

「新たな情報開示モデルと I R」

座長 伊藤 邦雄（一橋大学）

研究要旨

研究分科会 2 の研究成果をまとめた報告書は、以下のように、5つのパートに分けて、全12章の構成となっている。

I 研究の課題と視点

序章 新たな情報開示モデル研究の課題と視点

II 日本企業のディスクロージャーと実態と効果

第2章 日本企業のディスクロージャーの現状

第3章 ディスクロージャー戦略と企業価値

第4章 I R 優良企業と資本コスト

III 無形資産・非財務情報のディスクロージャー

第5章 非財務情報の開示と経済効果 ～CSR 情報を中心に～

第6章 研究開発ディスクロージャーと組織資本

IV バランスシート・ガバナンスとディスクロージャー

第7章 企業保有現金の評価とディスクロージャー

第8章 遊休資産の実態と情報開示

V 制度開示の戦略的活用

第9章 アナリスト・カバレッジと経営者の業績予想

第10章 情報開示の適時性と企業評価

第11章 ストック・オプションの実施と株価形成

終章 結論に代えて

巻末資料 1 日本企業の情報開示担当者に対する意識調査 調査票

2 日本企業の情報開示担当者に対する意識調査 一次集計

さて、われわれは、ディスクロージャー環境の変化により「義務」として進展してきた日本企業の情報発信に対して、経営戦略や企業価値創造シナリオにあわせて、企業が自発的に選択する「戦略」的な内容への進化が求められるようになっているとの認識の下、論点を整理することからスタートした。

そして、①インタンジブルズ・ディスクロージャー、②バランスシート・ガバナンス、③制度・法定開示の戦略的活用という3つのテーマを中心に検討しながら、日本発の「新たな情報開示モデル」の構築に寄与する実証的な証拠やケースを積み上げていくことを目的とした。こうした点を深く検討していくため、以下の4つの視点に基づき分析を深めていくことにした。

第1の研究視点は、日本企業のディスクロージャーの実態を探るという視点である。日本企業の実態にあった開示モデルを提言していくためにも、日本企業のディスクロージャーの実態を探ることが求められる。こうした日本企業のディスクロージャーの実態にフォーカスをあてるため、本研究分科会では、2つのテーマを分析することにした。

1つは、日本企業のディスクロージャーをめぐる問題意識やそれが開示行動に及ぼす影響を明らかにすることである。ここでは、一橋大学・伊藤邦雄研究室が2008年10月に実施した情報開示担当者に対する質問調査を活用している（調査票と集計値の詳細は巻末）。情報開示担当者の意識や開示活動を探ることで、より効果的な情報開示モデルを検討することが可能となった（第2章）。

またいま1つは、日本企業のディスクロージャーの効果、IRの効果を検討することである。日本企業の情報開示はどのような効果をもたらすのかが明らかにならない限り、目指すべき情報開示モデルも特定しにくい。また情報開示の効果、IRの効果測定は、わが国でIRが提言され始めた1980年代から長年にわたって検討されているにもかかわらず、現時点でその方法論については確立していない。こうした情報開示ないしはIRの経済効果を検討するため、本研究分科会ではIR優良企業にフォーカスをあて、それが獲得している経済効果を解析した（第3章、第4章）。

第2の研究視点は、インタンジブルズ・ディスクロージャーの実態と経済効果を探るというアプローチである。インタンジブルズにはさまざまなものがあり、本研究分科会でそれら全てを研究対象とすることは難しい。そこで我々は、CSR・環境ディスクロージャーと研究開発ディスクロージャーの2つにフォーカスをあてることにした。ともに日本企業が今後、力を入れていく領域であり、インタンジブルズの中でもとりわけ重要であると考えたためである（第5章、第6章）。

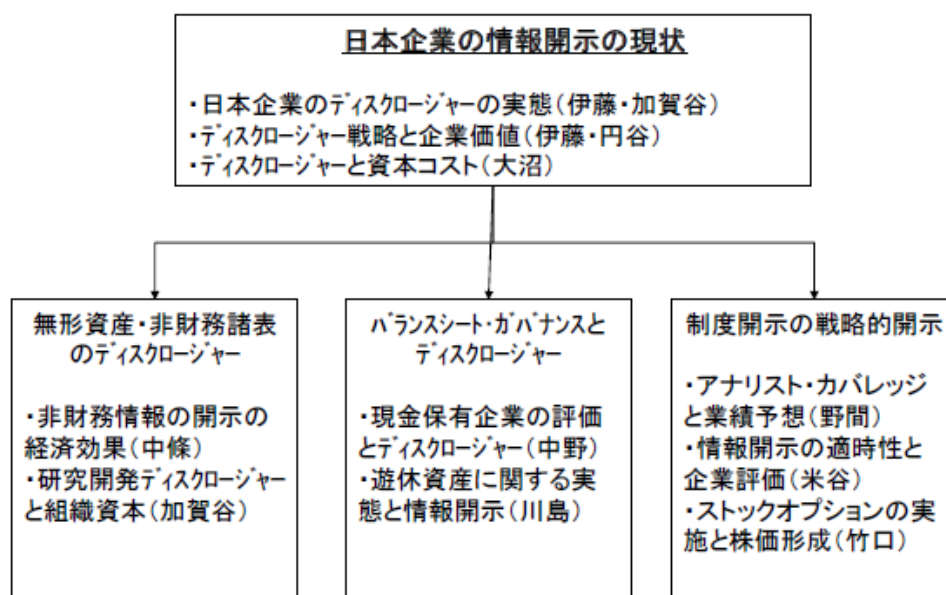
第3の研究視点は、バランスシートをめぐる経営（者）と投資家の利害対立を緩和するディスクロージャーのあり方を検討するものである。本研究分科会では、現金預金・有価証券と遊休資産にフォーカスをあて、それらの資産の保有実態とその意義や現状を社外ステークホルダーにいかに効果的に伝えていくべきかについて検討した（第7章、第8章）。

第4の研究視点は、制度開示・法定開示をいかに戦略的に活用していくかという視

点である。制度開示・法定開示においても、取り扱うべき研究テーマは少なくない。本研究分科会では、そうしたテーマの中でも、タイムリー・ディスクロージャーにフォーカスをあて、研究を進めることにした。近年、タイムリー・ディスクロージャーの領域では研究の進展が著しい。その中でも本研究分科会では、業績予想、利益情報の適時開示、ストック・オプションの3つに限定して研究を進めた(第9章、第10章、第11章)。

なお、研究組織体制は、以下のとおりである。

■「新たな情報開示モデルとIR」研究体制



以上のような問題意識と課題認識の下、本研究分科会は、日本発の「新たな情報開示モデル」の構築に寄与する実証的な証拠やケースを積み上げていくことを志向した。しかし、その「道のり」は決してなだらかではなく、新たな情報開示モデルの構築への「道のり」は険しいことを実感した。とはいえ、本研究分科会の研究活動を通じて、「新たな情報開示モデル」を検討するにあたって、きわめて重要となる、しかも他の国内外の先行研究では獲得できていない証拠や知見も獲得している。大きく6つの発見があった。

第1の知見は、日本企業においても優れたディスクロージャーは経済効果をもたらすということを明らかにした点である。第3章では、優れたディスクロージャーは①資本コスト低減効果、②インタangibleズ伝達効果、③経営の規律付け効果(業績予想達成効果)の3つの経路で企業価値の創造に寄与する可能性があることを確認している。①の検証結果については、第4章でも同様の結論を導くことができている。

第2の知見は、財務情報と非財務情報をバラバラの情報としてとらえるのではなく、

1つのスペクトラムの中でそれらを位置づけなければ、ディスクロージャーを企業価値の創造に結び付けるのは難しいという点である。たとえば、第4章では、優れたディスクロージャーのみが資本コストを低減させるだけではなく、営業CFの変更や利益の質、実効税率などの変数が資本コストの増減に影響を与えていることを確認している。IRの一つの狙いが資本コストを引き下げることにあるとすれば、財務-非財務情報を1つのスペクトラムとした施策策定が求められるのである。

またディスクロージャーを効果的に企業価値創造に結びつける場合でも同様である。たとえば、第7章では、株式市場が保有現金を額面どおり皮相的に評価するのではなく、当該企業のコーポレートガバナンスの状況や成長機会に応じて評価していることを確認している。また第8章では、遊休資産に対する実態を評価するにあたっては、皮相的に額面価額を評価することではなく、その背後の保有意図や活用計画が重要になることを示唆している。

第3の知見は、無形資産や非財務指標などのインタンジブルズに関する開示については、開示される事実内容そのものもさることながら、そのマネジメント・プロセスの進捗度をいかに財務業績と結びつけて語るかが重要となることが確認できる。たとえば、第5章では、CSR活動のプロセスを、①責任体制の明確化、②対処すべき課題の明確化、③財務業績への結び付け、という3つのステージに区分した上で、その進捗度に応じて、PBRやROAがどのように変化するかを検証し、ステージが進むほど優れた財務業績を上げている傾向があることを明らかにしている。また第6章では、日立化成を事例に、経営目標への貢献度とそれに向けた活動の進捗度を毎年きちんと開示していることが、利益ベースの組織資本や市場ベースの組織資本の蓄積に結びついていることを確認している。

第4の知見は、企業のディスクロージャーの質は、単に開示されている情報内容やタイミングの迅速性のみで決まるわけではなく、会社財務報告サプライチェーン全体の観点から決定付けられるという点である。経営者を起点とした会社財務報告サプライチェーンがいかに効果的に作用しているかが、ディスクロージャーの質に影響を与えているのである。たとえば、第9章では、決算短信で発表される業績予想の予想誤差にアナリストと経営者との間の相互作用があらわれていると指摘している。また第11章では、ストック・オプションの評価においても、取締役などへの付与は他に与えるよりネガティブな評価になりにくいなどの検証結果を導き出している。会社財務報告チェーン全体の視点で、開示される情報の内容や質をとらえておくことがきわめて重要である。

第5の知見は、ディスクロージャーにはフィードバック効果があることの証拠を実証的に導き出している点である。たとえば、第3章では、ディスクロージャーの質が

業績予想の達成度に与える影響、第5章では、CSRディスクロージャーとCSR活動、第6章では、研究開発ディスクロージャーと研究開発投資の関係、第9章ではアナリスト・カバレッジと業績予想の関係などディスクロージャーを行うことで、経営行動に影響を与えることを示唆する検証結果が導き出されている。

第6の知見は、ディスクロージャー競争力を向上させるためには、社外ステークホルダーの自社に対する期待感を適切に見抜き、それを社内にフィードバックしていくという、社内外の濃密なコミュニケーションが不可欠となることを明らかにした点である。第3章で述べたディスクロージャー優良企業がそうした活動が実践できている象徴例といえるだろう。

彼らは社外ステークホルダーからの期待感を適切に見抜きつつ、社内から現場での現実的な情報をきちんと汲み取ることができている。こうしたことは、彼らの業績予想の達成度の高さ、そしてアナリストからの理念・ビジョン、ビジネスモデルや戦略、そしてそれを実行する経営トップのリーダーシップの評価の高さに裏付けられている。こうしてみると、ディスクロージャーは、経営（者）の姿勢そのものを反映した、経営そのものを象徴している可能性が高いのである。

市場から求められる情報ニーズが多様化し、企業サイドとしてより戦略的に情報を発信していく必要がある。近年、知的財産、ブランド、技術、特許、コーポレートガバナンス、環境、リスクなどさまざまな開示が実践されるようになってきているものの、各開示情報がバラバラに社外ステークホルダーに伝達される状況では、とうていディスクロージャー競争力の向上は難しい。財務情報、非財務情報も含め、社内における濃密なコミュニケーション活動を社外への発信へと統合的に結び付けていくことを戦略的に実践する統合的情報発信者を配置・育成していくことが今後の日本企業に求められるだろう。

日本企業のディスクロージャー競争力の向上は喫緊の課題であるといえる。本研究分科会の報告書の内容やそこで発見された知見が、日本企業のディスクロージャー競争力の向上、ひいては企業価値の創造に資することを願ってやまない。

本報告書をまとめるにあたっては、日本IR学会・研究分科会助成金、平成20年度日本学術振興会科学研究費補助金（基盤研究（B））、代表者・伊藤邦雄）、一橋大学大学院商学研究科を中核拠点とした文部科学省のグローバルCOEプログラムで設置された日本企業研究センターからそれぞれ支援を受けた。記して深く感謝申し上げたい。

また本報告書作成にあたって、実施した「日本企業の情報開示に対する意識調査」においては、数多くの企業の皆様にご協力いただいた。深く感謝申し上げたい。

