

## 第 22 回企業報告ラボ企画委員会

日 時	7 月 20 日 (月) 14:00～16:00
場 所	経済産業省本館 7 階未来対話ルームおよび Skype 会議
座 長	一橋大学 経営管理研究科経営管理専攻 野間幹晴 教授
参加委員・オブザーバー	伊藤忠商事株式会社、エーザイ株式会社、オムロン株式会社、ソニー株式会社、日本公認会計士協会、ナブテスコ株式会社、AGC 株式会社、KPMG ジャパン (団体名のみ、五十音順)
議 題	①新型コロナウイルス感染症の影響を踏まえた開示、②国内外の投資家からの反応について、③今後に向けた課題、問題意識
議事要旨	事務局からの資料説明および委員からのプレゼンテーションの後、各委員から議題①～③にかかる自社の取組の紹介や見解の発表および意見交換が行われた。

### (委員プレゼンテーション)

委員より、新型コロナウイルスの影響に関連して行われた自社の開示について以下紹介があった。

- 2 月の第 3 四半期決算説明会では、新型コロナウイルスによる業績への影響の可能性について説明した。3 月下旬にプレスリリースを行い、各事業所の状況、各セグメントへの影響等を開示した。5 月に開催した 2019 年度の決算業績説明会では、新型コロナウイルスの影響について、営業利益への影響額を試算して開示するとともに、各事業セグメントにおける影響を説明した。今年度の連結業績見通しについては、精度の高い形で示すのは難しいという判断で未定としたが、今年度への影響として、一定の前提をおいて各事業セグメント別の試算を行い、2019 年度営業利益実績からの変動の幅を示した。また、投資家からは手元流動性への関心が高かったので、キャッシュポジションおよびコミットメントラインについても説明した。6 月下旬には有価証券報告書のリスク関連箇所にコロナの影響を記載して提出した。
- これらに対し、資本市場からは総じてポジティブな反応があった。現在、第 1 四半期決算に向けて社内の数字が出てきているところだが、実務レベルで難しく感じているのは、新型コロナウイルスの影響とそうでないものに切り分けるという点。デマンドが下がっている分野について、新型コロナウイルスの直接的な影響もマーケット全体の影響もある場合、切り分けるのは非常に難しいと感じている。

### (質疑応答)

- 新型コロナウイルスの影響額の試算は、どのように行ったのか。
- 本件は監査法人とも相当議論を行った。前年度、コロナの影響が入っていない業績の見込みを作成してあったので、それと最終的な差を出す形で試算した。また、コロナの影響として示せるものを各事業別に記載した。
- 投資家の納得もあったか。
- こういった数値を示したことについて評価はあった。一方、コロナの影響が出る時間軸が事業によって全く異なり、ここに示した数字が今年度の数字に直線的に影響するわけではないので、影響が遅れて出てくるところはどういった分野か、IR から丁寧に説明をした。
- 2020 年度の営業利益の試算の際、前提条件を置くにあたって、どういった議論をされたのか。複数シナリオを考えたのか。

- 見通しを出すのは難しいとの判断から、次善の策としてこのような形になった。セグメント毎、複数のシナリオに基づいて試算を行うのは難しかったため、この1パターンを前提を基に作った。1パターンの中で事業内でのベストケース、ワーストケースといった分析を行い、これが今回開示した幅となっている。
- 投資家からの反応について、日・米・欧で特徴的なものはあったか。
- 総じて数字のガイドを示したことについてはポジティブな反応だった。投資家によって弊社への見方が異なっているため、特に米国からは、示した数字がコンサーバティブなのではないかという声が多く聞かれた。しかし、そもそも数字を出すこと自体が予想されていなかったもので、出したこと自体にポジティブな反応だった。
- 想定するコロナの影響によって、アナリスト予想にばらつきが出ている。会社予想とアナリスト予想とのばらつきは、通常と同じ程度か。
- 3月下旬にプレスリリースを行い、分散していたものが収まっていった。それでもかなり分散していて、年度決算発表で示したことによって収斂してきた。しかし、平時に比べると足下はまだばらつきが見られる。8月に見通しを出す際に、より丁寧に説明をしていきたい。

### (議題①～③に関する討議)

- 自社の取組について紹介する。今年1月時点では、新型コロナウイルスに関する投資家からの問い合わせは全くなかった。2月には6割弱の投資家から、3月には約7割の投資家から質問があった。決算短信には、通期の業績予想として、売上収益へマイナスの影響を織り込んでいること、および営業利益における影響は軽微と見込んでいること等を記載した。決算説明会では様々な新型コロナウイルス関連の取組を紹介した。株主総会については、来場を見合わせていただくようお願いしたところ、例年に比べて大幅に来場者が少なかった。今後の課題としては、第2波、第3波によるインパクトの算出およびWith COVID-19での中長期の戦略策定を行っていきたい。
- 業績予想を何度も変更することに抵抗感がある。事業によっては、新型コロナウイルスの影響が長期間にわたった場合、会計上の処理をしなければいけない場合もあり、その場合は配当にも影響が出る。業績予想の修正に関してどのように考えるか。
- 一般的には、業績の下方修正はしたくないという意識は強い。次回は見通しを出す予定だが、ある程度、正確なものとして作成している。一方、新型コロナウイルスがいつ収束するかは分からないため、仮に下方修正する必要があるれば、それはするしかない。資本市場、アナリストが様々な数字を予想し始めている中で、見通しを示さないで実績を出してショックが生まれるよりは、最大限の努力として、出せるものは出すという意識。
- 当社は12月決算で、今年2月に通期の業績予想を出した。その後、第1四半期の決算発表時点では上期の予想のみを提示し、通期は一旦取り下げ、分かり次第示すという形にした。情報を開示して現況を知っていただく、見通しの考え方を知っていただくのは重要と思っているが、予想の変更については抵抗感もある。当社は複数の事業を持っていることから、それぞれで異なるお客様を相手にしており、一つのシナリオで語りづらい。情報開示において留意すべきと思っている。
- 数値を示すと一人歩きするので難しい。各事業の状況を定性的に丁寧に説明する。発表後もIRが定性的に丁寧に説明するというのが今回大事だった。
- 議論を深めるきっかけになると理解。

- 総合商社は様々な業態が入り混じっており、且つ業態毎に状況も違うことから、今回の開示は難しかった。世間では開示したくても開示できない企業も多くあったのではないかと。新型コロナウイルスが蔓延し始めた当初は市場も冷静さを失っていた。第2波、第3波といわれている今、市場の心理は冷静さを取り戻しているように思える。冷静でないときにネガティブ要因を示すと過度に反応されるが、今は丁寧に、アフターコロナの対応を併せて開示すれば、そこまで下振れ要因にならないのではないかと。
- 下限を示す、という意味では投資家にとって有用な情報開示になる。
- どの会社も、社内の調整は難しかったのではないかと。IR部門の役割が問われたと思う。当社も最初は開示したくても上場会社を多く抱える中、開示できないのではないかと議論が先行していたが、社内の議論を経て最終的に開示することになった。開示が後になるほど正確な業績見通しを求められるのではないかと、一定の前提を置いた業績予想を出すこと自体が評価され、前提からずれた時の説明もしやすいのではないかとといった意見があり、開示するのであれば早く開示しようという結論になった。また、アナリストを味方につけるために、積極的に丁寧な説明を行った。リスクをとって開示した結果、株価も良い方向に反応した。こういった状況下で、開示の大事さを実感した。
- 東証で5年ほど前に業績予想についての検討を行っており、ピンポイントで業績予想を行うことに対する問題意識が当時からあり、業績レンジを示すなど幅を持った開示もあるとされた。新型コロナウイルスを受けて、幅を持った形式で業績予想を出す企業が増えてきた。例えば商船三井などは、一定のレンジで4月に出した後に、6月にその後の状況を踏まえた数値を出した。サイバーエージェントなどもレンジ形式を利用している。不確実性が極めて高まっている状況で業績予想を出し、年度中に何度も変わるというよりは、幅を持った出し方や、定性的な情報で補っていくという開示の仕方が求められているのだろう。会計上の見積もりは仮定を置いて数字を出した上で、その仮定を注記で説明するが、今回のような不確実性の高い事象を取り扱う場合、前提の置き方が企業によってかなり異なることが考えられる。今日の議論を聞いていても早期収束という前提をとる企業が多い印象だが、より厳しいシナリオをとる企業も今後増えることが考えられる。
- 当社は前提条件を置いてシミュレーションした結果、売上収益へのインパクトを開示した。これをきっかけに投資家との対話につながったので、開示したことは良かったと考えている。開示していなければこれらの対話はできず、アナリストが独自の計算を行うことになる。業績予想を何度も変更することへの抵抗感については理解。
- 当社は12月決算であるため、2月の本決算の時点では、コロナの影響を織り込まない数字を今年度の見通しとして出した。第1四半期決算では、社内で議論を行った結果、通期予想を据え置きとした。新たな数字は示せなかったが、各事業およびそれぞれの業績に影響を与えるファクターの状況、海外の状況などの情報を丁寧に示すことで、いつも以上に会社のことを理解していただく機会となった。統合報告書には、コロナの問題に関してリスクと機会に関する見解を盛り込んだ。
- 当社では、4月下旬に2019年度の本決算発表を行った。様々な海外の事情が重なったこともあり、予定通り開示ができ、投資家、アナリストから驚きを含めて、ポジティブな評価をいただいた。2020年の業績予想および配当予想はともに差し控えた。第1四半期の決算発表と併せて2020年度の通期予想と配当予想を開示する予定。新型コロナウイルスの影響も説明する予定だが、当社はB to CからB to Bまで多くの事業ユニットを有しており、コロナの影響も様々なため、定量的に示すのは難しい。新型コロナウイルスの影響については、2021年3月末までは続くという前提で経営計画を立てている。そのインパクトについては、影響が直接的な事業か間接的な事業か、既存事業かM&Aによる事業か、という2軸によってセグメンテーションできる。例えば、新型コロナウイルスの直接的影響を受

けやすく、かつ M&A の結果、のれんの残高が高い事業は影響が大きい。4 月の決算発表では、アフターコロナのビジネスについても説明し、株価も順調。また、手元流動性、コミットメントラインの残額等も説明した。

- 先を見据えた開示が重要になっている。メガトレンド、社会環境が大きく変化する中で、ビジネスモデルをどう描いていくか問われている。IIRC における国際的な議論でもそれが論点となっている。すでに前を向いて動かれている企業と、なかなか議論が追いつかない企業の差は出てくる。足下の財務上の報告と、中長期の将来志向の開示を両輪としてとらえて、間を結びつけていくことが課題。
- 財務的な面では会計上の見積もり、記述情報が論点。非財務情報としては、9 月下旬に統合報告書 2020 を出す予定だが、アフターコロナの事業を取り上げる可能性も高い。DX を踏まえて、ストーリーを持って語っていく。両輪での開示がますます大事になる。
- 統合報告では社会的な価値という視点が求められており、新型コロナウイルスに関する取組が自社の社会的価値にどうつながるかという視点が必要になる。1 ヶ月ほど前、海外企業のレポートの作成に携わっている方と話していた際、基本的なことは変わっていないが、長期的視点に立ち、ステークホルダー毎のインパクトについて分析をしていく必要があると言っていた。有価証券報告書にそのような分析はあまりない。両輪が同じ方向を向いている必要がある。
- 今回の統合報告書は、新型コロナウイルスによって前提としてきたものが変わってきたため、これまでの前提を見直さなければならない。これまでどれだけ価値創造ストーリーやマテリアリティについて分析、検討されてきたのかによって違いが出てくるかと思う。両輪という意味では、バックキャストで整合性がとれているか、開示していく必要性が高まっていると思う。
- バックキャストという観点は重要。統合報告でもアフターコロナのビジネスについて取り上げることになると思うが、事業の実現可能性など、数字で表されるところは語りづらい。一方で、向かう方向は伝えなければならない。自社の強みを示しつつ、フォアキャストの法定開示と、バックキャストの統合報告など任意開示の両輪が重要。
- どういった KPI、メトリクスを使うかが今後重要になる。マトリックスで示されているものが、ストーリーと一貫性がなかったり、社会の期待に応えるために出していたりすることもある。新型コロナウイルスによって社会、視点が変わったので、そういったところを示していくことが重要。SASB なども参考に検討していく必要がある。
- 企業の戦略として中長期は重視するが、短期の投資家が業績を求めるのは事実。株価を維持するためには、短期も中長期も意識しなければいけない。以前は ESG の中で E に寄っていた側面もあるが、新型コロナウイルスの問題によって S が注目された。この前までは配当性向の上昇を求められ、自社株買いも要請されていたが、最近では財務の健全性が優先されるべきという別の視点での御意見をいただく。トレンドがころころ変わると、トレンドに合わせた開示をしなければと思っている企業は特色を失う可能性もある。あまりルールやトレンドで縛り過ぎないことも大事。
- もっと自由に開示をしてほしい。個性を持った開示ができるような雰囲気作り、事例を作っていくことが必要。チェックボックス型ではなく、どれだけ個性的な開示ができるかというのが今後望まれる。
- バックキャストとフォアキャストの見方をつなげていくのは非常に重要。統合報告はバックキャスト的なアプローチ、財務報告はフォアキャスト的なアプローチである。業績予想を一本で開示するという本質的な意味が揺らいでおり、統合報告、財務報告ともに開示のあり方を見直していく必要があるのではないか。将来の事業構造に向かう道筋を具現化する上で、人・モノをどう動かしていくかは重要な部分だが既存の財務報告では語られてこなかった。

- 資本コストの考え方が難しくなった。当社では3～4年の中期経営計画で想定資本コストを決定し開示しているが、新型コロナウイルスの問題があり、財務安全性、手元流動性の確保を問われるようになってきており、新たな変数が生じた感がある。収益性の軸に安全性をどう織り込んでいくか難しい。
- 今はリスクオンの状態なので安全性が重視されると思うが、マーケットの資金需要が高い状態であり、会社としては資本コストの見方が難しくなっている。
- 株主はROE や ROIC の向上だけでなく、株価上昇によるキャピタルゲインも期待している。伊藤レポートではROE が議論され、経営指標としてROE や ROIC を使用する企業も増加しつつあるが、金融庁のガバナンスコードには「資本コスト」としか記載されていない。この背景には、株主が期待するのはROE や ROIC の向上だけではなく、キャピタルゲインであるという意識があると解釈できる。

以上