロセスの最低限の開示水準となる標準（standard）を設定する役割を果たしてきた。

だが、開示メディア、開示内容、開示チャネルおよび開示のタイミングの選択は個々の企業の置かれた環境に照らして多様であることも事実である。特に、近年のIR活動の重点は、私的開示（private disclosure）にあったといえるであろう。

ここに私的開示とは、一部の専門的情報利用者、すなわちアナリストおよび機関投資家を対象として、私的な情報流通チャネルを利用して行われる任意の開示プロセスを意味する。典型的には、アナリスト向け決算説明会、経営者と機関投資家との直接的な対話の機会を提供する^{あいたい}相対ミーティング（one-to-one meeting）、対象限定的な電話会議（conference call）等を挙げることができる。

この点について、わが国においては、大きく制度開示と任意開示（自発の開示とも言われる。多くの場合、任意開示はIRの領域と認識される）に区別する考え方が一般的である。しかし、より詳細に分類するならば、企業による開示プロセスの選択は、情報の入手可能性と、その開示が法規制により強制されるか、任意であるかによって、「公的・強制開示」、「公的・任意開示」、「私的・任意開示」および「未開示」と「非開示」の各領域に区分しうる階層構造として説明しうるであろう¹¹⁾。



図表 開示プロセスの階層構造と開示規制の問題領域

も思えるが、そうではなく、MD & A 開示が強制され、その開示内容については細則主義的性格も強いが、定型的ではなく裁量の余地が認められることを捉えた解釈である。MD & A の特徴を端的に表現している。伊藤邦雄「財務報告の変革と企業価値評価」『企業会計』第 63 巻・第 12 号、2011 年 12 月、54 頁。

11) 以下を参照。Beattie, V., *Business Reporting: The Inevitable Change?*, ICAS, 1999. 古庄 修「開示プロセスの階層構造と財務報告制度—英米における会計規制の外延的拡大—」『JICPA ジャーナル』第 598 号、2005 年 5 月、38-43 頁。

金融商品取引法等に基づいて開示が強制される財務諸表、証券取引所により開示が要請される決算短信やプレス・リリース等は、すべて公的チャンネルが利用される公的開示である点で共通している。この場合、公的・任意開示は、開示の枠組みについては法規制が定めるが、その具体的な開示内容については任意である点で、公的開示と私的開示が交錯する開示領域であるといえる。

企業は、市場における信頼ないし評判の形成において競争関係に大きな影響力をもつアナリストおよび機関投資家に限定した任意開示のインセンティブを有する。アナリストおよび機関投資家にとっても、その最も重要な情報ソースは経営者との^{あいたい}相対ミーティングであろう。つまり、公的開示を通じた財務諸表を含むアニュアル・レポートの入手と分析は、投資対象の決定においてその出発点であるとしても、継続的な監視とコミットメントにおいては「改善の情報ソース」でしかないことが実証されている¹²⁾。このことは、私的開示を通じて選別された情報利用者と企業との間に「二重の情報優位」(dual knowledge advantage)が形成され、互恵的な便益がもたらされるためであると考えられる。

これまでの財務報告制度をめぐる議論においては、このような公的開示と私的開示の相互作用や、私的開示の範囲に影響を与える会計基準の設定等を通じた強制開示領域の拡大の意味については、必ずしも十分な検討が行われてきたとはいえない状況にある。

この点について、近年の英米各国においては、私的開示の範囲を制約し、あるいは私的開示において流通する情報を公的開示領域に移行させて、投資者間の情報所有の公平性と情報の信頼性を確保するための制度的な取り組みが展開されてきた。このような動向は、一見して会計基準の設定そのものではないとしても、公的・強制開示の中核となる財務報告制度に質的な変化を要請している点で重要であろう。

ここでは、近年の米国における不正会計問題に関連して、特に財務報告制度の信頼性(credibility)の回復のために展開されたふたつの会計規制が注目される。

ひとつは、SECが1999年に制定したRegulation FD『公平開示規則』である¹³⁾。

ここにRegulation FDは、投資者間の情報格差を是正し、すべての投資者が企業の重要情報に同時にアクセスすべきとの立場から、対象限定的な開示を意味する従前の選別開示(selective disclosure)の慣行を実質的に排除することを目的とした規制であった。Regulation FDは、業績予想に係る市場のコンセンサスがいわば密室のなかで形成されることに一石を投じた。

その背景には、特権的な情報利用者として一部のアナリストおよび機関投資家への差別的

12) 実証的証拠については、以下を参照。Barker, R. G., *Financial Reporting and Share Prices: The Analysts' and Fund Managers' View*, PriceWaterhouse Coopers, 1999. Holland, J., *Corporate Communications with Institutional Shareholders: Private Disclosures and Financial Reporting*, ICAS, 1997.

13) 以下を参照。古庄 修「米国における公平開示規則と報告利益管理」『経営行動研究年報』(経営行動研究学会)第11号、2002年5月、121-125頁。

なアクセス問題が、互恵的な関係の維持・継続を理由として行われた報告利益管理（earnings management）の問題と強く結びつき、結果として一般投資者を誤導することに繋がったとの認識がある。

このような財務報告制度上の課題に対して、SECは、とりわけ報告利益管理の負の側面を強調して、株式市場における「ナンバーズ・ゲーム」（数当てゲーム）を問題視した。Regulation FDは、財務報告制度全体の信頼性確保に関連づけて、私的開示領域に踏み込んだ会計規制と見做しうる。つまり、私的開示の範囲を制限して重要情報を公的開示に移行させるための規制であった点にその特徴がある。

また、もうひとつは、従来の会計規制が、ある意味で当然のように公的・強制開示—公的な情報流通チャネルを経由して、法規制を根拠に経営者に強制される開示—を対象とする理解されてきたとすれば、Regulation G『非 GAAP 測度の利用条件』は公的・任意開示の領域における会計規制の展開として捉える必要がある¹⁴⁾。その意味で、Regulation Gを単なる情報開示一般の規制問題と矮小化すべきではないであろう。

すなわち、米国においては、非 GAAP 測度（non-GAAP measures）の開示が財務諸表外の粉飾決算問題に対する会計規制の観点から整理されている。このことは、従前の強制開示と任意開示（IR）の区別のみ視点しかない、会計問題と見做すための枠組みを欠くことになるであろう。かかる観点から、Regulation Gの意義は次のように説明しうる。

第一に、Regulation GはSOX法を法的根拠として財務報告制度の信頼回復に重点を置いた、「ナンバーズ・ゲーム」の鎮静化のための開示規制として意義づけられる。第二に、SECは、禁止事項を含む法定開示としてその枠組みを規定したように、そもそも非 GAAP 測度を全否定する立場にはなく、開示の方法については注意を促す一方で、様々な場面で非 GAAP 測度の有用性を認めてきた¹⁵⁾。Regulation Gは、制度としての GAAP 測度の優位性を明確にしつつも、GAAPを基礎とする財務諸表に対する非 GAAP 測度の補完的役割を認めて、経営者による任意の開示を制度的に承認したといえよう。

但し、それは強制開示領域に複数の利益が併存ないし共存するという意味での非 GAAP 測度の積極的な承認ではなく、あくまでも補完機能として GAAP 測度との調整計算を不可欠な前提とすることを第三の意義として指摘しなければならない。このことは、公的開示領域における強制開示と、MD & Aのような任意開示の重層的関係を考えるうえで重要な展開であると見做しうる。

すなわち、第四に、Regulation Gは、経営者の意図ないし裁量を基礎としながら、これを

14) 以下を参照。古庄 修「プロフォーマ利益の開示規制と業績報告」『経営行動研究年報』（経営行動研究学会）第14号、2005年7月、64-68頁。古庄 修「米国における非 GAAP 利益の開示規制」『経済系』（関東学院大学）第223集、2005年4月、64-76頁。

15) 以下を参照。Bloom, R., and S. David, “SEC Regulation G, S-B, and S-K: Reporting Non-GAAP Financial Measures,” *The CPA Journal*, December 2003, p. 10.

IRに係る問題として放置するのではなく、非GAAP測度との共存が開示の階層を区別することによって許容していると解される。このことは、調整計算によって完結するのではなく、非GAAP測度の開示の場としてナラティブな情報たるMD & Aの重要性の認識を高める契機となっている¹⁶⁾。

従来の会計規制をめぐる研究が、主として公的・強制開示を対象とすると暗黙のうちに理解されてきたとすれば、Regulation FDおよびRegulation Gは私的開示領域への会計規制の外延的拡大として捉え直す必要がある。

原則主義に許容される自由裁量は、私的開示を促進する一方で、自己の利益を求める戦略的な開示の機会にもなりうる。他方で、細則主義を基礎とする強制開示の場合には、開示要求により網羅されない追加的な私的情報の開示を妨げる可能性もある。

このように考えると、「私的開示の公的開示化」の鍵となる開示領域としてMD & Aの意義が再認識されるべきであり、財務報告の枠組みの外延的拡大とその構造の再編成を指向する最近の動向をMD & Aの役割期待の変化をふまえて理解する必要があるであろう。

尚、付言すれば、米国のMD & Aは、どちらかと言えば細則主義を指向した開示システムを採用する点で、英国の「営業・財務概況」(OFR)開示制度¹⁷⁾および国際会計基準審議会(IASB)が提起した「経営者による説明」(MC)¹⁸⁾とは異なる特徴をもつ。最近の実証研究によれば、米国のMD & Aの方が英国のOFRよりも質の高い開示を導いており、英国の原則主義に基づくOFR開示に対するその優位性を説明している¹⁹⁾。しかしながら、SECは米国のMD & A開示の現状に対して絶えず批判的であり、かかるベンチマークが何であるのか自体、検討の課題となるであろう。

3 オフバランス取引に係るMD & A開示制度

(1) SOX法の制定とSECの対応

米国におけるオフバランス取引に係る開示の制度化は、米国財務会計基準(SFAS)に基づく注記によって完結するのではなく、さらに財務諸表を補足するMD & A開示の拡充を求めており、その意味で財務報告の外延を拡大している点に注目すべきであろう。

16) Regulation Gは、MD & AにおいてGAAP測度を伴わない費用化以前の金額に単独で焦点をあてるべきではなく、また費用化以前の金額がより意味のある経営成績の指標であることを暗に含意するような討議あるいは図表を用いた開示は不適切であると規定した。

17) 以下を参照。古庄 修「財務諸表外情報の開示原則とフレームワーク—国際的収斂をめぐる英国 OFR 型モデルの適合性について—」『会計』第176巻・第10号、2009年10月、31-46頁。

18) 以下を参照。古庄 修「IASB 実務意見書『経営者による説明』の到達点」『企業会計』第63巻・第4号、2011年4月、129-137頁。

19) 以下を参照。Beattie, V., B. McInnes, and J. Pierpoint, *The Management Commentary: Comparing Narrative Outcomes from Alternative Regulatory Regimes*, ICAEW, 2008, p. 8.

SPE の連結を包含するオフバランス取引問題をめぐる SEC の MD & A 開示規制の経緯については、以下のように要約しうる。

- 2001 年 重要性が極めて高い会計方針 (critical accounting policy) の開示に関する警告的
通知の公表
- 2002 年 SOX 法の制定
- 2003 年 MD & A におけるオフバランス取引に係る取り決めおよび契約上の債務の合
計額の開示に関する SEC 規則の公表
- 2003 年 MD & A に係る SEC ガイダンスの公表
- 2005 年 SOX 法の要請に基づくオフバランス取引に係る取り決め、SPE と関連問題に
関する SEC スタッフ報告書の公表²⁰⁾
- 2007 年 サプライム・ローン問題以後、CDO (Collateralized Debt Obligations) や
SIV (Structured Investment Vehicles) に関与している場合の開示を要求するオ
フバランスシート・エンティティの MD & A 開示に係る SEC スタッフの書
簡の通知

MD & A には、従来においてもオフバランス取引の理解が必要な場合には流動性の増減や資金調達方法の動向等について開示が求められてきたが、SEC は流動性、資本源泉、経営成績に係る開示のほか、2003 年以後、新たにオフバランス取引および表形式による債務の合計額の開示を追加した。かかる MD & A 開示の拡充が、連結の対象外となる SPE が濫用されたエンロン問題²¹⁾を契機として、当時大きな責任が問われた監査法人自らの強い要請に基づくものであったことは特筆すべきであろう²²⁾。

オフバランス取引に係る MD & A 開示の拡充の起点となったのは、SOX 法である。すなわち、SOX 法第 401 条「定期報告書における開示」(a) 項「開示要求事項」(j)「オフバランス取引」は、SEC に対して以下の要請を行った。

「SEC は、2002 年 SOX 法の制定日から 180 日以内に、SEC に提出すべき各年次及び四半期報告書において、あらゆる重大なオフバランス取引、取り決め、債務（偶発債務を含む）その他報告エンティティの財政状態とその変動、経営成績、流動性、資本的支出、資

20) 当該報告書は、財務報告の透明性を高めるために、以下の目標を掲げた。①経済的目的ではなく、会計および財務報告上の目的から生じる取引や取引構造を排除すること、②目的志向 (objective-oriented) の会計基準の利用を拡大することにより、会計基準を簡素化すること、③基本財務諸表を補足する開示の首尾一貫性および目的適合性を改善すること、④財務報告を法規制の遵守の手段にとどめるのではなく、投資者とのコミュニケーション手段として活用すること

21) エンロン社の破綻は、SPE とのオフバランス取引による巨額の負債、損失隠しをしていたことが理由のひとつとして挙げられる。詳細については、以下を参照。鳥飼裕一「米国における SPE 連結問題—エンロン破たん余波—」『旬刊経理情報』第 990 号、2002 年 7 月、22-25 頁。名越洋子「企業統治の会計の展開」今福愛志編著『企業統治の会計』東京経済情報出版、2003 年、127-145 頁。

22) 以下を参照。Chandra, U., M. L. Ettredge, and M. S. Stone, “Enron-Era Disclosure of Off-Balance-Sheet Entities,” *Accounting Horizons*, Vol. 20 No. 3, September 2006, pp. 231-252.

本源泉または損益の主要な構成要素に当面または将来にわたり著しい影響を及ぼすことが合理的に見込まれる、発行体と非連結事業体またはその他の者との関係を開示すべきことを定めた最終規則を公表すること」

これに対応して、SECは2003年1月に、オフバランス取引に係る最終規則を公表した(以下、SEC規則という)²³⁾。当該規則と歩調を合わせて、FASBは、同月に解釈書(FIN)第46号「変動持分事業体の連結—ARB第51号実務指針—」を公表し、同年12月にはその改訂版を公表している²⁴⁾。

SEC規則において、オフバランス取引は、「SEC登録企業が、①非連結事業体への資産譲渡に関する留保持分または不確定持分、②非連結事業体の特定の重要な変動持分に関する債務、保証契約に基づく義務、およびデリバティブ取引に基づく義務、を有する場合における非連結事業体との取引、合意または契約上の取り決めである」と定義される。

非連結事業体が、当該企業に資金、流動性、市場リスクまたは信用リスクの支援を提供している場合、または当該企業とリース、ヘッジ、研究開発サービス契約を締結している場合に、当該企業が保有するこれらの事業体の重要な変動持分から生じる義務は、当該取引に係る取り決めに該当する。上記の定義は、損失リスクが十分に透明ではない、非連結事業体との典型的な取引に焦点をあてた定義であるといえる。

オフバランス取引に係るMD & A開示について、報告エンティティの経営成績または財政状態およびその変動に重大な影響を与える合理的な可能性がある(reasonably likely to occur)と判断される場合には、投資者に不測の損害を生じさせないために、MD & Aにおける以下の開示が求められる。

- ①オフバランス取引の性質と事業の目的
- ②報告エンティティの流動性、資本源泉、市場リスクまたは信用リスクの保証等の観点からのオフバランス取引の重要性
- ③オフバランス取引から生じる報告エンティティの収益、費用、キャッシュ・フローの金額等
- ④オフバランス取引の終了や利用可能性の重大な減少等をもたらす合理的な可能性のある事象、需要、義務、トレンドまたは不確実性

報告エンティティは、MD & Aのなかで「オフバランス取引」という独立した項目を設けて開示しなければならない。

米国のMD & Aは、オフバランス取引に係るこのような開示の枠組みを形成し、ひとつ

23) SEC規則については、以下を参照。石田真得編著『サーベンス・オクスレー法概説』商事法務、2006年、322-344頁。メディア総合研究所『SOX法とは何か—米国企業改革法からCSR、内部統制を読み解く—』メディア総合研究所、2006年、41-52頁。

24) 米国におけるSPEの連結方針に係る制度化の経緯については、以下を参照。越野啓一「連結範囲判定基準の見直し—特別目的会社の連結方針をめぐって—」『富大経済論集』(富山大学)第56巻・第3号、2011年3月、95-130頁。

の到達点として非連結事業体との関係に係る開示要求を網羅している。これらの要求はなぜ報告エンティティがオフバランス取引に関与するのか、契約の規模と重要性および当該契約に関連する重要な債務または損失に対する認識の原因となるその環境等についての情報を提供させることを意図している。

注目すべき点は、他方でSECは、2007年12月に、かつて特定のオフバランスシート・エンティティとの関係を開示したことがある報告エンティティ（主として大規模金融機関）を選抜して、より詳細なガイダンスを書簡として送付していることにある。

すなわち、当該書簡は、非連結導管、SIVおよびCDOに関与している報告エンティティのMD & Aの作成・開示において、Item303(a)(4)のオフバランスシート契約に係る開示要求のなかで適用しうる重要な範囲でオフバランスシート・エンティティが保有する資産、財源の形態や加重平均年数、変動持分の類型等の詳細のほか、重要な会計方針として連結事業体および変動持分事業体を識別している範囲でオフバランスシート・エンティティを連結しなければならない場合の計画の概要と、連結の可能性に係る見込み等についてかなり詳細な開示を求めている。

SECの強制的な執行権限に基づいて、個別の事例に対して細則を定めてその開示の拡充を求める米国の開示制度の特徴をここに確認することができる。

(2) SFAS第167号における注記の特徴とMD & Aとの関係

変動持分事業体（Variable Interest Entities, 以下VIEという）とは、「支配的財務持分（controlling financial interest）の特徴である意思決定権、損失負担義務および残余利益受領権のいずれかを有さない事業体や、リスクを負担するエクイティ投資が不十分な事業体」²⁵⁾である。「VIEの期待損失の一部を吸収し、あるいは当該事業体の期待残余利益の一部を享受するであろう投資またはその他の持分（interest）」である変動持分（variable interest）を保有する報告エンティティは、当該事業体の変動持分事業体であるかどうかを判定し、該当する場合には、自身がVIEを連結することになる主要受益者（primary beneficiary）に該当するかどうかを判定することになる。

2009年に公表されたSFAS第167号「FIN46（R）の改訂」における主な改訂点は、以下のように要約しうる。

第一に、SFAS第166号によって廃止された適格SPE（QSPE）の概念をFIN46（R）の適用対象から削除した。

第二に、主要受益者は、VIEの支配的財務持分を保有する事業体となるが、その判定方法を定量的分析から定性的分析に変更し、次の特徴の両方を満たす企業がVIEの支配的財務

25) SFAS第167号とその改訂点等については、以下を参照。齋木夏生「FASB基準書167号「FASB解釈指針46号（2003年12月改訂版）の改訂」の概要とその影響」『旬刊 経理情報』第1225号、2009年10月、30-35頁。越野啓一、前掲論文、109-110頁。

持分を保有する者となる。

- ① VIE の経済的成果に対して最も重要な影響を与える VIE の活動を指図するパワーを有している
- ② VIE において潜在的に重要となりうる損失を負担する義務または便益を享受する権利を有している

QSPE の適用除外規定が廃止されたことにより、新たに連結の要否を判断した結果、主要受益者に該当する場合には連結の対象となる。尚、SFAS 第 167 号においては、変動持分の定義とともに、以下のような VIE の認定に係る指針は基本的に変更されていない。

- ① リスクを負担する持分投資の総額が、持分所有者を含む何らかの関係者による追加的な劣後的信用補完が提供されなければ、当該事業体が活動を行うための財源として不十分であること。この要件を満たすための目安は、リスクを負担する持分投資の総額が総資産の 10% 未満の場合とされる
- ② グループとして、リスクを負担する持分投資の所有者が、次の特性のいずれを欠くこと
 - (a) 当該事業体の経済的成果に対して最も重要な影響を与える事業体の活動を指図するための議決権または類似の権利によるパワー（排除権や介入権の取り扱いがここに追加された）。
 - (b) 当該事業体の期待損失を吸収する義務
 - (c) 当該事業体の期待残余利益を享受する権利
- ③ リスクを負担する持分投資の所有者が、グループとして次の状況によって上記条件②(a)を欠くとみられること
 - (a) 一部の投資者の議決権が、当該事業体の期待損失を吸収する義務、当該事業体の期待残余利益を享受する権利、またはその両者と比例していない
 - (b) 当該事業体の実質的にすべての活動（例えば、資金の調達または資産の購入）がほとんど議決権を有していない投資者に関係しているか、あるいは当該投資者のために行われる

このような財務諸表本体における連結の範囲の拡充が図られる一方で、それでは SFAS 第 167 号における注記事項についてはどのような変化があったのだろうか。

SFAS 第 167 号は、従前の注記事項に加えて（すなわち、注記事項を削減することなく）²⁶⁾、財務諸表利用者に対して以下のすべての理解を提供することに開示の目的があると

26) SFAS 第 167 号は、財務諸表本体において、①連結した VIE の債務の決済にのみ使用される連結した VIE の資産、および②主たる受益者の一般的な信用について債権者に遡及権のない連結した VIE の負債について、独立して表示することを追加した。

注記について詳細は省略するが、VIE の主要受益者については VIE の資産・負債の簿価と分類等、また主要受益者でない変動持分の保有者には別途注記事項を定めるとともに、これらの両者に対して、主要受益者を決定するための重要な判断と前提等について開示を要求している。以下を参照。Deloitte, *Consolidation of Variable Interest Entities, A Roadmap to Applying the Variable Interest Entities Consolidation*

して、包括的な開示要求を新設している点が注目される。

- ① VIE の連結および VIE への関与に係る情報の開示のいずれかを決定する際の報告エンティティによる重要な判断および前提
- ② 貸借対照表に計上された連結された VIE の資産の利用、負債の決済に係る制限の性質、および当該資産および負債の簿価
- ③ VIE への関与に関連したリスクの性質およびその変化
- ④ VIE への関与が報告エンティティの財政状態、経営成績およびキャッシュ・フローに与える影響

この場合、報告エンティティは、開示の全体の目標を考慮する必要がある、VIE を取り巻く事実や環境に基づいて開示を補足することが求められる。

このように見てくると、SPE の連結に係る注記と MD & A の関係については、その特徴を以下のように整理することができるであろう。

第一に、SFAS 第 167 号は、従前の変動持分モデルにおける注記開示の要求を基本的に保持していることが挙げられる。だが、VIE との関与に係る財務諸表利用者の関心の高まりに対応して、注記の拡充が図られたことに注意すべきである。すなわち、QSPE の適用除外規定の廃止により、連結の対象は拡大すると考えられるが、他方で注記の量は減らされていない。

第二に、新たに追加された注記は、包括的な開示要求である点で、MD & A の性格に類似している。その意味で「注記の MD & A 化」ともいうべき開示要求の性質の変化が生じているように思われる。

第三に、他方で、米国の MD & A は主として財務諸表本体に計上されない非連結事業体を開示規制の対象としている。その開示は SFAS におけるオフバランス取引の定義を共有し、MD & A は包括的な開示領域に位置づけられている。SPE の連結に限って言えば、財務諸表と MD & A の関係は、役割の分担と見做しうるのである。

米国の MD & A 開示制度については、会計基準が未整備な状態での過渡的な対応というよりも、財務諸表と相互補完関係にあり、「注記の MD & A 化」を通じて制度的に注記の拡充が図られてきたことを新たな変化として指摘する必要がある。

IV 補論—MD & Aの信頼性に係る保証—

米国において MD & A の信頼性に係る保証については、アテステーション業務に関する一定の規定がある²⁷⁾。すなわち、米国における MD & A 開示に信頼性を付与する一定

model, March 2010. Henry, E., and O. J. Holzmann, "FAS 167: Progress in Living with FASB Interpretation No. 46(R)," *The Journal of Corporate Accounting & Finance*, May/June, 2010, pp. 81-86.

27) 米国における MD & A に係るアテステーション業務については、以下を参照。小林直樹・古庄 修「米

の保証の枠組みについては、監査基準書（SAS）第8号において、「その他の情報」（other information）への監査人の関与が規定されている点で、必ずしも新しい問題ではない。しかし、MD & A 開示に係るアテステーションは公的開示の前提ではなく、あくまでも私的契約に基づくものであり、財務諸表以外の財務的事項について保証を求めるクライアントに対して、独立した立場にある会計プロフェッションが実施者として提供する付加価値サービスとして位置づけられる。

米国の制度を概観する限り、MD & A は国際監査基準（ISA）第720節の「その他の情報」に該当する財務諸表に附属する情報であることから、財務諸表監査上は、通読する（read）ことが求められ、MD & A と財務諸表との間で重大な矛盾や誤表示の有無に係る検討が求められる。また、重大な不一致が存在する場合には、監査済み財務諸表または「その他の情報」の修正を求める点で、MD & A との連係の下で財務諸表の信頼性を確保しようとする。

しかし、現時点において、監査人がMD & A の作成プロセスに係る経営者の主観的判断の結果に深く踏み込むものではないことは明確である。また、前述のようにMD & A に係るアテステーション業務についても、あくまでもクライアントとの関係における任意の証明契約に係る規定として整備されている点には注意すべきである。

この点について、最近、米国公開企業会計監視委員会（PCAOB）が公表した「監査済み財務諸表に対する報告に関連する PCAOB 基準の改訂に関するコンセプト・リリース」²⁸⁾ は、監査報告モデルの変更に係るいくつかの提案を行った点で注目される。そのなかで監査人がMD & A の正確性（accuracy）と十分性（completeness）に係る保証を与えることを求める点で、従来の監査報告モデルの拡張を勧告している。

MD & A に対する検証報告書において、独立会計士による意見として「我々は、会社のMD & A の表示は、SEC が採択した規則および規制において要求される諸要素がすべての重要な点において含まれていること、MD & A に含まれる過去の財務数値はすべての重要な点において企業の財務諸表から正確に導かれていること、MD & A の基礎となる企業の情報、判断、見積もりおよび仮定は、これを網羅した開示に際して合理的な基礎を与えるものと認める」旨が表明される。

MD & A 開示に係る信頼性についても制度的に一定の保証を提供しうるのか、MD & A が注記と同様に監査対象となるという意味での「MD & A の注記化」の可能性について、今後の議論の展開が注目される。

米国においては、財務諸表利用者のニーズを反映して、財務諸表と関連づけられたMD &

国における財務諸表外情報の開示と保証」山崎秀彦編著『財務諸表外情報の開示と保証』同文館出版、2010年、67-89頁。

28) PCAOB, *Concept Release on Possible Revisions to PCAOB Standards Related to Reports on Audited Financial Statements and Related Amendments to PCAOB Standards*, 2011. <http://pcaobus.org/Rules/Rulemaking/Docket034/ConceptRelease.pdf>

Aの拡充が図られてきたが、MD & A自体の信頼性に係る保証は必ずしも付与されていないのが現状である。しかしながら、本来監査を受け入れる余地が乏しいMD & Aの開示領域に一定の保証を導入することは、あらたに価値関連性とのトレードオフを生じさせうる事態の変化を招来するかもしれない。

V 結びにかえて

MD & A開示の意義のひとつは、会計上の見積もり、判断およびリスクや不確実性が将来の企業の財政状態や経営成績に及ぼす影響について、経営者自らが分析的な情報を提供することにある。MD & Aのようなナラティブな情報は、あった方がよいという意味で単に財務諸表に附属する情報であるというよりも、現代の財務報告の枠組みにおいては不可欠な構成要素であるというべきである。MD & Aが財務諸表および注記に等しく重要であるとの認識は国際的にも高まりつつある。

本章は、米国におけるSPEの連結問題を事例として、財務諸表と一体となってその開示の拡充が求められているMD & Aの開示制度の意義を検討し、「注記のMD & A化」と「MD & Aの注記化」が進行しており、両者の境界は曖昧になっている点を特に指摘した。

最近の動向として注目すべきは、FASBが求める注記による開示とSECの開示要請には重複する事項ないし領域が認められる点にある。アニュアル・レポートにおける注記とMD & Aの相互参照により、開示の場の相違はむしろ形式化している。

本章において指摘したように、注記とMD & Aとの垣根は低くなる傾向にあるが、監査の観点からは両者は明確に区別される²⁹⁾。今後、MD & Aの監査可能性については大きな議論に発展することが予想されるが、従前の注記との接近がむしろ開示の後退を導くことになれば、MD & Aの有用性が低下することにもなるであろう。MD & A開示に係る保証の制度化をめぐる米国の動向については、その負の側面も見据えて注意深く分析する必要がある。その意味で「注記のMD & A化」と「MD & Aの注記化」の両者について実証的な検討課題が提起されている。

最後に、米国のMD & A開示制度の焦点は、オフバランス取引に係る会計と公正価値会計をめぐる開示問題にあるといえる。他方で、わが国の有価証券報告書における「財政状態と経営成績の分析」は「日本版MD & A」ともいわれるが、財務諸表との関係を直視すれば、それは似て非なるものである。財務報告の体系の再考が求められる所以である。

29) 国際財務報告基準(IFRS)第12号においては、SPEへの関与に基づくリスクや財政状態、経営成績、キャッシュ・フローに及ぼす影響は注記に組み込まれる。支配に係る重要な判断や仮定、非連結事業体の持分に関する開示が含まれる。