

2020年3月11日

第3回 事業再編研究会での議論を踏まえた追加意見

三瓶 裕喜

第3回 研究会を当初の日程通り Skype 開催していただきありがとうございました。

オムロン日戸様のプレゼン P.13 の「事業売却プロセスの要点」と P.14 「本研究会の論点について」は大変臨場感がありベストプラクティスの一つの形として是非多くの企業に実践していただきたいと思いました。一方、同じく P.2 で列挙された「事業ポートフォリオ入れ替えの実行を阻む要素」が数多くの企業の中に空気として充満していることを実感しています。

したがって、意識変革を起こす強い原動力が必要であると考えます。そのためには、内輪の論理から目覚めるため、現状の「見える化」と、合理的な結論を出すために企業価値創造をごまかさないうで資本コストを踏まえた価値創造の議論になるよう「共通言語化」も必要と考えます。どこにそれを示すか、それが開示であり、信頼のおける開示媒体である必要があると思います。そこで、第3回研究会における各委員のご意見に対し追加で意見を提出させていただきます。

有価証券報告書（法定開示書類）を開示媒体とすることの重要性に関する追加意見

1. 有報 MD&A における開示内容について

- 有報に「経営方針、経営環境及び対処すべき課題等」として記載する内容は企業価値向上のための戦略（事業ポートフォリオのビジネスモデル説明を含む）、主な KPI、時間軸、資本配分の優先順位などを踏まえた大局的または概要でも十分であり、詳細な諸比率や金額については任意開示資料での説明でよい。記述情報部分について提案しているのであり、法定開示書類だからといって、画一的な項

目記載を期待するものではない。記載内容の詳細について指導しボイラープレート化を助長するような実務指針を想定していない。

- セグメント ROIC、ROIC 逆ツリー、企業価値向上のロジックツリー（ビジネスモデル、価値ドライバーと企業価値評価の結合）、事業ポートフォリオの課題と事業トランスフォーメーションなどの開示が任意開示資料にて広まってきている中、時間軸を踏まえた企業価値向上に「何が寄与し、何が負担となっているのか」経営陣自ら評価分析することこそ MD&A（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）であり、そうした本来の MD&A を実施しているかどうかは CG コード補充原則 4-11③取締役会の実効性評価にも関連することである。

## 2. 開示媒体としての有価証券報告書

- 第3回 三瓶意見書で示した通り、海外では法定開示書類であるアニュアルレポートにMD&Aが設けられ、その記載内容の改善が図られている。これに対し、日本においては虚偽記載、不完全な記載又は誤解を生じさせる記載の責任を恐れ保守的な対応がとられ、有報には定型の抽象的な記載に留め、具体的な説明は任意開示書類（統合報告書や決算説明会資料など）への記載へ傾斜している。利用者視点での任意開示書類の問題点（タイミング、継続性、連続性、一貫性、コミットメント等の安定性が保証されていない問題）を過小評価している可能性がある。
- 研究会での議論は、有報開示の充実に関して消極的過ぎるように思われるが、金融庁は2019年の有報の開示府令改正で記述情報の充実を促進しており、「一般に合理的と考えられる範囲で具体的な説明がされていた場合、提出後に事情が変化したことをもって、虚偽記載の責任を問われるものではない」という考え方を示している。未だに有報の「虚偽記載、不完全な記載又は誤解を生じさせる記載」のリスクを盾にボイラープレート化を温存し役に立たない記述情報を提供して作成者側・利用者側双方の時間を無駄にしている点は早急に是正すべきである。
- 法定開示書類に記載されるからこそ、取締役会の関与、取締役の意識向上が求められるのであり、任意開示でお茶を濁すことは受け入れがたい。

2019年3月19日金融庁公表の「記述情報の開示に関する原則」には、以下の点が明記されている。

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、記述情報及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。

2-1. 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に、取締役会や経営会議における議論を反映することが求められる。

経営方針・経営戦略等

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

- ・ 経営成績等の分析（Management Discussion and Analysis）  
経営方針・経営戦略等にしがたって事業を営んだ結果、当期において、どのようなパフォーマンスとなったかを振り返り、経営者の視点から、その要因等を分析

特に、取締役会や経営会議において、

- ・ 企業の経営資源の最大限の活用に向け、成長投資・手許資金・株主還元や資本コストに関し、どのような議論が行われているか
- ・ これらの議論を踏まえて、どのような今後の経営の方向性が示されているかが適切に開示に反映されることが重要と考えられる。

2-3. 記述情報は、投資家に対して企業全体を経営者の目線で理解し得る情報を提供するために、適切な区分で開示することが求められる。

企業経営の多角化が進む中、記述情報の開示においては、企業全体の情報だけでなく、経営管理の実態などに応じ、事業セグメントを適切に区分して、それぞれの区分ごとに深度ある情報を記載することが重要である。

こうした開示は、投資家に対し、

- ・ それぞれのセグメントにおける事業の状況を適切に把握することを可能とさせるとともに、
- ・ 多角化により経営者がどのようなシナジー効果の創出を目指して

いるのか、

- ・ 経営資源の適切で効率的な配分が行われているかといった点についての投資判断の基礎を与えるものである。

その際、投資家が企業の事業選択の適切性を理解できるよう、どのように事業を選択しているか、各事業を経営方針・経営戦略等においてどのように位置付けているか、不採算事業についてどのように対応していくか等も含めて説明することが期待される。

これらが認識され、示されなければ事業ポートフォリオの変革やビジネスモデルの見直しは進まず、事業再編は自律的には起こらない。日本経済の競争力は衰退の一途をたどる。

実務指針を作成するとして、各企業の考え方や取り組みは、どこに開示されるのか期待値を定める必要がある。発行義務のない統合報告書や時系列的に遡って検索・検証可能性が担保されない決算説明会資料では企業価値向上への取締役会の責任が追及できない。

### 3. 実務指針の位置づけ

- 事業再編は、今後将来の事業環境についての分析を踏まえ企業理念に照らし、経営方針、経営戦略を見直す際に必要な取組であり、取締役会にその責任がある。したがって、「実務」指針だからといって経営企画や経営戦略を担う部署で活用すればよいというものではない。「実務指針」という表現から取締役会を構成する役員一人一人に読まれずその効果が期待できない懸念があり、そうした懸念を払拭する必要がある。

以上