

企業報告ラボ 第19回企画委員会 議事概要

日時：2018年1月16日（火）16:00～18:00

場所：一般財団法人企業活力研究所 大会議室

1. Non-GAAP 指標等に関する調査の報告

(1) PwC あらた有限責任監査法人 久禮 由敬 説明

- アンケート調査の設計段階で、企業報告ラボ委員の方々にご助言・ご意見をいただいたことにお礼を申し上げたい。
- 「海外における Non-GAAP 指標等をめぐる動向とその使用状況」では、米国と欧州について調査した。
- 米国 SEC のレギュレーションでは、何が要求事項で何が禁止事項かが明確になっている。また、C&DI のような実務指針が頻繁にアップデートされている。
- 米国企業の Non-GAAP 指標の使用状況は、ドットコムビジネスとそれ以外という分け方ができ、前者は Non-GAAP 指標の使用が少ない一方で、GE など昔ながらの大企業では 20 以上の Non-GAAP 指標を使用している。
- 欧州でも、基本的には米国と変わらず、ESMA や IOSCO などの規制当局により APM（欧州で Non-GAAP 指標に相当するものの呼称）に関する企業向けのガイダンスが公表されている。また、IASB は、GAAP 数値との関係から Non-GAAP 指標をどう表示するべきかという視点の検討をしている。
- 実際の欧州企業の開示例をみると、どのような APM を開示し、それがどう定義され、どのような意味合いを持つか、また、その目的は何かをバランスよく説明しているところが特徴である。
- 海外事例からの示唆が何かと考えると、90年代終わり以降 Non-GAAP 指標の位置付けとは何かという議論がなされ歴史を重ねたルールが作られているというのが現状であろう。
- 次に視点を日本国内企業に移すと、ディスクロージャーに積極的な企業 21 社を対象とした調査をした結果、日本企業においても多様な Non-GAAP 指標を主に決算説明資料等で使用していることが明らかになった。中でもフリーキャッシュフローを開示する企業が 21 社中 13 社と最も多い。このうち 8 社が文章でフリーキャッシュフローの定義を説明し、さらに 6 社は数値を明示した計算式を開示している。また、図表で GAAP 数値との調整を開示する企業が 9 社（文章による説明との併用含む）であった。
- これらを踏まえて、JPX400 指標を構成する企業にアンケート調査を実施した中間結果を取りまとめたところ、最終的な集計数値とは異なる可能性があるが、現時点までの回答企業 154 社のうち、Non-GAAP 指標の使用目的を「主に社内管理目的」（81 社）とする回答が「主に株主や投資家等

- への説明目的」(53社)より多かった。そして、21社を対象とした開示調査結果と同じく、実際に使用もしくは使用を検討している Non-GAAP 指標としては「フリーキャッシュフロー」(1~3番目に重要とした企業数合計73社)が最も多く、Non-GAAP 指標の目的を「企業の経営目標・業績目標等を具体的に示すため」とする回答が最多(合計115社)であった。
- Non-GAAP 指標の開示媒体に視点を向けると、「投資家向けの決算説明資料」(111社)に「内部資料」(103社)が続く。有報や事業報告で開示する企業も、それぞれ52社、50社であった(複数回答可)。Non-GAAP 指標に関するステークホルダー向けの説明では、「各年度間での一貫性を確保している」(99社)、「使用する Non-GAAP 指標の定義と計算式を開示している」(61社)としたうえで、Non-GAAP 指標に関する「説明は十分である」とする企業が105社であった。
 - 多くの企業が、Non-GAAP 指標のメリットについて「会社の実態を適切に表す指標である」(合計135社)、「業績に関する説明がしやすい」(合計108社)と肯定的に回答し、「作成に時間と作業負荷がかかる」(合計79社)、「説明が容易でない」(合計56社)という否定的な回答を上回った。今後の使用に関しては、「適切な指標があれば積極的に使用していく」(78社)が「現在の指標を継続して使用する」(57社)を上回り、企業側の前向きな姿勢が見て取れた。使用する Non-GAAP 指標の見直し時期については、「中期経営計画などの見直しに合わせて」(61社)もしくは「不定期に見直す」(60社)という回答が多い。
 - Non-GAAP か GAAP かにかかわらず、いわゆる KPIs を開示する企業は107社あるが、その設定・運用に関する考慮事項として重要度の高いものは、「全社的に浸透させ管理会計や現場で使われる指標と関連していること」(81社)、「数年間または数期間にわたって使用する指標であること」(70社)という回答であった。
 - これら企業側の Non-GAAP 指標に関する視点に対して、様々な属性の投資家15名からの意見を聴取したところ、立場によって見解が異なるものの、次のような共通の見解もあった。
 - 企業間の比較をする場合は、企業が開示する Non-GAAP 指標を加工した上で利用するが、経営者の考え方を理解し対話する際には、加工しないで利用する。
 - (少数派ではあるが)企業が開示する指標は使用しないで投資家が所属する組織のテンプレートにより算定するという回答もあり。
 - 重要度の高い Non-GAAP 指標は業種によって異なる。Non-GAAP 指標が有効となるセクターは情報通信、小売業、保険業、銀行、空運業、輸送機器、電気機器、精密機器、建設業、医薬品など。

- Non-GAAP 指標の利用目的は、主に「企業の将来収益力を把握する情報として」が多い。
- 期待する性質は比較可能性、明確性、継続性、一貫性。情報源は、決算短信全般、投資家向けの決算説明資料等、全般として任意開示情報から入手している。
- 企業の Non-GAAP 指標に関する説明を十分とする意見もあるが、全般として不十分とする意見のほうが多い。不十分という意見の理由は、利用目的・理由の説明が不足するというもの。
- 現状、他企業との比較可能性や正確性・信頼性が低いという課題があり、企業に対して特定の指標を選択・開示した理由や背景を明確に説明してほしい、一貫した計算方法で継続的に開示してほしいといった要望があった。
- 投資家から企業の KPIs に対する評価としては、数年間または数期間にわたって使用する指標であること、KPI を全社的に浸透させ管理会計や現場で使われる指標と関連していること、が重要であるという回答が比較的多かった。

(2) 質疑応答

作成者側（企業）の立場から

①Non-GAAP 指標を対外的に利用していない理由

- 当社では、社内管理用として Non-GAAP 指標を利用している。対外的に利用しない理由は、あまり詳細を開示すると、大勢に影響を及ぼさない小規模の不調等についても必要以上の懸念をされるなど、会社として見てほしい目線にならないこともあるため。
- 利益を調整するような開示は避けるべきという助言を受け、Non-GAAP 指標については、すべての開示資料で使用を避けるという姿勢をとっている。
- 内部で使っている指標の中には、標準値が地域によって変わるため、とりまとめた際の比率がよくわからない数字になるので、出すことに意味はないと考え、開示していない。
- 基本的に、数値は対外的に出す前提で算出しているが、意味がないと判断した数値に関しては出していない。
- 業種によっては（企業秘密の開示につながるため）出せないということがある。各代理店とは在庫期間を契約で定めているため、キャッシュコンバージョンサイクルの内容を開示してしまうと、その企業と代

理店間で揉め事が起きる可能性がでてしまう。そのためキャッシュコンバージョンサイクルは開示しづらい場合もあると思う。

- コア営業利益の定義が各社それぞれ異なるため、他社との比較はできない。社内ではコア営業利益等の実態を表す数字を出しているが、他社との比較ができないのであれば、混乱を防ぐため対外的に出すことに抵抗があると考えている。

②Non-GAAP 指標を対外的に利用している理由

- 当社が Non-GAAP 指標を使う理由は、投資家との対話に役立てるためである。

③Non-GAAP 指標の定義、計算式の開示

- 業績動向を把握する数値として有益と思うが、定義や計算式が統一されていないことや、その定義、計算式を開示していない企業もあることが課題であると考える。
- 他社と比較をした際に、投資家は同じ定義と思っているものが実は異なる、ということも発生していると考える。今回の流れに乗り、少なくとも各社が定義や計算方法を掲載するよう働きかけられると良いと思う。

④Non-GAAP 指標の準備プロセス

- Non-GAAP 指標を準備するプロセスが大変で、決算開示委員会毎に一時的要因を考慮した実態を表す特定の Non-GAAP 指標を開示するか否かを議論する。
- 新たな Non-GAAP 指標に関する開示をすると過去開示数字と整合性がないという指摘が想定されるため、その内容について資料中に説明しているが、その説明でも分かりにくい場合があり、詳細を IR 活動で説明するように心掛けている。当期新たな指標を出せば、比較のため前期の開示も修正しなければならない。

⑤有用な Non-GAAP 指標

- フリーキャッシュフローは、配当政策として重要。
- フリーキャッシュフローについて、投資家からは経営者の見方を示してほしいという声があるため社内で検討している。
- ROIC と WACC を比較することが大事だと考えている。

利用者側（投資家）の立場から

①Non-GAAP 指標の利用目的

- 一番重要なことは、将来のキャッシュフローについて、投資家の見方と企業の考え方がかみ合うかどうかである。Non-GAAP 指標が何のためにあるのかというと、ノン・オペレーティングや一過性のアイテムを控除し、純粋な経営努力の結果という数値を出すことにあると思う。それがわかる範囲の Non-GAAP 指標を使えば良いし、わからないのであればお互いが納得する指標を使えば良いと思う。
- SEC がなぜ厳しいかということ、SEC の役割として投資家保護という目的があり、ミスリーディングな開示をしてはならないためである。
- US で Non-GAAP 指標が多用されてきた理由は、役員報酬と経営の KPI がリンクすることが重要であったため。マニピュレーションができる会計利益 (GAAP) ではなくキャッシュベースなどを使う。それが企業価値をどう創造しているかをもとに役員報酬を決めるバリュースマネジメントに発展し、企業価値との直結という観点で ROIC 等を使う。その際、ROIC の定義が正しい加減ではミスリーディングになってしまうので、きちりと定義して公表する必要がある。

②Non-GAAP 指標の定義、計算式の開示

- フェアディスクロージャー制度との関係で、株価に重要な影響を与えるような指標を開示するのであれば、定義の開示は強制したほうが良いと考える。法定にするかという議論は別として、定義を開示するのは当然のこと。
- ROIC の算出方法が企業によって異なるという点について ROIC 自体、定義を決めることが難しいので各企業が定義を開示するべきであると考え。総体としての比較可能性を求めるのは難しいが、時系列比較や同業種内で多少比較ができるように、定義が近似していると良いのではないかと考える。
- バイサイドとして企業価値を計算するための業績モデルやバリュエーションのためのテンプレートを過去に作ってきたが、ROIC をどのような定義にするかチーム内でも意見が異なることもあり、定義づけは難しい。指針等で統一した定義づけをすること自体は可能だと思うが、それに 100 パーセントのユーザーが納得するかは疑問である。特定の指標を使いたい人は、独自に GAAP から計算するという方が現実的であると思う。

- 企業が定義を公表している場合であっても、我々の定義による数値とずれが生じる場合は、計算根拠の式の裏にさらに何かあるのだと思ひ、鵜呑みにはできない。
- Non-GAAP 指標か GAAP 指標かは正直意識していない。アナリストであれば細かい定義まで詰める必要があるかもしれないが自身はそういう立場ではない。企業がどういった経営指標を重視しているかが重要で、それがたまたま GAAP か Non-GAAP かというだけである。算定式や前提条件の記載等も重要だとは思いますが、対話においてそれほど気にしているわけではない。
- 日本においては、Non-GAAP 指標が悪用されたケースはまだなく、現時点では問題はないと考えている。性善説で今のところよいのではないか。
- 現時点では、規制等をするよりは、より積極的な開示を肯定的にとらえて応援するようなメッセージを発信することが大事ではないかと考えている。

③有用な Non-GAAP 指標

- キャッシュコンバージョンサイクル (CCC) を出している企業が少ないと感じた。キャッシュフローはグローバルマネーで一番見られている中で、その創出源泉である、CCC は最近見直されているのだが、アンケートベースでは出てきていないことに、今回のプロジェクトの気づきとして客観的に感じたところである。
- フリーキャッシュフローが、一番典型的な Non-GAAP 指標という結果には驚いた。企業が一番重要視している割には数値のブレが大きく、経営としてマネージできているようには見えない。多くの企業が開示している Non-GAAP 指標だが、フリーキャッシュフローを見て経営している日本企業は少ないのではないか。

④今後の調査・検討の方向性に関する示唆

- 日本企業の開示調査資料には、なぜ株主資本コストがないのか？企業が使っている Non-GAAP 指標に含まれていないのか再確認してはどうか。
- 投資家の意見にもあったが、業種は重要であるため業種ごとの分析が良いのではないかと思う。せめて、製造と非製造で分けて分析したほうが有用ではないだろうか。

- 既存のルールで開示しているものだけだと会社の事業特性が理解されないと考える企業が Non-GAAP 指標を使用していると思う。だとすると、それを一番表しているのは、業種という切り口であると思う。もう一つは、既存のルールでは利益が出ていないように見える企業の場合でも別指標で見たほうが正しく業績を反映できると考えているのであれば、ROE や PBR 等を切り口にすると良いのではないだろうか。

Non-GAAP 指標のまとめ

- 日本では、まだ US ほどの論点はおそらく発生していない。ある程度定義化をし、投資家との対話の手段として、いかに開示をしていくかという段階であると思われる。

2. 事業報告等と有価証券報告書の一体的開示のための取組について

(1) 説明

- どういう位置づけの取組なのかということについては「事業報告等と有価証券報告書の一体的開示のための取組について」の「1. はじめに」の(1)3パラグラフ目に記載がある。成長戦略の中に、「2019年前半を目途とした、国際的に見て最も効果的かつ効率的な開示の実現」に向けて、事業報告等と有価証券報告書の一体的開示をより容易とするための制度・省庁横断的な検討を行ってきた。年内の成案としてまとめたものが、当該資料である。
- 会社法に基づく事業報告及び計算書類と、金商法に基づく有価証券報告書という2本立ての開示が求められる制度となっており、前者は株主総会の前に開示され、法定で求められている2週間前よりも早く提供することが企業努力で行われている。企業の開示スケジュールで行くと、まず決算短信、事報、その後、株主総会後に有価証券報告書が出されるのが通常である。事業報告及び計算書類が利用者である株主や議決権行使者に対する情報提供等を目的としている一方で、有価証券報告書はプロ向けという意識で作られている。制度の目的と、ユーザーと実務がどこまでそれで対応できるかという要因が絡み合って、2つの制度のもとに開示がなされている。
- 一方、同じように会社法と金商法という2つの開示ルールがある欧州諸国においても、媒体として一つの書類で開示しているということが現実的に行われている。我が国においても、制度上は会社法と金商法の両方の要素を満たすひとつの書類を作成して、株主総会前に開示することは可能とされている。具体的な例を挙げると、平成21年改正により有価証券報告書に添付する計算書類等は総会の承認前のものでもよいことになっている。つまり、必ずしも総会後に有価証券報告書ができる、という建前でなくても良いことになっている。
- 共通化の項目を検討するにあたっては、協力企業から、実際の事報と有報を照らし合わせ、違いがどこか、その理由は何かということを確認するという作業

を経てボトムアップで積み上げていく方法をとった。これからも引き続き、投資家と企業が一堂に会する場などで関係省庁で検討を続けていく。（経産省）

- 一体的開示をやりやすくするための環境整備として、また、開示が縮小するのではなく、建設的な対話が促進されることを目的として検討している。
- 大きく分けて3つの対応があり、1つ目は法令の改正、2つ目は会社法及び金商法の解釈の明確化、3つ目は経団連のひな型と金融庁のひな型が異なる点について、共通の記載ができるようなひな型にすることである。これらは、FASFの「有価証券報告書作成の手引き」等を利用して周知を図っていく。（金融庁）

（2）質疑応答

- 1990年代後半、欧州で一体化の議論がされていた頃、日本では不良債権処理の問題に焦点が当たっていて、一体化どころではなかった。一体化によって少しでも企業の手間が省けて、その分、余裕時間でもって非財務情報開示の拡充につながると良いと考えている。
- 海外投資家から、日本企業の有価証券報告書（英文）を見たいという要望はよくもらっている。英語化は負担ではあるが、英語版が開示されるようになれば海外投資家との対話が促進されるはずなので、一体化に期待している。
- 法令の問題とひな型の問題以外で実際に企業が一つの開示書類を提出する際の、クリティカルな問題点は何か。

⇒一つの理由として企業は総会日程を分散すべく前倒しをし、それに伴って招集通知送付の早期化を行っており、一つの書類で作成したいと思っても、招集通知送付のタイミングで有報の要素を含めた一体的な書類を作成できるような実務にはなっていないというのがあるのではないか。（経産省）

以上