

経営者による企業実態の 討議と分析

——SEC の開示改善策を中心として——

松 尾 隼 正

I. はじめに

1980年代の米国証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission, SEC) における開示制度の改革は、開示負担の軽減とならんで開示情報の充実・改善を主目的としていた。

開示の充実を期すため、SEC は、わが国では未だ制度化されていないセグメント情報の開示、R & D 情報の開示、環境保全情報の開示およびインフレ情報の開示を規定しているが、財政状態ならびに経営成績に関する経営者による討議と分析は、ソフト・インフォメーション⁽¹⁾重視の方向に開示政策を転換しようとする SEC が、今次改正における開示充実のための柱として位置付けている重要項目である。

本稿の目的は、経営者による討議と分析の意味とその背景の検討を通して、それが開示情報充実政策⁽²⁾に対してもつ意義を明らかにすることにある。

(1) ソフト・インフォメーションの意味については、拙稿「最適開示水準決定要因」関西大学商学論集 第29巻第3号 (昭和59年8月) および森田章「ソフト・インフォメーションの開示——業績予測を中心として——」証券研究 Vol. 65 を参照のこと。

(2) 経営者による討議と分析の改正 SEC 開示情報上の位置付け、ならびに SEC における開示負担軽減政策については、拙稿「SEC 開示規制の統合化——開示負担軽減政策を中心として——」関西大学商学論集 第29巻第6号 (昭和60年2月) を参照のこと。

II. 「経営者による討議と分析」の内容

SEC はレギュレーション S-K の項目 303 において、流動性、資金源泉、および経営成績に関して経営者自身が討議・分析した情報を開示するように求めている。そこには、SEC における開示内容改善策として、次の 2 つの極めて重要な方向を読み取りうる。

- (1) 予測情報重視志向
- (2) キャッシュ・フロー重視志向

そこで SEC 開示政策におけるこれら両方向を探るために、まず、レギュレーション S-K の項目 303 にしたがって、経営者による討議と分析の内容を紹介することから開始しよう。⁽³⁾

1. 流動性

流動性に関して要求している開示事項は、流動性増減要因、欠損金解消策、流動性源泉の 3 点である。

(1) 当該企業の流動性に著しく増減を生ぜしめるか、生ぜしめると考えることが合理的な何らかの既知の傾向、もしくは何らかの既知の需要、支出契約、事象あるいは不確実性を識別すること。

(2) 多額の欠損が生じた場合には、欠損解消のためにすでにとったか、もしくはとるべき提案中の対策を指摘すること。

(3) 流動性の内部源泉と外部源泉を識別したうえで、それぞれ別個に記述し、当座資産について重要な未使用の源泉を簡潔に説明すること。

2. 資金源泉

資金源泉については、前期末現在の資本支出契約に関する情報、および資金源泉ならびに財務構成の推移に関する情報の開示が要求されている。

(1) 前期末現在の当該企業の重要な資本支出契約を記述し、当該契約の目的の概要と契約履行に必要な予想資金源を指摘すること。

(3) SEC Release No.33-6383, Adoption of Integrated Disclosure System, *SEC Docket*, Vol.24, No.16, March 26, 1982, pp.1317-1318. 項目303には、年次報告書用と中間報告書用の両者の「経営者による討議と分析」情報の開示内容を規定しているが、趣旨に差異はないので、本稿では、前者のみにとどめる。

(2) 当該企業の資金源泉に関して、好むと好まざるとにかかわらず、すべての既知の重要な傾向を記述し、そのような資金源の組み合わせと相対的コストに関して、すべての予想される重要な変化を指摘すること。その際、資本、負債、および貸借対照表に記載されていないすべての資金調達のための手当てに生ずる変化を考慮に入れるものとする。

これら流動性と資金源泉の討議・分析に際して、両者が相互に関連している場合には、それらを1つに結合して説明してもよい。

3. 経営成績

継続的営業活動から生ずる利益に影響を及ぼす事象と傾向、純売上高ないしは収益に著しい増大をもたらした要因、およびインフレが収益に及ぼした影響を開示することが、ここでは求められている。

(1) 継続的営業活動による報告利益額に著しい影響を及ぼした異常なもしくは非反復的な事象ないしは取引、または何らかの重要な経済的变化を記述し、各場合に利益が影響を受けた程度を指摘すること。さらに、当該企業自身が、経営成績を理解するためには記述する必要がある、と判断したその他の重要な収益もしくは費用項目を記述すること。

(2) 継続的営業活動による純売上高、収益ないしは利益に重要な好影響もしくは悪影響をすでに及ぼしているか、及ぼすと予想することが合理的な、既知の傾向もしくは不確実性を記述すること。費用・収益の關係に重要な変化を引き起こすと予想される事象が予見されている場合には（たとえば、人件費・原材料費の高騰、価格の上昇、棚卸修正が将来にわたって予見されている場合）、かかる關係の変化を開示すべきである。

(3) 純売上高ないしは収益の著しい増加が財務諸表上開示されている場合には、かかる増加が価格の上昇に起因するのか、売却された財もしくはサービスの数量の増加に起因するのか、それとも新製品もしくは新技術の導入に起因するのか、その度合に関する叙事的討議を提供すること。

(4) 最近3事業年度、もしくは1979年12月25日以後に始まる事業年度、あるいは開業後の事業年度のいずれか最短期間において、インフレならびに価格上昇が継続的営業活動による純売上高、収益ないしは利益に及ぼした影響を討議すること。

以上の3項目から成る経営者による討議・分析を解釈するに際して、留意すべき事項がいくつかある。⁽⁵⁾ まず第1は、これらの討議・分析は財務諸表そ

(4) 本レギュレーション S-K が収録されている 通牒33-6385号は、1982年5月24日に発効している。

(5) SEC Release No. 33-6383, *op. cit.*, pp. 1318-1319.

の他、財政状態、財政状態の変動、および経営成績に関する利用者の理解を高めると考えられる統計資料についてなされるのであって、財務諸表上の数値の反復・羅列を意図しているのではないことである。しかも、それら討議・分析が経営者自身によって行なわれる点に意味がある。すなわち、経営者による討議と分析は、会社財務開示システムに関する関係者のなかで、企業内容に最も精通した関係者である経営者に、財務諸表の背後に何が存するかを説明する機会を提供することによって、経営者による企業評価情報を開示させようとするものである。⁽⁶⁾

第2に、討議と分析の目的は、営業活動によるキャッシュ・フローならびに外部源泉によるキャッシュ・フローの額と確実性を評価することによって決定される、財政状態と経営成績の評価に適した情報を投資家その他の利用者に提供することにある。

第3に、討議と分析は、報告された財務情報が、必ずしも、将来の経営成績あるいは財政状態の指標となるのを防げる既知の重要な事象および不確実性に特に焦点を当てねばならない。このためには、将来の営業活動には影響を及ぼすが、過去の活動には影響を及ぼしてこなかった事象と、それとは逆に、報告された営業活動には影響を及ぼしてきたけれども、将来の活動には影響を及ぼすとは考えられない事象を区別して明記する必要がある。予測情報重視志向がここに顔を覗かせている。⁽⁷⁾

第4に、ここでいう「流動性」とは、企業が自己の現金需要を満たすに十分な現金額を産み出す能力を意味するものとして使われている。したがって、企業はこのような意味での流動性の指標と考える貸借対照表項目、利益、キャッシュ・フローを指摘し、長期・短期両基準にもとづいて討議する

(6) The Advisory Committee on Corporate Disclosure (Sommer Report), Vol.1, *Report of the Advisory Committee on Corporate Disclosure to the Securities and Exchange Commission*, U.S. Government Printing Office, 1977, p.366.

(7) *Ibid.*, pp.368-369.

必要がある。

第5に、子会社が親会社に対する現金配当、借入金返済あるいは前払いによる送金能力に制限がある旨、財務諸表上に開示されている場合には、流動性の討議に際し、かかる制限の性質と程度、制限が親会社の現金需要充足能力に及ぼしてきた影響、ならびに今後及ぼすと予想される影響を討議・分析せねばならない。

最後に、将来志向情報を提供することが望ましいが義務ではない。この情報は、人件費や原材料費の将来の上昇が判明している場合のように、将来の経営成績に影響を及ぼす既知のデータとは区別されねばならない。かかる既知の事象に関する情報は、その開示が義務付けられていることについては前記したとおりである。将来志向情報の開示には、免責条項が適用される。

上記の留意事項から、財務諸表情報を補足・補強する情報として、歴史的事実に関する討議と将来に関する分析を区別したうえで、将来の既知の事象に関する情報を含めた予測情報と、キャッシュ・フローに関する情報の開示に重点を置こうとする SEC の意向が推測されよう。予測情報の開示を禁止し、経営成績の討議・分析に力点を置いてきた SEC が、何故政策を転換したのか。その要因の検討が必要である。

III. 予測情報開示支持方針の背景

予測情報には正確性の点で問題があるにもかかわらず、予測情報が開示された場合には、一般投資大衆はそれに対して不当な信頼感を与える。その結果として、予測値が実績値と乖離した場合、損害賠償請求を提訴される恐れがある。また、予測情報の開示が競争上の不利益を引き起こすこともある。⁽⁸⁾

(8) 日本公認会計士協会会計制度委員会「業績予測情報開示の制度化について——業績予測情報開示の現状——」JICPA News 330号, July 1983, 52頁。

cf. The Advisory Committee on Corporate Disclosure (Sommer Report), Vol. 2, *Appendix to the Report of the Advisory Committee Corporate Disclosure to the Securities and Exchange Commission*, U.S. Government Printing Office, 1977, p. A-320.

予測情報が抱えるこれらの問題点、とりわけ前者の故に、すなわち平均的投資家が、開示された予測情報を不当に確実視することによるミスリーディングを防ぐことに、SEC の伝統的な開示政策目的があった。⁽⁹⁾ それにもかかわ⁽¹⁰⁾らず、SEC をして予測情報開示を支持せしめたのは次の要因による。

(1) 1964年に証券取引法にもとづく開示要求が、店頭市場銘柄にも適用されるように拡大されたことに伴い、SEC の投資情報提供能力が増大したこと。

(2) (1)の結果、証券保有者の数が急速に増大したこと。

(3) (1)、(2)の結果、証券事業の専門化が急速に進んだこと。

(4) (3)の結果、投資情報、とりわけ、予測情報に対する需要が著しく増大したこと。

(5) SEC 届出書類により予測情報を開示することは禁止されていたにもかかわらず、企業は予測情報に対する需要の増大に応じていたこと。

かくして、SEC による情報提供能力の増大が専門財務分析家の擡頭を促し、そのことが予測情報に対する需要を増大せしめたことが明らかであるが、その過程において特に重要なのが、情報提供者である企業と利用者である分析家双方に関する次の事実である。

予測情報に対する財務分析家の関心について、企業開示諮問委員会は次のような調査結果を明らかにしている。

(9) The Advisory Committee on Corporate Disclosure, Vol.1 *op. cit.*, p.347.

(10) SEC における予測情報支持の背景については、次の文献を参照のこと。

Alison Grey Anderson, "The Disclosure Process in Federal Securities Regulation: A Brief Review", *Hasting Law Journal*, January 1974.

SEC, *Disclosure to Investors: A Reappraisal of Federal Administrative Policies under the '33 and '34 Acts (Wheat Report)* 1969.

The Advisory Committee on Corporate Disclosure, Vol.1, *op. cit.*,

The Advisory Committee on Corporate Disclosure, Vol.2, *op. cit.*,

森田章 前掲稿

表 1 経営者による業績予測情報の重要性

重 要 度	分 析 家	
	売 り 手 側	買 い 手 側
極めて重要な情報	14	16
補足的・確認的情報	14	8
有用でない情報	3	1
計	31	25

(出所 Sommer Report, p.112)

表 2 業績予測に関する分析家の情報源

情 報 源	分 析 家	
	売 り 手 側	買 い 手 側
会社との個人的接触	15	12
会社が発表する報道	11	7
年次報告書	6	3
SEC 届出書類	3	—
ブローカー報告書	—	1
計	35	23

(出所 Sommer Report, p.113)

上表は経営者による業績予測情報を財務分析家が非常に重視し、分析家は
その情報を主として会社との個人的な接触によって入手していることを示し
ている。

上記の分析家の行動が、企業の情報提供行動に関する他の調査によって裏
付けられているのである。すなわち、1966年の調査によれば、上場会社の 4
分の 1 から 3 分の 1 に相当する会社が新聞社向け発表や株主向け報告書で業
績予測を発表していた。そのうえ、全会社が業績予測に関する分析家の質問
に答えていたのである。⁽¹¹⁾

(11) The Advisory Committee on Corporate Disclosure, Vol.2, *op. cit.*, p.A-270.

SEC 届出書類による予測情報開示禁止措置にもかかわらず、上場会社が実質的にかかる情報を発表していたという事実が、1972年における当時の SEC 委員長キャッセイによる、予測情報開示に関する従来の SEC 方針再⁽¹²⁾評価を目的とした公聴会開催の契機となった。

その後、SEC は予測情報開示禁止政策を緩和しはじめ、1977年には、企業開示諮問委員会による予測情報開示推進勧告に至った。すなわち、SEC は企業の将来に関する業績の開示をヨリ一層促進するために、公開会社が将来業績の予測に関して、次の条件を満たす開示を SEC 届出書類において自主的に行うように奨励する実験的プログラムを展開するように、との勧告を行⁽¹³⁾った。

(1) 合理的根拠にもとづく予測であること。

(2) 開示が誠実であること。

(3) 予測情報に固有の不確実性に関する適切な注告が、付記されていること。

この場合、予測根拠の合理性と開示の誠実性の意味内容が問題であるが、予測情報自主開示に際する下記の要件を充足することにより、この問題は解⁽¹⁴⁾決されえよう。

(1) 予測の背後にある重要な仮定、ならびに予測と実績との比較が奨励されるべきであるが、要求されるべきではない。

(2) 予測されるべき情報項目は、経営者の裁量に任されるべきであるが、当該会社の証券を評価するのに最も適した項目が開示されるべきであって、会社の証券に関する判断を誤らせる項目が開示されてはならない。

(3) 第三者による予測の審査は、許容はされても、要求されるべきではない。

(4) 登録届出書提出時点で流通中の既発表予測は、もとの様式、もしくは

(12) *Ibid.*, p. A-273.

(13) The Advisory Committee on Corporate Disclosure, Vol.1, *op. cit.*, p. 345.

(14) *Ibid.*, pp. 345-346.

必要ならば、修正された様式で当該届出書に含められるように要求されるべきである。

(5) 予測対象期間は、経営者の裁量に任されるべきである。

(6) SEC 届出書類に予測を記載したことが、将来の届出書類への記載を拘束するものであってはならず、同様に、届出書類への予測記載を一度中断した後、再開することも許容されるべきであるが、届出書類への予測記載の正当な理由のない中止・再開は認められるべきではない。

予測根拠の合理性と開示の誠実性の意味内容が問題となるのは、それらが安全港ルール適用の条件として勧告されていることによる。すなわち、企業開示諮問委員会は、業績予測その他将来志向情報の開示に最大限の刺激を提供することを期待して、SEC 届出書類による業績予測自主開示実験プログラムの一部として、予測が合理的根拠にもとづき、開示が誠実であれば、たとえ予測と実績との間に差異が存在しても、経営者は責任を問われることはないとの趣旨の免責条項の採択も合せて勧告している⁽¹⁵⁾のである。

企業開示諮問委員会の勧告にもとづき、SEC は SEC 届出書類による業績予測情報自主開示に道を開き、1982年に採択した「統合開示制度 (Integrated Disclosure System)」では、予測開示に関するガイドラインを「予測についての SEC の方針」⁽¹⁶⁾として提示した。次に、このガイドラインを検討することにしよう。

IV. 予測情報開示システムの確立

企業開示諮問委員会の勧告は、予測情報開示システム確立に際する諸事項を提起している。しかしながら、それら諸事項が系統立てて提起されているわけではない。異なる性質をもついくつかの要因が、予測開示必要事項として、列挙されているにすぎない。

SEC は1982年統合開示制度に示した予測ガイドラインにおいて、それら

(15) *Ibid.*, pp. 344, 364-365.

(16) SEC Release No. 33-6383, *op. cit.*, pp. 1302-1303.

諸事項を次の3項目のもとに整理した。

- (1) 予測の基礎
- (2) 予測の様式
- (3) 投資家の理解

1. 予測の基礎

将来の業績に関する予測情報を開示するには、予測値が合理的根拠のもとづいており、かつ、予測値の開示が誠実であることが基本的要件である。⁽¹⁷⁾もしこれら両要件が満たされなければ、利用者の誤解を招くことになる。これら両要件が免責条項適用条件となるのは、この故である。具体的には (2) 予測の様式ならびに (3) 投資家の理解の項で求められる開示要件を満たすことが、基本的要件の充足に通ずるであろうが、一般的には、不確実性という共通属性を有する予測情報が備えるべき不可欠な特性が上記2要件といえよう。したがって、それら(2)・(3)の項目は基本的要件を満たすための必要条件と解しえよう。

予測根拠の合理性は、第三者による当該予測の審査により、ヨリ一層高められる。そこで SEC は、第三者による予測審査報告書を SEC 届出書類に含める場合には、審査人の資格、審査の程度、審査人と当該企業との関係、および外部審査を受けたプロセスに関するその他の重要事項が開示されるべきであるとしているのである。⁽¹⁸⁾

2. 予測の様式

同ガイドラインは予測様式の決定に際して、予測項目、予測期間、および予測表示法に、特に、注意を払う必要があるとしているが、⁽¹⁹⁾とりわけ重要なものは、予測項目である。それは、予測項目によって、予測期間ならびに予測表示法が異なることによる。このために、同ガイドラインは、予測期間については、それは当該会社の事情によって異なるために、事情に最も適した期

(17) *Ibid.*, p. 1302.

(18) *Ibid.*, p. 1302.

(19) *Ibid.*, p. 1302.

間を選択すべきことを規定し、表示方法については、絶対額表示でも区間表示でも差支えないが、区間表示の場合、巾が広がりすぎて、無意味な開示になることのないよう注告しているにすぎない。⁽²⁰⁾

開示される予測項目の選択は重要な意味をもつ。投資家の意思決定にとって、予測情報が決定的重要性をもつことは前掲表1，2に示されているとおりである。⁽²¹⁾ 彼等が予測情報に期待しているのは、それが彼等にとっての将来のキャッシュ・フローに関する重要な指標を提供するからである。前述したように、経営者による討議と分析が、予測情報重視志向とならんでキャッシュ・フローを重視するのは、ソフト・インフォメーションの開示を促進し、改善することを目的として、「経営者による 討議と分析」規定が設定されてあることによると推察しうる。⁽²²⁾ すなわち、ソフト・インフォメーションの典型として、予測情報を重視し、かつその実質的内容として、キャッシュ・フロー情報の充実を図ることが、「経営者による 討議と分析」の内容を質的に向上させる方途である、との判断によると考えられうる。

投資家のキャッシュ・フローが、配当収入と証券価格変動収入によって決まることは周知のとおりである。伝統的に、収益、純利益、および1株当たり利益が、予測項目として投資家にとって基本的意義を有すると考えられてきたのは、⁽²³⁾ 配当収入がそれらに依存しているだけでなく、それらの情報が証券価格に著しく重要なインパクトを与えると考えられているからであり、またその実証例もある。⁽²⁴⁾ しかしながら、勿論、これら3つの予測項目に限定する

(20) *Ibid.*, pp.1302-1303.

(21) このことは、投資家にとって重要な予測情報はすべて開示されるべきであるということを意味しているのではない。情報が投資家にとって重要であるという理由だけでは、開示されえない点については、拙稿「最適開示水準決定要因」を参照のこと。

(22) The Advisory Committee on Corporate Disclosure, Vol.1, *op. cit.*, p.350.

(23) SEC Release No.33-6383, *op. cit.*, p.1302.

(24) W.Beaver, R.Clarke, and W.Wright, The Association Between Unsystematic Security Returns and the Magnitude of the Earnings Forecast Error, *Journal of Accounting Research*, Autumn 1979.

必要はない。情報提供上の制約を考慮したうえで、投資家がキャッシュ・フローを予測するのに有用な情報を提供しうることが、予測項目選取上の規準である。したがって、経営者にとって都合の良い項目だけを選択することによって、投資意思決定をミスリーディングすることがあってはならないのは⁽²⁵⁾いうまでもない。キャッシュ・フローについては、次節で更に立ち入って検討しよう。

3. 投資家の理解

投資意思決定は将来志向的であるために、予測情報はかかる意思決定にとって決定的に重要な意味を有している。しかしながら、事実情報との著しい異質性の故に、予測情報に対する投資家の正しい理解を得るには、SEC 予測ガイドラインが指摘しているようないくつかの配慮を必要とする。⁽²⁶⁾

(1) 将来の企業業績に関する経営者の評価を、投資家が不当に確実視することがないように注意が促される必要がある。

(2) 予測の背後にある仮定を開示することによって、投資家の理解のヨリ一層の増大が図られるべきである。

(3) 開示済予測情報の正否に関する開示は、予測の限界を知らしめるのに重要である。このためには、予測・実績差異に関するその後の分析を容易にするような様式で予測値が提示される必要がある。予測・実績差異分析は、投資家に対して、最も重要なリスクならびに利益に敏感な領域が事業活動領域の何処にあるかを明らかにしうるのであろう。

(4) 開示済予測がもはや合理的根拠を有しておらないことが判明した場合には、経営者にとって好都合か否かにかかわらず、判明した事実を完全かつ迅速に開示せねばならない。

(5) 予測の中止・再開に関する決定は経営者の裁量に委ねられるが、正当な理由なしに予測を中止したり、再開してはならない。

(25) SEC Release No. 33-6383, *op. cit.*, p. 1302.

(26) *Ibid.*, p. 1303.

これらの諸点に注意を払うことによって、予測情報に対する投資家の理解がヨリ一層増進されるであろう。

4. 免責条項

従来、SEC が予測情報開示禁止政策を支持してきたのは、情報提供政策よりも投資家保護政策を進めてきたことにもよるが、その上に更に重要なのは、投資家が予測情報を不当に確実視することにより、実績が予測と乖離した場合、情報提供者である企業の経営者が損害賠償責任を負わされる恐れがある点に最大の理由が存したように思われる。ホイート・リポートが投資家にとっての予測情報の重要性を認識しながらも、結論的には、当時の SEC 予測情報開示禁止政策に何かの変更を迫る勧告を行なわなかったのは、この理由⁽²⁷⁾の故である。

予測の対象が、動態経済のもとにおける企業活動の将来業績であるかぎり、いかに合理的根拠にもとづく誠実な予測であっても、予測が実際とは一致しないのが常態といえる。

歴史的事実に関する情報のみを開示してきた SEC 届出書類において、予測情報の開示を認めるには、予測情報の性質・限界を利用者に認識させたいうえで、さらに、予測の不正確性による潜在的な損害賠償の危険から、情報提供者である経営者を救済する措置を、ある一定の条件のもとに講じておく必要がある。前記の企業開示諮問委員会の勧告もこのような趣旨に沿っていた。

SEC は企業開示諮問委員会の勧告にもとづき、責任免除規則を1979年に制定した後、幾度かの改正を経て、1982年統合開示制度では、証券法規則175ならびに証券取引法規則3b-6において、「財政状態ならびに経営成績に関する経営者による討議と分析」に含まれる将来の業績に関する予測に免責条項を適用する旨、規定した。⁽²⁸⁾規定の趣旨は、既述のように、予測根拠の

(27) Wheat Report, *op. cit.*, p. 12.

(28) SEC Release No. 33-6383, *op. cit.*, pp. 1358, 1413.

SEC における責任免除規定の推移については、次の文献を参照のこと。

森田章「ソフト・インフォメーションの開示と責任免除(1)——米国における

合理性と予測開示の誠実性という予測情報開示に際する基本的要件を満たしておれば、たとえ予測と実績との間に乖離が生じて、経営者は責任を問われることはないというものである。つまるところ、予測の背後にある仮定の明示、予測根拠合理性喪失判明時の当該判明事実の明示、さらには予測・実績差異分析等が免責条項適用要件となろう。

予測情報の開示には、経営戦略に関する競争上の不利益や開示コストの増大等を論拠とする反対論がある一方で、予測・実績差異分析は、経営者の資質を評価する有効な基準を投資家に提供するために、予測開示は経営者の受託責任に関する貴重な展望を投資家に与える、との賛成論もある。⁽²⁹⁾

SEC 届出書類による予測情報開示に対するこれら賛否両論、証券市場の実態、既に指摘したような経営者と分析家との間の予測情報授受に関する現実を考慮した結果、SEC は予測情報自主開示に道を開いた。その際、SEC は免責条項が予測情報自主開示を促進させる誘因となることを期待しており、1982年統合開示規定制定以前に、1980年規定にもとづく「財政状態ならびに経営成績に関する経営者による討議と分析」に関する実態調査を実施しているのである。この調査結果にもとづく予測情報開示実践の検討については、後節で行なうことにしよう。

次節では、予測情報重視志向とならんで、経営者による討議と分析のもう一方の柱であるキャッシュ・フローについて検討することにしよう。

V. キャッシュ・フロー

第Ⅱ節で示したように、財政状態ならびに経営成績に関する経営者による討議と分析の目的は、営業活動によるキャッシュ・フローならびに外部源泉によるキャッシュ・フローの金額と確実性を評価することにある。この目的

業績予測開示を中心とする法展開から何を学ぶか——」インベストメント1982年6月号。

(29) The Advisory Committee on Corporate Disclosure, Vol. 2, *op. cit.*, pp. A-317, A-320.

に照して、経営者による討議と分析では、「流動性」が企業の現金産出能力と定義付けられている。その意図するところは、明らかに将来志向である。資本支出契約を始めとする資金源泉に関する情報の開示を要求しているのも、それが将来のキャッシュ・フローに重要な影響を及ぼすからであり、利益が、株価を通して、将来のキャッシュ・フローに影響を及ぼすことは周知の通りである。

SEC が予測情報とならんでキャッシュ・フローを重視するに至ったのは、既述したように、投資家に対する情報提供を強調しはじめたからであり、投資家は彼等にとっての将来のキャッシュ・フローに関心をもっているためである。投資家が将来のキャッシュ・フローに関心をもつのは、投資とは将来のより豊かな消費のために、現在の消費を犠牲にする行動であるところから生ずる当然の帰結である。

では、何故、SEC は投資家に対する情報提供の意味で、キャッシュ・フローを重視しはじめたのか。まず、その背景から探ってみることにしよう。

1. キャッシュ・フロー重視の背景

キャッシュ・フローに関する情報が、投資家の意思決定に重要であることが認識されて以来久しいが、現行の発生主義会計にもとづく利益測定システムに替えて、キャッシュ・フロー測定論を強力に主張したのはトゥループラッド⁽³⁰⁾報告書である。

トゥループラッド報告書も企業の現金産出能力 (the firm's ability to generate cash) を中心概念として、理論を展開した。すなわち、投資家の関心

(30) Robert M. Trueblood (chairman), Objectives of Financial Statements, *Report of the Study Group on the Objectives of Financial Statements*, AICPA, October 1973.

トゥループラッド報告書以前では、AAA 外部報告委員会が投資意思決定のための将来のキャッシュ・フローに関する予測の観点から、会計情報基準の操作的ステップを展開したのは周知のとおりである (AAA, the 1966-68 Committee on External Reporting, *An Evaluation of External Reporting Practices*, *Accounting Review*, Supplement to Vol. XLIV, 1969).

は、彼等の意思決定が現金に及ぼす結末 (cash consequence) を予測し、比較し、評価することにあり、かかる現金上の結末は、つまるところ、企業の現金産出能力に依存する。他方、企業の目標は、所有主に対して、一定期間にわたり最大の現金額を報酬として支払いうるように、貨幣的富を増殖することであるから、この目標も、いうまでもなく、企業の現金産出能力に依存する。したがって、両者は共通の目標に関心を向けているというのが同報告書⁽³¹⁾の主張である。

その際、現金産出能力は収益力によって測定され、収益力の指標は利益であるが、利益とキャッシュ・フローとは収益力を測定する期間の長さによって必ずしも一致しない。期間を長くすればするほど、利益とキャッシュ・フローとの間の差異は小さくなり、終局的に、企業活動の全生命期間を一期間とすれば、両者の差異は無くなる。いいかえれば、利益とキャッシュ・フローとの間の差異の大きさは、期間の長さに対して反比例の関係にある。ところが、企業活動に関するゴーイング・コンサーンの前提のもとでは、企業の全生涯を一期間とするような会計計算は非現実的といわざるをえず、人為的な会計期間を区切らざるをえない。人為的に区切られた特定期間を単位とすれば、キャッシュ・アウトフローに始まり、キャッシュ・インフローとして環流する利益稼得サイクルには、完結、未完結、および計画中のものが存在することになり、当然のことながら、利益とキャッシュ・フローとの間には差異が生ずる。

そこで、トゥループラッド報告書は利益稼得サイクルを上述の完結、未完結、および計画中に分類する会計システムを構築したうえで、企業の将来の現金産出能力の予測を可能ならしめるためには、未完ならびに計画中のサイ⁽³²⁾クルに関する情報の開示が必要であることを主張したのである。

トゥループラッド報告書は、企業と投資家が企業の現金産出能力を共通の関心事とすることを指摘しただけで、証券市場の存在が両者の関心事を結合

(31) Trueblood, *op. cit.*, p. 21.

(32) *Ibid.*, p. 27.

させる機構として作用していることを論及せずに終始した。

その後、財務会計基準審議会(Financial Accounting Standards Board, FASB)が、トゥルーブラッド報告書を発展させることを目的として発表した「会計目的試案 (Tentative Conclusions on Objectives of Financial Statement of Business Enterprises)」において、トゥルーブラッド報告書の欠陥を矯正した。すなわち、企業の生産活動に必要な現金その他の資源は財務活動をとおして調達され、財務活動は主として証券市場を媒介とする。他方、投資家の意思決定もまた証券市場を媒介とする⁽³³⁾。したがって、同試案は証券市場を企業と投資家の交渉の場として位置付けたのである。現金産出能力と証券の市場価値との関係をアブデルーカリクとケラーは、次のように図示している。⁽³⁴⁾

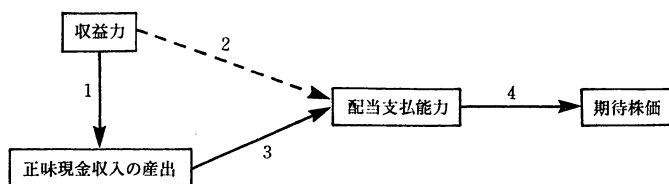


図1. キャッシュ・フロー連関図

すなわち、この図は収益力が増大すればするほど、正味現金収入を産出する見込みが高まり、その結果、会社の配当支払能力は上昇し、株価は上昇することを示している。特に、4の繋ぎ環は、投資家にとっての会社の期待価値は、当該投資家が主観的に評価した期待配当の無期限な割引流列の関数であることを表わしている。それは次の公式によって示されうる。

$$V_0 = \sum_{t=0}^{\infty} D_t / (1+K)^t$$

(33) FASB, *Tentative Conclusions on Objectives of Financial Statements of Business Enterprises*, FASB, December 2, 1976, pp.14-15, 17-18, 22-26, paras. 33, 35, 37, 46, 54-70.

(34) A. Rashdd Abdel-khalik and Thomas F. Keller, AAA. *Studies in Accounting Research*, No.16, *Earnings or Cash Flows: An Experiment on Functional Fixation and the Valuation of the Firm*, AAA, 1979, p.9.

ここで D は期待価値、 K は主観割引率、 t は期間を表わす。通常、投資家によって、配当の期待流れに対する評価額を異にしており、 K についても異なる価値を有しているかもしれず、その結果として、会社の価値も異なる。たとえば、2人の投資家のうち一方は、株式を無期限に所有せず、他に転売することにより、転売時点の当該投資家にとっての期待配当の現在価値を得るかもしれない。理論的には、2投資家が使う期待値および割引率の差が、期待配当流れに関する買主の現在価値を実際に支払われた価格よりも高くすることになる⁽³⁵⁾。

FASB はその後に発表した 概念報告書第 1 号「会計目的報告書」において、発生主義会計による期間利益の認識を主張したものの、その目的は企業のキャッシュ・フロー産出能力を評価するのに有用な情報を提供することにある、⁽³⁶⁾ということを強調したのである。

投資家の真の関心事がキャッシュ・フローにあることについては、会計処理の変更が証券市場に及ぼす影響に関する実証研究によっても明らかにされている。すなわち、たとえ会計処理が変更されようとも、その変更が当該企業のキャッシュ・フローに影響を及ぼさないかぎり、証券市場は反応しないのである。

ボールは 267 の会計処理の変更に対する市場の反応を調査した結果、市場に明確な変化がみられないことを明らかにし、サンダーは棚卸資産会計に関して、FIFO から LIFO への変更が株価に及ぼす影響を調べた結果、市場はかかる変更⁽³⁷⁾に反応を示すことを明らかにしたのである。

(35) *Ibid.*, pp. 9-10.

(36) FASB, Statement of Financial Accounting Concepts No.1, *Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises*, FASB, November 1978.

トゥルーブラッド報告書はじめ、同報告書から FASB 概念報告書第 1 号に至る経緯については、拙著「会計理論の基礎構造」(同文館 昭和57年)を参照のこと。

(37) R. J. Ball, Changes in Accounting Techniques and Stock Prices, Empirical Research in Accounting: Selected Studies, 1972, *Supplement to Journal of Accounting Research*, 1972.

サンダーは市場反応の根拠を、LIFO への変更による企業の正味キャッシュ・フローの現在価値の上昇に求めたのである。すなわち、米国税法によれば、税務目的のために LIFO を採用するには財務報告のためにも LIFO を採用せねばならないために、価格上昇時には、LIFO は課税所得も公表利益も減少させるが、課税所得の低下は税債務を軽減し、たとえ保有利得が次期に実現したとしても、かかる実現保有利得に対する税支払はそれまで繰り延べられ、このことは税当局からの無利子の借入れと同一の効果の発現を意味することにより、企業の正味キャッシュ・フローの現在価値が上昇し、その結果として、企業価値が上昇するために、公表利益の低下にもかかわらず、株価は上昇することを明らかにしたのである。⁽³⁸⁾

米国における高金利がキャッシュ・フロー情報重視の一因でもあるとの見解もあるが、⁽³⁹⁾本質的には、叙述のごとく、投資家の最大の関心事がキャッシュ・フローにあることに依っている。そこで問題は、キャッシュ・フローとは何か、それはどのような意味内容として考えられているのか、という点である。次に、この問題を検討しよう。

2. キャッシュ・フローの意味

現金産出能力の指標としてのキャッシュ・フローとは、一般に、短期キャッシュ・フロー、具体的には、現金ならびに現金等価物の増減を指すものと

(37) S. Sunder, Relationship Between Accounting Changes and Stock Prices: Problems of Measurement and Some Empirical Evidence, Empirical Research in Accounting: Selected Studies, 1973, *Supplement to Journal of Accounting Research*, 1973.

—, Accounting Changes in Inventory Valuation, *Accounting Review*, 1975.

(38) Sunder, Relationship Between Accounting Changes and Stock Prices: Problems of Measurement and Some Empirical Evidence, p. 9.

(39) David R. Campbell, James M. Johnson, and Leonard M. Savoie, Cash Flow, Liquidity & Financial Flexibility, *Financial Executive*, August 1984, p. 15.

され、次の要因から構成されるといわれている。⁽⁴⁰⁾

(1) 継続的な営業活動から生ずるキャッシュ・フロー。この場合、非継続的な営業活動から生ずるキャッシュ・フローは別個に独立表示するものとする。

(2) 附随的な活動ないしは異常な事象・取引から生ずるキャッシュ・フロー

(3) 資源への投資およびその処分、借入れとその返済、および所有主による投資と彼等への分配から生ずるキャッシュ・フロー

このことはキャッシュ・フローをもたらすこれら活動源泉別にキャッシュ・フローを、下記の如く開示するのが望ましいことを意味している。

表 3 キャッシュ・フロー計算書

営業活動から生じた現金	\$ 7,000 ⁽⁴¹⁾
普通株配当	(22,000)
財務活動：	
長期債務新規発行による手取金	33,000
普通株の売却	10,000
手形債務の減少	(11,000)
長期債務の返済	(10,000)
財務活動によって得た正味資金	22,000
投資活動：	
固定資産の購入	(20,000)
設備の売却	10,000
手形債権の回収	8,000
財務活動に使われた正味資金	(2,000)
現金および現金等価物の増加高	\$ 5,000

出所 Golub and Huffman, p.38

(40) Steven J. J. Golub and Harry D. Huffman, Cash Flow: Why It Should Be Stressed in Financial Reporting, *Financial Executive*, February 1984, pp. 35-36.

(41) 営業活動によって得たキャッシュ・フローは、損益計算書の異常項目控除前利益を現金主義利益に転換するのに必要な金額で修正する利益調整法、または販

従来、資金計算の領域では、運転資金分析が中心を占めていた。しかし、近年、SEC のみならず、FASB でも、企業の現金産出能力を予測する指標として流動性を重視し、⁽⁴²⁾それに伴って、運転資金分析よりも短期キャッシュ・フロー分析の重要性が強調されている。この傾向は、経営者の流動性管理行動にも現われている。調査によれば、経営者が流動性を管理するに際して、最も重視する項目として短期キャッシュ・フローが挙げられているのである。⁽⁴³⁾

3. 利益対キャッシュ・フロー

キャッシュ・フロー重視の傾向は、情報利用者である投資家の要求を満たすことにある、という点については、前節で指摘したとおりであるが、投資家がキャッシュ・フロー情報を要求するのは、前節の図1でいえば、その情報を企業による将来の配当支払能力の指標とみなしうろと考えているからであり、更にいえば、期待株価の形成に貢献する、すなわち証券市場との関係でそれが情報能力を有している、と考えているが故であるということになる。

伝統的には、財務情報の利用者は、会社が将来キャッシュ・フローを産出する能力を評価するに際して、会社の利益に関する情報を強調して、直接、キャッシュ・フロー情報にもとづくことを強調してこなかった。ハーモンが利益情報とキャッシュ・フロー情報の市場反応との関連性を評価して、それらの情報の相対的重要性を検討した実証研究でも、利益の方がキャッシュ・⁽⁴⁴⁾フローよりも、市場反応にヨリ多く関連しているとの結果が判明した。

売、仕入、一般管理、財務、および納税の各活動によるキャッシュ・フローを個別に把握する直接法によって求められる (*Ibid.*, pp.38-39)。

(42) FASB, Exposure Draft, *Reporting Income, Cash Flows, and Financial Position of Business Enterprises*, FASB, 1981.

(43) Campbell, Johnson, and Savoie, *op. cit.*, p.16.

(44) W. Ken Harmon, Earnings vs Funds Flows: An Empirical Investigation of Market Reaction, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol.8, No.1.

しかしながら、ハーモンが明らかにした利益とキャッシュ・フローの市場反応との関連性の差異には、それほど大きな開きはない。彼が対象とした9つの調査項目について、市場反応との関連が最も強いのが利益に関する項目であっても、現金の正味増減額はその次に強い関連性を示しており、それらの間に大差はないのである。1972年から1979年までの各年毎に、9項目の市場反応関連度を順位付けした累計では、1ないし2の差しかない。このことは、企業の将来の現金産出能力を評価するに際して、たとえ利益が強調されたとしても、利益の現金特性 (cash quality of earnings), すなわち企業が利益フロー (earnings flow) をキャッシュ・フローに転換する能力が強調されているとも解しうるのである。因に、ハーモンが調査した9項目を示せば、⁽⁴⁵⁾
 下記のとおりである。⁽⁴⁶⁾

- ・営業利益 (Operating income, OI)
- ・異常項目控除前利益 (Income before extraordinary items, IBE)
- ・基本1株当たり利益 (Primary earnings per share, EPS)⁽⁴⁷⁾
- ・営業活動から得た運転資金 (Working capital provided by operations, WCO)
- ・運転資金合計 (Total working capital provided, WCP)
- ・営業活動から得た現金 (Cash provided by operations, CO)
- ・負債合計に対する営業活動から得た現金の割合 (Cash provided by operations to total debt, CO/TD)
- ・現金の正味増減額 (Net change in cash, CIC)
- ・運転資金の正味増減額 (Net change in working capital, CIWC)

ハーモンの調査によっても、運転資金に関する情報能力は、それら9項目の中で下位に順位付けられており、かかる情報は投資家にとってほとんど有

(45) Golub and Huffman, *op. cit.*, p. 36.

(46) Harmon, *op. cit.*, p. 28.

(47) 転換社債や転換優先株の普通株への転換を仮定した稀薄化を考慮する前の1株当たり利益。

用ではないことが実証されている。

結局、SECが投資家に対するキャッシュ・フロー情報を重視するのは、発達した証券市場のもとで、株価ほど投資意思決定に有用な情報は他にないが、株価に最大のインパクトを与える企業情報は配当支払能力に関する情報であり、配当支払能力は企業の現金産出能力、すなわちキャッシュ・フローによって決まるという点にある。しかも、この場合のキャッシュ・フローとは、運転資金の意味ではなく、現金および現金等価物から成る短期キャッシュ・フローである。SECが流動性を重視する所以がここにある。

以上、SEC 統合開示制度のレギュレーション S-K, 項目303「財政状態と経営成績に関する経営者による討議と分析」において重視されている予測情報とキャッシュ・フローを検討してきた。この項目 303 について、会社の将来のキャッシュ・フローについての経営者の評価に関する将来志向“ソフト・データ”を SEC 届出書類に含めることに、SEC は刺激を与えてきたと評されることもある。⁽⁴⁸⁾果して実態はどうか。次に、SEC の調査にもとづいて、項目 303 の実践状況を、予測情報重視志向とキャッシュ・フロー重視志向を中心に検討することしよう。

VI. 経営者による討議と分析の実態

現行規定が1980年9月に旧規定「経営成績に関する経営者による討議と分析」を改正して、レギュレーション S-K 項目11として規定されたのを機に、改正規定にもとづく経営者による討議と分析の実態を把握し、従来の百分率を中心とした機械的説明がどの程度改善されたかを調べるために、SEC は1980年度年次報告書を調査し、参考以供することを目的として、その中からいくつかの例を紹介した。⁽⁴⁹⁾本稿では、そのうち予測情報とキャッシュ・フ

(48) Campbell, Johnson, and Savoie, *op. cit.*, p.14.

(49) SEC Release No.33-6349, Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations, September 28, 1981, SEC Docket, Vol.23, No.13, October 13, 1981.

ローの開示例を取り上げよう。

表4 製品別売上高の増加

(単位:千ドル)

	予 測		実 績		
	5年間の成長率		5年間の成長率		
	1981—1985	1985年	1976—1980	1980年	1975年
建 築	15%	\$ 610,000	23%	\$ 304,000	\$ 107,000
エネルギー					
関連その他	17%	635,000	23%	290,000	102,000
工業用コン					
ポーネント	18%	395,000	11%	172,000	102,000
計	16%	<u>\$ 1,640,000</u>	20%	<u>\$ 766,000</u>	<u>\$ 311,000</u>

予測上の仮定

- (1) 国民総生産の実質成長率は年平均1～2%とする。
- (2) 平均インフレ率7～9%とする。
- (3) 現行税体系が継続するものとする。
- (4) 為替換算差額は零とする。
- (5) 合併・買収はないものとする。
- (6) 追加的資金調達はないものとする。
- (7) 配当性向は20%とする。
- (8) 余剰現金の投資にもとづく税引後利益が4%あるものとする。
- (9) ストック・オプションの行使はないものとする。
- (10) 転換社債の転換はないものとする。

出所 SEC Release No.33-6349, 970-971

上記の諸仮定にもとづいて主要製品別に5年間にわたる売上予測を行なったうえで、この会社の経営者は、「長期予測には多くの変差と不確実性を伴うけれども、業界や経済全般の動向よりも、過去の経験からわれわれ自身の活動により成功を納めうると確信しており、そのうえ、製品ならびに市場のバランスと分散化により、ある領域の業績不振は、他の領域の業績向上により十二分に補われるものと期待している⁽⁵⁰⁾」との予測に対する強い信頼を明確に表明しているのである。

(50) *Ibid.*, p. 969.

この会社は、上記の仮定の下に、次のようなキャッシュ・フロー予測情報も開示している。

表 5 57年キャッシュ・フロー予測1981—1985年

(単位：千ドル)

純 利 益	\$ 640,000
減価償却費	210,000
	850,000
運 転 資 金	(225,000)
手形代金支払	(172,000)
資 本 支 出	(280,000)
配 当 金	(128,000)
正味現金増加額	45,000
期首現金, 1,1,81	137,000
現金, 12,31,85	\$ 182,000

出所 SEC Release No. 33-6349, p. 975

ここでは、経営者による討議と分析の文字通りの実例を取り上げたにすぎない、調査は経営者による討議と分析規定の適用全般にわたっており、経営成績と財政状態について簡単な論評にとどまっているものから、上掲のような5年間にわたる広範な討議に至るまで、その実態は実に多様である。とりわけ、将来志向情報の開示にこの傾向が強い。このことは、将来志向情報の意味ある開示は必ずしも計量的である必要はない、ということの意味しているともいえる。開示形態のいかににかかわらず、多数の会社が将来志向情報を、経営者による討議と分析に含めて開示することを選択したことに、⁽⁵¹⁾ SEC は満足しているのである。

実務の多様性は、そのことを促すために、規定それ自身が一般的表現にとどめられた結果生じた現象である。SEC は新規定初年度の適用例としては満足に値する開示の質と考えており、同規定にもとづく開示が数年にわた

(51) *Ibid.*, p. 963.

り、改善され続けることを期待しているのである。⁽⁵²⁾

VII. おわりに

経営者による討議と分析は、1980年代における SEC 開示制度改正に際する開示改善・充実の中心項目として位置付けられている。投資家にとって企業活動の実態を把握するのに、財務諸表情報のみならず、その情報の背後にあって経営活動の質的側面を反映した情報は極めて重要な意味を有している。キャッシュ・フローに関する予測情報はその典型である。

投資家にとっての予測情報の必要性は本文中に指摘したが、SEC がかかる情報の開示に積極的なのは、米国証券市場の発達と証券市場理論の発展、すなわち市場効率性に関する仮説の定着に依拠するところが多い。この仮説によれば、情報開示がタイムリーであればあるほど当該情報に対する市場反応の即時性により、投資家は市場から企業の実態に関する時宜を得た情報を入手しうることになる。その結果として、効率的市場は迅速な投資行動を促す。予測情報の開示はこのような効率的市場の機能を引き出すのに最適である。また米国資本市場の予測情報に対する反応も実証されている。⁽⁵³⁾ 効率的市場仮説を論拠とした開示の統合・簡素化が、かかる仮説の消極的活用とすれば、かかる仮説を論拠とした予測情報開示政策の展開は、その積極的活用というのだろうか。とりわけ、将来のキャッシュ・フローに関心をもつ投資家にとって、キャッシュ・フローに関する予測情報が開示されることによる効率的市場から受ける効用は、極めて大きいだろう。

しかしながら、予測情報の開示には競争上の不利益も伴うために、投資家にとって有用であるという理由だけで開示する訳にはいかない。情報開示に

(52) *Ibid.*, pp. 962, 985.

(53) George Foster, *Financial Statement Analysis*, Prentice-Hall, 1978, pp. 350-351, 飯野利夫監修日本証券アナリスト協会訳「資本市場と財務分析」(同文館 昭和57年) 397-398頁。

は、費用・便益分析が必要である。⁽⁵⁴⁾

わが国では、上場会社が「決算短信」において、新規上場申請会社が利益計画表において、売上高、経常利益、当期利益、1株当たり利益、および配当金の予測値を開示しているが、作成基準等が確立されていないなど、制度として未完の状況にあるといわれている。⁽⁵⁵⁾したがって、予測値決定に際して前提となる仮定の開示はいうまでもなく、経営者に対する免責条項の導入、更には、企業開示諮問委員会が勧告したように、挙証責任は損害賠償請求者にあることを明確化したうえで、予測情報の開示を促進するならば、投資家に対する有用性はヨリ一層向上するであろうが、予測情報の開示には、かかる情報の作成方法、投資家の利用方法、予測情報開示のメリットとデメリット等、十分な調査・研究が必要な多くの問題がある。

したがって、現行制度のもとでは、SEC レギュレーション S-Kの項目303「財政状態ならびに経営成績に関する経営者による討議と分析」が強調しているように、報告された財務情報を将来の経営成績あるいは財政状態の指標とはならなくする事象に焦点を当て、現行財務数値によって把握されておらない経営活動の諸側面を反映した情報の開示システムを開発することが先決であろう。

(54) 情報開示と競争上の不利益ならびに開示の費用・便益分析については、拙稿「最適開示水準決定要因」を参考のこと。

(55) 日本公認会計士協会会計制度委員会 前掲稿、52-53頁。