

企業情報開示の統合化

——インベスター・リレーションズの展開——

田 中 襄 一

はじめに

本稿の目的は企業の情報開示についての考え方及び経緯を整理し、今後の情報開示の在り方と方向性について示唆を得ようとするものである。情報開示を論者によつてはディスクロージャーと呼ぶこともあるが、ここでは情報開示とする。なお、本稿において、情報発信主体は上場企業（株式公開企業）、情報受領者は株主、投資家をはじめ従業員、顧客、取引先、地域社会、行政、NPO等企业を取り巻くすべてのステークホルダーとする。

企業情報開示を法律や規則等に基づいて求められる情報開示と企業の自発的な意志に基づく情報開示、前者を制度

的(あるいは強制)情報開示、後者を自発的(あるいは任意)情報開示とに区別することもあるが、上場企業の情報開示に関していえば、情報の有用性は企業価値形成にとつて、それが制度的であるか自発的であるかを問わない。制度的情報開示の内容は近年充実してきてはいるものの、自発的情報開示の内容が社会の要請のもとで多種多様になってきているということがある。このような状況のもと、制度的情報開示の比重が相対的に低下する中で、その融合が進みつつあるという指摘もある⁽¹⁾。

情報開示についてみると、それを広く捉え、情報開示を「社会に情報を伝えること⁽²⁾」とすることもあるが、この「情報を伝える」というような見方はどちらかというと開示について静的な側面が強い印象を受ける。情報開示はただ単に「伝えること」つまり、伝達だけではなくより積極的な意味合いを持つものと考ええる。ディスクリジャーは非公開であったもの、つまりクローズされていたものを解くということ、あるいは明らかにするという意味で、どちらかという消費的ニュアンスが強く感じられる。情報開示を単に「公表した」「伝達した」という静的な意味で用いるのではなく、ここでは、情報開示により積極的な内容を持たせ、情報開示をすることによって、納得を得、信頼の獲得を目指すという、能動的な姿勢を示すものと考えたい。

なお、情報の伝達についてコミュニケーションという表現を用いる場合もあるが、コミュニケーションは基本的に「複数の者⁽³⁾が、言語などのやりとりをする」ことであり、相互に情報交換するということである。情報の公表があつてその後コミュニケーション活動があるという一連の行動全体を情報開示とするならば、情報開示により積極的意味合いを持たせることも可能であろう。情報開示は単に開示、伝達の意味ではなく、情報の受け手側の立場からみてその情報が伝える内容について納得できるものでなければ価値はないといえる。たとえば、それが情報受領者にとつ

て都合の悪い情報であるとしても、その情報に納得すれば、その後の行動につながるからである。つまり、静的な情報開示ではなく、納得してもらうための動的な情報開示が求められている。ところで、コミュニケーションという言葉について、情報の相互交換機能を強調して双方向コミュニケーション (Two way communication) という表現を用いる場合もある。⁴⁾ 本稿では、もともとコミュニケーションには双方向の情報交換が含まれると考えるため、単にコミュニケーションとする。このように考えてみると、先に触れたように情報開示は公表、伝達だけではなく情報受領者からの予想される反応を踏まえた上での行動ということと、情報受領者からの納得をもらう、信頼を得るという行為であることを理解する必要がある。

ステークホルダーを主に株主、投資家とする資本市場に限ってみると、情報開示をインベスター・リレーションズ (Investor Relations: 以下 I R とする) と表現することが多い。I R という言葉は米国において一九五〇年代から用いられるようになった資本市場における開示、コミュニケーションを指していたが、一九七〇年代以降企業財務の領域を包含する幅広い概念へと展開するにいたっている。ことに資本市場関係者の中で、より精度の高い企業評価を行なうため企業に対して法律や規則で定められた情報以外のさまざまな情報発信を求めてきた経緯がある。わが国において、I R の重要性が企業経営者に意識され積極的にその具体的な行動としての I R 活動が推進されたのは一九九〇年代に入ってからのことである。⁵⁾ ここで、この I R についてみると、一般に受け入れられている I R の定義として、全米 I R 協議会 (National Investor Relations Institute: NIRI) のものがある。それによると I R は「企業とファイナンス・アルコミュニケーション及びその他の関係者の最も効果的な双方向コミュニケーションを可能とするため、ファイナンス・コミュニケーション、マーケティング及び証券諸法のコンプライアンスを統合し、究極的には企業の証券のフェア

パリュウの達成のための戦略的なマネジメントの責務である」としている。IR活動における情報開示の対象は株主、投資家から時とともに、顧客、従業員、地域社会、マスメディア等資本市場関係者以外へと広がりを見せてきている。たとえば、二〇〇五年に米国においてコーポレートコミュニケーション研究の第一人者ともいえるポール・アージェンティンによってまとめられた全米IR協議会の報告書⁷⁾をみると、コーポレートコミュニケーションという言葉のものとIRは膨らみをもってきているようにみえる。IRは資本市場における企業価値を高めるための株主、投資家への開示、コミュニケーションから、資本市場を含む社会全体での企業価値を高めるために、ステークホルダーへの情報開示によって、信頼を得るという内容へと進化してきている。

ここで、企業価値についてみると、後述するように、明示的に理解される資本市場における企業価値に加え、明示的に示すことの困難な社会的存在としての企業価値、つまり一般社会での多様なステークホルダーが評価する企業価値を考慮に入れなければならない時代となった。通常、前者を株主価値と呼ぶがここでは後者を社会的企業価値と表現することにする。なお、企業価値の多面的側面について経済価値と社会価値という見方での取り上げ方もある⁸⁾。先に触れたように、一般的には資本市場における企業価値を高めるためのさまざまな工夫と努力をIR(狭義のIR)と呼ぶが、本稿においては、IR(広義のIR)の目的は広い意味での企業価値、資本市場における企業価値つまり株主価値と多くのステークホルダーの描く社会的企業価値双方の企業価値をバランス良く高めることである。

情報開示と企業価値

企業による情報開示の目的は企業のステークホルダーに企業の実体および行動への理解を促し、企業の示す姿勢、

情報内容が信頼に値するという評価を獲得することにあり、このことを通じて、より高い企業価値の創造を行おうとするものである。企業が社会の中で、事業活動をする際にはさまざまな法律や規則に基づいた情報開示を行うことになるが、そのことだけでは十分とはいえないため、それに加え企業独自の自発的な情報開示によって理解を求める行動をとることになる。今日、企業の事業活動はステークホルダーの満足を得るような内容でなければ社会の中で存在できなくなってきた。つまり、企業が社会との相互関係を維持し、その上で事業活動が成り立っていることを考えると、企業経営の目的は株主価値を高めることであるが、同時に、その株主価値を生むプロセスの中で、企業の行動はステークホルダーに反映しそれぞれのステークホルダーが描く企業の社会的存在として企業価値（社会的企業価値）を高めることでもある。このことは社会そのものの価値を高めて行く、つまり社会を豊かにして行くということにもつながる。

このように考えると、先に触れたように、企業価値は資本市場における企業価値（株主価値）と社会的企業価値を統合したものと考えることができよう。ただ、資本市場における企業価値は株主価値あるいは時価総額という形で表現されるように、数値表現が可能である。一方、社会的企業価値は概念として考えることができるが数値表現されにくい内容をもつ。通常、貨幣数値で表現される企業価値については企業財務論によって表される企業価値があり、その企業価値は負債価値と株主価値の総和である。一般的に負債の変化率は株式のそれに比べると極めて小さく、負債の金利は外部変数であり経営者の統制のできないファクターのため、企業価値の増大という場合は、株主価値の向上を意味することと同じ意味で用いることが多い。この株主価値は資本市場においては、時価総額つまり発行済株式数（潜在株式数を含むこともある）に株価を乗じたものである。このように資本市場において貨幣数値での表現が可

能なものを企業価値とすることが多いが、経済、社会の発展とともに、企業価値に対する考え方も多様化するようになってきた。

社会的企業価値の考え方は企業の社会的責任 (Corporate Social Responsibility: 以下CSRとする) と対をなす関係にあるともいえよう。企業の社会的責任についてその情報開示との関わりでみると、「経営者としての報告責任 (Accountability) は所有者だけでなくその他企業への貢献者、社会に対して生じるもの⁹⁾」とする視点もあるが、さらにより具体的な内容をもつ考え方として「企業活動プロセスに社会的公正性や環境への配慮等を組み込み、ステークホルダー (株主、従業員、顧客、環境、コミュニティなど) に対してアカウントビリティをはたしていくこと。その結果、経済的・社会的・環境的パフォーマンスの向上をめざすこと¹⁰⁾」というものがある。CSRは社会的企業価値を経営者が認識すると同時に、企業経営の現状と将来像についてステークホルダーに対して示すことである。そのことによって企業が社会全体の持続的成長に貢献していることを理解し、納得してもらうことである。このようにみると、企業の情報開示は、それが制度的であるか、自発的であるか否かを問わず、株主を始めステークホルダーそれぞれが描く企業価値を高める役割を果たしているということができよう。そして、重要なことは、その情報開示は上場企業であるならば、どのような種類の開示たとえば、株主、投資家向けあるいは顧客、取引先、さらには一般社会向けなどであるとしても、ステークホルダーを介して瞬時にあるいはタイムラグを置いて一部または、すべての情報が、資本市場に伝播し資本市場における企業価値、即ち株主価値の形成に影響を及ぼすことである。

なお、CSRの問題は近年別の視点から、ESG (Environmental, Social, and Governance) 問題と捉える見方も定着しつつある。

企業活動と情報開示

本稿で前提としている株式会社形態の企業は多くの出資者が資金を持ちより、それを受け取った人々が企業を形成し、その中で研究開発、生産、販売体制等を整備し、その仕組みを維持、向上させ、そして継続させていくことによって利益を出すことになる。この利益の中から配当を行なった後に残った資金を再生産にまわすという効率的な仕組みを構成し今日に至っている。その中心的な概念として「法人」が生み出されることになり、この組織形態のもので、法人に属する人々（エージェント）とその人々に経営を委託する人々（プリンシパル）との関係が課題ともなった。^①このような仕組みと背景のもとでは、企業の情報開示の対象はもっぱら株主、投資家中心のいわゆる英米型資本主義がひとつの潮流であったといえよう。時代が進むとともに、いわば自由な資本主義から国の規制を受ける規制型資本主義となり、株主資本主義の考え方が見直されるに至った。米国においては「一九八〇年代になると経営者が株主だけではなく、その他の利害関係者に配慮することを認める法律を制定した。……（中略）……イギリスでも……（中略）……取締役が株主だけではなく労働者の利害にも配慮するよう義務づけた」^②ことの影響は大きい。

ことに、企業への社会からの関与の増大という企業を取り巻く環境変化の中で、企業は社会的存在としてステークホルダーに対しての役割を果たすと同時に社会的責任が強く求められることとなった。企業は社会が求める、あるいは求めるであろう財・サービスを研究、開発し、生産そして販売することが期待され、その中で成長と存続に必要な利益を生むことが社会的にも認められている。そのようなプロセスを通じて社会の発展に貢献することになる。そして、いうまでもなく、財・サービスの生産、販売とそのフィードバックに至るまでの一連のフローの中で、企業はさ

さまざまな情報開示を行なうことになる。そのひとつは企業の提供する財・サービスが間違いないもの、信頼されるものとして社会に受け入れられることを意図するものがあり、これらは、広告・宣伝活動といわれる。加えて、当該企業が提供するものは間違いないという企業そのものへの信頼を得るための開示がある。このような開示は、広報、PRあるいはコーポレートコミュニケーションといった名称で表される事が多い。これらに限らず、さまざまな情報開示活動を通じて、企業と社会の相互信頼関係は成り立っているといえよう。

ところが、信頼関係が失われるケースもある。たとえば、企業不祥事によってステークホルダーとの相互信頼が損なわれることである。企業不祥事は企業の提供する財・サービスそのものに欠陥がある、質が十分ではないなど顧客が直接的に被害を被るようなことから、企業内部のコンプライアンスの不全によるさまざまな問題、たとえば不正会計、インサイダー取引、第三者割り当てに絡む不正な取引などがある。具体的には、雪印乳業集団食中毒事件、カネボウ粉飾決算事件、三菱自動車リコール隠し事件、西武鉄道有価証券報告書虚偽記載事件、最近ではオリンパスの損失隠し事件等である。企業に内在するさまざまな不正、不誠実が表面化して不祥事が判明するケースが多いが、そこに至らないことも多く存在すると考えても不自然ではないであろう。とはいうものの、社会は不祥事のない企業を期待していることは間違いない。このことを可能にするのは、情報開示による社会からの監視も一定の役割を果たすと考えられる。経営者は基本的には資本の提供者である株主から委託をうけているため、株主に対しての責任が優先されることにはなるであろうが、先に述べたように株主だけでなく、同時に多様なステークホルダーへの配慮も求められるようになってきている。その意味で、経営者は社会全体の利益に資する行動をとることが期待され、そのため情報開示が求められている。

また、企業は事業活動に際して、さまざまな社会問題、たとえば環境問題、児童労働問題などを引き起こし、このような問題に対して適切な対応を迫られるようになった。つまり、企業は収益を生むということと社会との摩擦を限りなく削減させるという社会性の双方を満足させなければならなくなった。これが企業の社会的責任企業を問うひとつの背景にあるものであり、経営者は株主のみに責任を負うのではなく顧客、従業員、地域社会等の全てのステークホルダーに対しても責任を負わなければならなくなったことを意味する。そして、そのような適切な経営が行なわれているか否かは企業の情報開示によって判断される他ないというのも現実である。つまり、情報開示の内容に対する信頼度が誠実な経営が行なわれているか否かを判断するものとなつているといえよう。また、経営者は事業活動の面のみならず、情報開示の面においても適正な経営が求められることになる。持続可能な企業として利益を生むということが前提にあるものの、不祥事を起こさないような内部統制の構築と運用を適切に行なうと同時に、ステークホルダーが期待する事柄に対して貢献し、その一連のプロセスと結果を開示するという責務がある。また、ステークホルダーへの貢献がどのようなものであったかという結果についても責任を負わなければならない。アカウンタビリティを説明責任と表現することもあるが、アカウンタビリティには結果責任をも伴うのである。¹³⁾

コーポレートガバナンスと情報開示

コーポレートガバナンスの定義は多様である。経営学、法学、社会学等それぞれの専門領域からのアプローチの方法によって捉え方が異なっている。企業統治と訳されることの多いコーポレートガバナンスの発祥は英米であるといわれているが、英米においても、歴史的、社会的背景の違いからコーポレートガバナンスにはおのおの固有の考え

がある。欧州の大陸諸国においても、コーポレートガバナンスという言葉が用いられることがあるものの、それら主に英米型のコーポレートガバナンスという意味で使われ、それぞれの国の歴史的、社会的、文化的背景の相違によりコーポレートガバナンスの考え方、運用に大きな差がみられるのが実態である⁽¹⁴⁾。

コーポレートガバナンスの考え方のひとつの例として、機関投資家のそれがある。その代表格ともいえる米国のカリフォルニア州公務員退職基金 (The California Public Employees' Retirement System: CalPERS : 以下カルパースとする) は「コーポレートガバナンスとは企業の指揮及び業績の決定にむけた各参加者の関係であるとし、主たる参加者は株主、CEOに主導された経営者、取締役会」⁽¹⁵⁾ であるという定義づけをおこなった。この考え方の基本はコーポレートガバナンスを株主と経営者の直接的関係に結びつけ、株主は企業業績を向上させ、その成果を株主にもたらすよう経営者に委託するという構図である。それを受託する経営者はそのプロセスと結果を委託者である株主に説明する責任を持つことになる。米国の資本市場において機関投資家がメインプレイヤーとなる一九六〇年代以降のいわゆる機関化現象が進むにつれ、カルパースのような考え方が次第に一般化するようになった。加えて、英米等の機関投資家の投資対象が日本などの海外市場に向かうとそれらの国々においても英米流のコーポレートガバナンスが浸透するに至っている。機関投資家のコーポレートガバナンスへの関心の高まりを企業経営者は無視し得なくなってきた。株主構成における機関投資家の比重の上昇は機関投資家の企業への発言力強化になったからである。

一般に、機関投資家は業績が悪化した企業などに対しては、当該企業の株式を売却することによって出口を求め、これをウォールストリートルールと呼ぶ。機関投資家が巨額になり、保有株式の売却が思うようにいかない、売却すれば株価が下がり、損失が出る可能性があるなどの要因でウォールストリートルール

を単純に適用することができなくなった。その結果、保有した株式のもつ発言力を生かして経営に介入し、業績を建て直し、株価の回復や配当の増加を図ろうとすることになる。このような経緯が企業経営者にコーポレートガバナンスへの関心を払わせる契機となっている。コーポレートガバナンスが主に株主と経営者との関係の中で取り上げられるようになった背景として、機関投資家の行動が果たした役割は大きかったといえよう。

従来、経営者とステークホルダーとの関わりの中では、株主が中心であったが、先に触れたように、経営者に対して株主以外のステークホルダーへの配慮を求められるようになってきたという大きな変化がある。わが国のコーポレートガバナンスの問題についてみると、日本独特のメインバンク制や株式持ち合いの中で、経営者と株主との間には英米ほど明確な委託―受託の関係が意識されてこなかった。また、いわゆる日本の経営といわれる従業員等に配慮する経営が行なわれてきたというような社会風土、経営環境のもとで、株主主権のコーポレートガバナンスではなく、従業員にも比重をおいたコーポレートガバナンスの考え方も主張されるようになっていた。経営者にとつて株主への配慮は極めて重要なことではあるが、株主以外のステークホルダーに対する配慮もまた同等に重要なことであるという認識が高まりつつあるといえよう。経営者の責任については、「株主に対するアカウントビリティ」と他の利害関係者に対する社会責任のミックスである。……（中略）……株主を優先する傾向が強いといわれる英米においても企業の社会責任を重視する姿勢¹⁵⁾が求められる時代となっている。

さて、コーポレートガバナンスにおける株主の役割は経営者を信認することを踏まえた上で、経営者にアカウントビリティを求めることになるならば、他のステークホルダーもまた経営者に信頼を寄せ、アカウントビリティを期待することになる。経営者の株主に対するアカウントビリティは受託した企業経営全般についてそのプロセスと結果及

び将来像を説明する責任である。同時に、株主以外のステークホルダーに対してのアカウンタビリティは企業の社会的責任を果たす重要な一環として、事業活動のプロセスと結果及び将来像を説明する責任を意味することになる。つまり、企業のアカウンタビリティとは株主を含む全てのステークホルダーに対して情報開示を行ない、納得を得ることである。

企業は顧客、取引先、従業員、行政、地域社会などステークホルダーに対してさまざまな形で情報開示を行なっている。たとえば、顧客に対して財・サービスを提案しそれらを購入してもらうことよって企業は成り立っており、企業は財・サービスそのものを認知、納得してもらうために財・サービスに関する情報を開示し、購入を誘発しようとする。ひとつの側面では、企業が提供する財・サービスが信頼に値するものであるというような説明責任を果たしていることになる。従業員に対しては、経営者は社内報や直接的に話しかける場をつくるなどの方法やマスコミを通じた間接的な方法で、経営理念に基づく事業活動のプロセスと結果、さらには将来の企業の姿を示す経営戦略について説明し、理解と納得を得ようと努力する。さらには、行政、特に監督当局（資本市場にかかわるものや、それぞれの企業の事業活動にかかわるものである。具体的には金融庁、経済産業省、さらには自治体等）に対してはさまざまな規制のもとで報告義務を負っている情報開示がある。その全てが一般に開示される情報とは限らないが、これらもアカウンタビリティの一端であるということには変わりはない。

加えて、企業は販売促進、人材の採用のため、さらには資本市場において高い評価を得ることを目的として企業イメージの向上を図る。このために、環境問題を含めた社会的責任を果たしている企業としてアピールするさまざまな情報開示を行なうことがある。たとえば、環境報告書、CSR報告書、サステナビリティ報告書等の作成、さらには

マスメディアを通じて多様な情報を提供するといった活動を行なうことが多い。これらを、広報活動、PR活動あるいはコーポレートコミュニケーション活動と呼ぶこともあるが、情報を提供し、理解と納得を得ようとする点で、これらの行動もまた広い意味でのアカウンタビリティの一環である。

資本市場における制度的情報開示の展開

株主、投資家に対する情報開示は資本市場規制によって定められている。たとえば、わが国では金融商品取引法や会社法及び証券取引所規則等が柱となっている。このような法律や規則等に基づく情報開示の原型は米国にあったといえよう。米国における情報開示への要求は、一九〇〇年代の巨大トラストの出現時に遡り、議会がトラストに対して財務情報の提出を求めたことに始まる¹⁹⁾。それが制度的に確立し今日的な法律や規則等のもとの情報開示がもめられるようになったのは一九二九年の資本市場における株価の暴落を契機としたいわゆる大恐慌時代であった。具体的には一九三三年の証券法 (Security Act of 1933) 及び一九三四年の取引所法 (Security Exchange Act of 1934) が制定されたことによる。この二つの法律はその後の米国資本市場法制の基本となったということのみならず日本を含む多くの国々の資本市場規制に大きな影響を及ぼすこととなった。両者の違いは「証券法の内容が情報開示という理念に忠実に構成されているのに対し取引所法は流通市場で生起する雑多な問題を扱う²⁰⁾」ものとなっていることにある。なお、取引所法によりSEC (Securities and Exchange Commission : 証券取引委員会) が設立され証券法、取引所法の運用が委ねられ、資本市場にかかわるさまざまな事柄に対処することとなった。米国の資本市場における情報開示の中でのひとつの柱は多数の株主、投資家が参加し売買を行なう流通市場における情報開示である。たとえば、取引

所法等により、有価証券を発行した企業は年次報告書 (Annual report) 及び四半期報告書 (Quarterly report) として臨時報告書 (Current report) をSECに提出しなければならない。同時にこれら報告書はSECのEDGARシステム (現在IDEASシステムに移行中) によってウェブ上で直ちに閲覧可能となっている。

資本市場における企業情報の開示の基本となっているのは、このような法律や証券取引所の規則等に基づきいわゆる制度的情報開示である。資本市場において株主、投資家の求める情報についてみると、年次報告書、四半期報告書といった過去の情報も重要なものではあるが、それ以上に必要なものは企業の将来の業績を予測できるような情報である。これは将来志向情報 (Forward looking information) と呼ばれるが、SECはこの情報について「一九七〇年代後半まで、強制開示上の開示書類に発行会社が将来志向情報を記載することを禁止してきた。しかし、一九七八年にSECは政策を転換し、予測がはずれた場合に一定の条件のもとで免責を認める安全港ルール (筆者注: Safe harbor rule) を制定して将来志向情報の開示を奨励している⁽²¹⁾。加えて、年次報告書においては経営者による討議及び分析 (Management Discussion and Analysis: MD&A) の中で、将来の業績に与えるような合理的要因については記載するよう求められている。このように、法律に基づく情報開示の中にも一定の条件付きとはいえ将来の業績を検討する上で、必要な情報を加えることが求められるようになっていく。

なお、二〇〇一年のエンロン事件等を契機に二〇〇二年に成立した通称サーベンス・オックスリー法 (Sarbanes Oxley Act of 2002) では年次報告書に企業の開示した財政状態及び経営成績が適正であることを記載したCEO (Chief Executive Officer: 最高経営責任者) 及びCFO (Chief Financial Officer: 最高財務担当責任者) の署名を付した証明書を添付することになっている。このことによって、開示への信頼性を一層高めようとするものである。開示さ

れた情報が信頼されるために、わが国においても同様の手だてが講じられた。二〇〇二年に金融庁が公表した金融再生プログラムの中で「財務諸表の正確性に關する経営者による宣言」において代表取締役が署名を求めることになった。これは、二〇〇三年四月から有価証券報告書の添付書類となり、二〇〇四年には東京証券取引所は会社情報の適時、適切な提供について経営者が真摯な姿勢で臨む旨を宣誓した「宣誓書」の提出を求めることとなった。わが国における制度的情報開示の中心は、有価証券報告書、四半期報告書として米国にはない決算短信であるが、基本的には米国の考え方をベースとしているといえよう。

ところで、株主、投資家の側からみると、財務諸表等の開示内容について、比較可能性の視点での課題が残されていた。それは会計基準が国によって異なり、国際化する資本市場の中にあつて世界の企業を比較し、株主、投資家が企業評価を行い、投資判断をする際には不都合なことが多かったことにある。このため、長年にわたつて会計基準の世界的統一化の努力が行なわれ、国際財務報告基準 (International Financial Reporting Standards: IFRS) が作成され各国が採用しつつある。この IFRS の適用は二〇〇五年に EU (欧州連合) やオーストラリアで始まり、各国に広がっている。米国においても適用が迫り、わが国においては二〇一〇年三月期から一定の企業に適用を認め、早期の本格適用を目指しているが、適用までには多くの課題が残されている。IFRS の導入は企業の情報開示に情報の量と質の面から大きな影響を及ぼす。加えて、二〇一〇年に公表された国際会計基準審議会 (International Accounting Standards Board : IASB) の「経営者の説明」 (Management Commentary : MC) では財務報告の中において、財務情報以外の次の五点を重視した内容を記載することが求められている。それは、① 事業の性質、② 経営者の目標及びそれらを達成するための戦略、③ 企業の最も重要な資源、リスク等、④ 事業の成果及び予測、⑤ 目標に対して業

務遂行の評価に用いる重要な指標等、である。²³⁾

これらの内容から理解されるように財務諸表等に過去の結果を示すことと、なぜそうだったかという経緯を説明することに加え、それらが企業の将来をみる上でどのようなインプリケーションをもつかということや将来の経営目標を達成するための具体的経営戦略の内容の開示まで求めていることに大きな特色がある。資本市場での制度的情報開示においても内容が充実し、世界共通の尺度で評価できるような試みが行なわれてきた。つまり、財務情報のみならず、非財務情報についても一定の共通した基準のもとでの表現が行われるようになってくる可能性が生まれてきたことになる。このような情報内容は資本市場におけるステークホルダーのみならず、他のステークホルダーにとっても非常に重要な意味を持つものとなってきたといえよう。

企業財務と情報開示

I R の実践においては、企業が持つあらゆる経営資源、たとえば、ファイナンス（企業財務）機能、マーケティング機能、コミュニケーション機能等を総動員して企業価値の維持、向上を図ることになる。この中で、特にファイナンス機能を有効に活用することは資本市場における株主価値の増大を考える上で重要な意味を持つ。

企業財務とは株主価値の創造、言い換えれば株主価値の最大化を目的とする財務活動を指す。一般に、企業財務の意思決定は、投資活動の意思決定、資本構造（資金調達）の意思決定、配当の意思決定の三つに大別される。投資の意思決定にあたっては、投資の期待収益率が資本コストを上回っていることが条件となり、それが株主価値を高めることにつながる。資本構造の意思決定に際しては、事業遂行のための投資をする際の資金調達をどのような組み合わせ

せで行なうのかを決めることになる。具体的には株主資本と負債をどのような比率で組み合わせれば全体の資本コストが低下し、株主価値の増大に貢献するかを考えることである。配当の意思決定は、事業活動の成果として生んだ利益をどのくらい株主への配当に回すかという意思決定である。もともと、事業活動の結果生じた利益は株主に帰属するものであるが、企業は事業活動の継続のために全てを配当せず、利益の一部を再投資にあてることが多い。株主価値を高めるために、外部流出する配当と企業内に留める内部留保をどのようにすれば良いか、ということが配当の意思決定である。

これに加えて、株主価値増大のために不可欠なことがある。それは価値創造のプロセス、つまり事業活動と財務活動のプロセスと結果及び将来像について情報開示することである。企業財務の意思決定の中で、どんなに企業、経営者が株主価値を高める努力をしても、そのような事業活動と財務活動の経過等を株主、投資家ははじめステークホルダーに評価してもらわなければ株主価値の増大は表面化しないからである。特に、資本市場においては適正な、あるいは高い評価をしてもらわなければ株主価値の増加につながらないためである。⁽²⁾従って、企業財務という場合は先の三つの意思決定に加え、この企業価値創造のプロセスと将来像の情報開示をも含むと考えるべきであろう。

ところで、企業財務論の前提となっている、完全市場(情報コストゼロ、税率ゼロといった状況で流動性が確保されていること)及び効率的市場(情報が瞬時に株価に反映しフェアバリューになること)といった条件は現実には満たされていない。従って、この条件に限りなく近づけるためにも資本市場に対しては十分かつ積極的な情報開示が不可欠である。

なお、資本市場における株主価値の測定は、企業財務論ではフリーキャッシュフローを用いたモデル、つまりその

企業が将来生み出すフリーキャッシュフローを資本コストで割り引いて現在価値を算出するモデルで行なわれることが多い。⁽²⁵⁾これは企業のファンダメンタルによって株価が形成されることを前提としているが、現実には常に企業のファンダメンタルによって株価が形成されているわけではない。従って、資本市場は「企業のファンダメンタルに基づく価格形成の場にするためには企業が、経営戦略、経営成果に関する情報を十分に開示し、投資家がそれらの情報に基づいて自由に取引できる市場環境⁽²⁶⁾」になければならない。キャッシュフロー算出に際しては、企業の財務情報以外の、いわゆる非財務情報をも加味して行なわれることになる。この非財務情報は数値で表現される場合もあるが、その多くは定性的情報として開示される。また、先に触れたように制度的情報開示の中にも非財務情報が含まれるようになり、その重要性は高まっている。たとえば機関投資家、証券アナリストといった資本市場のプロフェッショナルは基本的には財務情報をもとに分析を行なうが、その際には経済、社会、環境等企業を取り巻く定性的な諸要因及び企業自体の非財務情報を織り込むことによって最終的な企業評価を行なう。従って、「企業はこうした点を踏まえて、財務情報とそれを説明する経営方針などの定性的な非財務情報を整合的に説明し、企業評価者がこれら情報を関係付けて整理・分析するための手がかりをあたえる必要がある⁽²⁷⁾」。

インベスター・リレーションズの展開

IRは企業活動の中で行われるあらゆる情報開示を通じて株主価値、社会的企業価値の増大を目的するものである。情報開示は、それが一般社会を対象とした広告・宣伝や広報であったり、あるいは株主、投資家を対象としたコミュニケーションや社内コミュニケーション、さらには行政とのコミュニケーションや地域社会との情報交換といわれる

ものであってもそれらの情報開示の結果はステークホルダーの描く企業価値形成に大きな影響を与える。IRという言葉が使われるようになってから、それは主に株主、投資家を対象とした情報開示を指すことと同義的に扱われてきたが、資本市場、社会環境の変化とともにIRの意味するところも大きな変化をみせてきたということができよう。一方、実務をみると、わが国企業の中で、情報開示にあたる部署の名称として、たとえば広報・IR部などといった用語を用いることも多くなってきたことから理解されるように、情報開示はその対象の如何を問わず、一体化の方向にある。このことは、株主、投資家に限らずステークホルダー全体への情報発信をいわばワンポイス化するための工夫であるともいえる。また、広報・IR部といった名称は上場企業であるならば、資本市場を意識した情報開示をせざるを得なくなってきたことの象徴的側面ということも否定できない。なお、財務情報を主に扱うアニユアルレポートとCSR報告書、サステナビリティ報告書といったどちらかというとき非財務情報を扱う報告書類を一体化してゆこうとするいわゆる統合レポートへの動きも無視できないものとなってきたという事実もある。

米国において、株主に対しての情報開示を意識し、専門の部署が設置されたのは、一九五三年のゼネラルエレクトリック社(GE社)が初めてであった。⁽²⁸⁾まさにアカウントビリティの最優先対象者ともいうべき株主を対象に絞った情報開示が強く意識され始めたといえよう。この資本市場を意識した情報開示が基礎となり、対象が株主のみならず、株主以外の投資家へと広がりを見せた。そして、対象が株主・投資家以外へのステークホルダーへと展開し、今日的なIRへとつながってきたのである。

資本市場における企業価値の形成は一義的には資本市場に対する情報開示を反映して行なわれるが、資本市場を意識しているかを問わず、さまざまな情報を受けとったステークホルダーの言動を通じて資本市場に投影されることに

なる。いわば、世の森羅万象を映して企業価値が形成されるのである。この意味で、IRは企業価値を形成するための企業のアカウンタビリティそのものだということができよう。別の視点から見れば、IRの成果が問われるということは、コーポレートガバナンスが機能しているのか否かが問われるということにもなる。

つまり、IRの目的を単に、資本市場における企業価値(株主価値)を高めるということだけではなく、社会における企業価値(社会的企業価値)を高めるということでもあると考えるべきであろう。現実の企業の中の情報開示についてみると、各企業の歴史的、組織的変遷の中で、その担当部署は広告・宣伝、広報、PR、(狭義の)IR、最近では、広報・IRあるいはコーポレートコミュニケーションといった名称で、それぞれの業務が行なわれるようになった。そこで、働く人々の行動、意識の差などから実際問題として、全ての情報開示をIRで総称することには抵抗があるものと思われる。とはいうものの上場会社の目的がコーポレートガバナンスを有効に機能させ、株主価値、社会的企業価値の維持、向上を図ることにあるとするならば、IRはまさに、企業の発信するあらゆる情報を一體化し効率的な運営によって行われるべきものと言えよう。

結びにかえて

企業の情報開示は経済、社会の発展とともに多様な展開をみせることとなった。情報開示は顧客などへの財・サービスについての情報開示に始まり、資本市場の発展とともに出資者に対して、経営者が事業のプロセスと結果及び将来像について報告するなど多岐にわたるようになった。そして、それぞれの情報開示の領域において開示内容と方法は進化を遂げてきた。ことに、資本市場の視点からみると、企業の情報開示の姿勢は、社会からの要請の高まりとと

もに積極化せざるを得なくなってきた。そして、情報開示は当初、財務情報が中心になるもので、一九八〇年代に入るとそれは狭義のIRという形で展開され始め、いわゆる自発的情報開示が多くなるとともに、非財務の情報も加わるなど内容は充実することとなった。このころからの企業価値（株主価値）を意識する投資家の存在は、企業経営者にも企業財務論を基礎にした企業価値（株主価値）を意識した経営を行なわせることとなった。同時に、投資家のコーポレートガバナンスへの関心は企業経営者にアカウンタビリティについても強い関心をもたらすこととなった。

ところが、社会経済環境の変化の中で、企業価値についての考え方が多様化してくるにつれ、企業経営者は資本市場における企業価値（株主価値）に加えて企業のさまざまなステークホルダーが考える社会的存在としての企業価値（社会的企業価値）をも考慮することが求められるようになってきた。これら企業価値の向上のためには企業からの適時、適切かつ公正な情報開示が不可欠である。つまり、株主、投資家を始め多様なステークホルダーに対するアカウンタビリティが求められることとなった。このような推移を見せてきた情報開示の背景には九十年代になってから急速に企業に浸透してきたCSR（企業の社会的責任）等の問題があった。この考え方は、ステークホルダーへのアカウンタビリティの問題と表裏一体をなすものとして、多くの企業に受け入れられ今日に至っている。

この代表的な例としてソニーのケースが挙げられよう。ソニーは「グループ行動規範」の中で次のような考え方を公表している。「イノベーションと健全な事業活動を通じて、企業価値の向上を追求することが、ソニーグループの企業としての社会に対する責任の基本をなすものです。ソニーグループは、その事業活動が、直接、間接を問わず、様々な形で社会に影響を与えており、そのため健全な事業活動を営むためには、株主、お客様、社員、調達先（サプライヤー）、ビジネスパートナー、地域社会、その他の機関を含むソニーグループのステークホルダーの関心に配慮

して経営上の意思決定を行う必要があると認識しています。ソニーグループは、このことを踏まえて、事業を遂行するよう努力²⁹⁾するとして情報を積極的に開示する姿勢をみせてきた。先に触れた経緯の中で、狭義のIRでの情報開示から社会的企業価値を念頭に置いたIRへの展開を志向する時代となってきた。

CSRへの貢献の努力は企業のアカウンタビリティの責任の遂行そのものだといえよう。ソニーのケースのみならず、企業の事業活動に際しては、企業を取り巻くステークホルダーに関心を払う企業は多い、そうでなくては企業としての存在が問われる時代となってきたからである。そのステークホルダーへの関心は同時に、ステークホルダーからの納得を得なければならぬことを意味する。納得を得るためには当然のことながらステークホルダーへの情報開示が不可欠なことはいうまでもない。つまり、社会に関心を払うということは情報開示を徹底することになる。このような意味で、上場会社のIRを単に資本市場に限定した情報開示とするのではなく、広く社会を対象にする情報開示とすべき時代となってきたといえよう。

このような意味で、IR（広義のIR）は、ステークホルダーへの情報開示によって企業価値を高めるというSR（Stakeholder Relations）と呼べるものに変化しているのかもしれない。

- (1) 藤原博彦「企業情報ディスクロジャーの変容」日本評論社、二〇〇五年、一〇一頁―一六二頁。
- (2) 柴健次、須田一幸、薄井彰「現代のディスクロジャー」中央経済社、二〇〇八年、七頁。
- (3) 橋元良明「コミュニケーション学への招待」大修館書店、二〇〇一年、一一五頁。
- (4) 小倉重男、瀬木博道「コミュニケーションするPR」電通、一九九八年、三七頁。

- (5) 田中襄一「インベスター・リレーションズの歴史と思想」政経研究三九巻一号、日本大学法学会、二〇〇二年、一七三頁—二〇二頁参照。
- (6) Investor relations is a strategic management responsibility that integrates finance, communication, marketing and securities law compliance to enable the most effective two-way communication between a company, the financial community, and other constituencies, which ultimately contributes to a company's securities achieving fair valuation. (Adopted by the NRI Board of Directors, March 2003.) National Investor Relations Institute <http://www.niri.org/FunctionalMenu/About.aspx>
- (7) Paul Argenti "The power of Integration", National Investor Relations Institute, September 2005.
- (8) 石崎忠司、中瀬忠和「コーポレートガバナンスと企業価値」中央大学出版部、二〇〇七年、二五五頁—二八三頁。同じくは、経済価値、社会価値の議論を踏まえ、株主価値重視と多元的価値重視の調和化という議論を展開をしている。
- (9) 十川廣國「CSRの本質」中央経済社、二〇〇五年、一八〇頁。CSR論の発展フェーズのひとつとして例示されている。
- (10) 谷本寛治「CSR経営」中央経済社、二〇〇四年、五頁。
- (11) 渡部亮「アングロサクソン・モデルの本質」ダイヤモンド社、二〇〇三年、二三五頁—二六五頁。
- (12) J. Micklethwait, A. Wooldridge "The Company", Random House, 2003, pp149-151 (高尾義明監訳「株式会社」ランダムハウス講談社、二〇〇六年、二〇二頁—二〇四頁)。
- (13) 吉森賢、齋藤正章「コーポレートガバナンス」放送大学教育振興会、二〇〇九年、六三頁。
- (14) 吉森賢「企業統治と企業倫理」放送大学教育振興会、二〇〇八年、七九頁—一三七頁。
- (15) 関孝哉「コーポレートガバナンスとアカウンタビリティ論」商事法務、二〇〇八年、七頁。
- (16) 三和裕美子「機関投資家の発展とコーポレート・ガバナンス」日本評論社、一九九九年、一一二頁。
- (17) 伊丹敬之「日本型コーポレートガバナンス」日本経済新聞社、二〇〇六年、一四九頁—一八二頁。
- (18) 関孝哉、前掲書、六〇頁。
- (19) 大西清彦「財務公開思想の形成」森山書店、一九九九年、一〇頁—四四頁。

- (20) 黒沼悦郎「アメリカ証券取引法」弘文堂、二〇〇四年、五頁。
- (21) 前掲書、一四〇頁。
- (22) 野村嘉浩「目前に迫る国際会計基準の適用」『財界観測』野村證券金融経済研究所、野村資本市場研究所、二〇〇九年夏号、二〇〇九年、四頁—二三頁。
- (23) Management Commentary,IASB, 2010,para.24.
- (24) 高橋文郎「企業財務とIIR」『インベスター・リレーションズ』Vol.5日本インベスター・リレーションズ学会、二〇〇五年一月、一頁—二五頁。この中で企業財務の領域を①価値を生む事業を実施する（投資政策）②資金の調達と分配の仕組みを考える（資金の調達と分配政策）③価値創造の状況を投資家に伝える、としている。
- (25) 新井富雄、渡辺茂、太田智之「資本市場とコーポレートファイナンス」中央経済社、二〇〇〇年、一二頁—一四一頁。
- (26) 井出正介、高橋文郎「株主価値創造革命—東洋経済新報、一九九八年、一三一頁。
- (27) 経済産業省知的財産政策室「知的資産経営報告の視点と開示実証分析調査」経済産業省、二〇〇七年、二七頁。
- (28) 渡部亮、前掲書、三三七頁。
- (29) <http://www.sony.co.jp/SonyInfo/csr/report/>二〇一二年一月五日。