

2014 年度
博 士 学 位 申 請 論 文

指導教員 北川哲雄 教授

論 文 題 目

IR 活動における時間軸と外部評価に関する研究
－わが国企業情報開示の現代的課題－

Time Horizon and External Evaluation of Investor Relations
: Contemporary Issues in Japanese Corporate Disclosure

青山学院大学大学院
国際マネジメント研究科
国際マネジメントサイエンス専攻

姜 理恵

目次

序章	1
1 問題意識.....	1
2 検討方法.....	2
3 本論文の構成.....	5
第1章 IR 発展の歴史概観	8
第1節 米国市場におけるIRの成り立ち	8
1. 米国資本市場とIRの発展.....	8
2. 米国IR活動に多大な影響を与えた3つの規制.....	9
第2節 日本市場におけるIRの普及.....	10
1. 1990年代までの動き.....	10
2. 2000年以降の動き	12
第3節 IRの定義.....	14
1. 米国におけるIRの定義.....	14
2. 日本におけるIRの定義.....	15
第2章 時間軸により異なる開示情報(1)ーショート・ターミズムと業績予想開示ー	18
はじめに	18
第1節 米国における業績予想をめぐる動向.....	19
1 ショート・ターミズム批判と経営者利益予想廃止の主張.....	19
2 経営者予想開示の動向	22
3 経営者利益予想廃止に関するアカデミック・リサーチの検証	25
第2節 日本における業績予想開示に関する議論.....	27
1. 業績予想開示の変遷	27
2 業績予想開示の廃止に関わる議論のはじまり	29
3 市場関係者達による業績予想開示廃止を巡る討論.....	29
第3節 業績予想開示の廃止前後における状況比較.....	32
おわりに.....	34
第3章 時間軸により異なる開示情報(2)ー長期視点と非財務情報開示ー	36
はじめに	36
第1節 米国における非財務情報開示の動き	36

1. AICPA および SEC における非財務情報を巡る議論	36
2. ショート・ターミズムを回避するための非財務情報の予想開示	37
3 非財務情報の開示とコミュニケーションに関する先行研究	39
第 2 節 欧州を中心とした非財務情報開示拡大要求の高まり	43
1. 欧州における IIRC の動き	43
2. 英国における KayReview の公表	44
3. 統合報告の先進事例	45
第 3 節 日本における非財務情報の開示要求の拡大	49
1 わが国における非財務情報の開示を巡る動き	49
2 日本企業の統合報告書の現状	50
おわりに	53
第 4 章 IR 活動の外部評価 (1)－わが国における外部評価の現状	55
はじめに	55
第 1 節 わが国における IR 評価機関	55
1. 1990 年代に評価を開始した 4 機関	55
2. 2000 年以降に評価を開始した 2 機関	59
3 欧米の IR 評価機関	61
第 2 節 IR 評価を用いた先行研究サーベイ	62
1 証券アナリストによる IR 評価を用いた研究	62
2 その他の IR 評価を用いた研究	64
第 3 節 IR 優良企業の事例分析	65
1 はじめに	65
2 事例研究の方法	65
3 企業概要と IR 活動の歴史	66
4 企業とアナリストのクロス・チェック	67
5 検証結果のまとめ	69
おわりに	71
第 5 章 IR 活動の外部評価 (2)－外部評価データを用いた実証研究	73
はじめに	73
第 1 節 研究方法	73
第 2 節 先行研究と仮説設定	74
1 先行研究	74
2 仮説の設定	75
第 3 節 実証研究の枠組み	77

1 被説明変数.....	77
2 説明変数.....	81
3 コントロール変数.....	82
第4節 検証結果とその分析.....	86
おわりに.....	89
第6章 結論.....	90
1 分析結果.....	90
2 本論文の貢献.....	91
3 今後の課題.....	92
補論. 日欧米 IR オフィサーの属性比較.....	94
はじめに.....	94
1. 使用データと対象企業の説明.....	94
2. 日・欧・米比較分析.....	95
おわりに.....	99
参考文献.....	104
謝辞.....	119
表目次	
表 1-1. 日米市場動向とIR 発展の歴史	16~17
表 2-1. NIRI サーベイ回答企業の属性	23
表 2-2. 2012 年 3 月期決算企業と 2007 年 3 月期決算企業の業績予想開示状況比較	34
表 3-1. アナリストの求める予想情報と企業の提供する予想情報	38
表 3-2. 米国における IR とコミュニケーションの関わり	41
表 3-3. 既存報告と統合報告の違い	44
表 3-4. ノボ・ノルディスクのアンニュアルレポート掲載項目	48
表 4-1. 国内における日本企業の IR 活動表彰制度一覧(1990 年代に開始)	58
表 4-2. 国内における日本企業のインターネット IR 表彰制度一覧(2000 年以降開始)	61

表 4-3. 証券アナリストによるディスクロージャー優良企業選定の結果を用いた先行研究	63
表 4-4. その他の IR 評価を用いた先行研究	64
表 4-5 IR イベントの年間実施回数	67
表 4-6. アステラス製薬の IR 対応とアナリスト評価のクロス・チェック	70~71
表 5-1. IR サイト掲載項目一覧	80
表 5-2. 被説明変数および説明変数の定義	83
表 5-3. 基本統計量	84
表 5-4. 相関係数	85
表 5-5. 検証結果	88
表 a. IR オフィサーの国際比較 1/3	101
表 b. IR オフィサーの国際比較 2/3	102
表 c. IR オフィサーの国際比較 3/3	103

目次

図 a. 資本市場の主な構成者達	3
図 b. 本論文構成一覧	7
図 1-1-1. 株式時価総額合計と株式保有構造(1990 年 3 月)	12
図 1-1-2. 株式時価総額合計と株式保有構造(2000 年 3 月)	12
図 1-1-3. 株式時価総額合計と株式保有構造(2010 年 3 月)	12
図 1-2. IR 活動実施状況の推移	13
図 1-3. インターネット取引口座の推移	14
図 2-1. 利益ガイダンス実践のフレームワーク	21
図 2-2. 経営者利益予想の開示企業比率の推移	23
図 2-3. 四半期利益と年次利益予想の開示企業比率の推移	24
図 2-4. 利益予想と財務予想の開示企業比率の推移	24

図 2-5. 2012 年 3 月期決算企業の業績予想開示状況	33
図 3-1. IR における財務情報および非財務情報の重要性とコミュニケーションの頻度	42
図 3-2. わが国の公開企業における情報開示の現状	50
図 3-3. 統合報告書作成企業の推移	51
図 3-4-1. 統合報告書の名称	52
図 3-4-2. 対応言語	52
図 3-4-3. 開示タイミング(日本語版)	52
図 3-4-4. 統合報告書(日本語版)総ページ数	52
図 3-4-5. 既存文書の改廃(CSR 報告書の存続)	52
図 3-4-6. 非財務情報(ESG 情報)の総ページ数	52
図 4-1. 大和 IR が実施するインターネット IR 評価の推移	60
図 5-1. 2010 年ネット IR 評価トップ 100 企業における非財務情報関連項目の開示状況	81

序章

1 問題意識

近年、企業を取り巻く外的環境が大きく遷り変わる中において、企業は、これらの変化に適応する持続可能なビジネスモデルの再構築に取り組んでいる¹。企業の持続的な成長は、投資家をはじめとする広範なステークホルダーの理解や協力なくして実現は不可能であり、そのためには、適切な情報開示が求められる²。そして、企業の持続可能な価値創造の過程を、投資家を中心としたステークホルダーに説明する適切な情報開示を実現するため、昨今注目を集めているのが非財務情報の開示である³。

非財務情報開示の在り方の検討を進める中で、従来の開示情報の中心であった財務情報を非財務情報と有機的に結び付け、その情報内容をもって投資家に企業自身が考える将来の企業価値形成プロセスの理解を促すためには⁴、建設的な対話を積極的に行うことが重要であることも認識されるようになってきた⁵。

すなわち、近年の環境変化により、企業は、情報開示に関する 2 つの課題に直面することとなった。1つが、財務情報から非財務情報に変容する開示情報への対応と、もう 1 つが、開示中心から対話重視への企業報告の変容である。

そこで、本稿においては、これら課題に対する解決の糸口を探求するため、日本企業が実践する IR 活動を、時間軸と外部評価という側面から考察してゆきたい。これらに着目する理由は次のとおりである。

第 1 に、時間軸に着目する理由は、企業が自社の企業価値形成プロセスを説明する際に用いる財務情報と非財務情報の重点の置き方は、投資家の投資手法、すなわち、短期的視点か長期的視点かという運用スタイルの違いに影響を受けると考えるからである。

昨今における環境変化は、長期投資家に対し、企業経営者が持続的な企業価値を支える経営の仕組みを明確にし、その内容を投資家等を開示し理解してもらう必要性を強く意識させるようになってきている⁶。更に、長期投資家も、中長期視点に立った投資を行うためには、従来の財務情報の開示だけでは不十分であることを認識し、それらを補う非財務情報の重要性に注目するようになった⁷。

一方で、企業は四半期決算制度導入以降、とりわけ短期投資家の台頭に合わせるかのように、短期的情報開示にも IR 活動の相当分を注ぎ込まなければならなくなった。しかし、企業自身が律儀に行う業績予想開示に対しては、ショート・ターミズムを助長するものとして多くの識者からの批判もあ

¹ 企業を取り巻く事業環境と金融環境の変化については経済産業省(2012),p.14 に詳しい。

² 企業活力研究所(2012),p.1.

³ これらの議論の経緯は経済産業省(2012)、企業活力研究所(2012)などに詳しい。

⁴ 本稿でいう企業価値は、「企業が生み出す将来キャッシュフローの割引現在価値」とする。

⁵ 経済産業省(2012),pp.1-3.

⁶ 同上

⁷ 企業活力研究所(2012),pp. i - ii

る。このような情報開示環境の中、長期投資家を育成し、それに即応した情報開示がどうあるべきかの提言が、最近、金融庁および経産省より公表され注目を集めている⁸。そこで、本稿では、時間軸という視点から、わが国企業が IR 活動の中で実践する財務情報と非財務情報の開示の実態を考察するものとする。

第 2 に、外部評価に着目する理由は、それが、企業が投資家や証券アナリスト(以下「アナリスト」と記す。)の情報ニーズを知る上で有効な手掛かりになると考えるからである。企業と投資家の対話を促進するためには、企業の一方的な情報発信ではなく、投資家達の情報ニーズに耳を傾けた双方向のコミュニケーションを図る必要がある。そのために、企業は、自社情報の受容者でありコミュニケーションの相手である投資家・アナリスト達の意見を把握しなければならない。その際、有効な手掛かりとなるのが IR 活動の外部評価の結果である。そこには、投資家・アナリスト達の客観的かつ率直な意見が多く含まれている。本稿では、代表的な IR 評価機関における実際の評価について詳細な探求を行うものとする。

企業と投資家の双方向コミュニケーションは IR の基本である。過去から現在に至るまでの間、IR 活動における情報開示は充実し、企業と投資家の非対称情報の問題を緩和すると同時に資本市場の成熟化に寄与してきた⁹。しかし、上述したとおり、IR を取り巻くマクロ環境は日々変化し、企業を取り巻く環境—例えば、自社の株を保有する株主構成の変化—も常に変動するため、情報開示の在り方を巡る議論は留まることを知らない。とはいえ、どのような環境変化が起こったとしても、企業と投資家の適確で効果的な双方向コミュニケーションにより IR 活動が成立するという基本に変わりはない。それゆえ、IR 活動における情報開示および対話の在り方を検討する際、企業側の見解のみならず、それら情報の受容者であり、かつ、企業の対話相手である投資家・アナリストの視点を織り込んだ議論が必要不可欠となってくる。そこで、本稿では、外部評価に着目して、日本企業が行う IR 活動の実態を分析する。

以上の理由により、本稿では、時間軸と外部評価の視点から、わが国企業が実践する IR 活動の現況を詳細に考察することとする。本稿の目的は、一連の考察により、先に示した情報開示の 2 つの課題に対する解決の端緒を見出すことである。

2 検討方法

本節(1)では、本稿の中で用いる IR の定義を説明する。更に、(2)では、本稿で言及される資本市場の主な構成者達の関連性を説明する。(3)では、本稿において 2 種類の研究手法を用いる理由、そして、定性的研究の概要および定量的研究の概要をそれぞれ説明する。

⁸ 金融庁(2014)「日本版スチュワードシップ・コード」、経済産業省(2014)「伊藤レポート」参照。

⁹ 佐々木(2008),p.2.

(1) IR の定義

1993 年 5 月、わが国における IR 活動の啓蒙、普及に取り組むため日本インベスター・リレーションズ協議会 (Japan Investor Relations Association、以下「JIRA」という。) が設立された。

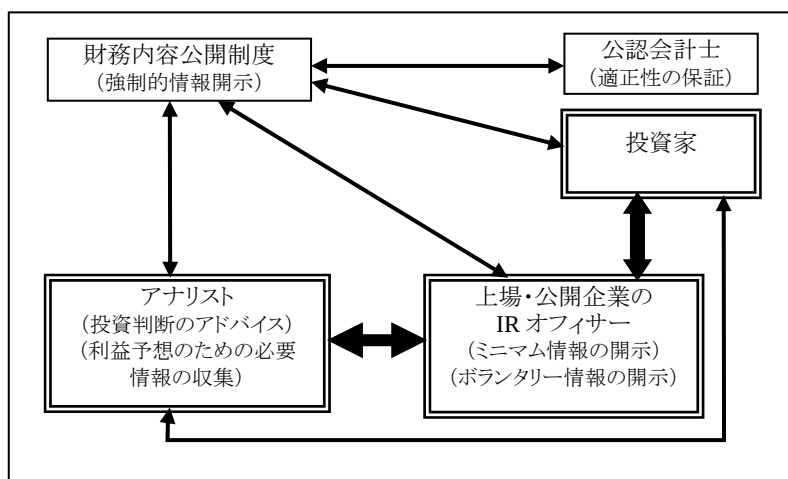
JIRA(2011)によれば、「IR とは、社会の一員としての企業が、資本市場との建設的な関係を築くためのコミュニケーション活動である。IR とはまた、企業が自らの情報を、適時、公平、かつ継続して自主的に開示し、投資家の信頼を醸成し、企業価値向上につなげる戦略的な活動でもある。」と説明している¹⁰。要約すれば、「IR とは資本市場とのコミュニケーション活動であり、企業価値向上のための戦略的活動」と言える。

更に JIRA は、「IR の『中核』はディスクロージャーにある¹¹」と述べている。ディスクロージャーの情報内容の中心には法定開示情報が据えられ、その周りに適時開示情報、経営計画等の IR 情報、製品・ブランドなどの広報・コーポレートコミュニケーション情報などの自主開示情報が位置している¹²。IR 情報は法定開示情報と自主開示情報に大別される。

本稿では、IR の定義として JIRA の説明に従うものとする。また本稿では、IR 活動の中核であるディスクロージャー、すなわち企業の情報開示に焦点をあて研究を進めることとする。

(2) 資本市場の主な構成者達

図 a. 資本市場の主な構成者達



(出所)北川(2000),p.22 を筆者一部改編。

IR 活動は上場・公開企業による情報開示活動である。上場・公開企業は、投資家の意思決定に重要であり、十分かつ公平に開示する必要がある情報を継続的に開示する義務を負う¹³。と同時に、企業は、自主的な情報開示活動である IR を積極的に行うことで、投資家の信頼を醸成し、企業価値向上につなげることが可能となる¹⁴。

¹⁰ JIRA(2011),p.7.

¹¹ JIRA(2011),p.29.

¹² JIRA(2011),p.30.および佐藤(2008) 参照。

¹³ 証券監督国際機構専門委員会ステートメント(2002)「上場企業による継続開示及び重要事項の報告に関する原則」,p.2.

¹⁴ 内野(2004)では、自発的な情報開示レベルが高い企業ほど自己資本コストは有意に低いことを示した。

これらの活動を行う「上場・公開企業の IR オフィサー（以下、「IRO」という。）」の資本市場における位置付けを示したのが図 a である¹⁵。IRO が開示する企業情報の受容者が「投資家」であり「アナリスト」である¹⁶。かれらはまた、企業にとっての対話相手でもある。ここでいう投資家には、金融機関、事業法人等、外国法人等、個人投資家等が含まれる¹⁷。そして、企業が、これら投資家に対し、常に平等に必要な情報を提供する枠組みとして財務内容公開制度が設けられている¹⁸。強制開示とされているそれら情報には、適正性が保証される必要がある。そのため、財務内容公開制度に基づき提出される情報については、特に恣意性が入らないように公認会計士による監査が義務付けられている。したがって、当然、公認会計士も資本市場構成者の重要な構成者の一員となる¹⁹。しかし、ここで提出される情報は主に企業の「過去」情報である。

一方、投資家の目的は、「あくまで投資目標利益（率）の極大化を目指すことにある²⁰。」そこで、投資家ニーズを満たすかたちで生まれたのが、証券会社および機関投資家に所属するアナリストによる情報提供サービスである。かれらは、対象企業の調査を行い、「将来」の業績動向について予想を行い、当該証券の利益に関するレポートを書き投資家に伝える²¹。投資家は、自ら直接入手した企業情報のみならず、アナリストが予想した企業の将来の業績動向を参考にしながら投資の意思決定を行う。

企業の自主的な情報開示活動である IR を考察する際、資本市場構成者の中でも特に重要となるのが、情報発信者である IRO（あるいは、企業経営者）、それら情報の受容者である投資家、そして、企業と投資家の間を結ぶ情報仲介者としてのアナリストである。

(3) 研究手法

本稿では、定性的研究と定量的研究を併用する。上述した 2 つの考察視点に対する研究手法はそれぞれ次のとおりである。

第 1 の視点である時間軸に関する研究の中では、「ショート・ターミズム²²」や「長期視点」といった時間軸の長短を表す抽象概念と企業が開示する情報の内容という具体的項目の関連付け、および、IR 活動における情報開示の歴史的経緯等が主要な論点となるため、定性的研究が相応しいと考えた。そこで、第 1 の考察視点に対しては、国別・地域別の比較分析といった定性的アプローチによる研究をおこなうこととした（第 2 章および第 3 章）。

¹⁵ ここでいう資本市場とは、「株式流通市場」に限定している。北川(2000),p.17 参照。

¹⁶ 北川(2000)では、図 a に示した「アナリスト」をセルサイド・アナリストを意味するとしている。本稿でも、特にことわりがない限り「アナリスト」はセルサイド・アナリストを意味し、機関投資家に所属するバイサイド・アナリストは投資家（あるいは機関投資家）と表記することとする。

¹⁷ これら区分は全国証券取引所(2013)を参考にした。

¹⁸ IR に関連する法令・制度には、会社法、金融商品取引法、証券取引所が定める規則などがある。JIRA(2011)

¹⁹ 北川(2000),p.21.

²⁰ 北川(2000),p.20.

²¹ 同上

²² 当該言葉の定義は後述している。本稿 p.18 参照。

一方、第 2 の視点である外部評価に関する研究の中では、定性的研究と定量的研究を併用した。まず、第 4 章では、IR 優良企業であるアステラス製薬の事例分析を通じて、発行体の IR の実践内容と外部評価内容のクロス・チェックをおこなうこととした。ここでは、アステラス製薬本社に出向き、IR 担当者に直接インタビューをすると同時に、同社をカバーするアナリスト 3 名に対しアンケート調査と電話インタビューを行う。それとあわせて、有価証券報告書、アニュアルレポート等の公開資料、当社に関わる講演録などを丹念に分析することで分厚い記述を試みた²³。次に、第 5 章では、実際に一部の評価機関が日本企業の IR 活動を評価した結果(それは、既に数値化してあるデータである。)を利用して、企業の属性と IR 評価の関係を分析するため、統計的手法を用いた定量的研究を行うこととした²⁴。

IR における情報開示を基礎づける理論としては、Jensen and Meckling(1976)のエージェンシー理論がある。その内容は次のとおりである。専門的な能力を持つ経営者は株主から資金を受託し、成果を得て株主に配当を支払い、経営者報酬を受け取る。この場合、情報優位にある経営者と情報劣位にある株主との間で情報の非対称性が生じ、エージェンシー問題やモラルハザードなどの問題を引き起こす。これを解決するための方策として、経営者は自発的に情報開示を行い、情報の非対称性を緩和しようとする²⁵。これがエージェンシー理論の枠組みである。

本稿では、IR における情報開示を基礎づける当理論を踏まえた上で、定性的アプローチと定量的アプローチを併用した実証研究を行うものとする。

3 本論文の構成

本論文の構成は次のとおりである。第 1 章では、米国および日本における IR 活動発展の歴史を概観する。現在、上場企業における IR 活動は定着した感がある。しかし、IR の発祥自体は 1950 年代の米国であり、日本で本格的に普及し始めたのが 1980 年代後半であることから²⁶、企業活動に関わるタスクとしては比較的新しい経営実務と言える。日米市場における IR の歴史変遷および普及の現状を概観しておくことは、第 2 章以降でおこなう日本企業の IR 活動における情報開示を考察していく上で、その理解を助けるものと考ええる。

第 2 章および第 3 章においては、時間軸の視点から研究を進める。上述したとおり、昨今における IR を取り巻く環境の変化により、企業に求められる開示情報も変化してきている。近年、ショート・ターミズムへの批判、長期投資の促進を目的に、わが国において実質的な強制開示となっていた業績予想の開示が完全なる自主開示となる一方で、非財務情報の開示要求が高まっている。

そこで、第 2 章では、「ショート・ターミズムと業績予想」をテーマに分析を行う。長きに亘り四半期利益予想の開示の議論が行われてきた米国の事例を踏まえつつ、日米比較をとおしてわが国における業績予想廃止を巡る一連の動きを考察していくものとする。

²³ 佐藤(2007),p.110 参照。

²⁴ 同上,pp.36-37 参照。

²⁵ 野田(2013),p.81 参照。

²⁶ JIRA(2005),p.8 参照。

第 3 章では、「長期視点と非財務情報開示」をテーマに、欧州、米国における非財務情報開示拡大の変遷を踏まえつつ、その拡大要求に対応する日本企業の現状を分析する。

第 4 章および第 5 章においては、外部評価の視点から研究を進める。わが国には、IR 活動の評価する外部機関が複数存在する。筆者の知る限り、評価機関が 6 団体以上存在する日本の状況は世界的にみても珍しく、わが国の情報開示活動の特徴と言える。複数存在する外部評価の中でも、特に注目され、企業の情報開示研究にも頻繁に利用されるのが、1995 年から公益社団法人日本証券アナリスト協会 (The Securities Analysts Association of Japan、以下「SAAJ」と記す。)が毎年実施している「証券アナリストによるディスクロージャー優良企業選定」である。また、2000 年に入ると、企業の情報発信手段としてインターネットが欠かせないものとなってきたことから、日本企業のホームページ情報に焦点をあて、企業の投資家向け情報の評価を行う民間企業もでてきた。

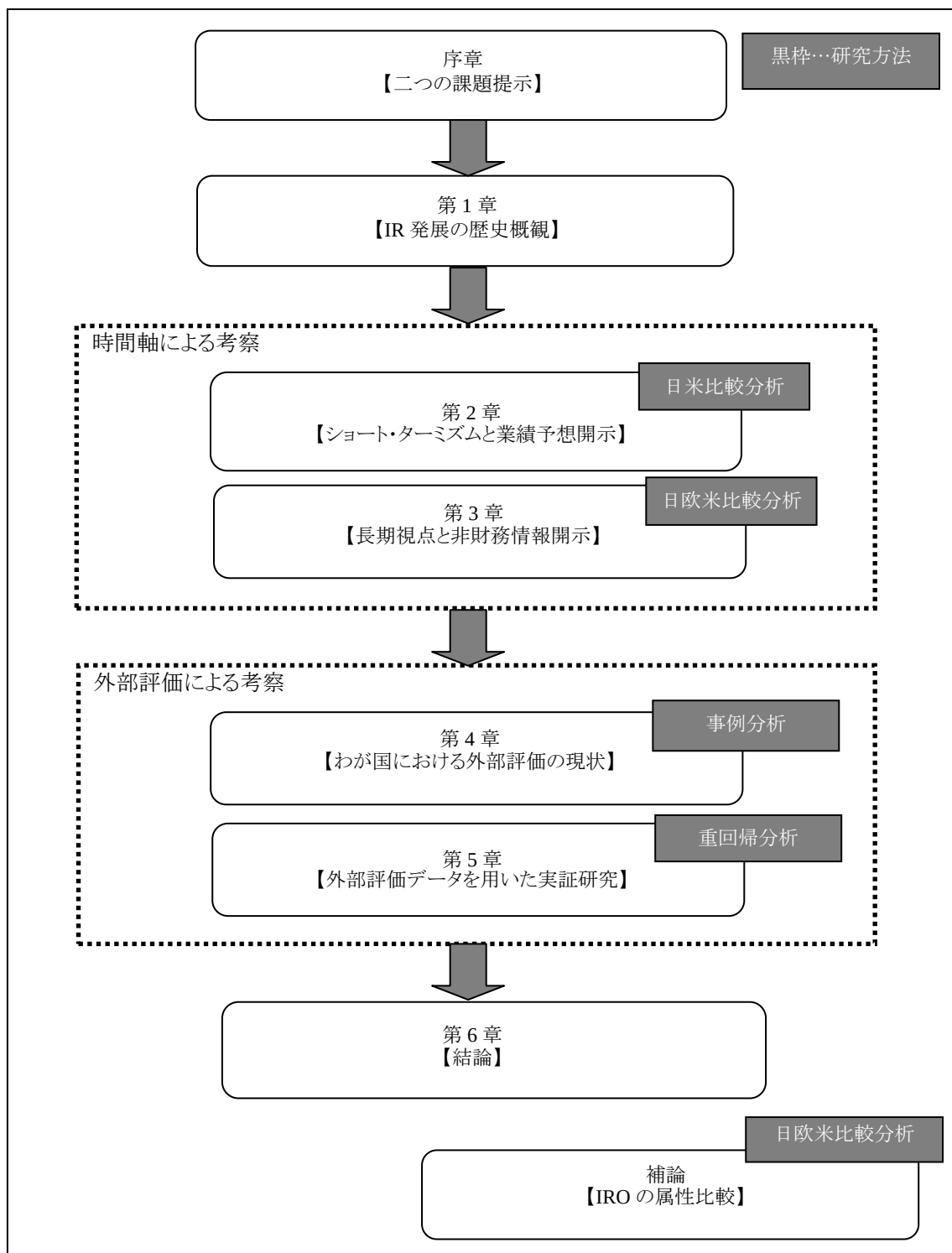
そこで第 4 章においては、「わが国における外部評価の現状」として、複数存在する評価機関の実態把握、それら評価結果を利用した先行研究のサーベイ、および、事例に基づく発行体が実践する IR 活動とそれを評価するアナリストの見解のクロス・チェックを行う。

第 5 章では、「外部評価データを用いた実証研究」として、インターネットを利用して行う日本企業の IR 情報の開示レベルと、各企業の株主構成の関連性について検証する。ここでは、外部評価のデータを活用して、日本企業がインターネット上で開示する情報の全容把握も試みる。最後に、第 6 章で本稿の結論と課題を示す。

補論においては、日・欧・米における IRO 属性の比較分析を行う。本論の中では、業績予想開示および非財務情報開示に関して、日・米および日・欧・米の比較分析を行い、その結果明らかになった共通点と相違点を示す。筆者は、情報開示に関わる国毎の対応の違いが IRO の属性の違いに起因することもありうると考え、欧・米の IRO 属性情報を入手し、日本企業との比較分析を行った。

本稿の構成は図 b に示したとおりである。図 b に示した黒枠の中には研究方法を示した。

図 b. 本論構成一覽



第 1 章 IR 発展の歴史概観

第 1 節 米国市場における IR の成り立ち

1. 米国資本市場と IR の発展

IR 発展の歴史は、資本市場発展の歩みと密接な関係があり、資本市場の主たる構成者である投資家・アナリストから多大な影響を受けて発展した歴史を持つ。米国の証券市場では、1929 年の大恐慌後、33 年の連邦証券法、34 年の証券取引所法の制定により、財務公開制度が確立していく。その後、1950 年代から 60 年代にかけて米国資本市場は着実な成長をみせ、ROE(株主資本税引利益率)は、この 20 年の間で 10~15%の幅で推移した²⁷。企業は、設備投資に必要な長期資金を積極的に資本市場から調達した。そのため、資金の供給者として企業年金基金、投資信託会社などの機関投資家が急速にその勢力を増し、いわゆる機関化現象が始まった²⁸。その中で、投資判断をするために企業の公開情報を分析し、業績の見通しをたてる専門家として優秀なアナリストが脚光を浴びるようになった²⁹。1950 年以降の米国市場および日本市場における IR 発展の歴史概観については、「制度改定などの市場動向」と「IR 関連の動向」に分けて表 1-1 に纏めた(表 1-1 参照)。

50 年代、米国市場が着実な成長をみせるなか、1953 年、米国ジェネラル・エレクトリック社(以下、「GE」とする。)は世界に先駆け IR 部署を組織した³⁰。先進的な企業では今日当たり前になっている、アナリスト及び機関投資家へのインフォメーション・ミーティング、工場見学、個別訪問の受け入れ等 IR 活動の基本的な事項を GE は 50 年代当時既に行っていた³¹。しかし、当時、GE のような IR 活動を実践していたのは一部の大企業に留まっていた³²。そこで、アメリカ経営者協会(American Management Association、以下「AMA」という。)が中心になり IR の啓蒙活動を盛んに行うようになる³³。1964 年になり、AMA の関連組織として NAIC(National Association of Investment Clubs)ができ、IR の実践に役立つ様々なカンファレンスを行った³⁴。その後、IR 担当者の広汎な機構を作ろうとする気運が盛り上がりを見せ、ついに 1967 年に全米 IR 協会(National Investor Relations Institute、以下「NIRI」と表記する。)の前身ともいえる IRA(Investors Relations Association)が設立された³⁵。IRA では、1969 年に入り、IRA 自体の活動が中途半端であるとの批判に対処するため、全米をカバーする異なる理念を持つ「組織」設立の気運が高まり、IR についての広汎な啓蒙、普及を行うことを目的とした NIRI が発足し、現在に至る。

その後、60 年代から 70 年代の米国企業の経営者は企業規模拡大と利益額増大を目指し

²⁷ 田中(2004),p.6.

²⁸ 佐賀(2009),p.10.

²⁹ 1963 年には今日の CFA(Chartered Financial Accountants)の第 1 回試験が行われている。北川・森(2009),p.261.

³⁰ Morrill(1995),p.20.

³¹ 北川(2010a),p.58.

³² Morrill(1995),p.20.

³³ 同上,pp.20-21.

³⁴ 同上,pp.21-22.

³⁵ 同上および北川(2010a),p.65.

M&A(Merger and Acquisitions,合併・買収)を頻繁に行い、コングロマリットを形成していった。80年代に入って流れは加速化し、LBO(Leveraged Buyout)や敵対的買収が活発化する³⁶。市場では、買収が大型化するに従い、多様な資金調達手段が考案された³⁷。90年代前半になると、株価は上昇³⁸。90年代後半にはIT関連期企業の銘柄を中心にナスダックの株価は急上昇した。ネット・バブルの発生である。しかし、この「根拠なき熱狂」と言われた株価の高騰も、2001年12月のエンロン社破綻、その後のワールドコム社の破綻により沈静化する。この事件を契機に、不正会計処理が相次いで明らかになり、投資家の証券市場に対する不信感が強まったためである。事態を重く見た政府および議会は、2002年7月30日に異例の速さでサーベンス・オクスリー法(以後、「SOX法」という。)を成立させた。一旦、冷静さを取り戻したかに見えた米国市場であったが、2007年8月にはサブプライム問題が深刻化。2008年、リーマン・ブラザーズが破綻したことを契機にアメリカ経済が「100年に一度の危機」に陥る。この影響は世界全体に波及し、グローバルな金融システムの危機を招くこととなった³⁹。

2. 米国 IR 活動に多大な影響を与えた3つの規制

米国市場が大きく変化する中、IRに関わる重要な動きも生じていた。特に注目すべきは、米国証券取引委員会(Securities and Exchange Commission、以下「SEC」と記す。)が制定した次の3法であった。1つは、1995年に制定された証券民事責任訴訟改革法(Private Securities Litigation Reform Act of 1995、以下「PSLRA法」という。)⁴⁰。次が、2000年に制定された公正開示規則(Regulation Fair Disclosure、以下「レギュレーションFD」という。)⁴¹。そして、3つめが、2002年のSOX法である⁴²。

1995年12月に施行されたPSLRA法は、公開企業に対する泡沫訴訟の排除を主たる目的とし、業績予想等に対する訴訟リスクを軽減することにより、投資家に対する情報開示を促し、証券市場の効率性を確保することを目的としていた。PSLRA法の要として、将来情報に対する免責(セーフハーバー)条項が設けられた。これは、会社が予測した将来情報が大きく間違ってしまうリスクを投資家に警告している限り、将来情報を提示する会社は証券訴訟から守られるという内容であった⁴³。当法の施行により、多くの米国企業は一定の利益ガイダンスを行うようになる。短期の利益ガイダンス数値は、アナリストによる予想コンセンサスに近似し、かつ株価形成に大きな影響を与えるため、アナリストは企業から利益動向についての情報をいち早く獲得することに多大なエネルギーを割くこ

³⁶ 田中(2004),p.9.

³⁷ 佐賀(2009),p.20

³⁸ 同上,p.22によれば、この背景には「株価の上昇によって株式投資が高利回りを記録し、投資資金が流入し続け、更に、中高年期を迎えたベビー・ブーマー世代を中心とした年金資産の相当部分が投資で運用されるため、それが再び株価を上昇させるという循環が形成されていた」との記述がある。

³⁹ 同上,pp.24-30.

⁴⁰ SEC(1995)<<http://www.sec.gov/news/studies/lreform.txt>>

⁴¹ SEC(2000)<<http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>>

⁴² SEC(2002)<<https://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>>

⁴³ 全米IR協会編(2003),p.8.

とになった⁴⁴。

PSRLA 法施行後、情報の公平な伝達が歪められる状況を憂慮した SEC は、2000 年 10 月レギュレーション FD を施行した。その目的は、株価に影響を与えるような企業の重要な未公開情報をアナリストや一部の機関投資家に選別的に開示することを禁止し、すべての投資家に情報が公平に伝達されることを目的としている。意図せずして、未公表の情報を選別的に開示してしまったときには、直ちに一般に公表しなければならないとした。当法の施行に対し、アナリストサイドは法的制裁をもって情報規制すると、企業情報の開示姿勢を慎重にさせ、企業が提供する情報の質・量が低下することを懸念した。しかし、その懸念は、ウェブサイト利用による情報の同時性の保持が格段に進むなどの情報環境の改善により回避された⁴⁵。

その後、エンロン・ワールドCOM の破綻をきっかけに、2002 年 SOX 法が施行される。当法は、公認会計監督機関の設立、公認会計士の独立性確保、企業統治改革、罰則強化、および、SEC の摘発権限の強化を目的としていた。この事件をきっかけに、IRO は、会計情報の不信および投資家の信頼回復を図るための情報開示が必要となった。

一方、アナリストサイドでは、エンロン事件をきっかけに、証券会社においてリサーチ業務と投資銀行業務を兼業することに伴う利益相反から発生する問題が表面化した⁴⁶。その問題解決を図るため、ニューヨーク証券取引所(以下、「NYSE」という。)は、2003 年、「目標株価」と「その根拠」をアナリストが公表することを推奨することとなった⁴⁷。これに対しては、CFA Institute や NIRA は、目標株価という判り易い結論のみが市場に伝えられることの不健全さを指摘し、ショート・ターミズムを助長するものとして批判した⁴⁸。

第 2 節 日本市場における IR の普及

1. 1990 年代までの動き

90 年に至るまで、日本市場においては IR の認知度は未だ低かった。わが国企業は、80 年代までは長期にわたり資金調達の大半を銀行からの借入に依存するメインバンク制のもとにあった⁴⁹。そのため、企業にとって「ものいわぬ株主」であるメインバンク制の下、わが国企業は株主利益の最大化のための企業財務という発想は持ち得なかった⁵⁰。わが国企業の大半が IR に関心を持たない時代、幾つかの先駆的企業は IR を実践し始めていた。ソニーは、1961 年に米国で ADR を発行し、SEC の規制に基づいた情報開示を行っている。そして、1970 年には、NYSE(ニューヨーク証券取引所)

⁴⁴ 北川・森(2009),p.262.

⁴⁵ 同上

⁴⁶ 同上,p.264.

⁴⁷ いわゆる「目標株価の設定による絶対的格付の付与」である(同上,p.264)。これについては、北川(2004,2007b)に詳しい。

⁴⁸ 北川・森(2009),p.264.

⁴⁹ 田中(2004),p.11.

⁵⁰ 同上

に上場するにあたり、本格的に IR 活動を開始した。時同じくして、ホンダ、イトーヨーカドー、松下なども米国市場での資金調達を開始した。とはいえ、上述したとおり、80 年代までの企業財務は、メインバンク制の下、株式市場からの資金調達は限定的であった。

しかし、80 年代中頃に入り株式市場が活況となる中で、株式発行によるエクイティ・ファイナンスが頻繁に実行され、その後の投資家へのフォローアップを通じて企業が IR に関心を持つ契機となった⁵¹。1989 年 9 月には、日本経済新聞東京本社内に「IR 研究会」が設置されている⁵²。1989 年末の大納会では 3 万 8,915 円と株価は史上最高を記録し、株式流通市場規模(時価総額、時価売買)で世界最大になった⁵³。90 年 3 月末時点における日本株式の時価総額合計は 479.1 兆円。株式保有構造では、その約 70%を金融機関、事業法人等が占める完全なる株式持合体制が続いていた(図 1-1-1 参照)。

しかし、90 年の年初から株価は急落。91 年には証券不祥事が発生、急遽、証券取引法が改正された。その後、92 年に金融制度改革法が交付され、同年 7 月に不公正取引を厳しく監視する証券取引等監視委員会が発足した⁵⁴。90 年代中頃においてもバブル経済の禍根は続く。弱体化したわが国市場の立て直し策、国際市場としての日本市場の復活と競争力の強化を戦略的目標に掲げ、96 年 11 月当時の橋本総理が金融・証券ビッグバン宣言を行った⁵⁵。株価低迷からメインバンク制崩れる契機に改正外為法(1998)、内外資本取引の自由化と日本版ビッグバンが始動(1998)。東証 Tdnetを稼働し、東証マザーズ市場開設(1999)、IT 関連企業上場ブーム(2000 年頃まで)新興市場による働きかけが活発になった⁵⁶。

90 年に入ってから 10 年間で、わが国における IR 普及に向けた基礎固めがされていった。89 年に設置された IR 研究会は 1 年半続く。1993 年 6 月 29 日の第 40 回会合では「IR 研究会の総括と日本 IR 協議会への引き継ぎ」をテーマに開催され、IR 普及の役割を JIRA に引き継ぎ、研究会は終了した⁵⁷。JIRA 設立総会では事務局の設置も承認され、当協議会は日本経済新聞社から独立した第三者機関となった⁵⁸。93 年をもって終了した IR 研究会には、新たなメンバーも加わり、2001 年に日本 IR 学会が誕生している。

この時期の株式分布状況調査によると、1989 年度をピークに金融機関による持株比率は減少し、替わって外国人持株比率が上昇する。外国人投資家の存在はわが国 IR の実践にきわめて大きなインパクトをもたらした。かれらは、企業の業績および財務内容などのファンダメンタル重視の投資を行い、特に米国機関投資家は、自国企業並みのコーポレート・ガバナンスを要求してきた⁵⁹。その結

⁵¹ 田中(2004),p.12.

⁵² JIRA(2005),p.8.

⁵³ 同上,p.24

⁵⁴ 同上,p.26

⁵⁵ 同上,p.28

⁵⁶ 岩田(2011)参照。

⁵⁷ JIRA の設立総会は 1993 年 5 月 24 日開催された。JIRA(2005),p.19 参照。

⁵⁸ JIRA(2005),p.24.

⁵⁹ 田中(2004),p.14.

図 1-1-1. 株式時価総額合計と株式保有構造

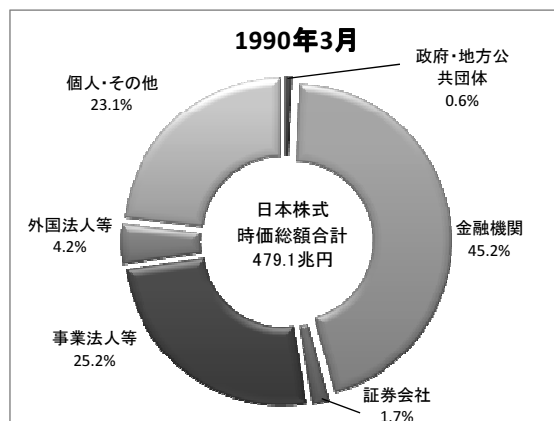


図 1-1-2. 株式時価総額合計と株式保有構造

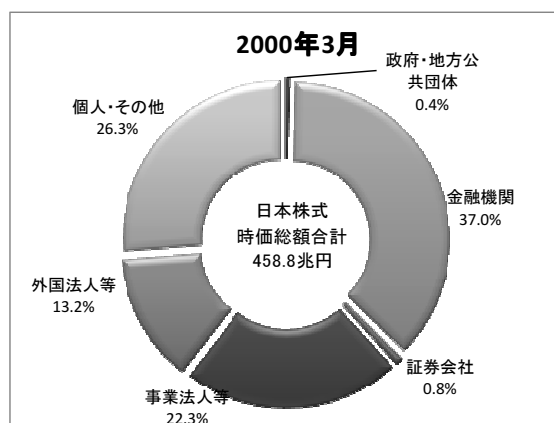
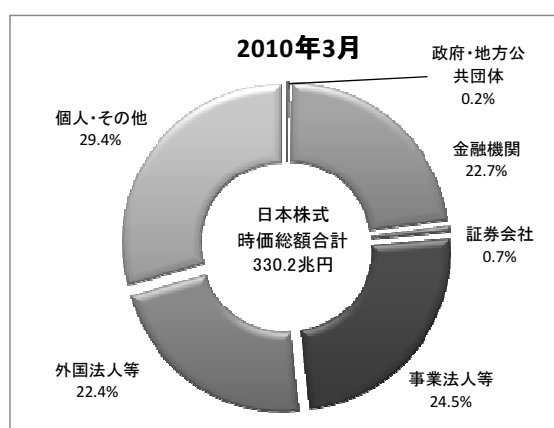


図 1-1-3. 株式時価総額合計と株式保有構造



(出所) 東京証券取引所(2014)「月末時価総額」および全国証券取引所(2011)「平成 22 年度株式分布状況調査結果概要」より筆者作成。

果、わが国企業経営者は、株主価値最大化を意識せざるを得なくなり、90 年代半ば以降、わが国における IR の関心は急速に広まっていった。

2. 2000 年以降の動き

IT ブームによる新興市場の活性化もあり 2000 年 3 月末時点における日本株式の時価総額合計は 458.8 兆円、株式保有構造においては、外国法人等と個人・その他の割合が徐々に増加を始めた(図 1-1-2 参照)。

JIRA は 94 年から会員企業を対象に IR 活動の実態調査を行っている。従来、その調査対象は JIRA の会員企業を中心に限定されていたが、2001 年以降、その対象を全株式公開企業に広げている。毎年、JIRA は「IR 活動を実施しているか否か」について質問している。

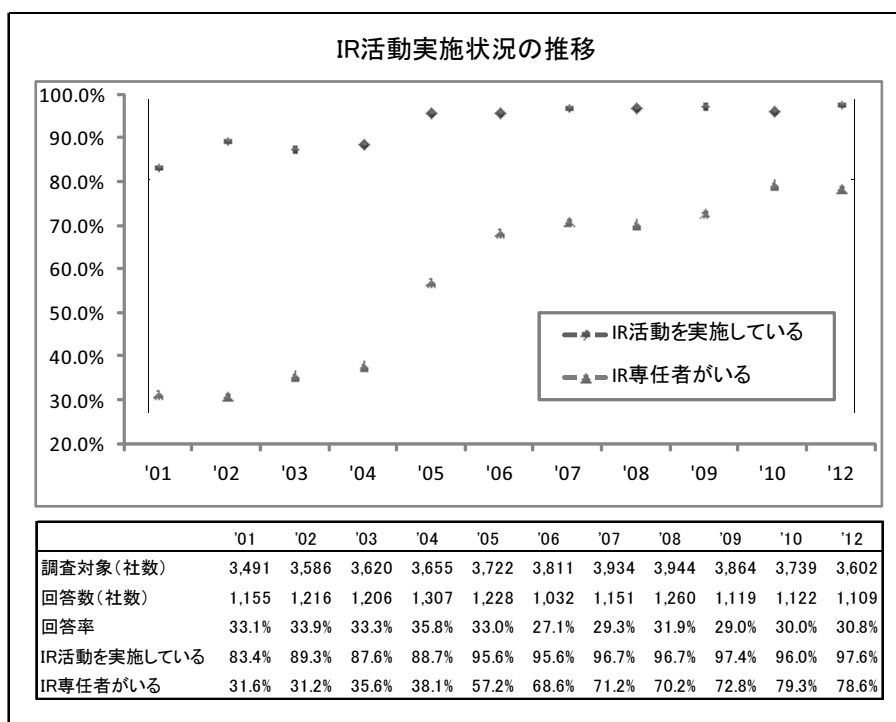
その回答結果を纏めたものが図 1-2 である。直近 2012 年の結果によれば、回答企業の 97.6%が IR 活動を実践している。同様に JIRA は「IR 専任者がいるか否か」についても尋ねている。この結果も図示したとおり、2005 年以降急速に増加し、直近では回答企業の 78.6%の企業が IR 専任者を置いていると回答している。

わが国において IR 活動が日本企業に確実に根付き始めた頃、空前の IT ブームにより、ネット証券は活況化しインターネット取引口座は増加の一途を辿る(図 1-1-3 参照)。これに合わせて、個人投資家の数も激増し、2010 年 3 月末時点で、全株式保有割合の 29.4%を占めるまでになった(図 1-1-3 参照)。

しかし、2007 年 7 月の米国サブプライム住宅ローン破綻が日本市場にも影響を与え株価は低迷する。株価の低迷とともに、買収防衛策導入企業が増え、市場では、日本株自体への関心の低下が懸念されるようになった⁶⁰。2010 年 3 月末時点での日本株式時価総額合計は 330.2 兆円まで減少し、21 世紀に入り 10 年間で約 28.0%時価総額が減少した(図 1-1-3 参照)。

2008 年のリーマン・ショックによる世界経済の低迷をきっかけに、わが国から資金を引き揚げる外国人投資家の動きもみられるようになった。これら市場環境の変化により、その都度、日本企業は IR 活動における主たるターゲットを変化させてきた。この変化を、喜多⁶¹は波に例えて次のように表現している。「最初の波は、1980 年代後半から 90 年代にかけて、ターゲットは主に機関投資家であった。第二の波は、2000 年前後の海外 IR の一般化。そして、個人投資家との対話を大事にしようという今日の流れが第三の波である」と。IR 活動の対象は、アナリスト・機関投資家から個人投資家に広がりを見せ、企業は、自社をとりまくあらゆるステークホルダーを念頭においたコミュニケーションが要求されるようになった。

図 1-2. IR 活動実施状況の推移



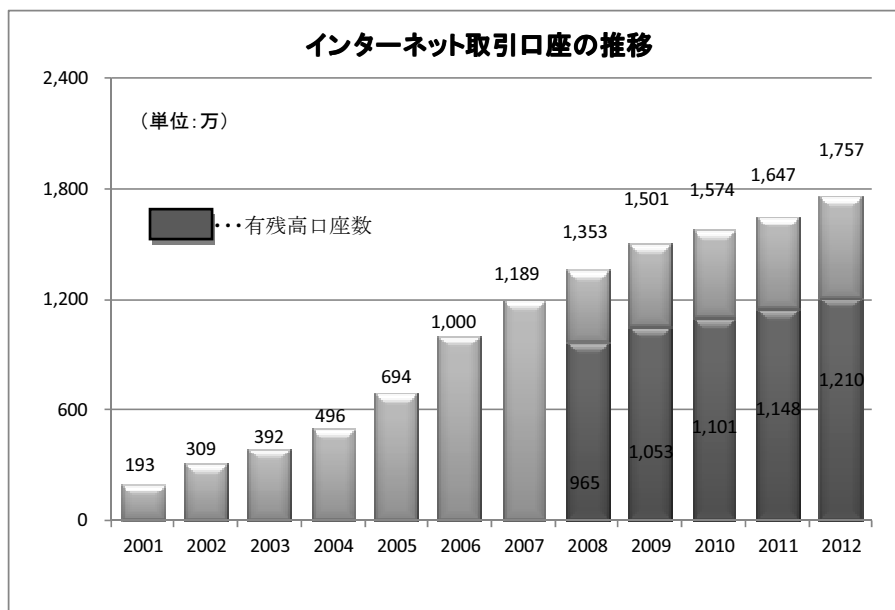
(出所) 日本 IR 協議会「IR 活動の実態調査」2001-2012 より筆者作成⁶²。

⁶⁰ 岩田(2012)参照。

⁶¹ 喜多(2009),p.5 参照。

⁶² 但し、「IR 専任部署があるか」という従来の質問が、2010 年より「IR 専任者がいるか」という質問に変わったため、2009 年以前に「IR 専任部門がある」と回答した企業の割合を「IR 専任者がいる」と読み替えてグラフを作成した。

図 1-3. インターネット取引口座の推移



(出所) 日本証券業協会「インターネット取引に関する調査結果(平成 25 年 3 月末)」より筆者作成。

第 3 節 IR の定義

1. 米国における IR の定義

米国では市場環境の変化を受け、NIRI 基準書に定める IR の定義も変遷している⁶³。NIRI はこれまで、IR の定義を 3 回(1988 年、2001 年、2003 年)大幅に見直してきた⁶⁴。主たる変更点は、その「最終目標」と「情報発信の対象」そして「機能・方法」である。

「最終目標」については次のように変化している。「企業の資本コストを下げる(1988 年)」から「企業の相対的価値を極大化すること(2001 年)⁶⁵」、そして、エンロン・ワールドコム事件以降の 2003 年には「企業の証券が公正な評価を受けること」と定義され現在に至る。

「情報発信の対象」については、「投資家(1988 年)」から「財務面を中心とした支援者(2001)」となり、「企業と金融コミュニティやその他のステークホルダー(2003)」との「双方向コミュニケーションの実現(2003)」へと変化し現在に至っている。上述した問題意識の中で述べた IR の基本、すなわち、企業と市場との双方向コミュニケーションについては、NIRI 定義の 2003 年改訂版で初めて明確に記されることとなった。

最後に、「機能・方法」については、2001 年までは「財務機能、コミュニケーション機能、マーケティング

⁶³ NIRI が随時改定する基準書は、「米国のみならず、世界中の IR オフィサー、IR 支援会社や投資家などの市場関係者にとっての拠りどころである(米山(2011),p.1)。」

⁶⁴ NIRI(2004、2014)および米山(2011) 参照。

⁶⁵ ここでいう「相対的価値」が何をさしているかの議論は結局聞こえてこなかった。米山(2011),p5 参照。

ング機能」と定義されていたものが、2003 年から「証券関係法下のコンプライアンス活動」が加わり、これらの機能を「統合する」「戦略的な経営責務」とし、IR により重い経営責任を含ませる表現へと変更され、今日に至っている⁶⁶。2003 年 3 月に公表された IR の定義(本文)は次のとおりである。

“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.” (NIRI(2004),p5)

すなわち、IR は「企業の証券が公正な価値評価をうけることを最終目標とし、企業と金融コミュニティやその他のステークホルダーとの間に最も効果的な双方向コミュニケーションを実現するため、財務活動やコミュニケーション、マーケティング、そして証券関係法の下でのコンプライアンス活動を統合した、戦略的な経営責務である。」⁶⁷と定めている。

2. 日本における IR の定義

上述したとおり、JIRA (2011)は IR を「社会の一員としての企業が、資本市場との建設的な関係を築くためのコミュニケーション活動である。IR とはまた、企業が自らの情報を、適時、公平、かつ継続して自主的に開示し、投資家の信頼を醸成し、企業価値向上につなげる戦略的な活動でもある。」とし、時に NIRI の定義を引用することで IR を説明している。

NIRI が、市場環境の変化にあわせて IR の定義を大幅に見直してきたのとは対照的に、わが国においては明確な IR の定義付けや見直しは行われていない。また、NIRI と JIRA の表現の違いから、NIRI が JIRA よりも IR をより重い経営上の責任を負う重要な職務とみなしていることが分かる。

リーマン・ショック以降、企業経営者は、企業の持続可能性を重視した、より広範な意味を含む企業価値の向上を重視するようになっていった⁶⁸。IR の定義の違いこそあれ、わが国においても欧米同様、近年、長期視点による企業経営の重要性に注目が集まり、これらの意識変化は、企業の情報開示活動にも影響を与えるようになる。そこで、次章以降においては、昨今変容する情報開示の内容に焦点をあてながら個別の分析を進めるものとする。

⁶⁶ 米山(2011),pp.4-5 参照。

⁶⁷ 翻訳文は全米 IR 協会編・日本 IR 協議会訳(2003)「米国 IR 実務基準―第 2 版―」より抜粋。

⁶⁸ 経済産業省(2012)では、この変化を「狭義の企業価値」と「広義の企業価値」と表現している。

表 1-1. 日米市場動向と IR 発展の歴史

年代	制度改定などの市場動向		IR 関連の動向	
	米国	日本	米国	日本
1950	企業年金基金の設立・発展 機関投資家現象		GE 企業内に初めて IR 組織ができる(1953) アニュアルレポート定期的に作成、一部企業でアナリスト・ミーティングの開催定期化(1950 年代初頭) American Management Association(AMA) (<i>A Company Guide to Effective Stockholder Relations</i> を刊行)(1957) AMA 主催の初めての IR Conference 開催される(1958) PRSA(The Public Relations Society of America)との連携強化(1959)	
1960	成長株理論 Texas Gulf Sulphur 事件(1964) MPT Merrill Lynch “Chinese wall 問題”(1968)	第一次資本取引自由化・株式持合いの契機となる(1967)	AMA, The Company and Its Owners を公刊(1963) NAIC が Investment Education Institute 設立(1963) CIM がアニュアルレポートの優秀企業を発表(1964)、以降恒例化する。 IRA(Investors Relations Association) 設立(1967) NIRI(National Investor Relations Institute)設立(1969)	1961 年 ソニーが、日本企業としては初めて米国店頭市場で ADR を発行。
1970	外国為替変動相場制に移行(1971) M&A の活発化・企業財務の悪化 ERISA の制定(1975) メイデー(手数料自由化)(1975)	第一次上場ブーム(1971－1972)		1970 年 ソニーが、日本企業としては初めて NYSE に上場。以後、日本企業による NYSE 上場続く。国内外でエクイティファイナンスが活発に行われる。
1980		新外為法(1980) 第二次上場ブーム、大量公開時代へ(1983－1985) ブラックマンデー(1987) 大量のエクイティ・ファイナンス始まる(1986－1989)	敵対的 M&A から身を守るため、企業経営者は近視眼的経営を行うようになる。 NIRI:IR の定義(1988)	海外企業による東証上場が始まる。外資系 IR 会社の日本進出。
1990	インベスター・キャピタリズム(企業と株主の関係強化と再確認) PSLRA 法制定(1995)		IIRF(International Investor Relations Federation) 設立(1991)	IR コンサルティング会社の設立が相次ぐ(1990) バブル崩壊、証券市場への危機感強まる(1991) JIRA(日本インベスター・リレーションズ協議会)設立(1993)

		発行市場の大幅な規制緩和「エクイティ・ファイナンスの自由化とそれに伴うディスクロージャーの充実について」を公表(1996) 第二次 BIS 規制適用(1998) 株価低迷からメインバンク制崩れる契機に改正外為法(1998) 日本版ビックバンが始動(1998) 東証 マザーズ市場開設(1999) IT 関連企業上場ブーム(2000 年頃まで)	IR Magazine“Investor Perception Study”発行開始(1996) PSLRA 法の施行をうけ、経営者による利益ガイダンス増加。	店頭市場(現 JASDAQ)の状況により、個人投資家向け IR の関心高まる。
2000	Regulation Fair Disclosure 制定(2000) エンロン・ワールドコム事件(2001-2002) SOX 法制定(2002) コーポレート・ガバナンスへの関心増大。 サブプライムローン崩壊を発端に世界経済が後退(2007) リーマン・ショック(2008)	新興市場による働きかけ、JASDAQ による規制。 買収防衛策導入企業の増加(2006) 国内外で、機関投資家による反対行使が増大。 買収防衛策、利益処分に関する定款変更など、反対票の増大。株価の低迷とともに防衛策導入企業増加。 日本株自体への関心低下。 政権交代(2009)	経営者利益予想の開示増加。 NIRI:IR 定義の改定(2001) NIRI「IR 実務基準(第2版)」改定(2001) ショート・ターミズム批判。 NIRI:IR 定義の改定(2003) NIRI「IR 実務基準(第3版)」改定(2004) 経営との係わりを深める IRO 活発な M&A と自社株買いの増加。	IR 活動の定着にむけた様々な動き。JIRA 会員が 600 社超える。 外資系証券会社を含めた支援体制。ヘッジファンドへのコンタクト。 ネット証券の活況化による個人投資家向け IR への注力。 企業買収防衛への関心の高まり。安定株主対策を目指す企業の増加。 株主還元への関心が高まる余剰資金の有効活用とその説明に対して厳しく説明を求められる日本企業。 企業間持合の増加、安定株主対策。 平成の「攘夷論」が趨勢を占め、資本市場への関心が薄まる
2010	日本以外の世界の株式市場の回復。	金融庁や東証で動き。経営者の報酬の開示、議決権行使賛否結果の開示、独立役員の状況を報告させる等、投資家にとって有利な動きが目立つようになる。 2011 年 3 月東日本大震災発生。サプライチェーンの崩壊、原発問題発生によりシステムの脆弱さが露見。		株主総会は「様子見総会」(2010)

(出所) 北川(2000),pp.146-147、井手・高橋(2009)、米山(2011),pp.34-35、岩田(2012)、JIRA(2005),pp.119-122、証券経済研究所(2009,2010)を参考に筆者作成。

第2章 時間軸により異なる開示情報(1)－ショート・ターミズムと業績予想開示－⁶⁹

はじめに

本章では、ショート・ターミズムと業績予想の関連性に焦点をあてながら日米企業の業績予想開示の現状を考察していくものとする。本章の目的は、業績予想開示に関する日米の違いを明らかにし、日本企業の業績予想開示の在り方に対するインプリケーションを引き出すことである。

実務上、従来、企業が行ってきた短期の業績予想開示は、投資家のショート・ターミズムを助長するとの批判がある。一方、その取扱には、企業もアナリスト・投資家も最大限注意を払う重要情報である。なぜなら、それは、企業経営者が利益を外部に報告するとき目標値として最も重視するベンチマークであり、業績予想を行い株価の見通しをもつことはアナリスト・投資家の主要な役割だからである⁷⁰。研究上においても、業績予想開示は国内外多くの研究者達が注目するテーマである⁷¹。本章では、近年、わが国で議論された業績予想開示の廃止を巡る市場関係者の意見を中心に、日米における業績予想開示の実態について詳細な分析を行うものとする。

本稿では、ショート・ターミズム(Short Termism)を次のとおり定義している。すなわち、ショート・ターミズムとは、「経営者、投資家そしてアナリスト達の過度な短期志向、すなわち、長期的な成果を犠牲にしてでも短期的な結果を求めるという近視眼的傾向⁷²」である。

本章の構成は次のとおりである。第1節では、先に、米国における業績予想開示をめぐる動向を概観する。わが国における業績予想開示をめぐる議論は、米国をはじめとした諸外国の動向を踏まえたうえで多くの意見が交わされている。そのため、米国の動きを丹念にみておくことは、わが国における業績予想を巡る議論の理解を助けることになる。第2節では、わが国における業績予想開示がスタートする迄の経緯を概観する。その後、2010年から始まったわが国における業績予想開示の廃止を巡る市場関係者達の意見を整理分析する。第3節では、2012年3月期決算から完全なる自主開示となった業績予想の開示状況について、廃止前と後の状況を比較し、その変化を検証する。最後に、比較分析により明らかになった業績予想開示における日米の共通点と相違点を整理し、日本企業に対するインプリケーションを明示する。

⁶⁹ 本章は、太田・姜(2011)「米国における経営者予想開示の推移とわが国へのインプリケーション」『証券アナリストジャーナル』平成23年6月号掲載論稿、および、姜(2012a)「フィナンシャル・ガイダンスに関する日米比較-情報発信者と受容者の意識に関するクロスチェック-」『証券経済学会年報』第47号掲載論稿の内容をもとに作成したものである。太田・姜(2011)論文の共著者である関西大学の太田浩司教授は本章作成にあたり当論文の引用を快諾して下さった。この場を借りて深く感謝申し上げたい。

⁷⁰ 須田・花枝(2008)によれば、企業経営者が利益を外部に報告するとき、目標値として最も重視するのが「自社が公表した予想値」である。また、北川(2007a)は、「アナリストの命は、将来に対する業績予想」と表現している。

⁷¹ Chen, Matsumoto and Rajgopal (2006)、Houston et al.(2007)、太田(2007, 2008)など多数。

⁷² 太田・姜(2011).p.31.

第1節 米国における業績予想をめぐる動向

1 ショート・ターミズム批判と経営者利益予想廃止の主張⁷³

ショート・ターミズムに関する批判は、何も最近に始まったことではない。Moore(1998)、Pearlstein(2009)によれば、米国や英国においては、80年代からショート・ターミズム批判が沸き起こっていた。「当時の米英では、アクティビストによる敵対的 M&A が盛んで、企業の経営者達はそのような敵対的買収から身を守るために、短期の利益を増やし、株価を高い水準で維持する必要があったのである。つまり、敵対的買収の脅威に常にさらされている状況では、企業の経営陣は、利益を生み出すまでに時間のかかる長期投資を実施することを躊躇し、おのずと近視眼的な経営方針を取らざるを得なかったのである。そして、当時の米英のショート・ターミズム批判の論拠としては、それが日本やドイツとの企業間競争力の差の源泉となっている⁷⁴」というものであった⁷⁵。

1995年にはPSLRA法が施行され、当法にセーフハーバー条項が設けられたことにより、多くの米国企業は一定の利益ガイダンスを行うようになった。それにともない、アナリストは企業から利益動向についての情報をいち早く獲得することに多大なエネルギーを費やすことになる。この時期、アナリストや一部の機関投資家のショート・ターミズムに 대응するために、結果として企業もショート・ターミズムに陥ってしまった⁷⁶。

情報の公平な伝達が歪められる状況を憂慮した SEC は、株価に影響を与えるような企業の重要な未公開情報をアナリストや一部の機関投資家に選別的に開示することを禁止し、すべての投資家に情報が公平に伝達されることを目的として、2000年10月レギュレーション FD を施行した。レギュレーション FD 施行前と後では経営者利益予想の開示率が大きく異なり、2001年においては前年の開示率の2倍以上となった(図2-2参照。詳細は後述する。)

その後、エンロン・ワールドコム の破綻をきっかけに、2002年 SOX 法が施行される。この事件をきっかけに、企業経営者は、会計情報の不信および投資家の信頼回復を図るための情報開示を積極的に行うようになる。一方、アナリストサイドでは、エンロン事件をきっかけに、利益相反問題が表面化する。その問題解決を図るため、NYSE が「目標株価」と「その根拠」の公表をアナリストに推奨したため、CFA Institute や NIRI は、目標株価という判り易い結論のみが市場に伝えられることの不健全さを指摘し、ショート・ターミズムを助長するものとして批判した。

PSLRA 法の施行にはじまり、エンロン・ワールドコム の事件に至るまで、米国で再度噴出したショート・ターミズム批判であるが、なぜこれほどまでに米国の経営陣は、アナリストや機関投資家のショ

⁷³ 「企業の内部者である経営者自らが公表する将来の利益予想は、米国では、通常アーニングス・ガイダンス (Earnings Guidance) と呼ばれているが、わが国では、決算短信等に記載する業績予想を、一般に経営者利益予想と呼ぶ。両者は同じ意味であるので、本節ではこれ以降、経営者利益予想という語句で統一する。」太田・姜 (2011), p.31.

⁷⁴ 太田・姜 (2011), p.31

⁷⁵ Moore(1998)、Pearlstein(2009)参照。

⁷⁶ 太田・姜 (2011), p.32.

ート・ターミズムに 대응しようとし、かれらが抱く期待利益を気にするのであろうか。その理由を、太田は次のように説明している。「その最大の要因としては、企業の実際利益がかれらの期待利益に達しなかった時の、市場の過剰反応が挙げられる。つまり米国では、企業の実際四半期 EPS がアナリストのコンセンサス EPS 予想をほんの少し下回っただけで、市場が過剰に反応して株価が大きく下落してしまうという、いわゆる EPS シンドロームが見られるのである (Skinner and Sloan (2002), Bartov, Givoly and Hayn (2002))。またそれ以外にも、実際四半期 EPS がコンセンサス EPS 予想を下回ると、その後のコンファレンス・コールの時間が長くなり、そのトーンも否定的なものになるという、企業の IR コストの増加を示す結果なども報告されている (Frankel, Mayew and Sun (2010))。これらの理由で、経営者は、四半期利益予想の開示、すなわち米国でいうアーニングス・ガイダンスを行って、文字通り市場の利益予想を誘導したり、あるいは長期的な企業価値を犠牲にしても裁量的費用や投資計画を調整して、実際の利益が市場の期待利益に達するように努める⁷⁷⁾」のである⁷⁸⁾。

米国の経営陣は、アナリストや機関投資家のショート・ターミズムに 対 応 しよう と、多くの企業が、短期的な利益目標の達成のために長期的な企業価値を犠牲にするという、まさに、ショート・ターミズムの弊害に陥っていたのである⁷⁹⁾。

経営陣とアナリストおよび一部機関投資家の間にみられる負の連鎖に歯止めを掛けようとする動きの中で注目を集めたのが、実業界や実務家団体の提唱する、経営者による四半期利益予想廃止であった。例えば、実業界では、「米国の著名な投資家である Warren Buffett が、非常に早くから経営者利益予想の開示中止を訴えていた。Buffet は、自らが会長兼 CEO を務める Berkshire Hathaway の 2000 年のアニュアルレポートの中で、経営者が利益予想を行うことは、経営者の行動自体に悪影響を及ぼしかねない危険なことであると説いている。そして、『ここ数年に亘って、Charlie (副会長) と私は、経営者が、自らが公表した利益目標を達成するために非経済的な営業操作 (operating maneuvers) に従事する例を多く見てきた。更にひどい場合には、営業操作をやり尽くしてしまった後で、様々な種類の会計操作をしてまでも数値目標を達成しようとするケースがあった。』と述べている。この考えに沿う形で、Buffet が役員を務める Coca-Cola は 2002 年 12 月に四半期利益予想の開示中止を公表し、その翌年には、PepsiCo、Gillette、McDonald's、AT&T、Safeco といった多くの著名な会社もその例にならった⁸⁰⁾」のである。

同様の動きは実務家団体にも波及し、CFA Institute は 2006 年 7 月にショート・ターミズム問題を取り上げた報告書“Breaking the Short-Term Cycle”を公表し、その中で、投資家や経営者が短期的な成果にばかり執着することは、企業の長期的価値の毀損、市場の効率性の低下、投資リターンの

⁷⁷⁾ 太田・姜 (2011), p.32.

⁷⁸⁾ 更に、「Graham, Harvey and Rajgopal (2005, 2006) が、2003 年の秋に米国企業の 401 人の CFO を対象にして行ったアンケート調査の結果では、四半期の利益目標を達成するために、実に 79.9% の CFO が『裁量的な費用 (研究開発費、広告宣伝費、管理費等) を減らす』、55.3% の CFO が『多少の企業価値を犠牲にしても新規プロジェクトを延期する』と回答している。」太田・姜 (2011), p.32.

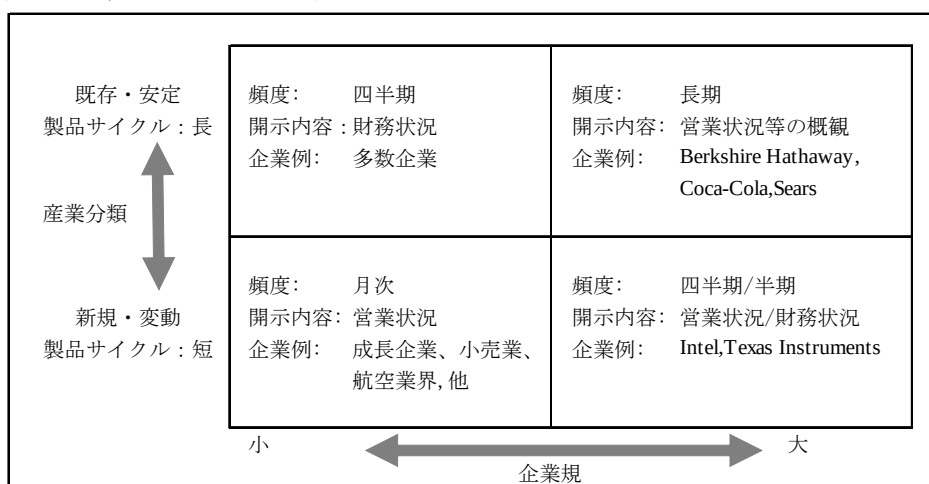
⁷⁹⁾ 「利益目標として重要なものは何かという問いに対しては、85.1% の CFO が前年度の同一四半期利益、73.5% の CFO がアナリストの今四半期のコンセンサス予想利益と答えている。ただし、アナリスト・カバレッジの多い会社や経営者利益予想を頻繁に公表している会社については、両者の比率に差は見られなかったという結果を報告している。」太田・姜 (2011), p.32.

⁸⁰⁾ 太田・姜 (2011), pp.32-33.

減少等の予期せぬ結果を招く恐れがあるということを指摘している。そして、ショート・ターミズム問題への対策として、経営者の四半期利益予想を廃止すべきである、役員報酬を企業の長期的な目標や戦略と結び付けるべきであるといったことを推奨している。しかし、CFAInstitute は、「一方で、企業は利益ガイダンスを辞めたとしても、その企業の産業特性にあった情報を適宜、きめ細かく頻繁に出し続けることはいとわないようにすべきである。」との指摘もしている⁸¹。ここでいう「利益ガイダンス」とは、四半期ガイダンスにおける EPS 等の「数値予想」の開示を指す⁸²。

そこで、CFA Institute は、企業アナリストに対して必要なきめ細かな情報を提供すべきとはどういうことなのか具体的に示すため、利益ガイダンス実践のフレームワークを公表した(図 2-1 参照)。当フレームワークは、産業特性・ライフサイクルの特性に応じた柔軟な対応が求められることを示している。例えば、安定産業で製品サイクルも長いとされる企業は(図表右上)、ガイダンスの実施は年度毎で良いし、開示する内容も営業状況の概況で十分としている。一方、新規参入企業や製品サイクルの短い成長企業および小売業や航空業を営む企業は(図表左下)、月次毎に詳細な営業状況をガイダンスの中で公表する必要があるかもしれないとしている。

図 2-1. 利益ガイダンス実践のフレームワーク



(出所) CFA Institute(2006)を筆者翻訳。

また、U.S. Chamber of Commerce も、「2007 年 3 月に“Commission on the Regulation of U.S. Capital Markets in the 21st Century”を公表し、その中で、上場企業は四半期利益予想を廃止し、その代わりに長期的ビジネス戦略に関する追加的情報を提供すべきであると提唱している。そして、四半期利益予想廃止がもたらす悪影響を心配する経営者は、セント単位の厳密な四半期利益予想

⁸¹ CFAInstitute(2006),p.12.

⁸² 北川(2007a),p.164.

ではなく、多くの欧州企業の慣行に倣って、範囲を持たせた年次利益予想を開示すべきである⁸³⁾という提案を行っている。

2 経営者予想開示の動向⁸⁴⁾

米国ビジネス界におけるショート・ターミズム批判の高まりや実務家団体からの経営者利益予想廃止の推奨を受け、実際に企業がどのような利益予想開示行動をとっているのか把握するため、IROの支援団体であるNIRIは、2001、2003、2005～2010年の毎年、合計8回、企業会員を対象にした利益予想に関するサーベイ調査を行い、その結果を報告している(2008年から2010年のサーベイ回答企業の属性は表2-1参照)。

図2-2は、利益予想を開示している企業の比率を時系列に並べたものである。NIRIは、2001年のサーベイ調査の中で、2000年10月に施行されたレギュレーションFD前後の期間における利益予想開示状況に関する質問をしている。同法施行前に利益予想を開示していた企業が全体の37%にすぎないのに対し、同法施行後には79%に急増している。しかし、これをピークに、その後概ね一貫して利益予想開示企業は減少を続け、2010年では開示企業は46%に留まっている。

図2-3は、利益予想を開示している企業が、四半期あるいは年次のどちらの予想期間の利益情報を公表しているかについて調べた2003～2010年のサーベイ結果である。四半期利益予想については、2003年の75%から徐々に減少し、2010年には僅か25%の企業しか四半期利益予想を公表していない。一方、年次利益予想については、2003年の38%から毎年増加して、2008年には89%の企業が年次利益予想を公表している。その後、2009、2010年にはその比率が下がってはいるが、それでも年次利益予想を公表する割合は四半期利益予想を公表する割合の2倍以上となっている。

そして、図2-4は、利益予想を開示している企業と財務予想を開示している企業の比率の直近3年間の推移を表したものである。ここでいう財務予想とは、売上、キャッシュフロー、資本的支出、税率、売上総利益、減価償却費等の最終利益(EPS予想)以外の財務情報に関する予想のことである。利益予想については、図2-2にもあるように、2008年には64%の企業が開示していたのが2010年には46%へと減少している。一方、財務予想開示企業は、利益予想開示の減少による情報量の不足を補うかのように、2008年の59%から2010年の81%へと大幅に増加している。

ショート・ターミズム批判や四半期利益予想の廃止推奨の声を反映し、米国における経営者予想開示の近年の趨勢として、企業は利益予想の開示を減らす傾向にあり、開示期間も四半期ではなく年次利益予想にシフトしているといえる。更に、その開示内容は、利益予想開示の減少を補う形で、利益以外の財務予想開示を増加させているといえる。

⁸³⁾ 太田・姜(2011),p.33.

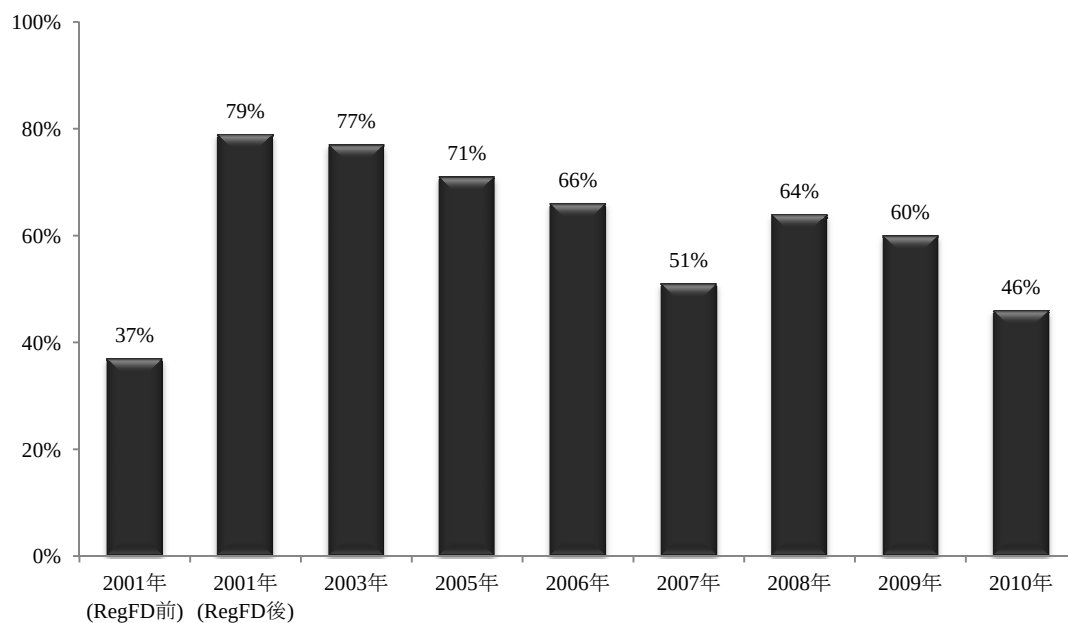
⁸⁴⁾ 太田・姜(2011),pp.33-35 参照。

表 2-1. NIRI サーベイ回答企業の属性

時価総額	2008	2009	2010
micro-cap:less than \$250 million	7%	11%	5%
small-cap:\$250 million to less than \$2billion	37%	40%	40%
mid-cap:\$2 billion to less than \$10 billion	38%	34%	40%
large-cap:\$10 billion to less than \$25 billion	11%	10%	10%
mega-cap:\$25 billion and above	6%	4%	5%
total	100%	100%	100%
取引所	2008	2009	2010
NYSE Euronext	62%	59%	66%
NASDAQ OMX	34%	36%	32%
Foreign	2%	0%	4%
Pink sheets	1%	2%	0%
OTC	0%	0%	0%
N/A: not traded	0%	1%	1%
other, please specify	0%	1%	2%

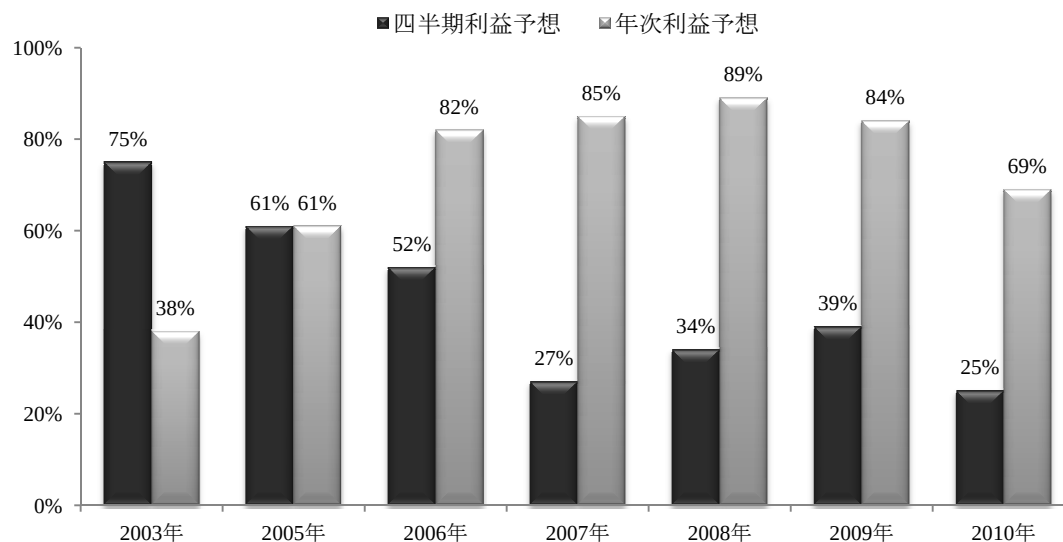
(出所) NIRI (2008)-(2010)より筆者作成。

図 2-2. 経営者利益予想の開示企業比率の推移



(出所) NIRI(2001),(2003),(2005)-(2010)より筆者作成。

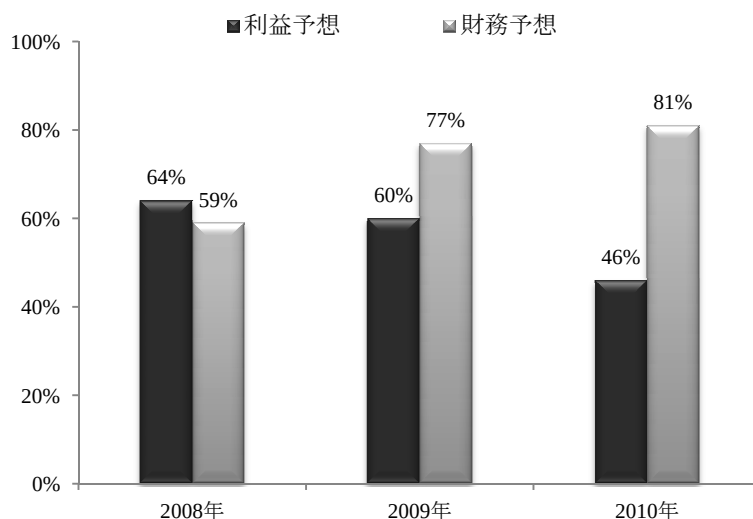
図 2-3. 四半期利益と年次利益予想の開示企業比率の推移



(出所) NIRI(2003),(2005)-(2010)より筆者作成。

(図表注) 2007 年、2008 年、2010 年は、質問形式の都合上、四半期利益予想を行っている会社は年次利益予想も行っているとみなしている。

図 2-4. 利益予想と財務予想の開示企業比率の推移



(出所) NIRI(2008)-(2010)より筆者作成。

(図表注) 利益予想とは最終利益の EPS 予想のことであり、財務予想とは、売上、キャッシュフロー、資本的支出、税率、売上総利益、減価償却費等の EPS 予想以外の財務数値予想のことである。

3 経営者利益予想廃止に関するアカデミック・リサーチの検証

米国における経営者利益予想の廃止は、情報の発信者である企業経営者、そして、CFA Institute や U.S. Chamber of Commerce といった、それら情報の分析に携わる専門家から行われているものであった。一方、アカデミックサイドでは、経営者利益予想廃止企業の動機、廃止後の影響、廃止公表に対する市場の反応などに関する実証研究が行われてきた。太田は、Houston, Lev and Tucker (2010) および Chen, Matsumoto and Rajgopal (2011) の 2 本の論文について詳細な分析を行った⁸⁵。ここでは、その内容を見ていくものとする。

最初に、Houston *et al.* (2010) は、「2002 年 1 月～2005 年 3 月の期間に四半期利益予想の開示を中止した 222 社をサンプル企業、継続して公表を続けた 676 社をコントロール企業として、サンプル企業が利益予想の開示を中止するに至った動機、開示中止前後の期間における長期投資額の変化、代替的将来予想情報開示量の変化、アナリスト活動への影響⁸⁶」といったことを調査している。

まず初めに、四半期利益予想の開示を中止した動機に関する検証の結果として「サンプル企業はコントロール企業と比較して、中止前の期間において、利益が減少している、アナリスト利益予想の未達頻度が高い、赤字の頻度が高い、株式リターンが低いといった、企業の財務状況の悪化や株価の低迷が利益予想開示中止の動機となっている⁸⁷」ことを示している。また、「中止後の期間においても、事後的ではあるが、利益の減少および変動の増加が見られ、予想開示中止企業が将来業績を予想するのに困難な状況であった⁸⁸」ことを示す結果が得られている⁸⁹。これら以外にも、「同業他社が四半期利益予想の開示を行っていない比率が高い、訴訟リスクが高い、カバーしているアナリストの人数が低い、もともと株価の変動が小さい、経営者の交代があったといった、企業内外の環境が開示中止の動機となっている⁹⁰」ことを示す結果が報告されている。

次に、四半期利益予想の開示中止前後の期間における長期投資額の変化に関する Houston *et al.* (2010) の検証では、「予想開示を中止したサンプル企業は、継続して予想開示を行っているコントロール企業と比べて、開示中止後に長期投資額を増加させていないという結果を得ている。また研究開発費に関しては、サンプル企業がコントロール企業よりも開示中止後に研究開発費を有意に増加させているという結果を得ているが、所属する産業全体の研究開発費支出の動向などを考慮した頑健性テストでは、有意な結果が得られていない⁹¹。」

更に、四半期利益予想の開示中止に伴う代替的将来予想情報開示量の変化に関する検証結果

⁸⁵ 太田・姜 (2011), pp.36-38.

⁸⁶ 太田・姜 (2011), p.36.

⁸⁷ 同上

⁸⁸ 同上

⁸⁹ 「その他にも、予想開示中止前のアナリスト利益予想のバラつきが大きい企業ほど、予想開示中止を行う傾向があるという結果が得られており、これも、予想開示中止企業が将来業績を予想するのに困難な状況であったということを示すひとつの証拠として挙げられている。」 太田・姜 (2011), p.37.

⁹⁰ 太田・姜 (2011), pp.36-37.

⁹¹ 太田・姜 (2011), p.37.

としては、「サンプル企業は、四半期利益予想の開示中止後に、将来予想に関する代替的情報開示量を有意に減少させている⁹²」というものであった。

最後に、四半期利益予想の開示中止前後の期間におけるアナリスト活動の変化に関する検証からは、「サンプル企業はコントロール企業と比較して、フォローするアナリスト数が減少する、アナリスト利益予想のバラつきが増加する、アナリスト利益予想の精度が低下するといった、情報環境の悪化を示す⁹³」という結果が得られている。

Houston *et al.* (2010) で示された結果は、「企業が四半期利益予想開示を中止する最大の理由は、過去の利益低迷ならびに将来見通しの暗さといった、企業の業績悪化であるというものであった。また、予想開示中止企業は、中止後に長期投資額を増加させたり、代替的な将来予想情報の開示量を増やすといったことは行っておらず、CFA Institute や U.S. Chamber of Commerce が意図する、短期志向から長期志向への転換や代替的予想情報開示の促進といったことは、実際には実現されていなかった。むしろ、予想開示中止後に、アナリストによるカバレッジの減少、予想のバラつきの拡大、予想精度の低下といった、情報環境の悪化に伴う弊害を引き起こしていた⁹⁴。」

次に、Chen *et al.* (2011) は、2000 年 10 月～2006 年 1 月の期間に四半期利益予想の開示を中止した 225 社をサンプル企業として、更に、継続して公表を続けた 818 社をコントロール企業として、サンプル企業が利益予想の開示を中止するに至った要因、予想開示中止に対する市場の反応、および、予想開示中止後の影響といったことを調査した。Chen *et al.* (2011) と Houston *et al.* (2010) の最大の違いは、「Chen *et al.* (2011) が、四半期利益予想開示を中止した企業を、更に、その中止を正式に公表した企業と、特別の公表なしに中止した企業に分類して分析を行っている点である。つまり Chen *et al.* (2011) の研究では、予想開示中止の公表日を特定することによって、その公表に対する市場の反応を検証することが可能となっているのである⁹⁵。」

まず初めに、四半期利益予想の開示を中止した要因に関する検証では、「サンプル企業はコントロール企業と比較して、中止前の期間において、株式リターンが低い、アナリスト利益予想の達成頻度が低下している、アナリスト利益予想のバラつきが大きくなっている、長期保有の機関投資家の持ち株比率が低下しているといった、パフォーマンスの悪さや不確実性の増加が予想開示中止の要因となっている⁹⁶」ことを示す結果が得られている。

第 2 に、予想開示中止の公表に対する市場の反応についての検証からは、「他の影響をコントロールした後で、公表日前後 1 日を含む 3 日間の異常リターンが平均で -5.3% であるという結果を得ている。更に、予想開示中止公表に対する市場の負の反応が、開示中止後の市場の期待将来キャッシュフローの減少および資本コストの増加と有意に関連しているという結果を報告している⁹⁷。」⁹⁸

⁹² 太田・姜 (2011), p.37.

⁹³ 同上

⁹⁴ 同上

⁹⁵ 同上

⁹⁶ 太田・姜 (2011), p.38.

⁹⁷ 太田・姜 (2011), p.38.

⁹⁸ 「実際の分析では、市場の期待将来キャッシュフローおよび資本コストの代理変数として、それぞれアナリストの予想利益とベータ値を用いている。」太田・姜 (2011), p.38.

第3に、予想開示中止後の影響に関する検証からは、「サンプル企業はコントロール企業と比べて、中止後の期間において、アナリスト利益予想のバラつきが増加し予想精度も低下する⁹⁹」という結果を得ている。Chen *et al.* (2011)の研究結果は、「市場が予想開示の中止公表をバッド・ニュースとして捉えており、予想開示の中止に伴って資本コストやアナリスト予想の不確実性が増加する¹⁰⁰」ことを示すものであった。

Houston *et al.* (2010)、Chen *et al.* (2011)が示したアカデミック・リサーチの結果は¹⁰¹、実務家サイドの「経営者による四半期利益予想を廃止することが、ショート・ターミズムの弊害を排し企業の長期的価値を高めることにつながる」という主張とは相容れないものであった¹⁰²。

このように、経営者利益予想に賛否両論あることから、超党派の特別委員会(資本市場の規制にかかる委員会: Committee on Capital Markets regulations)が、従来の感情論的な論争は、科学的な実証研究の裏付けに欠けていたとして、ミシガン大学の Miller 教授に答申を依頼した。Miller (2009)の調査は、1970年から2009年までの研究論文77本を検証した結果として、「経営者利益予想には賛否両論あるものの、総合的には経営者予想の有用性が経営者予想廃止による効果を上回る¹⁰³」と結論付けた¹⁰⁴。このように、米国における実務家サイドの思惑と、研究者達が示した実証分析の結果は、異なる方向を向いていた。

第2節 日本における業績予想開示に関する議論

1. 業績予想開示の変遷¹⁰⁵

わが国における業績予想開示の始まりは1980年以前の兜俱樂部からの要請が始まりとされている。兜俱樂部¹⁰⁶の定める決算短信の様式の中で、次期の業績予想として「売上高、経常利益、当期純利益、配当」の数値の開示が求められ、当時は、決算短信の様式は兜俱樂部主導で様式の見直しを行い、取引所はその見直し内容を上場会社へ通知していた。1980年4月から、兜俱樂部の要請を踏まえつつも、全国証券取引所協議会主導で決算短信の様式の見直しを開始し、引き続き、次期の業績予想の開示を求めている。1999年3月には「決算短信」等の記載内容の見直しが行われ、決算短信等の定性的情報に係る開示の充実の要請がなされた。そして、2006年3月「決算短

⁹⁹ 太田・姜 (2011), p.38.

¹⁰⁰ 同上

¹⁰¹ 但し、Houston *et al.* (2010)、Chen *et al.* (2011)においては、サンプルとして抽出された企業が限定的であったため、それら検証結果に制約があることも考慮する必要がある。

¹⁰² 太田・姜 (2011), p.38.

¹⁰³ 柳 (2011), p.51.

¹⁰⁴ 但し、Miller (2009)が検証を行った論文は、その内容が四半期利益予想に限定したものではなく、経営者利益予想全般に亘る先行研究であった。Miller (2007)は、①経営者利益予想に含まれる情報、②経営者利益予想を行う利点、③経営者利益予想にかかるコスト、④経営者利益予想が生み出す効果、⑤予想作成にあつての一般的な規定、という5つの観点から研究内容を詳細に分析し、その結果として経営者利益予想の有用性を指摘している。

¹⁰⁵ 業績予想開示の変遷は、東京証券取引所 HP および東京証券取引所 (2010)「業績予想開示に関する主な変遷及び現状等について」を参照。

¹⁰⁶ 兜俱樂部とは、東京証券取引所にある記者クラブである。

信に関する研究会報告」がなされ、その中で、営業利益の追加、個別業績予想は省略可とする等の新たな方針が示された。更に、2008年4月7日には、「業績予想の開示にあたっての留意事項」についての中で、業績予想の背景―業績予想に大きな影響を与える可能性のある重要な経営上の施策等―についての具体的な説明等について要請があった。そして、2010年6月30日、決算短信について、所定の様式で開示することを規則化され、サマリー情報に業績予想欄が含まれることとなった。わが国市場において、米国同様、業績予想は極めて重要な投資判断情報として投資者に広く利用されてきた。

2010年時点の業績予開示の方法は、原則的な取扱として、決算発表時に決算短信のサマリー情報において記載欄を設ける方法で実施されている。その際、予想される指標は、売上高、営業利益、経常利益、当期純利益、一株当たり当期純利益及び配当の項目である。また、予想の対象期間は、第2四半期連結累計機関(中間期)と通期となっており、6カ月の情報と12カ月の情報について特定の数値を開示することが原則となっている。そのほか、決算短信の添付資料において定性的事項などの記載も求められている。

一方で、例外的な取扱も示しているものの、例外の取扱いを行う場合は、取引所に事前相談を行うことが必要となり、中でも、予想数値の開示を行わない場合には、その時点で業績予想を開示できない合理的な理由などの記載も求められている。

このような取引所による強い要請と対応もあり、ほとんどの上場企業が取引所の原則的な取扱いに従い業績予想開示を行っており、実質的な強制開示となっているのが現状であった。現に、2010年3月期の東京証券取引所の上場会社における決算発表でみると、97%弱の上場会社が、業績予想として通期の見通しを特定数値で開示している¹⁰⁷。

ここで、日米における利益予想の相違点を整理しておく、主なポイントは次の4つである。「予想対象(開示対象)期間」、「開示項目」、「開示内容」および「自主開示か強制開示かの違い」である。

「予想対象期間」については、上述したとおり、米国においてショート・ターミズムを助長すると批判されたのは四半期の利益予想であり、近年における米国では四半期利益予想を開示する割合より年次利益を開示する割合が増加している。わが国において実際に開示している予想対象期間は、原則、中間期(6カ月)と通期(12カ月)である。

「開示項目」については、米国では一株当たり利益(EPS)、売上高、資本金的支出および会社の事業に影響を与えるかもしれないトレンド情報など利益予想、財務予想、非財務予想が含まれるのに対し¹⁰⁸、日本では、売上高、営業利益、経常利益、当期純利益、一株当たり当期純利益及び配当の項目である。

更に、「開示内容」は、米国では主に各項目の数値が範囲で提供されているのに対し、日本では特定の数値を開示することが原則となっている¹⁰⁹。

そして、米国においては、SEC及び取引所は上場会社に将来予測情報の開示を求める規制を特

¹⁰⁷ 日本証券経済研究所(2011)「上場会社における業績予想開示の在り方に関する研究会報告書」(2011年7月29日付),pp.4-5 参照。

¹⁰⁸ NIRI(2008)参照。

¹⁰⁹ 日本証券経済研究所(2011),p.7 参照。

に定めていないのに対し、わが国においては実質的な強制開示となっている。

2 業績予想開示の廃止に関わる議論のはじまり

これまで、実質的な強制開示として、わが国では、ほぼ全ての上場企業が業績予想の開示を行ってきた。しかし、2010年6月18日、政府より公表された「新成長戦略」の中で、金融戦略に関する早期実施事項のひとつとして「取引所における業績予想開示の在り方の検討」が挙げられたため、業績予想開示の廃止の是非について、わが国の中で賛否両論が沸き起こった。

そこで本項では、当検討結果を纏めた「上場会社における業績予想開示の在り方に関する研究会(以下、「研究会」という。)報告書」(2011年7月29日)および太田・姜(2011)の分析を基に、わが国における業績予想開示の廃止を巡る議論に対する、実務家(上場企業各社)、アナリスト・投資家、そして、有識者(アカデミックサイド)の見解を、それぞれ追っていくものとする。

3 市場関係者達による業績予想開示廃止を巡る討論

(1) 上場企業の見解

日本経済団体連合会(以下、「経団連」と記す。)は、2010年7月20日に、「財務報告に関わるわが国開示制度の見直しについて」という意見書を公表し、次のような提言を行っている¹¹⁰。「取引所における適時開示制度(一部省略)業績予想開示については、わが国では既に四半期決算短信や四半期報告に基づくタイムリーな実績情報の開示がなされていることから、従来のような有用性はなくなっている。業績予想開示の今日的意義とそのための実務負担を総合的に勘案し、廃止あるいは完全な自主開示化および決算短信の様式の見直しを検討すべきである。」

経団連がこのような要請を行うに至った背景として、太田・姜(2011)は次のように説明している。一つは、「業績予想開示が事実上の強制開示となっている日本企業の実務負担が、自発的開示である外国企業と比して大きいことに対する不満。」もう一つは、「米国ビジネス界における経営者利益予想廃止の動きである。」

実際、研究会の中での意見として、「決算時と予算策定時のタイミングが異なるため、予算の策定の前提を見直さなければならない場合もあり、大きな負担となっている。」「売上高から当期純利益までのすべての損益を開示することに大きな負担がある。」また、米国の動きを意識して「米国では訴訟リスクもあり、明確な業績予想を記載しないケースも多い。」など業績予想廃止に賛同する意見が散見された¹¹¹。

一方、JIRA(2011)の調査によれば、「業績予想がないと実施しにく活動」として、「アナリストやマスコミの取材」、「説明会資料」、「機関投資家とのミーティング」、「電話等での問い合わせ」をあげる上

¹¹⁰ 日本経済団体連合会(2010) <<http://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/2010/069.html>>

¹¹¹ 日本証券経済研究所(2011)

場企業もあった。業績予想は、投資家・アナリストのみならず企業にとっても有用性の高い情報であった。

(2) アナリスト・投資家の見解

一方、アナリストサイドでは、「アナリストの命は将来に対する業績予想である。それが的確に予想できて、適切なる投資格付けが行えること¹¹²⁾と言われるように、そもそも業績予想はアナリストの役割であるとの意見が根強い。研究会の議論の中では、「アナリスト達が、業績予想を行い適切な株価の見通しを行うために、上場企業はガイダンスを行い、将来予想の土台となる(非財務情報を含めた)実績の開示を充実させることも重要である」、「合理的に前提を説明できない数値の提示は、投資家・アナリストを混乱させる」、「上場会社は、ガイダンスが投資家・アナリストをミスリードしないように注意を払うべき」との意見が続いた。

しかし、投資家の中には、「業績予想開示をなくすのは、ディスクロージャー水準の後退であり、容認できない」との意見も見られた。とはいえ、これら反対意見はおしなべて、「単純な業績予想開示の廃止には反対だが、業績予想開示の代替手段も含め、全体としてのディスクロージャー水準の向上を目指した見直しであれば賛同する」というニュアンスを含んだものであった¹¹³⁾。

(3) アカデミックサイドの見解

アカデミックサイドの見解は、総じて業績予想開示廃止に対しては慎重あるいは消極的な態度を示すものであった。

円谷(2010)は、「既存実証研究報告」の中で、主に米国の実証研究結果(Ahmadjian Christina(2007), Bhojraj *et al.*(2009), Chen *et al.*(2005), Chen *et al.*(2006), Houston *et al.*(2007))を示した上で、「IRにおいて業績予想情報は重要な位置を占めており、制度開示の後退は、その帰結として日本企業のIRの後退へとつながる可能性が大きい」と述べている。

太田・姜(2011)は、業績予想開示廃止に対して慎重な理由として次の3つをあげている。

第1に、「業績予想開示に伴う日本企業の実務負荷についてであるが、確かに日本とは異なり、諸外国では業績予想の開示は自発的なものである。しかしながら、実際には大多数の外国企業が様々な財務予想情報を公表しており、業績予想開示コストは何も日本企業だけが負担しているものではない。(中略)BNY Mellonが世界企業を対象に毎年実施しているサーベイ調査『Global Trends in Investor Relations』の2010年度版でも、西ヨーロッパで89%、北米で86%、EEMEA(東欧・中東・アフリカ)で83%の企業が何らかの財務予想情報を開示しており、『財務予想情報を投資コミュニティに提供することは標準(Norm)である』と述べている。このように、業績予想の開示コストは必ずしも強制開示である日本企業だけが負担している訳ではなく、自発的開示である諸外国でも、大多数の

¹¹²⁾ 北川(2007a), p.160.

¹¹³⁾ 日本証券経済研究所(2011)

企業が負担しているコストなのである¹¹⁴。」

第2に、「近年の米国企業に見られる経営者利益予想廃止の動きについて、(中略)ショート・ターミズムの元凶であると指摘しているのは、四半期利益予想の開示であり、わが国における利益予想の中心である年次利益予想ではない¹¹⁵。むしろ、U.S. Chamber of Commerceなどは、四半期利益予想から年次利益予想への転換を提案している。また NIRI のサーベイ調査によれば、利益予想開示は減少傾向にあるが、一方で、その利益予想情報の減少を補うかのように利益以外の財務予想開示が増加しているため、全体で見れば経営者予想の開示情報は減少していない¹¹⁶。」

第3に、日米では情報仲介者であるアナリストのマンパワーに大きな隔たりがあるので、この影響は日本においてより深刻であろうと考えられることを指摘している。「投資先進国の米国では、証券会社が約4千7百社でその従業員が約78万人、そしてCFA Instituteに属するアナリストが約10万3千人いる。一方、日本では、証券会社が約3百社でその従業員が約9万2千人、そしてSAAJに所属するアナリストは約2万4千人である。それに対してカバーすべき上場企業の数、米国ではNYSEとNASDAQをあわせて約5千2百社、日本では東証とJASDAQをあわせて約3千3百社である。もちろん、日米では企業規模やカバー率が異なるので単純な比較は出来ないが、日本のアナリストが平均的により多くの企業をカバーしなければならない状況にあるというのは事実である。そして、その困難な状況を緩和してくれているのが、わが国の経営者予想制度なのである。というのも、わが国のアナリストは、経営者予想をたたき台にして企業の業績予想を形成できるので、予想を一から作り上げる必要がないからである。もし仮に、わが国で経営者予想制度が廃止されれば、それはアナリスト・カバレッジの減少をもたらし、深刻な投資情報環境の悪化を引き起こすと推測される¹¹⁷。」

(4) 研究会による本議論のまとめ

上場企業、アナリスト・投資家、アカデミックサイドから多様な意見が出された結果を、研究会(2011)では、当議論の中で指摘された問題点として11項目に纏めた。具体的には、「合理性・信頼性」、「経営者バイアス」、「達成への誤解」、「強制的」、「近視眼的経営」、「経営者による業績予想の不正利用」、「利益調整の可能性」、「修正開示」、「セーフ・ハーバー・ルール」、「上場会社の負担」である。この中で、特に注目したいのが「近視眼的経営」として示された内容である。

研究会(2011)によれば、「経営者が業績予想の達成に固執するあまり、近視眼的経営に陥り長期投資が阻害される可能性については、アメリカにおいて、利益ガイダンスを公表している上場会社はR&D投資を抑制してアナリスト予想を達成させるといった近視眼的経営を行っており、その結果として中長期的な利益が犠牲にされているとの指摘がある。一方で、利益ガイダンスの公表をとり

¹¹⁴ 太田・姜(2011), pp.38-39

¹¹⁵ わが国でも第2四半期累計期間の業績予想開示が求められてはいるが、業績管理を年次でのみ行っている等の理由により予想値がない場合には、記載を省略することが可能である。

¹¹⁶ 太田・姜(2011), p.39.

¹¹⁷ 太田・姜(2011), pp.39-40.

やめた上場会社がある後に R&D 投資の増額など長期投資を行っていないとの指摘もある。つまり、公表済みの業績予想を達成するために近視眼的経営に陥る可能性はあるものの、一方で開示を中止すると長期経営に移行する可能性が高いわけでもないということになるが、これらのアメリカにおける議論は、翌四半期の利益ガイダンスを出す場合に関するものであり、この点を改善するために 1 年先の見通しを開示する動きがある点に留意が必要である」と述べ、「近視眼的経営が行われると仮定した場合でも、上場会社自身が業績予想開示を中止したとしても、その他の利益ベンチマーク（アナリストコンセンサス予想や前年同期実績値など）を達成するためにやはり近視眼的経営が行われてしまう可能性があり、業績予想開示特有の問題ではないと考えられる」と結論付けた。

太田・姜(2011)も指摘するとおり、米国におけるショート・ターミズム批判と四半期利益予想の廃止の議論と、今回のわが国における業績予想開示の廃止と近視眼的経営の議論は、似て非なる内容のものであった。

第 3 節 業績予想開示の廃止前後における状況比較

研究会(2011)は、原則的な取扱いの遵守にこだわり過ぎると、合理的とは言えない業績予想の開示がおこなわれたり、上場会社に必要以上の負荷をかけるおそれが高い等の理由から、「原則的な取扱いによる開示の重要性を確認しつつ、上場会社各社の実情に応じて、多様な方法による柔軟な開示を積極的に行い得るようにすることが望まれる。」との方向性を示した。これにより、わが国における業績予想開示は実質的強制開示から完全なる自主開示となった。

東京証券取引所は、本研究会の提言及び 2011 年 10 月に開催した上場制度整備懇談会での検討を踏まえて、「業績予想開示に関する実務上の取扱いの見直し方針について」を上場会社に通知した(2011 年 12 月 28 日)。東証は 2012 年 3 月に発表した「業績予想開示に関する実務上の取扱いの見直し方針」の中で、今回の見直しについて「上場会社を取り巻く環境変化に対応した、柔軟な業績予想の実現を図る観点から、投資者ニーズを踏まえつつ、上場会社の実情に応じた多様な将来予測情報の開示を行うことができるような取扱いを整備した」と述べた。主な変更内容は次の 3 つであった¹¹⁸。

第 1 に、「決算短信(サマリー情報)等の様式の見直し(表形式/自由記載形式)」。第 2 に、「従来行ってきた実務を廃止－業績予想を行わない場合または独自の形式で行う場合の東証への事前相談、会社予想非開示の場合の「理由」の開示－」。第 3 に、「安易な開示の後退の防止やフェアディスクロージャーの観点から、見直しの趣旨については、関係者に十分な周知等を実施－具体的には、業績予想は経営者によるコミットメントではない旨を明記等－」であった。

今回の変更内容の中で最も大きな変更点は、第 1 に示した「決算短信(サマリー情報)等の様式の見直し」である。この変更により、企業は、従来の定型方式の記載を、表形式と自由記載形式のどちらの形で表示することが可能となった。

更に、「実務上の取扱いの見直し内容」に続いて記載のあった「その他の実務上の留意点等」で

¹¹⁸ 東京証券取引所(2012a)「業績予想開示に関する実務上の取扱いについて(2012 年 3 月 21 日)」参照。

は、その第一番目として、「投資者と積極的な対話の推奨」が明示されていた。

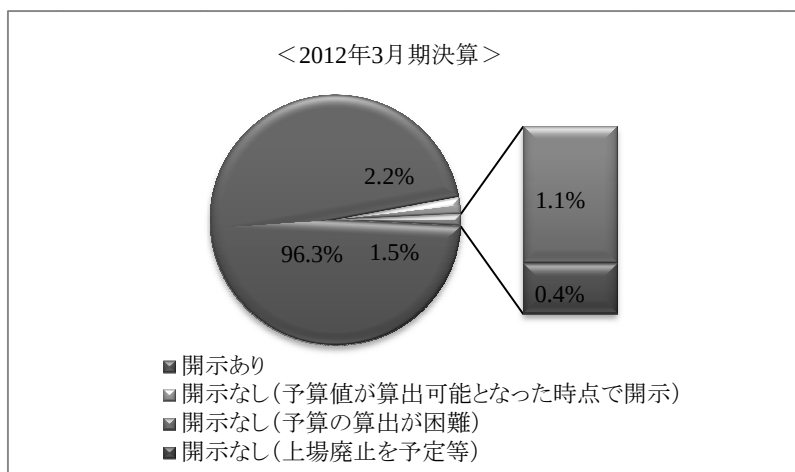
これらの変更を踏まえ、2012年3月以降決算を迎えた上場企業は、今回の業績予想開示の廃止に対しどのように対応したのか調査するため、廃止する5年前の2007年3月期決算の結果と比較分析を行った(図2-5)。

東証が2012年6月に発表した「決算短信の開示状況について」によれば、2012年3月期決算の内、翌事業年度の業績予想を開示した企業は全体の96.3%であった(図表2-6)。図表2-7は、2012年3月期の実績と、2007年3月期の実績を比較した結果を示している。

2007年においては、業績予想開示についてはいわゆる定型方式をとることが一般的だった。そのため、2007年の実績としては第2四半期および通期の予想を特定値で開示した企業が全体の98.4%と最も高い割合を占めていた。2012年の結果を見ると、業績予想自体は開示しているものの、従来様式で第二四半期および通期の特定値を開示した企業は89.1%。通期のみの特定値を開示した企業は9.7%であった。また、新たに導入された自由記載の記述形式を行った企業は全体の0.4%という結果になった。通期のみ開示した企業が増えた主な理由は「業績管理を年次で行っているので第2四半期に係る予想を算出していない」であった。

これらの結果に対し、東証は「柔軟な業績予想開示に向けた上場会社各社の取組が見られます」とのコメントを発表している。

図2-5. 2012年3月期決算企業の業績予想開示状況



(出所) 東京証券取引所(2012b)「平成24年3月期決算短信の開示状況について」を参考に筆者作成。

表 2-2. 2012 年 3 月期決算企業と 2007 年 3 月期決算企業の業績予想開示状況比較

開示内容	業績予想「開示あり」企業の内訳	
	2012 年 3 月期	2007 年 3 月期
第 2 四半期及び通期の予想を開示(特定値)	89.1%	98.4%
第 2 四半期及び通期の予想を開示(レンジ)	0.2%	
通期予想のみを開示(特定値)	9.7%	1.2%
通期予想のみを開示(レンジ)	0.2%	0.3%
第 1 四半期予想のみを開示(特定値)	0.1%	0.1%
第 1 四半期予想のみを開示(レンジ)	0.1%	
第 2 四半期予想のみを開示(特定値)	0.1%	
第 2 四半期予想のみを開示(レンジ)	0.0%	
各四半期及び通期の予想を開示(特定値)	0.1%	
各四半期及び通期の予想を開示(レンジ)	0.0%	
記述形式(自由記載)	0.4%	

(出所) 東京証券取引所(2007、2012b)を参考に筆者作成。

おわりに

本章では、2010 年にわが国で始まった業績予想開示の廃止を巡る一連の議論を、米国の動向と比較しながら考察してきた。一連の考察をとおして、日米企業における業績予想開示では、「開示期間」、「開示項目」、「開示内容」、「自主開示か強制開示か」についてそれぞれ違いがあることが明らかになった。但し、今回のわが国における見直しにより、日本企業の業績予想開示も米国企業同様、柔軟な開示が可能となった。

しかし、今回の見直しの議論の焦点となっていたショート・ターミズムと業績予想に関する考え方については、米国と日本では明らかに異なっていた。米国では、ショート・ターミズムを助長するとして四半期利益予想の廃止を巡る議論が行われた。その結果、近年における米国企業の利益予想開示は、四半期から年次へ、そして、利益予想から財務予想へと移行しつつある。一方、わが国においては、従来から業績予想自体が中間期(6 カ月)あるいは通年で行われていたため、四半期利益予想とショート・ターミズムに関する懸念は今回の議論の中では生じていなかった。研究会(2011)も、ショート・ターミズムが業績予想開示特有の問題ではないと結論付けており、この議論に関しては日米間では似て非なるものであった。

とはいえ、今回の議論において、四半期(短期の)業績予想開示がショート・ターミズムを助長するという米国の事例が大きく注目されたことにより、わが国市場におけるショート・ターミズムの存在にも関心が集まると同時に¹¹⁹、ショート・ターミズムを回避する業績予想開示の在り方を検討する契機と

¹¹⁹ 例えば、林・小崎(2013)は、世界的に議論が広がるショート・ターミズムの問題をとりあげ、わが国の上場企業を対象に、1996 年から 2003 年の期間にかけてショート・ターミズムが存在していたか否かについて実証研究を行った。その結果は、米国や英国の株式市場同様に、わが国の株式市場において、2001 年以降、投資家がショート・ターミズムに陥っていた可能性を示唆している。

なったのは確かである¹²⁰。

今回の見直しにより、実質的な強制開示となっていたわが国の業績予想開示は、2012 年 3 月期決算から完全なる自主開示となった。しかし、廃止前後の開示状況を比較してみたところ大差はなかった。これは、長い間、形式的な開示を強制されていた日本企業が、突如、規制の枠を外され自主開示になったため対応に戸惑い、とりあえず前年同様の開示でその場を凌いだ結果と筆者は捉えている。しかし、これは近々の対応に過ぎない。

今回の見直しの目的は、上場企業が、各社の実情に応じて多様な方法による柔軟な開示を積極的に行うことを後押しすることにある。日本企業は、業績予想の財務数値に固執することなく、自社の企業価値算定に有益な情報は何か、アナリスト・投資家が将来予測のために必要とする情報が何であるかを見極めた上で、その開示すべき内容を自ら考え、積極的に提示していくことが求められている。そのインプリケーションとなるのが、CFA Institute(2006)が示したフレームワークであると筆者は考える。

2000 年前後、米国でショート・ターミズム批判が湧き起こる中、米国実務家団体は、投資家や経営者が、企業の長期的価値の毀損を招く恐れがあるとして、経営者の四半期利益予想廃止を主張するだけでなく、長期投資を促すための非財務情報の重要性にも注目するようになる(CFA Institute(2008)、Laskin(2008))。この、長期投資の促進と非財務情報開示拡大の動きは、近年、欧州および日本でもみられる情報開示の大きな潮流となっている。次章では、この新たな情報開示の流れに注目して論を進めていくものとする。

¹²⁰ 伊藤(2011)、北川(2011)、円谷(2011)など。

第3章 時間軸により異なる開示情報(2)－長期視点と非財務情報開示－

はじめに

本章では、長期視点と非財務情報開示の関連性に焦点をあてながら、近年における、米国、欧州、日本市場で高まる上場企業への非財務情報開示の拡大要求の動きを考察していくものとする。本章の目的は、日欧米の比較分析をとおして、欧米企業は企業の長期的価値を投資家に伝えるために非財務情報として何を開示しているのか、また、非財務情報の開示と投資家との対話をどのように結び付けているのか明らかにすることで、わが国企業が非財務情報開示の在り方を検討するにあたっての示唆を導出することである。

前章で触れたとおり、2000 年前後、米国では企業経営者およびアナリスト・一部の機関投資家に対するショート・ターミズム批判が沸き起こった¹²¹。英国においても、2008 年勃発したリーマン・ショックにともなう金融危機への反省から、ショート・ターミズム批判が噴出した¹²²。それら批判への対応策として、投資家に長期投資を促し、長期の企業価値算定をおこなうためには財務情報の開示だけでは不十分であることから、それらを補う非財務情報に注目が集まるようになった。

一方で、非財務情報の重要性を主張する声は、約 20 年程前から既にあつたものであり、長い時を経て、市場環境の変化と相まってその重要性が脚光を浴びるようになったとも言える¹²³。

そこで、本章においては、米国および欧州における非財務情報開示を巡る近年の動向を概観した上で、わが国企業の非財務情報開示の現状を考察していくものとする。

本章の構成は次のとおりである。第 1 節では、米国の動きに注目する。ここでは、公認会計士協会から公表された資料、実務家団体によるサーベイ、米国研究者による先行研究の内容に触れながら、米国企業における非財務情報開示の広がり考察する。第 2 節では、欧州の動きに注目する。はじめに、欧州における非財務情報開示に関する動向を概観し、次に、英国におけるショート・ターミズム批判の動きに触れる。その上で、企業が非財務情報として開示する項目は何なのか具体的事例を用いて分析していく。第 3 節では、わが国における非財務情報開示を巡る議論を概観し、日本企業が開示する統合報告の現状を考察する。最後に、日欧米比較により導き出した幾つかのインプリケーションを提示する。

第1節 米国における非財務情報開示の動き

1. AICPA および SEC における非財務情報を巡る議論

米国における非財務情報開示に注目する動きは 1994 年に AICPA (アメリカ公認会計士協会) から

¹²¹ 詳細は太田・姜(2011)参照。

¹²² 詳細は北川・林(2014)参照。

¹²³ 詳細は住田(2013)参照。

公表されたジェンキンズレポートから始まったと言える¹²⁴。同報告書では、従来の財務報告では、目的の適合性と有用性を失う恐れがある点を指摘し、「非財務指標の開示、財務会計と管理会計の融合、将来情報の開示などの革新が必要である¹²⁵」ことを指摘している¹²⁶。

2001 年 4 月には、無形資産の会計問題を扱う報告書を公表、2002 年 1 月には、無形資産の開示に関する基準設定のためのプロジェクトを立ち上げた。更に、2002 年 12 月、AICPA は EBR(Enhanced Business Reporting:改善された企業報告)に関する特別委員会を設立し、本格的な活動をスタートし、2005 年には、産業界や金融界のメンバーを加えた新たな組織枠組みとして Enhanced Business Reporting Consortium(EBRC)を設立した。EBRC は、2005 年 10 月に Enhanced Business Reporting の公開草案を発表し、パブリックコメントを受けて、2006 年 11 月にバージョン 2.1 を公表。そこでは EBR の構成要素を、①ビジネス概観、②戦略、③資源・プロセス、④パフォーマンスの 4 つに区分し、開示に活用していくことを提言している¹²⁷。

企業情報開示の充実という文脈で、非財務情報の開示の議論が広がりを見せるなか、気候変動情報を含むサステナビリティ情報を非財務情報としてどのように位置づけるかについても議論が交わされ、2010 年、SEC は「気候変動に関する開示のためのガイダンス文書」を公表した。この中で、財務諸表情報以外にも、非財務指標の開示やリスク情報の開示が要請された¹²⁸。

加えて、財務情報公開システムに関しても見直しが進められる。2008 年、SEC 内部で財務開示に関しての根本的な見直しのために「21 世紀開示イニシアチブ」が発足した¹²⁹。投資家および市場の観点からの開示の基本的な目的を検証し、SEC の開示システムを徹底的に見直すための包括的な計画が立てられ、非財務情報に関する XBRL (Extensible Business Reporting Language) 化の動きが始まった。

ジェンキンズレポートから始まる約 20 年の間に、米国における企業の情報開示のフレームワークは、財務情報中心から、非財務情報を考慮した新たな形に変化してきた。

2. ショート・ターミズムを回避するための非財務情報の予想開示

一方、2000 年前後に生じたショート・ターミズム批判への対応策として、投資家サイドでも、長期の企業価値を算定するため、非財務情報の重要性に注目するようになった。前章で触れたとおり、ショート・ターミズム批判を回避するため、アナリストの支援団体である CFAInstitute は、2006 年に「Breakin the Short-Term Cycle」を発表し、アナリストや投資家に対し短期的視点を排除し、長期投資を推奨すると同時に、企業経営者には四半期業績予想開示の廃止と、それぞれの産業特性にあった情報開示と柔軟対応を促した。

¹²⁴ AICPA (1994)

¹²⁵ 伊藤・加賀谷 (2012), p4.

¹²⁶ 伊藤・加賀谷 (2012) は、財務情報の価値関連性の低下を示す実証的な証拠が相次ぎ提示されているとし、過去 30 年間で財務情報の株価説明力が低下していることを指摘している。

¹²⁷ 伊藤・加賀谷 (2012), pp4-5 参照。

¹²⁸ 日本公認会計士協会 (2010)「投資家向け制度開示におけるサステナビリティ情報の位置付け」参照。

¹²⁹ SEC (2008) <<http://www.sec.gov/news/speech/2008/spch101508wl.htm>>

長期投資を促すためには、投資家の長期的判断を可能にする多面的な情報開示が必要不可欠である¹³⁰。投資家が、長期の企業価値を算定するためには、財務情報だけでは不十分であり、将来を予測するための指標として非財務情報が必要となってくる。従来、短期投資家は、短期的な株価値の値動きに注目するため、株価値に影響を及ぼす財務情報(例えば、EPS 予想)以外には興味がない。一方、長期投資家は、企業の中長期的価値に注目するため、財務情報に加えて非財務情報も考慮したうえで企業の将来価値を予想しようとするのである。

CFAInstitute と NIRI は、2008 年に各々の協会の会員であるアナリストと上場企業に対して、経営者予想に関する共同サーベイ調査を行った。その結果を示したものが表 3-1 である。表 3-1 では、利益予想、財務予想そして非財務予想に関するそれぞれの項目を、開示を希望すると回答したアナリストの比率とそれらの予想情報を実際に開示していると回答した企業の比率をそれぞれ対比する形で纏めた。

エンロン・ワールドコム事件前後のショート・ターミズム批判を受け、CFAInstitute および NIRI は、非財務情報の予想開示の重要性に言及し、企業の将来予測情報を利益予想、財務情報に限定せず、非財務情報も考慮したうえで、それら予測情報の開示実態把握に努めている点は、注目に値する。

表 3-1. アナリストの求める予想情報と企業の提供する予想情報

予想の種類	経営者予想の項目	開示を希望するアナリストの比率(CFAI)	開示している企業の比率(NIRI)
利益予想	利益予想(EPS 予想)	89%	64%
財務予想	売上	86%	68%
	資本的支出	84%	66%
	キャッシュフロー	73%	32%
	売上総利益	71%	31%
	EBITDA	67%	20%
	税率	54%	68%
非財務予想	会社の事業に影響を与えるかもしれないトレンド情報	85%	70%
	業界固有の情報	84%	64%
	収益を左右するような要因の見積もりまたは予想	77%	37%
	マーケットコンディションについての定性的報告書	76%	76%
	非財務指標または主要業績評価指標(KPIs)	57%	32%
	高レベルのパフォーマンス測定に関する定性的報告書	53%	34%
	環境・社会・ガバナンス要因	37%	17%

(出所) CFA Institute(2008)および NIRI(2008)より筆者作成。

¹³⁰ 首藤(2013), p.3.

サーベイ結果の詳細は次のとおりである。利益予想については、「利益予想(EPS 予想)」の開示を希望するアナリストの比率が 89%であるのに対して、実際にそれを開示している企業の比率は 64%と両者の間に 20%以上の差が生じている。この結果は、前章でみてきたとおり、近年、米国企業による EPS 予想の開示が減少傾向にあるのと整合的である。

財務予想については、「売上」と「資本的支出」に関しての予想開示を望むアナリストの比率が 80%台であるものの、実際に開示する企業の比率は 60%台に留まっていた。更に、「キャッシュフロー」「売上総利益」「EBITDA」に関しては、企業が実際に開示する割合はアナリストの要求レベルを大いに下回っていた。財務予想の中では、税率だけがアナリストの要求レベルを超えている。

また、非財務予想については、「マーケットコンディションについての定性的報告書」に関しては、企業の提供割合とアナリストの要求レベルが一致しているものの、「会社の事業に影響を与えるかもしれないトレンド情報」「業界固有の情報」「収益を左右するような要因の見積もりまたは予想」「非財務指標または主要業績評価指標(KPIs)」に関しては、企業の開示レベルはアナリストの要求レベルを大いに下回っていた。また、2008 年の調査時点において「環境・社会・ガバナンス要因」の予測情報の開示を要求するアナリストの割合は 37%と非常に低く、実際に開示する企業も 17%とごく僅かであった。近年、投資家および企業が ESG 情報へ高い関心を寄せていることと比べると、2008 年当時の米国では随分その注目度が低かったといえる¹³¹。

共同調査の結果が示すとおり、全ての予想項目について、企業が実際に開示する割合は、アナリストが開示を希望するレベルを満たしていなかった(唯一、税率を除く)。しかし、幾つかの予想項目については、企業サイドも積極的に情報を開示しようとしている姿が垣間見られた。これは、米国企業が、アナリストの全ての要求に応じて情報を開示するのではなく、アナリストが自前で予想を行うべきと考える項目は敢えて開示しないという態度をとっている証左とも考えられる。この点は、前章で触れた業績予想開示の在り方を検討する上で、日本企業にとって参考になるであろう。

3 非財務情報の開示とコミュニケーションに関する先行研究

(1) 米国における IR とコミュニケーションの関わり

上述したとおり、わが国においても、近年、非財務情報の開示要求が高まることにより、企業は、それら情報と企業価値の関連性を説明するために、従来以上に、アナリスト・投資家との対話を重視する必要性を認識するようになったといわれている¹³²。また、わが国研究においても、非財務情報を含む企業情報とコミュニケーションの関係を指摘するものが少なからずある¹³³。しかし、わが国における先行研究では、「コミュニケーション」という言葉には言及するものの、IR 活動におけるコミュニケーションの実践と開示情報の関連性にまで踏み込んだ実証研究は筆者の知るところ存在しない。

¹³¹ 井口(2013)参照。

¹³² 経済産業省(2012)

¹³³ 記虎(2005)、小西(2012a)など。

その点において、わが国に多くの示唆を与えるのが、Alexander V. Laskin(2008)の研究である。Laskin は、コミュニケーションの視点から米国企業の IR 活動を考察し、コミュニケーションと非財務情報開示の関連性を分析している。

Laskin(2008)は、学問領域におけるコミュニケーションと IR の融合を図るため、NIRI と連携して米国企業の IR 活動の現状を調査した。彼は、IR をコミュニケーション活動の一部と捉え、コミュニケーション研究の進化の歴史と Morill(1995)が纏めた NIRI 発展の歴史－Origins of NIRI－を重ね合わせることで、過去から現在において IR 活動が変容するさまを三つの時代区分に分けて整理した。その結果を示したものが表 3-2 である。ここでいう三つの時代とは、コミュニケーションの時代、ファイナンスの時代、両者協働の時代を指す。

70 年以前、IR の実践は従来の広報宣伝活動の中に含まれていた。しかし、米国市場の歴史でも述べたとおり、70 年代に入ると市場環境の変化により、IR の主たる対象が個人投資家から機関投資家に推移した。そこで、Laskin は、75 年以前を「コミュニケーションの時代」、それ以降を「ファイナンスの時代」と区分した。70 年代の米国は、企業規模拡大と利益額増大を目指し M&A を頻繁に行い、コングロマリットを形成していった時代である。この間、機関投資家に属するアナリスト達は、企業に対して決算発表前にコンタクトをとり、情報収集することにやっきになっていた。その際、コンタクトをとる相手先は、従来の広報部ではなく財務部であった¹³⁴。

しかし、2002 年のエンロン・ワールドコム事件の発生を機に、再び IR の役割は変化する。2003 年、NIRI 基準書における IR の定義は改定され、IR の目標は「企業の証券が公平な企業評価を受ける」ことであり、その対象は「金融コミュニティやその他のステークホルダー」となった。2000 年代初頭に市場の信頼を損ねる事件が発生したことで、IR 担当者は、「透明性があり倫理観ある事業活動を望む社会の要請に応える必要が出来てきたのである (Ernest(2007)¹³⁵)」。これをきっかけに、投資家達は、企業の開示情報として強制開示の内容だけでは満足しなくなる。「投資家を対象とした今日のコミュニケーションでは、財務数値のみならず、投資家が売り買いの意思決定をするために高度なレベルの質問が出来るだけの情報、すなわち、ビジネスの特性や長期戦略そして非財務情報を説明できるようにしなければならないのである (Favaro(2001)¹³⁶)」。

そこで、Laskin(2008)は、2005 年以降を「コミュニケーションとファイナンスの協働の時代」と表現し、IRO は、両者の専門知識が要求されると同時に、投資家達との長期視点での関係構築が求められるようになったと指摘している(表 3-2)。

¹³⁴ Laskin(2008),p.69.

¹³⁵ 同上,p.80.

¹³⁶ 同上,p.77.

表 3-2. 米国における IR とコミュニケーションの関わり

特徴	コミュニケーションの時代 (Communication era)	ファイナンスの時代 (Financial era)	共働の時代 (Synergy era)
期間	1945-1975	1975-2005	2005-現在
広報モデルとの比較	プレス(新聞等)代理人 広告と広報	双方向 非対象	双方向 対称
目的	プロモーション 情報発信	高い企業価値 (High valuation)	適正な企業価値 (Fair valuation)
コミュニケーションの方向	企業から一方向	双方向	双方向
コミュニケーションからフィードバックを受ける対象	企業	企業	企業と投資家
IRO に求められる役割	コミュニケーションの 専門家	会計の専門家	経営者 (マネージャー)
コミュニケーションの性質	受動的	受動的	積極的・能動的
焦点となる期間	ショートターム	ショートターム	ロングタームと ショートターム
組織内の位置付け	広報・コーポレート コミュニケーション	財務・金融	独立した IR 部門
担当者のバックグラウンド	コミュニケーション・ ジャーナリズム	ファイナンス・会計	二つの学位・ 大学院修了

(出所)Laskin (2008), p81 を筆者翻訳。

(2) 非財務情報とコミュニケーションの関連性

Laskin (2008) は、投資家に伝える企業情報として早い段階から無形資産と非財務情報の重要性に注目していた¹³⁷。そこで、「伝達情報(財務情報と非財務情報)とコミュニケーション頻度の関連性はどうか。」というリサーチ・クエッションに基づき、「伝達情報として重要と思われる情報は、その情報のコミュニケーション頻度と正の関係がある。」という仮説をたて検証を行った¹³⁸。この研究に先立ち、Laskin は NIRI の協力を得て会員企業に対するサーベイ調査を実施している。

2008 年 2 月時点において NIRI の会員である 560 人の IRO に対して調査表をメールで送付し、合計 180(質問内容により回答者数は若干異なる。)人の回答を得た。まず、IRO が投資家達に伝える情報の中身を財務情報と非財務情報に区分し、更に非財務情報を 9 つに分けている。その内訳は次のとおりである。経営戦略(Strategy)、経営陣(Management team)、従業員および人事政策(Employees and HR policies)、組織資本とリソース(Organizational capital and resources)、研究開発(Research and development)、製品およびサービス(Products and services)、消費者および同業他社との市場ポジション(Market position)、CSR、そして、広告・IR および宣伝を含むコーポレートコミュニ

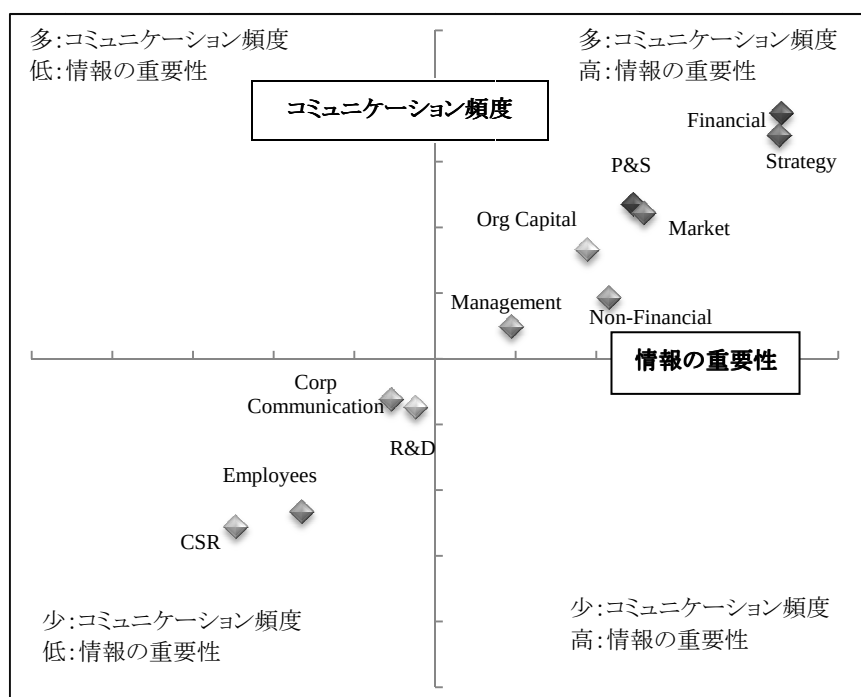
¹³⁷ 同上,p.85.

¹³⁸ 同上,pp.142-154 参照。

ケーション(Corporate communication)の9項目である。質問内容は、財務情報と非財務情報の合計10の指標について、「どのような頻度で投資家に伝えているのか」、そして、「どの指標が重要と思われるか」についてたずねている。頻度および重要性を測定する方法としては、各質問に対し、回答者に0(伝えない/重要性ない)から10(常に伝える/重要である)のいずれかを選択してもらうという単一項目尺度を使った測定が行われた。

その結果を示したものが図3-1である。縦軸にコミュニケーションの頻度を、横軸に情報の重要性を示している。この結果から、財務情報、および、非財務情報の中では経営戦略に関する情報が、伝達頻度および情報の重要性が最も高いことが明らかになった。一方、コーポレートコミュニケーション、研究開発、従業員情報、CSRについては、平均(5.0)以下であった。2008年時点の調査でCSRの重要性が最も低い値を示していた¹³⁹。

図3-1. IRにおける財務情報および非財務情報の重要性とコミュニケーションの頻度



(出所)Laskin (2008),p152 を筆者翻訳。

わが国における非財務情報の在り方を検討した先行研究に中條(2013)、北川(2013)がある。中條(2013)は、非財務情報を財務情報と対立して捉えるのではなく、財務情報を補い、企業の将来業績の先行指標となりうる情報を非財務情報と捉えると定義している。すなわち、非財務情報は、現

¹³⁹ 「リーマン・ショック(2008年9月)は、全般的にCSRへの関心を低下させる一方、企業の利益の持続性や存続そのものへの関心を増大させた」(住田(2013),p.20)との指摘もある。本調査が実施されたのは2008年2月であったが、サブプライムローンの影響による経済環境の悪化で米国企業がCSRへの関心を低下させたとも考えられる。

行の財務諸表ではタイムリーに伝えきれない企業価値の源泉を伝達すると指摘しているのである¹⁴⁰。更に、北川(2013)は、企業サイドからの自主的な開示が有効であるためには、長期の経営戦略が必要であることを指摘している¹⁴¹。

近年、企業の開示情報の中でも特に非財務情報に注目が集まり、ややもすると、財務情報の有用性が薄れ、非財務情報の開示ばかりに目が向きがちである。しかし、図 3-1 が示すとおり、企業は、投資家とのコミュニケーションの中で伝える最も重要な情報として財務情報を捉えており、それを補う形で、企業の経営戦略が位置づけられている。Laskin(2008)の調査結果は、偶然にも、中條(2013)、北川(2013)の指摘を可視化しているといえる。

非財務情報の開示拡大要求が高まる昨今において¹⁴²、Laskin(2008)の研究結果は、非常にタイムリーな内容である。これは、日本企業が、アナリスト・投資家とコミュニケーションを図る際、どのような優先順位で非財務情報を伝えるべきか検討する上で大いに参考になる指標と筆者は考える。

第 2 節 欧州を中心とした非財務情報開示拡大要求の高まり

1. 欧州における IIRC の動き

一方、欧州においても非財務情報の開示を巡る様々な動きが生じていた。2000 年代初頭、企業の多くは CSR 情報や ESG 情報などの非財務情報の開示をコストと捉えていたが、2000 年代半ば以降、企業価値と関連する企業固有の要素と捉え、ビジネス戦略に活用する見方が広がってきた¹⁴³。そうした観点から、OECD、IASB(国際会計基準審議会)、WICI(World Intellectual Capital/Assets Initiative)が、それら情報の開示の枠組み作りにのりだした。

OECD は、無形資産は成長の源泉との立場から、企業報告に無形資産を報告に盛り込む為のレポーティングの方法について議論を進めており、WICI は、それぞれの企業固有の要素を重視して、形式主義に陥らない実質優先の情報開示と指標の選択を奨励している¹⁴⁴。

時同じくして、英国のチャールズ皇太子は、2006 年に A4S プロジェクトを開始した。これは、環境資産・自然資産などの消費を計測して財務諸表等に載せるべきとの考えをベースとしたものであった。2008 年には、A4S フォーラムが形成され、環境のみに焦点を当てるのではなく、財務情報と非財務情報を一体化した報告(Connected Reporting)を目指す活動となり、2009 年 12 月には CRF(Connected Reporting Framework)が創設された。更に、2010 年 7 月に、A4S は、GRI(Global Reporting Initiative)とともに IIRC を創設した¹⁴⁵。

¹⁴⁰ 首藤(2013),p.3.

¹⁴¹ 首藤(2013),pp.4-5.

¹⁴² 企業活力研究所(2012) <www.meti.go.jp/english/policy/economy/corporate.../120713_PC1_5.pdf>参照。

¹⁴³ 首藤(2013),p.4.

¹⁴⁴ 同上

¹⁴⁵ 住田(2013),p.21.

2010年に発足したIIRC(International Integrated Reporting Council)は、WICIの基本的な考え方に共感し、WICIと密接に強調しながら統合報告の枠組み作りを検討してきた¹⁴⁶。IIRCは、2011年に、「統合報告に向けて-21世紀における価値の伝達」と題するディスカッション・ペーパーを公表した。この中で、IIRCは、既存の報告と統合レポートの違いを明示した(表3-3)¹⁴⁷。

IIRCは、企業およびビジネスモデルを「価値創造のメカニズム」と捉え、統合報告の目的は、組織がいかに短中長期の価値を創造・持続させるかを描写することにあるとしている¹⁴⁸。本ペーパーでは、統合報告を次のように定義している。「統合報告は、組織が事業運営を行う商業上、社会上および環境上の背景を反映するように、組織の戦略、ガバナンス、業績及び見通しについての重要な情報をまとめあげる。それによって、組織がどのようにスチュワードシップを実践するか、そして、組織が現在及び将来に亘ってどのように価値を創造・維持するかに関して、明瞭かつ簡潔に表明されることとなる。統合報告は、それぞれ独立した報告(財務、マネジメント・コメンタリー、ガバナンスと報酬、及び持続可能性報告)において、現在報告されている情報の最も重要な要素を、まとまりのある全体に結合させる。¹⁴⁹」

IIRCは、2013年4月には Consultation Draft¹⁵⁰を示し、同年12月9日、IIRCは、国際統合報告フレームワーク(International Integrated Reporting Framework)を発行した¹⁵¹。

表 3-3. 既存報告と統合報告の違い

	現在の報告	統合報告
思考	分離・独立	統合
スチュワードシップ	財務資本	人的資産、知的資産、天然資源、社会資本を含むあらゆる種類の資本
焦点	過去、財務	過去及び将来における、関連付けられた内容についての戦略的な報告
時間軸	短期	短期、中期及び長期
信頼	狭い開示	より高い透明性
適応性	規則的	原則主義に基づく、個々の状況に対応した報告
簡潔	長文かつ複雑	簡潔かつ重要
科学技術の利用	紙ベース	ウェブやXBRLなどの技術活用

(出所)IIRC(2011)

2. 英国における KayReview の公表

IIRCが、関連機関と協調しながら統合報告の枠組みを検討する動きとは別に、英国では、2010年

¹⁴⁶ 首藤(2013),p.4.

¹⁴⁷ IIRC(2011)<http://theiirc.org/wp-content/uploads/2011/09/IR-Discussion-Paper-2011_spreads.pdf>

¹⁴⁸ 住田(2013),p.22.

¹⁴⁹ IIRC(2011)<http://theiirc.org/wp-content/uploads/2011/09/IR-Discussion-Paper-2011_spreads.pdf>

¹⁵⁰ IIRC(2013a)<<http://www.theiirc.org/wp-content/uploads/2013/05/Consultation-Draft-of-the-InternationalIR-Framework.pdf>>

¹⁵¹ IIRC(2013b)<<http://www.theiirc.org/international-ir-framework/>>

7 月、ケイ報告書(KayReview)が公表されている¹⁵²。これは、資本市場における悪しきショート・ターミズムを打破しようと英国政府の諮問を受けてジョン・ケイ教授が発表したものである¹⁵³。

ケイ報告書の主張は、「英国株式市場の目的は、企業の業績を向上させること、および、最終投資家に全体として良好なリターンを確保することにある。このためには、名も知らない代理人間で行われる短期的取引よりは、信頼と信用に基づく関係を構築することが有効である。この手段として、投資先企業への関与を深めること(集团的エンゲージメント)や、企業が高品質で簡潔な叙述的報告を行うことが重要である」というものであった¹⁵⁴。

ケイ報告書は、株式市場の問題点の分析を行ったのち、改善策の提案・勧告がなされている。この中で、17 の勧告が示されているが、その内、3 つが投資情報に関するものであった。

まず 1 つめに、短期的業績予想開示の中止が示された(勧告 6)。ケイ報告書は、企業に対し、ショート・ターミズムを助長するような短期的な業績予想とその開示を、企業は、やめるように努めるべきことを勧告している。

次に、期中経営報告(四半期報告)(Interim Management Statement(quarterly reporting))義務の撤廃を示している(勧告 11)。アセット・マネージャーに必要な情報は長期的判断に有用な情報であって、短期のランダムな変動の結果ではないことから、ケイ報告書においては、期中経営報告義務の撤廃を勧告している。

3 つめに、高品質で簡潔な叙述的報告(narrative reporting)の推奨を行っている(勧告 12)。叙述的な報告書は、本質的な事項を適切に説明し、透明性の観点から重要な役割を果たすことから、企業に対して、定型的な報告ではなく高品質で簡潔な叙述的な報告を行うことを勧告している。

先に触れた IIRC における統合報告の検討とケイ報告書は直接的にはリンクしていない。しかし、アプローチの仕方は異なるものの、時同じくして、投資家に対して長期投資を促し、企業に対して長期的価値の増強をもとめる提言がなされているのは、昨今における市場環境の大きな変化が要因となっている点において共通している。これらの提言を受け、企業は、組織が現在及び将来に亘ってどのように価値を創造し維持するかに関して、明瞭かつ簡潔に表明する必要性が生じ、非財務情報開示の在り方の検討、更には、新たな情報開示のフレームワークである統合報告への対応が求められるようになったのである。

3. 統合報告の先進事例

先述した IIRC の動きの中で概観したとおり、近年、長期投資促進の目的から非財務情報の重要性が認識され、財務情報と非財務情報を融合する一つの形式として統合報告が注目を集めている。IIRC は、従来の報告と統合報告の違いを 8 つの項目で対比することにより、統合報告の目的が、従

¹⁵² “THE KAY REVIEW OF UK EQUITY MARKETS AND LONG-TERM DECISION MAKING FINAL REPORT JULY 2012”<http://www.sns.se/sites/default/files/kay_review_of-equity_markets_final_report.pdf>参照。

¹⁵³ ケイ報告書の意義とわが国への示唆を詳細に論述したものに北川・林(2014)がある。

¹⁵⁴ 北川・林(2014)参照。

来のように過去の財務情報で短期の企業価値を開示することではなく、組織がいかに短中長期の企業価値を創造・持続させるかを描写することであると明示している(表 3-3 参照)。

この大きな情報開示の流れは、昨今の市場環境の変化と相まって表出してきたものである。それゆえ、各国の市場関係者および発行体である上場企業においては、それら情報開示の在り方の検討が近々の課題となっている。そんな中、広義・狭義の両面において統合報告の好例として頻繁に引き合いに出されるのがデンマークのヘルスケア企業、ノボ・ノルディスク社である¹⁵⁵。本項では、同社のアニュアルレポートを詳細に分析しながら、統合報告書の中で非財務情報として開示される項目が何かを具体的にみていくものとする。

ノボ・ノルディスク社は、デンマークに本社を置く糖尿病ケアの世界的リーディング・カンパニーである。創業は 1923 年にインスリンの製造販売したのが開始である。1989 年にノボ・インダストリ社とノルディスク・ゲントフテ社が統合し、現在のノボ・ノルディスク社が設立された。年間医薬品売上高は 13,826 百万ドル(2012 年実績)、2012 年度末現在で従業員は 34,731 人である¹⁵⁶。

医薬品は人の命に関わることから、製薬産業は極めて高い社会性を持つと言われる。また、新薬の開発は、通常 10 年以上の年月をかけて行われるため、他産業を大きく上回る研究開発費が必要となる。もともと、医薬品業界は業界再編が激しいといわれることが多いが、激しい市場競争の中で企業として利益を上げなければならないという経済合理性に支えられた収益性と、高い社会性を維持しなければならないという産業としての使命を併せ持つのが医薬品産業の特性といえる¹⁵⁷。

このような、産業に関わるノボ・ノルディスク社が、なぜ統合報告の先駆者と呼ばれるのかというと、それは、かれらの揺るぎない経営哲学(トリプル・ボトムライン・アプローチ)に裏打ちされた年次報告書(Annual Report、以下「AR」と記す。)の内容が、IIRC が示した統合報告の考え方と一致するからである。

同社の歴史を纏めた「Novo Nordisk step by step」によれば、1994 年デンマークで初めて環境レポートを発行。1999 年社会レポート発行。2002 年、UNGC(国連グローバル・コンパクト)に署名、そして、2004 年には、企業が財務・環境・社会の 3 つの側面に配慮し経営を行うことを強調するよう会社の定款を修正したとの記載がある。財務・環境・社会へ配慮した経営を行うことはノボ・ノルディスクの「トリプルボトムライン」と呼ばれる経営哲学である。過去の苦い経験から¹⁵⁸、ノボ・ノルディスク社は徹底的に環境・社会問題に取り組むようになり¹⁵⁹、それが、熱心な CSR 活動として現れ、今日でいうところの持続可能性に配慮した企業活動として体现されている。

北川(2013)は、欧州と日本の大手製薬企業における主要な非財務情報項目を 18 列挙して、その開示の有無と、その内容が強制的開示(M: Mandatory Information)か任意開示(V: Volunt

¹⁵⁵ 藤原(2012)は、統合報告には 2 つの意味があるとし、狭義には「単一の文章を意味し、紙による文書はもちろんのこと PDF ファイルのような形で提供される電子文書も含まれ」、広義には「財務情報および非財務情報の両者を、相互の影響を示しながら報告すること」と説明している。

¹⁵⁶ Novo Nordisk Homepage<<http://www.novonordisk.com/default.asp>>

¹⁵⁷ 伊藤(2010), p.14.

¹⁵⁸ 詳細は北川(2012)参照。

¹⁵⁹ 詳細は、Novo Nordisk(2012a)“20 YEARS IN THE BUSINESS OF SUSTAINABILITY”, pp.18-21 参照。

-ary Information)かについて調査している。これら項目には、AR 記載項目だけでなく、企業の WEB サイト、および CSR 報告書あるいは統合報告化した AR に掲載してある項目、更には、通常、企業がコメントしない項目まで含まれている。そこで、本項では、北川(2013)に示された 18 項目のうち、AR あるいは CSR レポート、企業 WEB サイトで確認可能とされた 13 項目を抽出し、ノボ・ノルディスクの直近(2012 年度)の AR にそれら項目の記載があるか否か確認をしてみた¹⁶⁰。その結果を纏めたものが表 3-4 である。

ノボ・ノルディスクにおいては、①～⑬全ての非財務項目が AR の中で確認することができた。同社の AR は、統合報告化した AR でもあるので、その内容は簡潔であると同時に、あらゆる種類の資本に関する情報が記載されている。

直近 2012 年の AR は、114 ページから構成され、AR の冒頭には、Chairman と CEO からの投資家への手紙が掲載されている。

短期の業績予想は、2013 年の見通しということで、「Sales growth」、「Operating profit growth」、「Net financials」、「Effective tax rate」、「Capital expenditure」、「Depreciation, amortization and impairment losses」、「Free cash flow」について、レンジあるいは凡その目安数値が記載されている。また、長期の財務目標として、「Growth in operating profit」、「Operating margin」、「Operating profit after tax net operating assets」、「Cash to earnings (three year average)」が開示されている¹⁶¹。わが国の業績予想が、形式的な項目で開示されているのとは随分異なる趣きである。

同社の AR の全ページ数の約半分(49 ページ)は、「財務・社会・環境に関する統合報告 (Financial, social, environmental statements)」に割かれている。この内容はまさに、「統合された情報を提供するために、持続可能な事業の実践と財務業績とをつなげるだけでなく、厳格なアプローチを採用しながら財務および非財務データの報告を結びつけている¹⁶²」といえる。

ここでいう厳格なアプローチとは、財務報告は IFRS に基づいて作成し、一方で、その基準が確立されてない非財務情報報告については、G3 サステナビリティ・レポーティング・ガイドラインに基づき報告していることである。この旨を外部に宣言することで、持続可能性に配慮する企業であることを訴えている。また、AR の監査は PwC が実施しているが、PwC は同社が報告する非財務的な業績に対する保証も行っている(AR, p.111)¹⁶³。

更に、同社は統合された AR を作成する中で、情報利用者のユーザビリティにも配慮して、紙媒体の報告書のみならず、同社ウェブサイトでそれを補完する情報を様々な形で提供している(AR, p.112)。この点も、ウェブの技術の活用を推奨する IIRC の統合報告の考え方と一致している。

同社は、AR の“*How we are accountable – Materiality –*”の中で、「財務的および非財務的な資産に関する報告書を結合させる目的は、ステークホルダーの当社に対する評価を高めることにある

¹⁶⁰ Novo Nordisk(2012b)< http://www.novonordisk.com/images/annual_report/2012/Novo-Nordisk-AR-2012-en.pdf>

¹⁶¹ 北川(2012)は、この点を「長期財務目標として 3 年平均の『Cash to earnings』を明示するということは、余計な金融資産を持たずに、余剰が出たら全て株主に還元しようというものであり、自らの将来の長期業績について相当の自信がなければ目標として設定できない」と指摘している。

¹⁶² 藤原(2012), p.12.

¹⁶³ 藤原(2012), p.12.

¹⁶⁴」としており、「主要なステークホルダーと良好な関係を構築し維持する」ことは、ノボ・ノルディスク・エッセンシャルズに謳っている。すなわち、同社にとって、統合報告を作成することは、企業が主体になって、自社の価値観を共有できる投資家に末永く株式を保有してもらう活動を積極的に行うことを意味しているといえる¹⁶⁵。

ノボ・ノルディスクの揺るぎない経営哲学に裏打ちされた AR に織り込まれる企業情報は、まさに、IIRC が示す統合報告の内容(表 3-3)を具現化したものといえる。

表 3-4. ノボ・ノルディスクのアンニュアルレポート掲載項目

非財務情報項目※	タイプ	ノボ・ノルディスク社 2012 年版 AR	AR の項数
① 経営理念	M	○	p.12,p.19
② 事業戦略と事業リスク	M	○	pp.15-19 pp.41-43
③ 中期的ゴール	V	○	p.10,13,14
④ 短期的業績予想	V	○	p.9
⑤ 財務戦略と財務リスク	V	○	pp.9-10 p.43
⑥ 主要品目別・地域別売上	V	○	pp.32-37
⑦ 新薬開発状況	V	○	pp.30-31
⑧ 環境	V	○	p.14 pp.101-103
⑨ コンプライアンス	M	○	p.12-13, p.100 p.109-112
⑩ 従業員	M	○	p.12 p.99-100
⑪ コーポレート・ガバナンス	M	○	pp.46-pp.54
⑫ 知的資産	V	○	p.12, p.98
⑬ 株主状況	M	○	pp.44-45

(出所)北川(2013)を参考に、筆者がノボ・ノルディスクの AR 情報(右 2 列)を追加して作成した。
図表※)北川(2013)は、①～⑦および⑬は主に AR あるいは決算説明会資料で開示される項目、⑧～⑫は主に CSR レポートあるいは統合報告化した AR に掲載される項目としている。

¹⁶⁴ 当記載は 2008 年の同社アンニュアルレポート参照。<<http://annualreport2008.novonordisk.com/how-we-are-accountable/materiality.asp>>

¹⁶⁵ 北川(2010b),p.13 参照。

第3節 日本における非財務情報の開示要求の拡大

1 わが国における非財務情報の開示を巡る動き

本節では、日本における非財務情報開示の現状を考察する。JIRAの歴史を紐解くと、米国でエンロン・ワールドコム事件が発生したのを機に、わが国においても、IR活動における長期視点と非財務情報開示の重要性に目が向けられていたことが分かる。それを裏付けるものとして次のような記述がある。

「2001年のエンロン、2002年のワールドコムの不正とそれに続く破綻は、日本企業のIR関係者にも衝撃を与えた。今まで『モデル』とされていた米国企業のIRに修復しがたい綻びが明らかになったからである。監査法人やアナリストの倫理問題もクローズアップされ、日本でもアナリストの信頼性が議論されるようになった。日本企業への影響としては、2002年のSOX法への対処、NYSEへの上場見直しといった直接的なものに加え、財務情報に限らず、より定性的な情報、例えば無形資産の情報を開示しようという意識が高まったことなどがあげられる。投資家の短期志向を助長する情報より、中・長期的な経営戦略の理解を助ける情報を開示しようという動きである¹⁶⁶。」(JIRA(2005),p.80)

他方、わが国の経済産業省は、2005年から「知的資産経営」という考え方を推奨してきた。この考えは、「自らの企業の特徴、能力、リソースを特定し、何を目指し、その実現のためにリソースをどのように活用して価値創造を行う戦略をとるのか、その結果はどうか、ということ、過去から現在、現在から将来の2つのサイクルで、財務情報ともからめながら記述する。」との考え方である¹⁶⁷。この考えは、米国のEBRCや欧州のEFFASなどにも共感を得て、WICIの創設に繋がっていく¹⁶⁸。そして、上述したとおり、IIRCが設立されると、統合報告の枠組み検討にあたりWICIの考え方が多く取り入れられたのである。

IIRCが、2011年9月に「統合報告に関するディスカッション・ペーパー」を公表したのを受け、わが国においても、2012年3月、時同じくして、二つの調査研究報告がされている。

一つは、経済産業省主導のもと公表された「平成23年度総合調査研究—持続的な企業価値創造に資する非財務情報開示のあり方に関する調査」の報告書である¹⁶⁹。この中では、有識者・市場関係者へのヒアリングの実施、および、国内外の開示事例を参照することで、企業の本源的価値の追求のために企業・投資家・政府等に対し期待される12のアクションを提案している。更に、当報告書のはじめには、「広義の企業価値の向上の取組みにおいては、非財務情報の開示と対話がより大きな役割を果たす。」旨が明記されている¹⁷⁰。

もう一つは、企業活力研究所(2012)から発表された「企業における非財務情報の開示のあり方に

¹⁶⁶ この動きを受けて、2002年6月19日付け日本経済新聞は、投資家が「見えない資産」を重視しているというIR学会の調査結果を報じている。JIRA(2005),p.80 参照。

¹⁶⁷ 経済産業省(2005)

¹⁶⁸ WICI<<http://www.wici-global.com>>

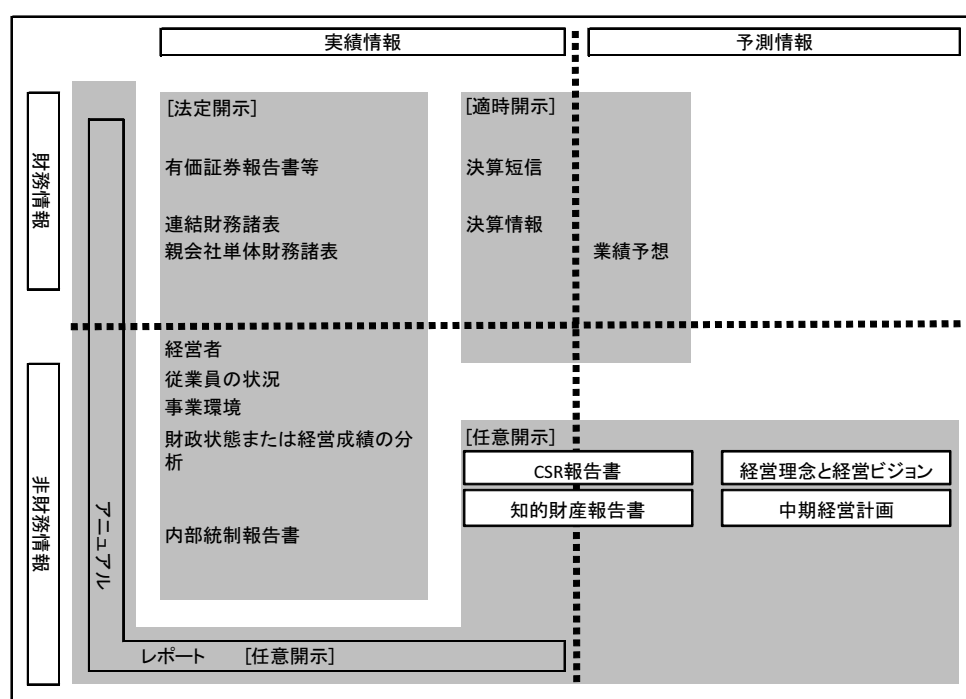
¹⁶⁹ 経済産業省(2012) <http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2012fy/E002177.pdf>

¹⁷⁰ 同上

関する調査研究報告書」である¹⁷¹。同報告書の中では、「わが国の公開企業における情報開示の現状」を示し、非財務情報の範囲を定義している(図 3-2)。同報告書で調査対象となっている企業は限定的であるものの、情報開示の在り方を検討する上で、議論の前提となる非財務情報の範囲を具体的に定義した点において画期的な報告であった。

わが国の上場企業が開示する情報は多岐にわたる。有価証券報告書などの法定開示情報、決算短信のような民間規制による適時開示情報、そして、アニュアルレポート、CSR 報告書、知的財産報告書、経営理念やビジョン、中期経営計画等などの任意開示情報である。これらの情報を、図表 3-2 では、財務情報と非財務情報、実績情報と予測情報に分類している。

図 3-2. わが国の公開企業における情報開示の現状



(出所)企業活力研究所(2012)p3.図 1-1

2 日本企業の統合報告書の現状

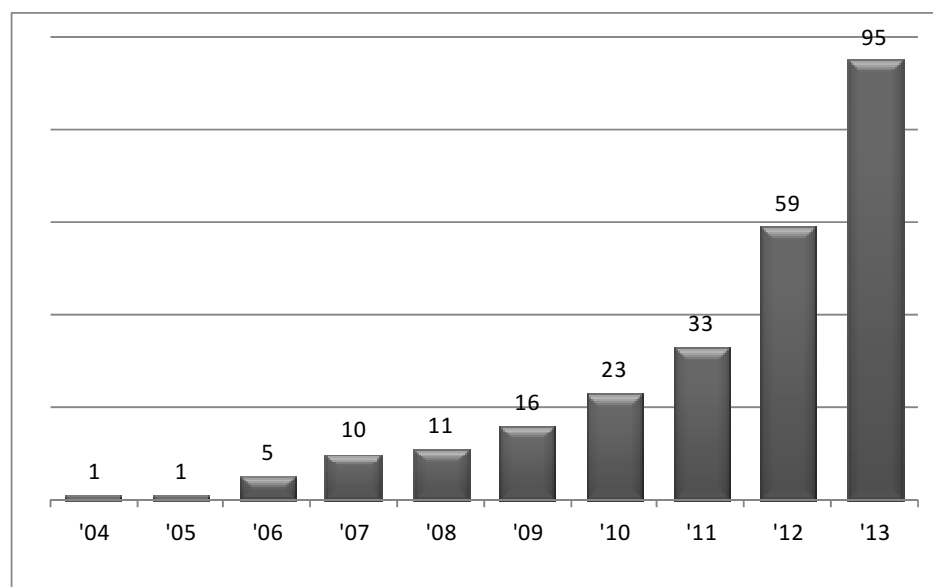
世界における情報開示の新たなフレームワークの動き、そして、国内におけるこれら報告書の公表を受け、近年、わが国上場企業においても、財務情報および非財務情報を融合した統合報告書作成への取り組みがみられるようになってきた。

ESG コミュニケーション・フォーラム(2014)によれば、日本国内において、2013 年には 95 社が何

¹⁷¹ http://www.bpfj.jp/act/download_file/8428429/95101661.pdf

らかの形で統合された報告を実施している(図 3-3 参照)。図 3-3 から、2011 年度以降、統合レポートを作成する企業が急激に増加していることが分かる。

図 3-3. 統合報告書作成企業の推移



(出所) ESG・コミュニケーションフォーラム(2014)

KPMG(2013)は、2013 年 11 月時点で統合報告書を発行した国内企業 56 社に KPMG の独自調査による 2013 年度の発行企業 25 社を加えた 81 社を対象に、統合報告に関わる国内事例調査を行っている¹⁷²。以下では、その内容を詳細にみていくものとする。

KPMG (2013)において、統合報告書作成企業に対し、その名称をたずねたところ、「アニュアルレポート」としている会社が 4 割程度、「会社名+レポート」している会社が 3 割程度であった。「会社名+レポート」の具体例としては、『豊田合成レポート』、『Kawasaki Report』などであった(図 3-4-1 参照)。「その他」と回答した企業 8 社の具体的な名称は次のとおりである。古河電気工業では『サステナビリティレポート』、リコーも同名称。大日本スクリーンは『経営レポート』、飯野海運では『経営報告書』、三菱ケミカルホールディングスは『KAITEKI レポート』、第一三共は『バリューレポート』、JFE ホールディングスは『JFE グループ TODAY』、住友生命相互会社は『ディスクロージャー誌』である。

次に、対応言語について質問したところ、9 割の会社が、英語版を発行していた(図 3-4-2 参照)。日本語のみ発行している会社は 3 社で、AXA 生命保険、住友生命保険、新日本有限責任監査法人であった。逆に、英語のみ発行している会社も 3 社あり、関西ペイント、昭和電工、横浜銀行であ

¹⁷² 本項のデータは、KPMG ジャパン統合報告アドバイザーグループが 2013 年 11 月時点の顧客企業を対象に実施した「日本企業の統合報告動向調査」を参照した。

った。

図 3-4-1. 統合報告書の名称

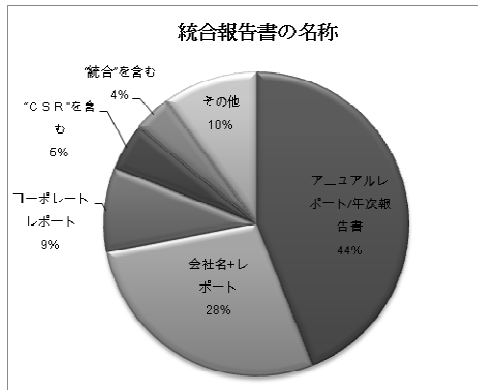


図 3-4-2. 対応言語

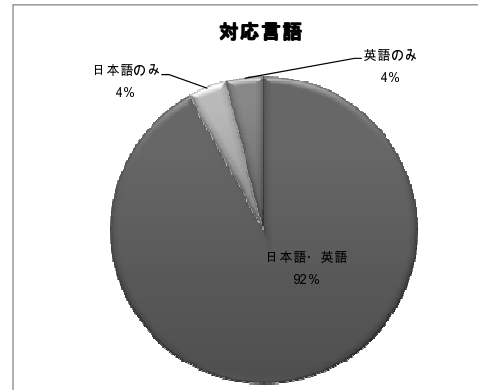


図 3-4-3. 開示タイミング

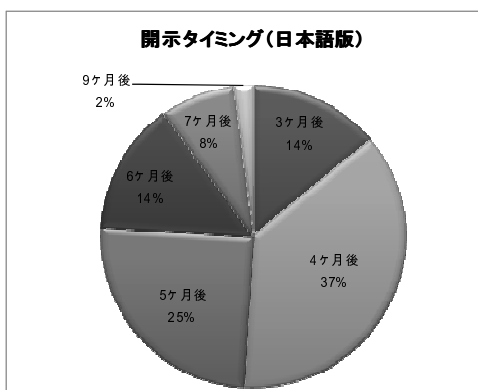


図 3-4-4. 統合報告書総ページ数

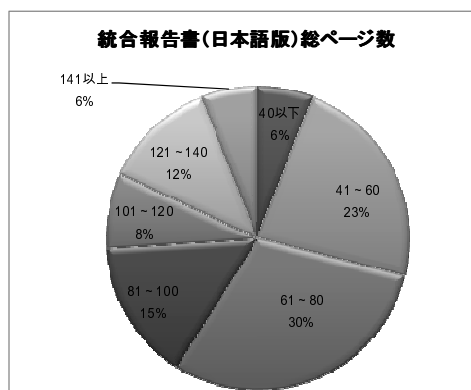


図 3-4-5. 既存文書の改廃

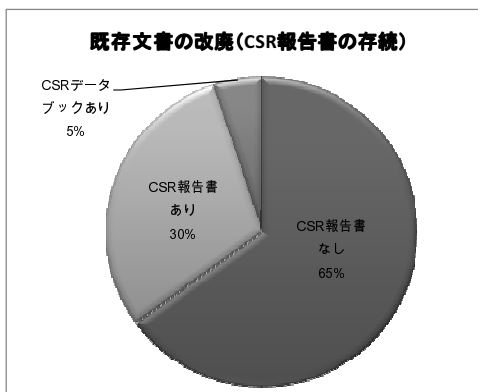
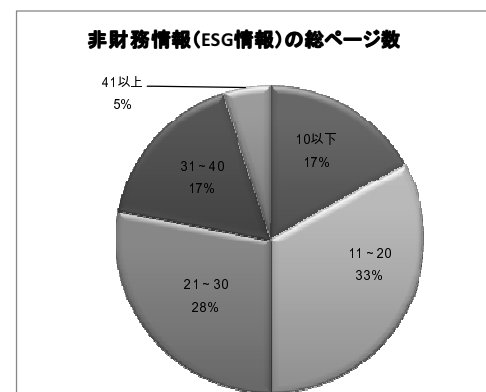


図 3-4-6. 非財務情報の総ページ数



(出所) KPMG(2013)

更に、日本語版の統合報告書を決算後、何ヶ月後に発行しているのかたずねたところ、約 6 割の会社が、決算から 4～5 ヶ月後に発行していることが判明した。3 ヶ月後に発行していると回答した企業は 7 社であった。この 7 社は、日本たばこ産業、TOTO、JFE ホールディングス、日立建機、村田製作所、曙ブレーキ工業、飯野海運であった。7 ヶ月後に発行している会社は 4 社で、第一三共、リコー、三菱商事、ローソン。9 ヶ月後に発行している会社は 1 社であった(図 3-4-3)。

つづいて、統合報告書(日本語版)の総ページ数をたずねたところ、平均は 84 ページ。その内、61～80 ページの会社が 3 割で最も多く、次いで 41～60 ページの会社が 2 割強、81～100 ページの会社が 15%であった(図 3-4-4)。統合報告という性質上、従来あった情報を合体させるだけでなく、如何に質の向上を図り、量を減らすか、各社知恵を絞っているといえる。わが国の平均は、上述したノボ・ノルディスク社のものよりはやや少なめといえる。

また、統合報告の発行に伴い、既存文書(CSR 報告書)を廃棄した割合は、65%であった(図 3-4-5)。最後に、非財務情報(ESG 情報)の総ページ数について尋ねたところ、平均は 23 ページで、11～30 ページと回答した企業が、全体の 6 割弱を占めた(図表 3-4-6)。

これら KPMG(2013)の調査結果は、わが国企業における統合報告の現状の形式的な姿を明らかにしたものであった。一方、企業が作成した統合報告書をアナリスト・投資家等の立場から詳細に評価する制度として、WICI ジャパンは 2013 年 11 月より「統合報告」表彰制度を始めた¹⁷³。

第 1 回目の「統合報告」優秀企業賞には、伊藤忠商事、オムロン、ローソンが選ばれ、その選考理由は「ペーパーベースの年次報告書を作成する伝統を承継し、株主・投資家向け報告を基軸にするか、あるいは CSR 向け報告を基軸にするかのいずれであれ、財務・非財務のデータを統合し、企業の価値創造活動を簡潔に示し、企業の将来が見通せる¹⁷⁴」統合報告を実践しているからであった。また、Web 統合開示特別賞には TOTO と三菱商事が選出された。

近年、統合報告書を作成する日本企業が急激に増加していることから明らかなとおり、世界の新たな情報開示の潮流の中で、わが国においても、非財務情報の開示、更には、統合報告の在り方に関する議論が年々活発化している¹⁷⁵。

おわりに

本章では、米国、欧州、日本における長期投資の促進と非財務情報開示の拡大要求の現状について考察してきた。一連の比較分析をととして次のことが明らかになった。

第 1 に、欧米企業は自社の長期的価値を投資家に伝えるため非財務情報として何を開示しているのかという疑問に対しては、CFA Institute /NIRI(2008)のサーベイ結果をクロス・チェックすることにより、米国企業の実態を明らかにした(表 3-1 参照)。米国企業は、業績予想情報の中に利益の予想数値のみならず非財務予想も織り込んで開示していることが判明した。また、米国企業の開示姿勢

¹⁷³ WICI ジャパン(2013) <http://www.wici-global.com/wp-content/uploads/2013/11/ニュースリリース_20131121_表彰制度審査結果.pdf>

¹⁷⁴ 同上

¹⁷⁵ 古庄(2012)、加賀谷(2012)、小西(2012b)など多数。

からは、アナリスト達の要求に全て応えるのではなく、アナリストが自前で予想を行うべきと考える情報内容は敢えて開示しないという強いポリシーが垣間見えた。米国企業の開示姿勢は、完全なる自主開示となったわが国の業績予想をアナリスト・投資家に伝える際、日本企業がどのようにかれらと対峙すべきか有益な示唆を与えるものと考ええる。

一方、欧州企業に関しては、ケイ報告書(2012)の中で、長期投資を促す情報開示の内容が具体的に提案されていた。更に、統合報告の先進企業であるノボ・ノルディスク社の AR を詳細に分析することで、同社が開示する非財務情報を明らかにした(表 3-4 参照)。同社の統合報告は、財務・環境・社会へ配慮したトリプル・ボトムラインという経営哲学に則り行われていた。

第 2 に、非財務情報の開示と投資家との対話をどのように結び付けているのかという疑問に対しては、米国企業の実態を明らかにした Laskin(2008)の研究を詳細に分析した(図 3-1 参照)。わが国の IR 研究者達が、IR 活動におけるコミュニケーションの重要性を頻繁に指摘しながらも、開示情報とコミュニケーションの関連性に着目した実証研究に未着手である現状を鑑みると、Laskin(2008)は、実務面のみならず研究面においても、わが国に重要な示唆を与えると筆者は考える。

ここまで、時間軸により変容する企業情報に焦点をあてながら、わが国企業の IR 活動を考察してきた。繰り返し述べたとおり、企業は、財務情報であれ、非財務情報であれ、それら企業情報を自社の将来の企業価値に結びつけながら、情報の受け手であるアナリスト・投資家達に伝えなければならない。そのためには、企業からの一方的な情報発信ではなく、アナリスト・投資家の意見にも耳を傾けた双方向のコミュニケーションがより重要になってくる。その際、アナリスト・投資家の意見を知る上で有効な手掛かりとなるのが IR 活動の外部評価である。そこで、次章以降では、わが国の外部評価に着目しながら、日本企業の IR 活動を考察していくものとする。

第4章 IR活動の外部評価(1)－わが国における外部評価の現状

はじめに

本章の目的は、企業がアナリストや投資家との対話を促進する上で、重要な指針となりうる IR 活動の外部評価の現状を詳細に把握することである。

前章で考察してきたとおり、昨今、投資家に長期投資を促すための非財務情報の開示に注目が集まっている。そして、企業は、自社の企業価値と関連性を持たせながらそれら情報を伝えるために、アナリスト・投資家との対話がより重要な役割を果たすことを認識しつつある¹⁷⁶。その際、必要となるのが、対話相手が望む情報が何であるかを把握することである。相手の情報ニーズを理解したうえでコミュニケーションを図ることは、両者の理解を深め、より意味のある対話を促進すると考えられる。アナリスト・投資家が望む情報を知る上で有効な手掛かりとなるのが、わが国に複数存在する IR 活動の外部評価である。

第1章で述べたとおり、IR 発展の歴史は、上場企業と投資家およびアナリストとの葛藤の歴史であった。IR オフィサーとアナリスト・投資家は相互牽制システムの環の中に存在し、企業の IR 活動を評価するのは主にアナリスト達である。事実、IR 活動の普及・促進を目的とした米国アナリスト協会の前身である AIMR は、1987 年より、企業が行う IR 活動を評価し数値化した結果を毎年公表するようになった。わが国においても状況は同じである。しかしながら、日本と米国その他の国々と大きく異なるのは、わが国には上場企業の IR 活動を評価する機関が 6 つも存在する点である。

そこで、本章では次のとおり分析を進めるものとする。第1節では、外部評価を行う各機関の特徴を整理する。第2節では、これら機関が行う評価結果を用いた先行研究のサーベイを行う。ここでは、わが国で実施されている外部評価が、実務面で IR 活動の普及・促進・向上に役立つのみならず、研究面でも有効に活用されていることを示す。第3節では事例分析を行う。企業がアナリスト・投資家達の情報ニーズを理解して IR を実践することは、両者の理解と対話は促進し、企業が発信する IR 情報の質も向上するため、結果として、IR の外部評価が高くなることを、IR 優良企業の事例を用いて明らかにする。最後に、まとめとして外部評価の有用性を高めるための改善点を指摘する。

第1節 わが国における IR 評価機関

1. 1990 年代に評価を開始した 4 機関

日本国内において、上場企業の IR 活動を評価する機関は、現在 6 機関ある¹⁷⁷(詳細は、表 4-1 および 4-2 参照)。そのうち、1990 年代に評価を開始したのが次の 4 機関である。SAAJ、東京証券

¹⁷⁶ 経済産業省(2012),p.4.

¹⁷⁷ 近年、「統合報告」の動きにあわせ、企業のアニュアルレポートなどの評価を新たに始めた機関は除く(例えば、WICI ジャパン「統合報告」表彰審査委員会が 2013 年以降実施する WICI ジャパン「統合報告」表彰制度等)。

取引所、JIRA、日本経済新聞社。中でも、最も歴史のある表彰制度が、SAAJ が実施する『証券アナリストによるディスクロージャー優良企業表彰』である。1995 年から始まった本制度は、毎年春から夏にかけて対象企業の評価を行い、10 月頃にその結果が公表される。平成 24 年度版として公表された手許資料によると、本表彰制度の評価対象および評価方法は以下のように記されている（以下、平成 24 年度『証券アナリストによるディスクロージャー優良企業表彰』より一部抜粋。）

まず、評価の区分は、「業種別」、「新興市場銘柄」、「個人投資家向け情報提供」の 3 区分である。評価対象については、「業種別」は原則として東証一部上場時価総額を基準として選定。平成 24 年度は 16 業種合計 243 社を対象としている。「新興市場銘柄」については、ジャスダック、マザーズ、セントレックス、Q-Board およびアンビシャスの五つの市場に上場している企業の中で、時価総額上位であって、かつその企業を調査対象としているアナリストの数が一定以上の 30 社を対象とした。このうち、「個人投資家向け情報提供」については、本年度の優良企業選定対象である各業種（16 業種）および新興市場銘柄についての選定結果における上位 1 割（小数点切り上げ）のうち、前年 1 年間（今回は、平成 23 年 7 月から平成 24 年 6 月）までの間において、「個人投資家向け会社説明会」を開催している企業の 24 社を対象とした。

評価方法は、「業種別評価基準」として、各業種 5 つの共通項目を設けている。この 5 つの項目は 2005 年度以降に見直しされたものであり、それ以前あった 4 つの項目に新たに「フェア・ディスクロージャー」および「コーポレート・ガバナンス」に関する視点が加わり、次のとおりとなった。それは、「1. 経営陣の IR 姿勢、IR 部門の機能、IR の基本スタンス」、「2. 説明会、インタビュー、説明資料等における開示」、「3. フェア・ディスクロージャー」、「4. コーポレート・ガバナンスに関連する情報の開示」、「5. 各業種の状況に則した自主的な情報開示」である。これら 5 項目に含まれる具体的な情報については、業種別かつ詳細に別途示されている。例えば、建設・住宅・不動産業において、「コーポレート・ガバナンスに関連する情報の開示」に含まれる具体的な情報としては、①資本政策・株主還元策、②目標とする経営指標等、③ガバナンス体制について、という具合である。それゆえ、万が一、本表彰制度の非対象企業であっても、アナリスト達が産業特性を加味した上で、どのような情報を欲しているのか、これら表彰制度の結果に目をとおすことで容易に知ることができる。

本表彰制度における、各分野の具体的評価項目および配点は、それぞれの専門部会の判断に基づき設定されている。この業種評価基準（以下、「スコアシート」）に基づき、証券アナリスト経験年数 3 年以上でかつ現在当該業種担当概ね 2 年以上のアナリスト、延 540 名（平成 24 年度実績）が評価を行った。各評価対象企業の評価に当たっては各アナリストの自主申告により、過去 1 年間における当該企業への接触回数（4 回以上）の要件を満たしていることとしている。新興銘柄については、各評価対象企業の業種が一律でないことから、上記 5 分野のうち、「各業種の状況に則した自主的な情報開示」を除く 4 分野に関して、10 項目の具体的評価基準を設定している。この評価基準に基づき、新興市場銘柄をカバーしている（当該企業の情報開示に関しコンタクト実績がある）110 名（平成 24 年度実績）のアナリストが評価を行った。個人投資家向け情報提供については、「1. 個人投資家向け会社説明会の開催等」、「2. ホーム・ページにおける開示等」、「3. 事業報告書等の内容」の 3 分野について 16 項目の評価基準を設定している。

金子(2008)によれば、「業種別評価の対象とした企業には、その担当の専門部会委員のアナリストが手分けして訪問し、結果のフィードバックを行う。(一部省略)特に、評価結果に満足できない企業は、常に一定割合存在するわけで、こうした企業に対しなぜ満足のいく評価が得られなかったのか説明、納得してもらうことは本制度のクレディビリティ維持の観点からも極めて重要なプロセスである。また、こうした過程で表明される意見のうち当方として改善すべき点については、翌年の作業に反映するべく努めている。こうしたことから、多くの企業において、評価結果の報告は今後の改善の在り方についての参考として積極的に受け止められている。(一部省略)このフィードバックとこれを通じた対話が本制度のユニークな特徴である。」(金子(2008),p276)

このような特徴を持つ本表彰制度は、1995年(第1回の選定対象は7業種59社であった。)と比較して、年々その対象企業数が増加し、その評価結果からも日本企業のディスクロージャーが改善していく姿が読み取れる¹⁷⁸。実際、平成24年度の評価結果の概要では、ディスクロージャー研究会座長の意見として次のような記述がある。「業種別における業種間の評価平均点の違いは、具体的評価項目の内容および配点に業種間の相違があることも反映している。また、昨年度との評価平均点との比較に関しては、具体的評価項目の増減や内容の修正、配点の見直し、対象企業の増減といった点数を考慮する必要がある。従って、一概に数値の増減だけでディスクロージャー水準について昨年度と厳密に比較することは難しいものの、各業種別専門部会における評価結果の取りまとめ審議や、評価を行ったアナリストの意見等を総合的に考慮すると、企業のディスクロージャーは概して向上傾向にあると評価することができる。」

一方、その他の表彰制度に目をむけ、審査対象企業数および各賞受賞企業数という点から4つの表彰制度を比較してみる。東京証券取引所が行う「上場会社表彰」は、対象範囲が東証上場内国法人と最も広いが、各年表彰企業数は8社前後と限定的である。JIRAが行う「IR優良企業賞」は、その審査対象自体が当協議会会員の上場企業で、「調査票」を返信した企業と限定されており、かつ各年表彰企業数は東証同様8社前後に留まる。また、アニュアルレポートを専門に表彰する「日経アニュアルレポート表彰」に関しては、日本経済新聞への広告出稿企業で参加料金が必要であるため、更にその評価企業数は限定的である(詳細は、表4-1参照)。

とはいえ、各団体、各様の表彰方針を定め、毎年その結果を発表することで、わが国上場企業におけるIR活動の普及・促進および質の向上に貢献してきたといえる¹⁷⁹。

¹⁷⁸ 証券アナリストによるディスクロージャー表彰制度が果たした役割に触れたもので山田(2006)がある。

¹⁷⁹ JIRA(2009)の調査によれば、回答企業1,119社にIR活動の効果測定指標をたずねたところ、「アナリスト・投資家との面談回数(42.8%)」を筆頭に、「個人株主数(26.9%)」、「適正株価(19.7%)」等並び、「第三者機関による評価結果(IR優良企業表彰など)」をあげる企業が17.1%であった。

表 4-1. 国内における日本企業の IR 活動表彰制度一覧(1990 年代に開始)

評価機関	公益社団法人 日本証券アナリスト 協会	株式会社 東京証券取引所	一般社団法人 日本 IR 協議会	株式会社 日本経済新聞社 クロスメディア営業局
表彰名	『証券アナリストによるデ ィスクロージャー優良企 業選定』	『上場会社表彰』	『IR 優良企業賞』	『日経アニュアルリポー トアワード表彰』
表彰方針	企業情報開示の向上を 目的とし、証券アナリス トが企業のディスクロー ジャーの質、量、タイミ ング等の優劣を判断す るため、客観的な評価 基準に基づき選定	上場会社のディスクロ ージャーの充実促進の 観点から、適時・適切 に、投資者にわかりや すい形で開示するなど ディスクロージャーに積 極的に取り組んでいると 認められる企業	日本企業の IR 意欲を一 層喚起し、産業界におけ るIRを普及させることを目 的に、IR の趣旨を深く理 解し、積極的に取り組む 優れた IR 活動を実施して いる企業を『会員企業』の 中から選定	日本企業が発行するア ニュアルリポートの中で 特に優れたものを表彰
開催開始年	1995 年	1996 年	1996 年	1998 年
年間表彰回数	毎年 1 回	毎年 1 回	毎年 1 回	毎年 1 回
表彰時期 (2012 年実績)	10 月頃	2～3 月頃	11 月頃	2 月頃
審査対象	原則、東証一部で時価 総額基準、新興市場 6 市場、アナリストカバー あり	東証上場内 国内会社	日本 IR 協議会 会員の上場企業で、「調 査票」を返信した企業	公告特集参加企業のア ニュアルリポートリポート (参加料金必要。)
審査期間	4 月～9 月	毎年 4 月 1 日～翌年 3 月 31 日の間	2 月～10 月頃	11 月～1 月頃
審査委員会	計約 70 名(3～5 名/部 門)アナリスト	「上場会社表彰選定委 員会」7 名、学識経験 者、公認会計士、証券 アナリスト、機関投資家 等各方面の専門家	計 18 名(委員長 1 名、委 員 17 名)シンクタンク、弁 護士、大学教授、アナリス ト、ファンドマネージャー、 運用会社社長、団体理事	約 100 名、アナリスト、フ ァンドマネージャーなど
各賞受賞 企業数	各年度平均 30.8 社(最 大表彰企業数 96 社、最 少表彰企業数 9 社)	各年度平均 8.2 社(最 大表彰企業数 13 社、最 少表彰企業数 5 社)	各年度平均 7.8 社(最大 表彰企業数 14 社、最少 表彰企業数 4 社)	最優秀賞 1 社、優秀賞 2 社、特別審査賞 3 社、 入賞 7 社 (2013 年度実績)
企業情報の 開示手段	紙ベース・直接的コミュニケーション・企業 HP アニュアルレポート			アニュアルレポート 但し、2014 年度からは 「本審査部門(アニュー アルリポート対象)」と「統合 審査部門(CSR 報告 書、環境報告書などを 統合した冊子)」に分か れる。

(出所) 日本証券アナリスト協会: <https://www.saa.or.jp/disclosure/selection.html>、東京証券取引所: http://www.tse.or.jp/rules/award/disclo_past.html、日本 IR 協議会: https://www.jira.or.jp/jira/jsp/usr/activities/2_5.html、日本経済新聞社クロスメディア営業局: <http://adnet.nikkei.co.jp/a/ara/>、2012 年度および 2013 年度実績を中心に各団体 HP の内容を参考にして著者作成。評価機関の欄には、略称ではなく正式名称を記載した。

2. 2000 年以降に評価を開始した 2 機関

2000 年に入ると、インターネットを使った IR 活動が一斉に普及した。東京証券取引所が毎年発表する「株式分布状況調査結果」によれば、インターネット取引に係る有残高口座数は増加の一途を辿り、2006 年には 1,000 万口座を突破し、近年においても引き続き増加傾向にある¹⁸⁰。このインターネット取引の増加に着目した大手証券会社のグループ会社である大和インベスター・リレーションズ（以下、「大和 IR」）および日興アイ・アール（以下、「日興 IR」）は、企業がウェブサイトを使って行う IR 活動（以後、「インターネット IR」という。）の評価を開始した。

国内で最初にインターネット IR の評価を開始したのが、大和 IR である。インターネット IR 表彰制度が、2000 年以前に開始した表彰制度と大きく異なる点は、その審査対象企業社数である。上述したとおり、2000 年以前の表彰制度が、会員登録、広告出稿量、アナリスト・カバレッジなど何らかの条件が必要となっているのに対し、インターネット IR 表彰では、全上場企業を審査の対象としている。また、大和 IR の表彰制度の特徴を見ると、①客観性の高い評価を行うため、会員からのアンケート結果、あるいは少人数の審査員による主観的な評価に陥らぬよう客観的スコアリングに基づいた評価を行う。②IR 活動全般を評価するため、「企業 IR はインターネット IR に包摂される」という考えに基づき、IR サイトを通じて全上場企業の IR 活動全般を評価対象とする旨、が表記されている¹⁸¹。

大和 IR の審査は「5T&C」と呼ばれる審査基準に基づき実施されている。それは、「Timely（適時性）」、「Transparent（透明性）」、「Traceable（追加可能性）」、「Trustworthy（信頼性）」、「Total（包括性）」、「Communication（双方向性）」である。審査過程は 3 段階に分かれており、第一次審査では全上場企業対象に、各社ホームページ（以下、「HP」という。）上に、5 項目（①適時開示情報の開示状況の有無、②直近期の決算短信の有無、③お問い合わせ先の表示の有無、④任意刊行物の有無、⑤プレゼンテーション資料の有無）が掲載されているか否かをチェックし、5 項目全てを満たしている企業に絞り込む。この時点でおおよそ 1000 社程度となる。そして、第二次審査として、「審査委員会」が策定する「審査基準」に基づき指数化（定量評価：100 点満点）して、上位 100 社を「優良企業」として抽出する。最終審査では、専門委員の評価を中心に、「審査委員会」が総合的に判断して、「ベスト企業賞」など各賞を決定している¹⁸²。二次審査で用いられる「審査基準」は、5T&C に基づき、IR 情報として掲載が必要と思われる項目が複数選ばれる。各年の市場動向などを考慮し、毎年この項目は見直される為、評価がスタートした 2000 年は 27 項目だった評価項目数が、直近の手許データ（2011 年）によれば、その数 109 項目まで増加している。

図 4-1 には、2001 年から 2011 年の間に、大和 IR の表彰制度の二次審査に進んだ評価対象企業社数（左軸）と、それら企業の評価点平均（右軸）、および年度別評価項目数の推移を纏めた。この 3 段階に分かれた審査制度は、2007 年以降用いられているため、インターネット IR 評価の審査対象企業を時系列でみていくと、2007 年に一旦、二次審査の対象企業数が激減しているように見え

¹⁸⁰ 全国証券取引所（2012）「平成 23 年度株式分布状況調査結果の概要」参照。

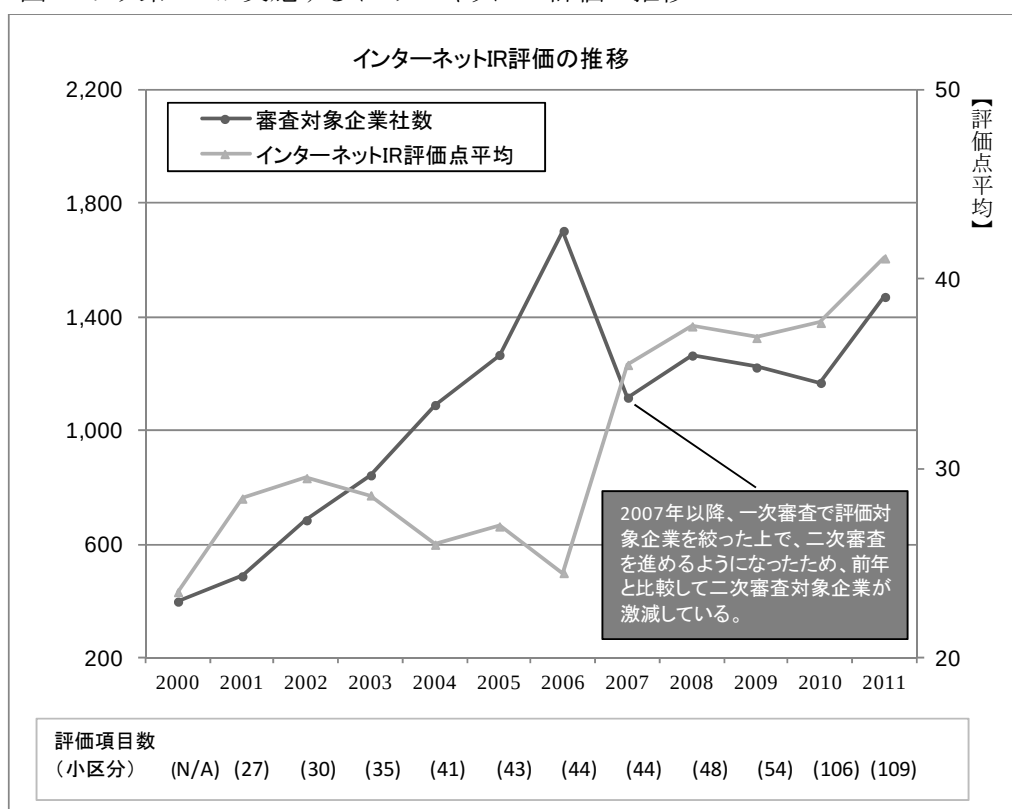
¹⁸¹ 大和 IR「インターネット IR ベスト企業選定について」,P.4 参照。

¹⁸² 大和 IR「インターネット IR ベスト企業選定について」,P.5 参照。

るが、その後、再び増加している。また、年々、評価項目は増加し、その評価内容は厳しくなっているにも関わらず、二次審査に進んだ企業の評価点平均は年々上がっている。これは、わが国企業のインターネット IR の情報が加速度的に充実していることを表す証左といえよう。

一方、インターネット IR の評価を 2003 年から始めた日興 IR は、「全上場企業ホームページ充実度ランキング調査」として、自社 HP 上に毎年その調査結果を公表している¹⁸³。大和 IR および日興 IR が行う表彰制度の概要を纏めたものが表 4-2 である。

図 4-1. 大和 IR が実施するインターネット IR 評価の推移



(出所) 大和 IR「インターネット IR・ベスト企業賞」2000~2011 年データを参考に筆者作成。

¹⁸³ 日興 IR<http://www.nikkoir.co.jp/rank/about_2013.html>

表 4-2. 国内における日本企業のインターネット IR 表彰制度一覧(2000 年以降開始)

評価機関	大和インベスター・リレーションズ株式会社	日興アイ・アール株式会社
表彰名	『インターネット IR・ベスト企業賞 [※] 』	『全上場企業ホームページ充実度ランキング調査』
表彰方針	IR サイトの活用状況を通じて評価する表彰制度を国内で初めて確立。企業 IR はインターネット IR に包摂されているとの視点から、全上場企業の HP を審査する。	上場企業 HP における情報開示の充実度調査と、企業の情報開示に対する意識醸成の促進を目的とし、企業 HP について、株主、投資家、消費者、取引企業、就職希望者など、企業のステークホルダーが情報を取得し、状況を把握するための要素をどの程度備えているか調査する。
開催開始年	2000 年	2003 年
年間表彰回数	毎年 1 回	毎年 1 回
表彰時期 (2012 年実績)	1 月頃	11 月頃
審査対象	全上場企業	全上場企業
審査期間	9 月～11 月	8 月～10 月
審査委員会	大学教授等外部専門家監修のもと 大和 IR が実施	日興 IR が実施
各賞受賞 企業数 (2012 年実績)	各年度平均 70 社程度(2010 年度実績:インターネット IR ベスト企業賞グランプリ 2 社、インターネット IR ベスト企業賞 10 社、インターネット IR 優良企業賞 66 社)	総合ランキング(最優秀サイト、優秀サイト、優良サイト)、業種別ランキング(最優秀サイト、優秀サイト)、新興市場ランキング(最優秀サイト 20 社、優秀サイト 30 社、優良サイト 50 社)
企業情報の 開示手段	企業 HP	

(出所) 大和 IR: https://www.daiwair.co.jp/info_archive/topics/other/2012.html、日興 IR: http://www.nikkoir.co.jp/rank/about_2012.html、2012 年度実績を中心に各団体 HP および大和 IR「インターネット IR ベスト企業選定について」(配布資料)を参考に筆者作成。評価機関の欄には、略称ではなく正式名称を記載した。
[※]2000 年から 2011 年までは「インターネット IR・ベスト企業賞」として毎年公表されていたが、2012 年以降「インターネット IR 表彰」に名称変更されている。

3 欧米の IR 評価機関

上述したとおり、わが国では複数の外部評価機関が存在し、様々な角度から日本企業の IR 活動の評価している。一方、世界に目を向けると、英国では、「FT ボーエン/グレッグス・インデックス」が 2007 年に始まって以来、毎年、企業ウェブ・サイトのグローバルランキングを発表している¹⁸⁴。当ランキングでは、毎年 6 月英有力紙フィナンシャル・タイムズが発表する「グローバル 500」の中から、米国、欧州、その他(ロシアを含む)と 3 つの地域ごとに時価総額で見た 25 の大手企業合計 75 社を抽出し、それら企業のウェブサイトを詳細に分析している。このランキングの目的は、「これがベスト・ウェブサイトである」と指摘することではなく、多くのベストプラクティスを用意している世界各地の企業サイトを検証することにあるとしている。2012 年の実績として日本からエントリーした企業は、トヨタ自

¹⁸⁴ FT-Bowen Craggs Index<<http://www.bowencraggs.com>>参照。

動車、NTTドコモ、三菱 UFJ であった。

米国においては、米国アナリスト協会の前身である CIM が 1964 年より開始した IR 活動の評価を 1994 年にとりやめた後¹⁸⁵、1996 年から IR Magazine 社が「Investor Perception Study」を開始し、米国企業のみならず自国に上場するアジア・パシフィックの企業およびヨーロッパ企業も対象に含め IR の評価を行っている¹⁸⁶。

これら英国・米国の表彰制度に対して、わが国には複数の評価機関が存在するにも関わらず、海外企業と日本企業の IR 活動を比較している機関は一つもない。上場企業各社は、グローバル経済の名の下、世界的規模で IR 活動を行うことが求められている。この現状を考慮するならば、わが国の IR 評価機関も、よりグローバルな視点が求められると筆者は考える。その評価対象を日本企業に留めて詳細な指摘をするのではなく、海外企業との比較も含めた上で、俯瞰的にわが国企業の優れた点あるいは改善点を示すことにより、発行体企業に対してより有益なフィードバックを行うことが可能となるであろう。

第 2 節 IR 評価を用いた先行研究サーベイ

1 証券アナリストによる IR 評価を用いた研究

本節では、わが国で実施されている IR 表彰制度の結果を用いてこれまで行われた先行研究のサーベイを行う。複数存在する外部評価の中でも、SAAJ が行う「証券アナリストによるディスクロージャー優良企業選定」は、これまで最も多くの研究に用いられてきた。

当表彰制度では、その対象を、原則、東証一部上場時価総額基準で選定し、一定以上のアナリスト・カバーがあることを条件としているため、対象企業が、わが国上場企業(平成 24 年 3 月末時点で約 3,700 社)のごく一部(平成 24 年度で約 280 程度)に限定されてしまうという嫌いがあるものの、そこに選ばれた企業は日本を代表する大手優良企業であり、日本企業のディスクロージャーの傾向を探る上では絶好の研究対象をいえるのであろう。また、日常的に対象企業をカバーするアナリストが審査することから、その評価結果に対する信頼性は高く、そのデータが毎年公表されことによる情報の継続性、および、情報入手の容易性なども、当表彰制度の結果が様々な調査研究の引き合いに出されるゆえんである。当データを用いて行われた先行研究には次のものがある(表 4-3 参照)。

音川(2000)、須田・首藤・太田(2004a, 2004b)では、積極的な情報開示が自己資本コストの削減や負債コストの低下につながるなど、任意の情報開示活動である IR の有効性を示している。その後、記虎(2006a)は、非財務的な観点から企業の情報開示の効果を捉えるため、ディスクロージャー水準とコーポレート・レピュテーションの関連性を調査している。更に、記虎(2007)、林(2010)、奈

¹⁸⁵ 北川(2000), p.147 および北川(2010a), p.20 参照。

¹⁸⁶ IR Magazine Awards(2008)「Investor Perception Study」参照。

良・野間(2011)では、ディスクロージャー優良企業の決定要因やそれら企業の経営活動における特徴を明らかにしようと試みた。

表 4-3. 証券アナリストによるディスクロージャー優良企業選定の結果を用いた先行研究

論文	サンプル	特徴	発見事項
音川(2000)	1998 年度(102 社)、 1999 年度(108 社)	情報開示に積極的なディスクロージャー・ランキングの高い企業ほど株主持分の資本コストが低いか検証する。	ディスクロージャ・ランキングが高い企業ほど、株価・簿価・予想利益の関係式の中で暗黙裡に成立している資本コスト推定値が小さくなる傾向がある。
須田・首藤・ 太田(2004a)	1995 年度～2000 年 度(延べ 557 社)	ディスクロージャーが株主資本コストに及ぼす影響を調査する。	ディスクロージャーに積極的な企業が株主資本コストの低下というベネフィットを享受しており、ディスクロージャーに消極的な企業が相対的に大きな株主資本コストを負担していることが示された。
須田・首藤・ 太田(2004b)	1995 年度～1999 年 度(延べ 444 社)	ディスクロージャーが負債コストに及ぼす影響を調査する。	ディスクロージャーに積極的な企業が負債コストの低下というベネフィットを享受しており、ディスクロージャーに消極的な企業が相対的に大きな負債コストを負担していることが示された。
記虎(2006a)	1998 年度～2004 年 度(延べ 254 社)	情報開示の質が高い企業ほど、コーポレート・レピュテーションが高いことを検証する。	財務情報開示全般の質が高い企業は、コーポレート・レピュテーションが高く評価されていることを証明した。
記虎(2007)	1998 年度～2004 年 度(延べ 768 社)	日本企業がどのような戦略的動機に基づいて財務情報開示の充実に取り組んでいるのか解明する。	財務情報開示水準は、企業規模、レバレッジ、上位 10 大株主持株比率、収益性、金融機関持株比率、株主総会の非集中日開催の各要因と関連していることが示された。
林(2010)	2007 年度(182 社)	社外取締役比率および社外取締役の有無とディスクロージャー水準の関係について分析する。	社外取締役比率および社外取締役の有無とディスクロージャー水準との間にはそれぞれ有意な正の関係があることを示し、社外取締役が充実している企業ほどディスクロージャー水準が高いことを証明した。
奈良・野間 (2011)	1999 年度～2008 年 度(延べ 1,215 社)	ディスクロージャー優良企業の経営者予想について、期初の予測誤差と期中の業績修正行動の特徴を解き明かす。	ディスクロージャー優良企業は、期初に保守的な経営者予想を開示し、期中に予想を上方修正し、その修正幅は相対的に小さいことが明らかになった。

2 その他の IR 評価を用いた研究

表 4-1 で示したとおり、2000 年以前に始まった IR 表彰制度では、アナリスト協会が実施する表彰制度以外の 3 表彰制度では、毎年の受賞企業数が 10 社前後と少ない。分析技法にもよるが、定量的研究を行う場合、その観察数が少なくとも 30 以上必要といわれるためか¹⁸⁷、これら 3 つの表彰制度の結果を用いて行った実証研究を筆者はほとんど目にしたことがない¹⁸⁸。

一方、2000 年以降始まったインターネット IR 表彰制度では、その審査対象が全上場企業に一気に広がり、表彰される企業も 70 社以上と増加する。また、昨今における、インターネットの普及、それに伴う個人投資家の増加により、企業のホームページ情報の重要性に着目した研究も行われつつあるが(記虎(2006b)、林(2011))、国内におけるその蓄積は未だ少ない(表 4-4 参照)。

しかし、前章でも示したとおり、IIRC が示した既存報告と統合報告レポートの違いの中で、その科学技術の利用として、従来の紙ベースから統合報告ではウェブや XBRL の技術活用が指摘されているように、今後、研究面でもインターネット情報に注目したものが増加すると思われる。

とはいえ、研究で活用される外部評価に幾らかの偏りはあるものの、企業の IR 活動を客観的かつ網羅的に検証したこれらの評価結果が、実務面で IR 活動の普及・促進および向上に役立つのみならず、研究面でも有効に活用されていることは明らかである(表 4-3,4-4 参照)。

表 4-4. その他の IR 評価を用いた先行研究

論文	サンプル	特徴	発見事項
記虎(2006b)	大和 IR データ使用 2003 年～2005 年(延べ 92 社～492 社)	株主優待の実施がインターネット IR サイトの質に影響を与えるか否か調査すると同時に、インターネット IR サイトの質の規定要因を検証する。	株主優待を実施する企業の法がインターネット IR サイトの質が高いことを証明した。また、インターネットサイトの充実、IR 活動の中でも特に個人投資家を意識した企業の戦略的な取組として位置付けることが可能と結論付けた。
林(2011)	日興 IR データ使用 2010 年度(831 社)	ウェブサイト IR 評価と女性管理職比率の関連性を検証する。	ウェブサイト評価と女性管理職比率との間には有意な正の関係があることが示された。

¹⁸⁷ 田村(2006),p.33.

¹⁸⁸ 但し、谷口(2008)は、「IR 優良企業賞」の結果を用いて IR 優良度と審査項目細目との相関を分析している。また、内野(2004)は、日本 IR 協議会の会員か否かも考慮して企業の自発的な情報開示レベルを測定し、それら自発的な情報開示レベルと自己資本コストの関連性を調査している。

第3節 IR 優良企業の事例分析¹⁸⁹

1 はじめに

本節では、IR 優良企業が外部評価の視点を考慮しながら IR 活動を実践していることを明らかにするため事例分析を行う。

企業が IR 活動を積極的に行うのは、決して外部評価の結果を良くするためではない。そして、企業 IR の主たる評価者である投資家やアナリストの要望に全て応えて、やみくもに企業情報を提供することが優れた IR 活動とは決していえない。むしろ、企業は自社のディスクロージャー・ポリシーを明確にした上で、企業の将来価値算定に繋がらないと思われる無駄な情報の開示は避ける、あるいは、外部から要求されても断固として拒否することも時には必要である。

しかし、IR 活動が、企業と投資家・アナリストとの双方向コミュニケーションにより成り立つことから、企業は、自社情報の受容者達が何を欲しているのか理解した上で、かれらと対話することにより、両者の円滑なコミュニケーションを図ることが可能となる。そして、かれらの情報ニーズを知る有効な手掛かりとなるのが外部評価であると筆者は考える。そこで、本節では、以下のように事例研究を進める。

2 事例研究の方法

本節では、事例研究の対象としてアステラス製薬を取り上げる。同社を選んだ理由は、各種団体が行う IR 評価の中で、医薬品セクターは常に高評価を得ている業種であり、IR 先進業界ともいわれ
ており¹⁹⁰、その医薬品セクターにおいて、アステラス製薬は常に高い評価を得ているからである¹⁹¹。

IR 優良企業と評される同社の IR 活動を詳細に観察し、同社の IR 活動に対する姿勢と、同社を評価するアナリスト達の見解とをクロス・チェックする。

アステラス製薬の IR 活動の詳細を調査するため、本社に赴き広報部 IR チームリーダーに対しインタビューを実施した¹⁹²。その後、メールと電話による質問を行い、同社の IR 活動の詳細把握に務めた。一方、同社をカバーするアナリスト3名(2名は同社を約20年担当、1名は2005年のアステラス製薬合併以降継続して担当。)に対して、質問用紙をメールで送付し回答して頂くと同時に電話

¹⁸⁹ 本節は、日本 IR 学会第10回年次大会(2012年3月10日開催)で口頭発表した姜理恵(2012b)「わが国企業の開示情報の類型化—インターネット IR による評価をもちいた一考察—」の内容をもとに作成したものである。

¹⁹⁰ JIRA(2000)HP より<https://www.jira.or.jp/jira/jsp/usr/activities/2_5_1.html>

¹⁹¹ 日本証券アナリスト協会の「ディスクロージャー優良企業選定」医薬品部門において、アステラス製薬は継続して高い評価を得ている。2010年実績で医薬品セクター14社中1位。また、大和 IR によるインターネット IR 表彰の結果をみても、2001年時点から近年2010年にいたるまで高評価を維持している。2010年実績で医薬品業界27社中1位。

¹⁹² 2012年2月24日、PM3:30-4:30、アステラス製薬(東京日本橋本社)にてインタビューを実施。インタビュー結果を纏め、当社広報部 IR チームリーダーと筆者の間で、認識の齟齬がないか約1週間にわたり精査する。更に、筆者から追加質問を行いメールおよび電話で回答を頂く。

によるインタビューを行った¹⁹³。それらの結果を纏めたものが表 4-6 である。

3 企業概要と IR 活動の歴史

アステラス製薬株式会社は、創業 1894 年の藤沢薬品と創業 1923 年の山之内製薬が、2005 年 4 月 1 日両社の合併により発足した。2011 年実績で、連結ベースの従業員数は 16,279 人、年間売上高は 608,308 百万円、資本金 103,000 百万円である。医療用医薬品を中心とする研究開発型製薬企業である¹⁹⁴。北米、欧州、アジアでも事業展開を進めており、2011 年度実績で海外売上高比率は 44.3%である。一方、国内における医薬品売上は大手 10 社の中で 2 位(2012 年度実績)、世界の医薬品売上では大手 20 社の中で 18 位である。前章の分析対象としたノボ・ノルディスクと医薬品売上高では酷似している。所有別持株比率は、2011 年実績で、外国法人等の株式持株比率が 42.4%である。

先述したとおり、医薬品セクターは常に外部の IR 評価機関から高い評価をえている業種であり、IR 先進業界ともいわれている。しかし、IR 面からみると医薬品企業独特の業界特性がある¹⁹⁵。それは主に 3 つである。1 つは、国内だけでなくグローバルなレベルの競争力(特に、研究開発と営業力)で比較評価される点。2 つめが、研究活動費、特に開発候補品(=「パイプライン」)に関する投資家の関心が高く、詳しい開示説明が求められる点。3 つめが、製品上市まで 10~15 年の期間と多額の投資を擁することから、短期的な業績のみならず、中長期的な経営方針・戦略に関する説明が求められる点である。言い換えれば、昨今の IR 活動において必要とされる、グローバル感覚、研究・開発等を含む非財務情報の説明、ロング・タームの視点が早い段階から医薬品業界には求められていたといえる。

アステラス製薬の前身である藤沢薬品工業は、医薬品業界でも先駆的に IR 活動を開始した。1980 年、財務広報を中心とした IR 活動がスタートする。80 年代は、買収戦略も積極的に展開し、海外拠点の拡充に注力していた時代であった。飯田(2003)によれば、早い段階から IR 活動に当たった留意点なるものを社内で共有されていた。その内容は次のとおりである。①可能な限り、トップマネジメントがリーダーとなって対応し、情報開示に対する一貫した企業姿勢(透明性、積極性、適時性)を維持する。②経営ビジョン、中長期経営方針、戦略、業績展望の明示に努める。③IR 関連部門の相互支援、連携体制を確保し、外部からのアクセスが容易となるように、東西の広報部が常に窓口となって対応する。④新薬メーカーとして、重要な開発候補品のパイプライン情報を充実し、学会発表や論文などに基づく最新情報を提供できるようにする。また、多様な IR 対象先に対して、情報開示の公平性に努める。⑤IR イベントを継続的に実施し、内容の拡充に努める。(決算説明会、R&D ミーティング、研究所、工場見学会、海外説明など。)⑥IR 活動の状況及びアナリスト、機関投資家から得た情報・コメントなどをデータベース化して、トップや関係部門に迅速にフィードバックす

¹⁹³ 質問用紙の送付および電話によるインタビューは 2012 年 3 月 6 日~7 日に実施した。

¹⁹⁴ アステラス製薬 HP<<http://www.astellas.com/jp/ir/shareholders/position.html>>参照。

¹⁹⁵ 飯田(2003)より抜粋。

る。これら留意点が、今なおアステラス製薬の DNA として受け継がれているのかについても、アステラス製薬の IR 担当者に対するインタビューを実施する中で確認した。

4 企業とアナリストのクロス・チェック

今回、アステラス製薬およびアナリストにインタビューした結果は表 4-6「アステラス製薬の IR 対応とアナリスト評価のクロス・チェック」に示した。ここでは、情報発信者である企業と情報受容者であるアナリストの意見をクロス・チェックする形式で、両者の意見を相互に記載している。

表 4-5 では、大きく 8 つの評価項目に区分して両者の意見を表示している。この区分は、アナリストが行う「ディスクロージャー優良企業選定」において使用されている 5 項目 (①経営陣の IR 姿勢、IR 部門の機能、IR の基本スタンス、②説明会、インタビュー、説明資料等における開示、③フェア・ディスクロージャー、④コーポレート・ガバナンスに関連する情報の開示、⑤各業種の状況に即した自主的な情報開示)を参考にしている。以下でその内容を具体的にみていく。

はじめに、経営陣の IR 姿勢についてたずねた。社長直轄の IR 委員会を設置している同社は、会社として IR に積極的に取組んでいると推測できる。アナリストのコメントからも IR 部門に情報が集まる体制が組織の中で確立されていることが分かる。IR 部門の機能としては、男女比率 3:4 の合計 7 名から構成されている。この数字は、英国 FTSE30 のトップ企業の専任者平均 7.9 人と肉薄する数字である(補論参照)。

次に、IR の基本スタンスに関する項目である。明確なディスクロージャー・ポリシーを設定し、発言の一貫性と情報の継続性を重視しているかについてたずねたところ、アナリスト達は、アステラス製薬の基本スタンスを高く評価していた。外国法人等の持株比率が 40%超と比較的高い同社は、ガバナンス強化のためにも投資家の声を真摯に前向きにとらえていることが分かる。

表 4-5 IR イベントの年間実施回数

主な IR イベント	年間実施回数(2011 年実績)	内、経営者参加回数
四半期決算説明会	2 回(8 月、2 月) 電話会議	2 回
中間・期末決算説明会	2 回(5 月、11 月)	2 回
投資家訪問 (カンファレンス・コール含む)	約 330 件	約 120 件
R&Dミーティング	1 回(5 月)	1 回
個人投資家向けイベント	21 回 個人投資家説明会	4~5 回

(出所)インタビューの追加質問に対する回答から筆者作成

更に、説明会・インタビューにおける経営者の参加状況について企業に質問したところ、機関投資

家を相手にした One on One ミーティングのみならず、個人投資家向け IR イベントも頻繁に開催することで、経営者自らが積極的に投資家と対話していることが明らかになった(表 4-5)。

そして、情報の継続性、投資家が求める情報を十分に開示しているかについてアナリストにたずねたところ、アステラス製薬がアナリスト達の知りたい情報を適時適切に開示している点を高く評価していた。

フェア・ディスクロージャへの取組み姿勢についても質問した。当社の直近 3 年間における株主総会の開催日を調査したところ、2009 年 6 月 23 日(総会集中度 8.7%※)、2010 年 6 月 23 日(総会集中度 7.0%※)、2011 年 6 月 20 日(総会集中度 0.6%※)であった¹⁹⁶。この結果からも、株主総会の集中開催日を避けていることは明白である。より多くの投資家・株主に足を運んでもらいたいという会社の姿勢がここからも読み取れる。また、フェア・ディスクロージャについては、IR 活動に携わる者にとってその遵守・徹底が強く求められるところだが、この点についてもアナリストからは、「セルサイド主催のカンファレンスなど、非オープンな会合でも他でディスクローズしていないことは一切語らないなど、フェア・ディスクロージャでは随一。」とのコメントが得られた。また、フェア・ディスクロージャの一環である HP の情報提供に関しても、大和 IR の評価結果同様、アナリスト達からの評価も高い。

次に、ガバナンス関連の項目として、資本政策・株主還元策の開示・目標とする経営指標等において、「明確な目標設定・明確な配当方針を公表しているか」についてたずねた。アナリスト達の意見は「戦略が明確で一貫性がある」という点で共通していた。企業 HP を確認すると、同社が目指すビジネスモデル(グローバル・カテゴリー・リーダ)が明確に示されており、目標とするビジネスモデルを中心に据えて非常に具体的かつ実行可能性の高い戦略が積み上げられている¹⁹⁷。

最後に、自主的情報開示その他の取組みについてたずねたところ、アナリスト達は同社のマテリアルが非常に充実していると声を揃えて評価した。同社の HP に入ると、コンテンツ毎のリンクがストーリー仕立てで綺麗に貼られているため、同社の目指す方向性・中期経営計画とその実績までの流れが、スムーズに読みこなせる。また、アナリスト達が指摘するとおり、医薬の専門家以外が読んでも容易に理解ができる解説が随所に散りばめられており、個人投資家も含む広くステークホルダーに対して自社の理解を促そうとしている企業努力が伺えた。

加えて、紙媒体およびオンラインで発行されている統合報告書の内容も確認した。同社は、事業活動について、そのベースとなる CSR 経営とあわせて理解を深めてもらおうと、2012 年 3 月版から統合版アニュアルレポートを発行している。アステラス製薬は、2011 年 10 月に国連グローバルコンパクトへの支持も表明し、ノボ・ノルディスク同様、統合版アニュアルレポートは、GRI ガイドラインに準拠して作成している。

これら自主的情報開示の取組みについて企業にたずねたところ次の回答が返ってきた。「グローバルでヘルスケア株を見ている投資家にとっては、グローバル・ファームを含めた中での評価になる。従って、我々としても IR の対応、開示資料の内容などについては世界企業の動きを視野に置いて

¹⁹⁶ 括弧内の※数値は、東京証券取引所がまとめた「定時株主総会開催日集計結果」を参照したものである。

¹⁹⁷ 2006 年 12 月 6 日「VISION2015」<<http://www.astellas.com/jp/ir/>>参照。

いく必要があると感じている。欧米企業から学ぶべきことは学び、少しでも IR の質を高めていきたい。」

継続的な改善を促進しようとする同社の考えは、まさに統合報告の考え方に通じるものである。1980 年から、業界内でも先駆的な立場で IR を開始した企業の DNA は、今も脈々と受け継がれているといえるのではないだろうか。

5 検証結果のまとめ

ここまで、アステラス製薬を対象に、インタビューおよびアンケート調査等を用いて同社が実践する IR 活動の詳細を分析してきた。

両者の見解をクロス・チェックすることにより、企業がアナリスト達の要求、すなわち、外部評価の視点を十分に理解した上で、IR 活動を実践していることを明らかにした。また、同社の IR 組織体制、IR イベントの年間実施回数、フェア・ディスクロージャーへの配慮などからも推測されたとおり、同社が、幅広い投資家に対し、対話の機会を積極的に設けようとしていることが分かった。

一連の分析により、アステラス製薬が、積極的な対話を通じて、アナリストや投資家の情報ニーズを把握し、かれらの意見、すなわち、外部評価の視点を自社の開示情報に織り込むことにより、アナリスト達が評価するより質の高い情報開示が可能となり、結果として、同社は IR 優良企業として継続して高い評価を得ていることが判明した¹⁹⁸。

外部評価に着目しながら事例分析という定性的方法で IR 優良企業の実態を明らかにすることを試みた本研究は、わが国における IR 研究に新たな視点を追加することができたと考える。但し、今回の分析は、単一事例によるものであるため、今後の課題としては、より多くの事例を用いた分析を行う必要があると考える。

¹⁹⁸ 同社は、JIRA 等からも高い評価を受けている。<https://www.jira.or.jp/jira/jsp/usr/activities/2_5.html>参照。

表 4-6. アステラス製薬の IR 対応とアナリスト評価のクロス・チェック

IR の実践に関するチェック項目	アステラス製薬の対応	アナリスト達の評価
①経営陣の IR 姿勢	①-1:IR 委員会設置 ①-2:社員の中における IR の意識はかなり高い。研究・開発部門をはじめ、情報開示に関わりそうな事項についてはまず IR に相談・報告というケースが多い。	①-1:外部から見ても、会社が IR を非常に重視している姿勢が良くわかる。 ①-2:IR 部門に各部署のあらゆる情報が集約されている。 ①-3:質問に対するレスポンスが早い。
②IR 部門の機能	②7 名(男女比率 3:4)	
③IR の基本スタンス	③もつとも心がけていることは Timely と Fairness な情報開示。 機関投資家対応を強化することは、わが社のガバナンス強化にもつながる。かれらとのディスカッションは重要であり、意見にも率直に耳を傾ける。	③-1:IR チームが、アナリスト・投資家の意見を経営陣にきちんとフィードバックしている。それを受けて、企業は速やかにその改善策を検討し実行に移す姿勢が見られる。 ③-2:公正なディスクロージャー。真摯に会社のことを理解してもらおうとしているので、発言内容に一貫性がある。
④説明会・インタビューにおける情報開示	④海外 IR は基本的に社長自らが英語で話をする。 個人投資家に対しては、そのベースとして企業を認知してもらう観点から、企業のブランディング強化は重要と考える。	④-1:経営者自らがネガティブな情報も開示し、今後の対応策、その実施の進捗状況をきちんと説明する。 IR の現場にトップが自ら出て説明。 R&D Mtg,Global 戦略 Mtg 等、全ての説明が分かり易く、専門用語も平易な言葉で説明。質問に対する回答が明快で的確。
⑤情報の継続性・投資家が求める情報の十分な開示	⑤N/A	⑤-1:R&D Mtg,Global 戦略 Mtg 等、適時適切に開催し、投資家が求める情報をタイムリーに提供している。2005 年の合併時においても、旧山之内・旧藤沢のセグメント情報を上手く結合し、情報の連続性を維持したまま開示した。 ⑤-2:R&D、営業戦略に関する質問にたいして即答。IR 担当同様、マネジメントが営業・R&D・ライセンス等、現場の状況をきちんと理解している。 ⑤-3:説明資料は、連続性を重視したり、分析する側の立場を考えた資料作りをしている。
⑥FD への取組み	⑥IR サイト作成上の留意点としては、ニュースリリースや決算情報の Web 開示についてはタイムリーな UpDate を心がけている。 電子版の AR(英語・日本語)や個人投資家サイトの充実などが課題。	⑥-1:セルサイド主催のカンファレンスなど、非オープンな会合でも他でディスクローズしてはいないことを一切語らない等フェアディスクロージャーでは随一。

⑦資本政策・株主還元策の開示、目標とする経営指標等	⑦N/A	⑦-1:医薬品業界の大きな流れに対しては、ややトレンドフォロワーという一面もあるが、国内では手広くやり、国外ではスペシャリティに特化するという自社戦略が明確。 ⑦-2:ビジネスモデル、戦略が明確。 ⑦-3:グローバル・ファームと比較して、戦略の一貫性では勝る。日本企業の中では相対的に財務戦略を明確に語っており、PM が迅速である欧米投資家にとって理解しやすいと推測するが、グローバル・ファームと比較すると、財務戦略の面では劣る。但し、国内製薬メーカーの中では成長戦略と財務戦略に一貫性がありバランスが最も良い。
⑧自主的情報開示その他	⑧グローバルでヘルスケア株を見ている投資家にとっては、ノバルティスやファイザなどのグローバル・ファームを含めた中での評価になる。従って、我々としても IR の対応、開示資料の内容などについてはグローバル・ファームの動きを視野にいれていく必要があると感じている。欧米企業から学ぶべきことは学び、少しでも IR の質を高めていきたい。	⑧マテリアルが非常に充実している。製品状況・セグメント情報など開示情報全てに連続性がとれており、分析者の立場にたった情報提供がされている。

(出所) 企業とアナリストへのインタビュー結果をもとに筆者作成。

おわりに

わが国には非常に充実した IR 評価制度が複数存在する。各評価制度はユニークなものであり、各団体が行う評価方法は非常に多面的である。外部評価の実施により、過去 20 年の間、わが国では IR 活動が広く浸透し、これら評価結果のフィードバックを受けることで、上場企業各社は、その質の向上を図ってきた¹⁹⁹。

本章の事例分析では、IR 優良企業が外部評価の視点を考慮しながら IR 活動を実践していることを明らかにした。外部評価の視点を織り込んで IR を実践することは、企業と投資家の理解と対話を促進し、企業が発信する IR 情報の質を向上させ、結果として、IR の外部評価を高めるといえる。

更に、本章では、研究面においても、これら外部評価が貢献していることを明示した。しかしその研究内容においては、IR 活動を取り巻く情報環境が変化する昨今、特定の評価結果に限定せず、また、統計的手法を用いた定量的研究に限定せず、わが国研究者達は、より多角的な IR 研究を行う

¹⁹⁹ IR の普及状況は図表 1-2 参照。IR の質の向上は山田(2006)、松島(2008)など参照。

必要があることを指摘した。その点において、外部評価に着目しながら事例分析による定性的研究を試みた本研究は新たな IR 研究の蓄積に貢献できたと考える。

そして、最後に、現存する評価機関に対して、これら外部評価の有用性を高めるための提案として、日本企業のみを評価するのではなく、海外企業と比較した上での IR 評価も実践する必要がある点を指摘しておく。米国や英国の例で示したとおり、海外の評価機関は、大陸レベルで世界各国の IR 活動評価を行っている。それに対し、日本の評価機関は複数存在するにもかかわらず、海外企業の IR 評価を一切行っていない²⁰⁰。わが国上場企業は、グローバル経済の名の下、世界の企業と伍して経営活動を行い、IR 活動を実践していくことが求められている。この現況を鑑みると、評価する側も、グローバル目線でその比較を行うことにより、更に、日本企業の IR を洗練させ、より有益なフィードバックを行うことが可能になると筆者は考える。

²⁰⁰ 研究面では、北川(2013)のように、医薬品業界に特化して、国内企業と海外企業のディスクロージャーの比較を試みた先行研究もあるものの、わが国におけるそれらの研究蓄積は未だ少ない。

第5章 IR活動の外部評価(2)－外部評価データを用いた実証研究²⁰¹

はじめに

本章においては、IR活動の情報伝達手段の内、特に、インターネットに着目して研究を進めるものとする。本章の目的は、ネットIR水準と株主構成の関係性を明らかにすることである。

近年、上場企業が行うIR活動の手段としてインターネットは欠かせないものとなっている。また、2000年以降、インターネット取引口座も増加の一途をたどっている。JIRAが行った2012年度「IR活動の実態調査」によれば、IR実施企業のうち自社HP上に「IR(投資家)情報」を掲載する企業は96.8%であった²⁰²。このように、日本企業は、時間と場所を問わないインターネットを活用することで、従来からコミュニケーションをとってきたアナリスト・機関投資家以外に、90年代の株式持合い崩壊以降日本市場でプレゼンスが高まった外国人投資家、およびネット取引の普及により増加した個人投資家に対しても容易に自社情報を提供することが可能となっている。

しかしながら、わが国において、IR活動のインターネットの活用に着目した研究は未だごくわずかであり²⁰³、日本企業が保有する自社HP上のIRサイト掲載情報の全容を明らかにした研究はほとんど見当たらない²⁰⁴。そこで本章では、企業のインターネットの活用に着目し、ネットIR情報の充実度(以下、「ネットIR水準」と株主構成の関係性について分析をおこなうものとする。ここでいう株主とは、機関投資家、外国人投資家および個人投資家を指す。

本章の構成は次のとおりである。第2節で研究方法に触れる。第3節では、先行研究を概観し株主構成とネットIR水準に関する仮説を提示する。第4節では、ネットIRをとおして提供される開示情報の状況を明らかにした上で実証研究の枠組みを説明する。第5節で、実証分析の結果を示し、最後に本研究のまとめとする。

第1節 研究方法

日本企業のネットIR情報の実態を把握するためのデータとして、大和IRが毎年行っている「インターネットIR・ベスト企業賞」(以下、「ネットIR評価」)の評価結果を用いる。対象年度は、今回、個票データを入手した2009年から2011年の3年間である。分析対象企業数は、東証33業種で2009年度は1,204社、2010年度1,161社、2011年度は1,448社である。はじめに、これらデータを整理・

²⁰¹ 本章は、姜(2013)「日本企業におけるインターネットIR水準の決定要因-株主構成に着目して-」『経営実務研究』第8号掲載論稿に一部加筆したものである。

²⁰² 日本IR協議会「第19回『IR活動の実態調査』(2012年度)」<<https://www.jira.or.jp/jira/jsp/usr/activities/pdf/gaiyou2012.pdf>> 参照。

²⁰³ 本稿p.64表4-4参照。

²⁰⁴ 清村(1998)は、90年代後半における日本企業の財務情報開示におけるホームページの活用実態を明らかにした。企業活力研究所(2012)は、企業がHP上に掲載するIR情報に関する実態調査を行っている。また、宮川(2013)は、日経平均225採用銘柄に限定し2011年12月時点におけるHP情報の集計を試みた。しかし、それら情報内容は企業が開示するIR情報の一部を捉えたものであった。企業活力研究所(2012)「企業における非財務情報開示の在り方に関する調査研究報告」<http://www.bpfj.jp/act/download_file/8428429/95101661.pdf>参照。

分析し日本企業のネット IR 情報の状況を把握する。次に、上記のネット IR 評価の対象企業の内、証券アナリストによるディスクロージャー評価の対象にもなっている企業を抽出する。それら企業数は、2009 年度 159 社(24 業種)、2010 年度 234 社(27 業種)、2011 年度 197 社(25 業種)である。そして、これら企業のネット IR 情報の開示状況を数値化したものを被説明変数として使用し、説明変数には各社の株主構成を用いて回帰分析を行い、ネット IR 水準と株主構成の関係性を検証する。実証研究の枠組みについては第 4 節で詳細を述べる。

第 2 節 先行研究と仮説設定

1 先行研究

JIRA(2012)が、IR 実施企業に「IR 活動において重点的にアプローチしたい主体」について調査したところ、「国内機関投資家」とする企業が最も多く 62.9%であった。次いで、「個人株主」53.1%、「海外機関投資家」35.4%と続く²⁰⁵。この調査結果から、日本企業が IR 活動の対象として、3 種類の投資家、すなわち、機関投資家、海外投資家および個人投資家を重視していることは明らかである。そこで、海外に多数存在するネット IR 水準の決定要因に関する先行研究の内、ネット IR 水準に影響を与える説明変数として当該 3 種類の株主構成に着目した研究に焦点を充て概観していく。

日本企業は、機関投資家(特に「国内機関投資家」)を、長期的投資を行う安定株主とみなしており²⁰⁶、機関投資家は企業にとっての大株主である。これら機関投資家の特徴を表す代理変数を用いて機関投資家比率とネット IR 水準の関係性を検証した先行研究には次のものがある。Oyelere *et al.*(2003)は、ニュージーランド証券取引所に上場する 229 社を対象に、ネット IR 水準に影響を及ぼす変数として企業規模・収益性・流動性・国際化・業種・レバレッジとともに株主構成(上位 40%を占める株主の持株比率)を用いてロジスティック回帰を行った。その結果、企業規模・流動性に関しては正の有意な関係が、上位株主比率には負の有意な関係が示された。これは、ネット IR 情報が幅広い投資家を対象に提供される多くの自主開示情報から構成されるため、上位株主比率が高い企業、言い換えれば一般株主が少ない企業に関しては積極的にネット IR を行う必要性が低いことを示している。同様に、Kelton and Yang(2008)は、NASDAQ 上場企業 284 社を対象に、ネット IR 水準と、社外取締役比率・企業規模・収益性・成長性・業種そして大株主比率の関連性を検証した。その結果、社外取締役比率・企業規模等について正の有意な関係が示され、大株主比率には負の有意な関係が示された。本研究においても先行研究と同じく、機関投資家比率とネット IR 水準の間に負の関係があるか検証を行うものとする。

また、外国人投資家比率に着目したものとして Xiao *et al.*(2004)がある。彼等は、中国の上場企業 300 社を対象に、ネット IR 水準に影響を与える説明変数として独立取締役割合・監査法人の規模などに加え株主構成を示す複数の変数を用いて分析を行った。株主構成には、政府機関の持株

²⁰⁵ JIRA(2012), 前掲, p.4.

²⁰⁶ 同上

比率・国有企業比率・法人比率・外国人投資家比率を使用し、検証の結果、法人比率と外国人投資家比率について正の有意な関係が示された。また、企業が外国人投資家との地理的・時間的溝を埋めるツールとしてネット IR を積極的に活用することを証明するため、説明変数として外国上場の有無を用いた先行研究も多数ある(Debreceny *et al.*(2002)、Xiao *et al.*(2004)、Boubaker *et al.*(2012))。

個人投資家比率に着目した先行研究としては Ashbaugh *et al.*(1999) がある。彼等は、AIMR (Association for Investment Management and Research; 米国投資管理調査協会) により評価された企業 290 社に対して、被説明変数としてネット IR 情報の有無を、説明変数として企業規模・収益性・アナリスト評価および個人投資家比率を用いてロジット分析を行った。その結果、企業規模については正の有意な関係が示されたが、個人投資家比率はじめ他の変数では有意な関係は示されなかった。一方、同じく個人投資家比率を用いた Bollen *et al.*(2006) では、6 カ国 270 社を対象にネット IR 水準の決定要因を分析した。被説明変数にはネット IR 水準、説明変数には国際化・外国上場の有無・業種・成長性・企業規模とともに個人投資家比率を用いて回帰分析を行った結果、国際化・外国上場・企業規模および株主構成について正の有意な関係が示された。個人投資家比率とネット IR 水準の関連性を調べた先行研究では、検証を行うタイミングと対象国の違いによって異なる結果が示されている。

以上のように、株主構成とネット IR 水準の関係性を検証した先行研究は多数存在するが、機関投資家比率、外国人投資家比率、個人投資家比率を全て同時に考慮して検証した先行研究は筆者の知るところ存在しない。本論文では、日本企業固有の特性を明らかにするため、また、日本企業が重点的なアプローチ主体として考える投資家区分を鑑みて、当該 3 種類の投資家の持株比率を全て考慮しながら検証を行うものとする。この点は、本研究の新規性である。

2 仮説の設定

上述したとおり、日本企業は IR 活動のアプローチ主体として国内機関投資家を非常に重視しており、これら投資家を長期保有の安定株主と考えている。大量かつ長期に株式を保有する安定株主の割合が高い企業ほどネット IR 水準が低いことは先行研究で示されている(Oyelere *et al.*(2003)、Kelton and Yang(2008))。また、企業は、機関投資家とのコミュニケーションの場として個別 (One on One) 対応やスモール・ミーティングのように経営者と投資家が直接対峙する場を頻繁に利用している。よって、IR 活動のアプローチ主体として機関投資家を重視する企業は、情報提供の対象範囲が広いネット IR の活用もさることながら、このようなミーティングの場をより積極的に利用すると考えられる。そこで次の仮説を設定する。

仮説 1. 機関投資家比率が高い日本企業は、ネット IR の活用よりも投資家と直接対話するミーティングの場を重視するインセンティブを持つためネット IR 水準が低い。

Xiao *et al.*(2004) は、中国企業を対象にネット IR 水準と海外投資家比率の関連性を検証し、両者の間に正の有意な関係があることを示した。須田(2004) は、海外投資家のように発言力の強いステークホルダーはより適切なコーポレート・ガバナンスを目指して質の高い会計情報を求めることを示した。この考えに基づけば、企業は、海外投資家の高い要求レベルに応えるため、ネット IR 情報も充実させると考えられる。また、海外投資家を意識する企業は、時間的および地理的距離を埋めるため、タイムリーに IR サイトを更新し、IR トップページに英語エントランスを設定するなど他言語にも積極的に対応すると考えられる。よって次の仮説を設定する。

仮説 2. 海外投資家比率が高い日本企業は、投資家の要求レベルに応えると同時に、投資家との時間的および地理的距離を縮めようと積極的にネット IR を活用するためネット IR 水準が高い。

Ashbaug *et al.*(1999) では、米国企業のネット IR 水準と個人投資家比率の間には有意な関係は示されなかった。一方、Pirchegger and Wagenhofer (1999) では、株式の流動性比率の高い企業ほどネット IR 評価が高い傾向にあることが示された。Bollen *et al.*(2006) では、個人投資家比率とネット IR 評価には正の有意な関係が示されている。日本企業は、重視する IR 活動のアプローチ主体として国内機関投資家に次ぐ 2 番目に個人投資家を挙げており、JIRA(2012) の調査回答企業の半数以上(50.6%)が「個人投資家向け IR の充実」を IR 活動の課題に挙げている。これらの結果から、企業は、個人投資家に対し、ネット IR を通して積極的に自社情報を開示するインセンティブを持つと考えられる。そこで、次の仮説を設定する。

仮説 3. 個人投資家比率が高い日本企業は、ネット IR を通して積極的に情報開示を行うインセンティブを持つためネット IR 水準が高い。

第3節 実証研究の枠組み²⁰⁷

1 被説明変数

先行研究によれば、ネット IR が十分に普及していない初期段階では、IR サイトの有無を被説明変数として研究が進められた(Ashbaugh *et al.*(1999)、Craven and Marston(1999)、Oyelere *et al.*(2003))。その後、ネット IR が広く普及した 2000 年以降では、研究者が定めた分類方法に従いネット IR 情報を整理し、その開示レベルを点数化したものをネット IR 水準の代理変数として研究に用いるようになった(Pirchegger and Wagenhofer(1999)、Ettredge *et al.*(2002)、Debreceeny *et al.*(2002)、Bollen *et al.*(2006)、Kelton and Yang(2008))。例えば、Ettredge *et al.*(2002)は、米国企業 193 社を対象に、SEC (U.S. Securities and Exchange Commission; 米国証券取引委員会)への提出義務がある法定開示情報を REQ(Required Filings)に、それ以外の自発的開示情報を VOL (Voluntary Disclosure)に分類し数値化して、ネット IR 水準の代理変数とした。本研究でも同様に被説明変数を作成する。それに先立ち、ここで日本企業のネット IR 情報の状況を明らかにしておく。

わが国における IR 情報は、会社法や金融商品取引所法で定められた法定開示情報および東証ルールによる適時開示情報と、それ以外の自主開示情報の二つに大別できる²⁰⁸。本研究では、Ettredge *et al.*(2002)の分類方法を援用し、制度開示情報を REQ、自主開示情報を VOL に区別して日本企業のネット IR 情報を整理する。REQとVOLの合計をINDEXとする。基礎データとしては、先述したとおり、大和 IR が毎年行う「ネット IR 評価」の集計データを使用する。

大和 IR が行うネット IR 評価とは、2000 年から始まったネット IR 表彰制度である。評価対象は HP を有する全上場企業であり、評価方法は次のとおりである。まず一次審査で、5T&C²⁰⁹に基づき全上場企業の HP を調査し 1200 社程度に選定対象を絞る。二次審査では、大和 IR が定めた特定の項目(以下、「小区分」という。)について、各社 IR サイトへの掲載の有無を調査する。実際の評価では合計が 100 点満点になるよう各項目に点数が傾斜配分されている。審査は毎年 9 月から 11 月の約 3 カ月かけて行われ、12 月にその結果が発表される。本研究では、傾斜配分された評価点は用いず、大和 IR がチェックした各項目の掲載の有無の情報のみを使用する。大和 IR が定めた小区分に含まれる項目の合計は、2009 年 54 項目、2010 年 106 項目、2011 年 109 項目である。これらの項目は、企業をとりまく経済環境等を鑑み毎年修正が加えられる。ネット IR 情報として投資家向けに開示した方が良いと思われる項目が追加されていくため、この数は年々増加する傾向にある。また、ネット IR 情報はその多くが自主開示情報であるため、REQ と VOL に含まれる項目の数を比較すると VOL が圧倒的に多い(表 5-1 参照)。本研究における対象期間は、個票データを入手した 2009 年から 2011 年の 3 年間とする。これらのデータによれば、大和 IR のネット IR 評価で二次審査に進ん

²⁰⁷ 変数の設定では、ネット IR に限定せず、財務情報開示水準の決定要因に関する研究も参照した。

²⁰⁸ 但し、東証ルールの適時開示情報に含まれるものには、本稿第 2 章で触れた業績予想のように企業の自主判断に委ねられる開示情報もある。

²⁰⁹ 5T&C とは、Timely (適時性) Transparent (透明性) Traceable (追跡可能性) Trustworthy (信頼性) Total (包括性) 及び Communication (双方向性)をいう。

だ企業は、REITを除く東証33業種で2009年度は1,204社、2010年度1,161社、2011年度は1,448社。これら二次審査対象企業のネットIR情報の開示状況を纏めたものが図表5-1である。

表5-1の2010年度全社(N=1,161)の数字を見ながら、ネットIRで開示されている項目数と平均開示率の算出方法を説明する。大区分に該当するINDEXは、REQの5項目とVOLの15項目の中区分で構成され、中区分は106の小区分から成る。中区分は筆者が設定し、小区分は大和IRが定めた項目をそのまま使用した。REQには26、VOLには80の小区分が対応し、中区分と小区分の紐付けは筆者が行った。小区分に該当する各項目の情報がIRサイトに掲載されていれば1を、掲載されていなければ0を付し、その数を集計したものが開示項目数であり、開示項目数を割合に直したものが平均開示率(%)である。例えば、REQの中区分「法定刊行物」には、3つの小区分項目「法定刊行物」「法定刊行物の期間」「内部統制報告書」が含まれ、1,161社のこの小区分の項目別平均開示率は、それぞれ、77.9%、74.6%、61.6%であった。そこで、これら3つの平均開示率を合計し、中区分の平均開示率として算出した結果が71.4%である。同じ要領で全ての開示率を算出した。

2009年から2010年にかけて、評価項目が倍の数に増えているため、3年間の開示率を単純に比較することはできないが、集計結果を整理すると次のとおりである。日本企業のネットIR情報の内、積極的に開示されている項目(対象となる3年間を通じて全社平均の開示率がほぼ50%を超える項目)は、REQに含まれる情報では「法定刊行物」と「大株主情報」。VOLに含まれるものは「IRトップページ」「社長メッセージ」「CSR情報」および「サイト使用時留意点」である²¹⁰。取引所提出書類等からなる「法定刊行物」は作成が義務付けられているものであり、これら情報の開示率が高いのは当然の結果であろう。また、「IRトップページ」「社長メッセージ」「CSR情報」の開示率が高いことから、上場企業の多くはネットIRを通じて、自社の経営者の声や企業の社会的責任を投資家に直接伝えようと努力している姿が垣間見える。一方、日本企業のネットIR情報の内、消極的開示に留まっている項目(対象となる3年間を通じて全社平均の開示率が40%未満の項目)は、REQに含まれる情報では「経営リスク」「株主総会」「コーポレート・ガバナンス」²¹¹。VOLに含まれるものは「中期経営計画」「株価・社債情報」「財務データ・アナリスト・格付け情報」「プレゼンテーション」「ユーザビリティ」であった²¹²。投資家の注目度が高い「経営リスク」「コーポレート・ガバナンス」「中期経営計画」といった情報が、日本企業全体としては低い開示率に留まっている²¹³。

表5-1には、二次審査に進んだ全企業と証券アナリストによるディスクロージャー評価対象企業の開示率を併記している。本研究では、次節以降の実証分析の対象企業として、先行研究に倣い

²¹⁰ 但し、CSR情報については、2011年のみ開示率46.1%と開示率が50%をきっている。これは、2011年のCSR評価項目(小項目)が前年と比較して増加したため、全体の平均が落ちたと考えられる。

²¹¹ コーポレート・ガバナンスの開示率は2009年のみ50%を超えているが、2010年以降、社会の情勢を鑑み評価項目を大幅に増やしたところ(体制図、個別の委員会、役員報酬の掲載等)、開示率は大きく減少しているため消極的開示項目に含めた。

²¹² 株価・社債情報も上記脚注166と同様の理由により、2010年以降開示率は大きく減少しているため、消極的開示項目に含めた。

²¹³ 投資家(特に、機関投資家)が重視する企業情報を知るため、日本証券アナリスト協会が毎年行う「証券アナリストによるディスクロージャー優良企業選定」<<http://www.saa.or.jp/disclosure/selection.html>>の評価項目参照。

(Ettredge *et al.*(2002)), 同年度の「証券アナリストによるディスクロージャー優良企業選定」の評価企業を用いるものとする。研究対象をアナリスト評価対象企業とした場合、サンプル数が限定される欠点があるものの、それら企業は時価総額が大きく、わが国を代表する大企業で構成されていることから、日本企業のネット IR の傾向を探る上では適切な企業群と考えられる。本研究では、大和 IR によるネット IR 評価の二次審査に進んだ企業の内、アナリスト評価の対象企業でもあり、且つ後述する各変数のデータソースから情報を入手できた企業に対象を絞った結果、サンプル数は次のとおりとなった。2009 年度 159 社(24 業種)、2010 年度 234 社(27 業種)、2011 年度 197 社(25 業種)。これら対象企業について、REQ、VOL、INDEX の開示率(%)をそれぞれ算出し、被説明変数とした。日本企業のネット IR 情報を制度開示情報と自主開示情報に大きく区分した上で、各区分のネット IR 水準(開示率)を表す被説明変数を REQ および VOL と定めて株主構成との関連性を検証した研究は国内になく、この点は本論文の新規性と言える。

更に、日本企業の IR サイトにおける非財務情報の開示状況の詳細にも触れておく。IR サイト掲載項目の内、REQ および VOL に含まれる情報を、財務情報と非財務情報に分類し(この分類は筆者が行った。)、2010 年度の大和 IR によるネット IR 評価企業の上位 100 社の開示状況を示したのが図 5-1 である。2010 年度データを使用したのは、2009 年度がリーマン・ショック直後であり、2011 年度は東日本大震災の影響により、企業の情報開示姿勢に弱冠のバラつきがあると考えたからである。非財務情報には、中区分の「経営リスク」、「コーポレート・ガバナンス」、「中期経営計画」、「CSR」、「英語対応」を含めた。図表 5-2 では、それら中区分に含まれる小項目ごとに開示率をパーセンテージで表記した。中区分 5 項目について、積極的に開示しようとする企業姿勢はみられるものの、「独立役員」「役員報酬」「持合株式」および「中期経営計画の総括」などは総じて低い開示状況となっている。

表 5-1. IR サイト掲載項目一覧

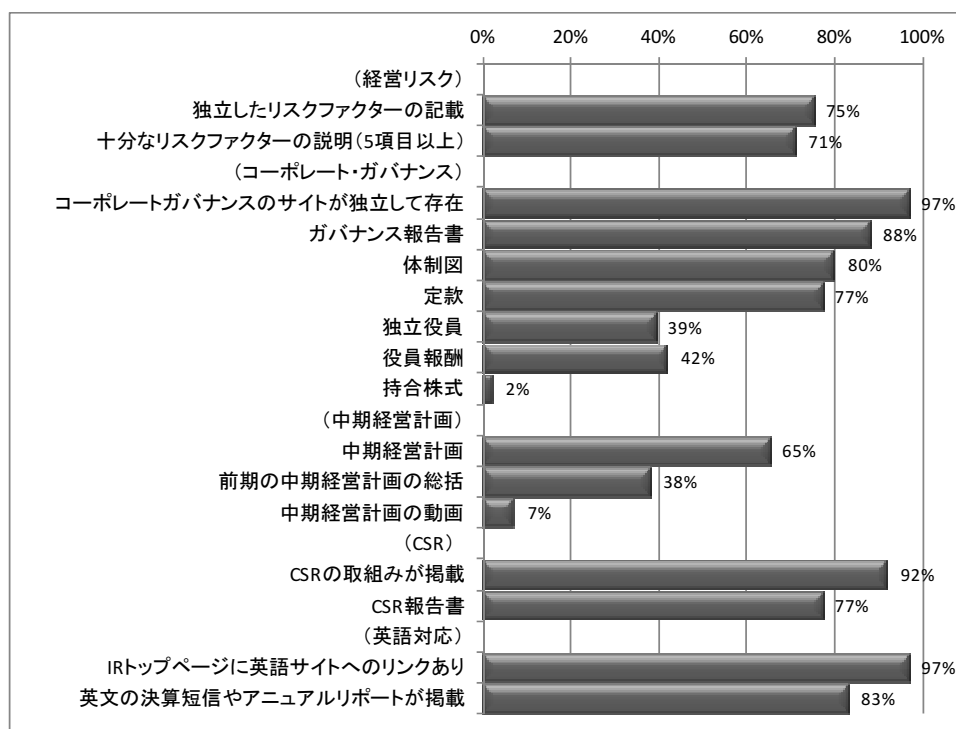
	2009 年度平均開示率 (%)		2010 年度平均開示率 (%)		2011 年度平均開示率 (%)	
大・中区分	全社 N=1,204	アナリスト 評価有 N=159	全社 N=1,161	アナリスト 評価有 N=234	全社 N=1,448	アナリスト 評価有 N=197
【REQ】						
法定刊行物	58.7	71.1	71.4	83.6	65.6	80.0
経営リスク	13.9	20.8	17.2	30.8	31.7	42.1
株主総会	14.3	22.2	20.6	33.8	17.5	29.7
大株主情報	86.3	92.8	58.3	68.5	56.6	67.3
コーポレート・ガバナンス	50.0	67.9	25.9	39.9	24.9	41.8
REQ 開示項目数	4(9 [※])	5	10(26 [※])	13	11(29 [※])	15
REQ 平均開示率(%)	44.1	53.7	39.2	51.6	37.9	50.8
【VOL】						
IR トップページ	52.1	68.4	55.4	71.8	55.8	73.7
個人投資家向け情報	42.7	51.2	36.9	45.0	44.2	56.2
IR 基本方針	37.1	39.0	30.8	34.3	45.0	51.6
社長メッセージ	54.7	58.8	87.9	92.7	73.0	84.5
中期経営計画	22.9	37.1	17.4 ^{※※}	27.2	35.5	52.5
CSR 情報	54.2	81.1	51.7	84.0	46.1	69.2
株価・社債情報	50.7	66.0	23.9	36.6	31.3	48.3
配当政策	76.0	91.2	32.0	42.2	52.6	66.1
IR スケジュール	81.4	92.5	49.1	60.5	32.9	45.3
財務データ・アナリスト・格付情報	28.3	46.1	18.1	38.2	35.4	57.4
IR ライブラリー	38.1	50.3	52.6	72.2	45.5	77.3
プレゼンテーション	25.5	34.3	23.5	34.8	23.6	39.9
サイト使用時留意点	91.6	96.9	63.5	70.4	66.1	75.7
コンタクト	46.4	50.9	36.7	38.5	38.5	46.0
ユーザビリティ	29.8	39.6	32.3	44.9	37.9	52.9
VOL 開示項目数	19(45 [※])	24	30(80 [※])	39	34(80 [※])	46
VOL 平均開示率(%)	42.5	53.0	38.0	49.0	43.0	57.0
INDEX 開示項目数	23(54 [※])	29	41(106 [※])	52	45(109 [※])	61
INDEX 平均開示率(%)	42.8	53.1	38.3	49.7	41.5	56.0

(注 1[※]) 括弧内の数字は大和 IR が定めた各年度の小区分項目数。

(注 2^{※※}) 中区分の「中期経営計画」には、2010 年の場合、小区分として「中期経営計画」「中計前期の総括」「中期経営計画動画」の 3 項目が含まれており、「中計経営計画動画」のネット IR 上の開示率が極端に低かったため、「中期経営計画」全体としての平均開示率も低迷している。

(出所) 大和 IR の個票データ(2009、2010、2011)より筆者作成。

図 5-1. 2010 年ネット IR 評価トップ 100 企業における非財務情報関連項目の開示状況



(出所) 大和 IR の個票データ(2010)より筆者作成。

2 説明変数

株主構成を示す変数は全て QUICK 社の Astra Manager (以下、「Quick Astra Manager」と表記する。)のデータを使用する。当該データソースの「所有者分布状況」は、有価証券報告書記載ベースで作成されている。投資家の内訳は、「政府・公共団体」「金融機関」「証券会社」「その他法人」「外国法人等」「その他(個人)」である。この 6 区分の投資家の持株比率を合計すると 100%になる。本研究では、複数いる投資家の内、近年、日本企業が特に重視する投資家である機関投資家、外国人投資家、個人投資家に焦点をあて検証を行っている。機関投資家比率(INST)には、企業が機関投資家を長期安定株主と見なしていることを考慮し、代理変数として「所有者別分布状況・金融機関」(生保・投信・銀行)を用いる。外国人投資家比率(FRGN)には「所有者別分布状況・外国法人等²¹⁴」を、個人投資家比率(INDV)には「所有者別株式分布状況・その他(個人)」を代理変数として使用する²¹⁵。

²¹⁴ 本研究および多くの先行研究(須田(2004)、林(2010)等)で頻繁に外国人投資家比率の代理変数として「外国人持株比率」が用いられるが、円谷(2013)が指摘するように、そもそも、これら「外国人持株比率」が、外国人投資家の姿を正しく反映したものかどうかは別途検証が必要である。本研究を進めるにあたっては、データ入手の制約上、Quick Astra Manager から入手した「所有者別分布状況・外国法人等」のデータを使用するものとする。

²¹⁵ 表 5-4 によれば、3 つの説明変数(INST、FRGN、INDV)の間に強い相関関係は存在しない。また、説明変数間における多重共線性の問題の有無を分散拡大要因(variance inflation factor) (以下、「VIF」)で確認したところ、各変

3 コントロール変数

(1) アナリスト要因

Ettredge *et al.*(2002)は、ネット IR 水準とアナリスト評価の間に正の有意な関係があることを示した。記虎(2006b)は、大和 IR の 2003 年から 2005 年までの「インターネット IR サイトの優秀企業」のプレスリリースを利用してネット IR 水準とアナリスト評価の関係を検証し、アナリスト評価が高い企業ほどネット IR の質が高い傾向にあることを示した。そこで、本研究でもアナリスト評価をコントロール変数として用いる。代理変数として、毎年 10 月に公表される「証券アナリストによるディスクロージャー優良企業選定」の総合評価を使用する(ANA)。

(2) 財務要因

企業規模とネット IR 水準との間に正の関係があることを示した先行研究は多数存在する(Craver and Marston (1999)、Ettredge *et al.*(2002)、Oyelere *et al.*(2003)、Xiao *et al.*(2004)、Boubaker *et al.*(2012))。本研究でも、企業規模をコントロール変数とする。変数には、Ettredge *et al.*(2002)を踏襲し、時価総額の対数値(LNCV)を使用する。

Kelton and Yang(2008)および記虎(2006)では、収益性とネット IR 水準の間に有意な結果は得られなかった。しかし、収益性の高い企業は、ネット IR にコストをかけるだけの財務余力があり、なおかつ投資家に対し収益性の高さを示すインセンティブをもつと考えられる。そこで収益性を示すコントロール変数として自己資本利益率(ROE)を用いる。

財務レバレッジに関し、Boubaker *et al.*(2012)は、IR 水準と財務レバレッジには、正の関係(Lang and Lundholm (1993))、負の関係(Eng and Mak (2003))、そして関連性が無い(Debreceeny *et al.*(2002))と 3 つの解析結果を示している。日本企業を対象に行った先行研究ではネット IR 水準に対し有意な結果を得られなかった(記虎 (2006b))。しかし、レバレッジの高い企業は、財務安全性をアピールするため積極的に情報を開示するインセンティブを持つと考えられる。そこで、財務レバレッジ(LEVER)をコントロール変数として用いる。

新規株式発行を行う企業は、投資家に対し広く自社の活動状況を知ってもらうためネット IR を通して積極的に情報発信すると考えられる(Ettredge *et al.*(2002))。本研究でも、新規株式発行をコントロール変数とする。新規株式発行の代理変数として EQUITY (対応する事業年度の前期末までに株式の新規発行があれば1を与えるダミー変数)を用いる。また、ネット IR 評価が業種により異なることは先行研究で示されている(Debreceeny *et al.*(2002)、Xiao *et al.*(2004)、Boubaker *et al.*(2012))。本研究では、東証 33 業種の区分にしたがい各業種にダミー変数を与える形で業種をコントロールする。

各変数の定義、基本統計量および相関係数は表 5-2、5-3、5-4 のとおりである。相関係数を概観

数の VIF が 1.0～1.7 の範囲内にあることから、多重共線性の問題はないと考えられる。

すると、INDV のみ INDEX、REQ に対して負の相関を示している。これは設定した仮説と異なり INDV とネット IR 水準が負の関係にあるということだろうか。重回帰分析により検証を行う。

表 5-2. 被明変数および説明変数の定義

被説明変数 変数名	略称	定義	データソース	
全項目の開示率	INDEX	全項目の開示率平均×100	大和 IR	2009 - 11 の各 12 月
REQ 項目の開示率	REQ	REQ 項目の開示率平均×100	大和 IR	2009 - 11 の各 12 月
VOL 項目の開示率	VOL	VOL 項目の開示率平均×100	大和 IR	2009 - 11 の各 12 月
説明変数 変数名	略称	定義	データソース	
機関投資家持株比率	INST	金融機関(有報記載ベース)	Quick Astra Manager	2009-11 の直前決算期
外国人投資家持株比率	FRGN	外国法人等(同上)	Quick Astra Manager	2009-11 の直前決算期
個人投資家持株比率	INDV	個人その他 (同上)	Quick Astra Manager	2009-11 の直前決算期
アナリスト評価	ANA	証券アナリストによるディスクロージャー 優良企業選定の総合評価	日本証券アナリスト協会	2009-11 の各 10 月
時価総額の対数値	LNCV	期末時価総額の対数値	Quick Astra Manager	2009-11 の直前決算期
自己資本利益率	ROE	期末の自己資本利益率	Quick Astra Manager	2009-11 の直前決算期
財務レバレッジ	LEVER	資産合計÷自己資本	Quick Astra Manager	2009-11 の直前決算期
新規株式発行	EQUITY	対応する事業年度の前期末まで株式の新規発行があれば1 を与えるダミー変数	Quick Astra Manager	2009-11 の直前決算期

表 5-3. 基本統計量

変数名	年度	度数	最小値	最大値	平均値	中央値	標準偏差
INDEX	2009	159	12.962	92.592	53.133	51.852	15.576
	2010	234	15.094	87.735	49.721	50.000	14.843
	2011	197	21.100	91.743	55.963	55.963	14.956
REQ	2009	159	.000	88.888	53.668	55.556	17.058
	2010	234	3.846	88.461	51.643	53.846	18.084
	2011	197	10.344	93.103	50.796	51.724	16.354
VOL	2009	159	13.333	95.555	53.025	51.111	16.205
	2010	234	15.000	90.000	49.097	48.750	14.690
	2011	197	18.750	100.00	56.979	57.500	15.745
INST	2009	159	2.960	61.330	31.331	33.130	13.070
	2010	234	1.650	56.860	31.845	33.880	12.001
	2011	197	2.200	54.410	30.195	32.680	12.631
FRGN	2009	159	1.190	84.970	22.590	20.350	13.269
	2010	234	1.430	90.920	25.539	23.200	13.603
	2011	197	.940	81.130	25.672	23.890	13.959
FRFLT	2009	159	2.060	88.510	25.783	22.190	15.400
	2010	234	2.000	89.430	22.437	19.130	13.459
	2011	197	1.430	79.250	22.528	20.340	12.757
ANA	2009	159	41.400	84.600	67.726	67.600	8.571
	2010	234	37.600	90.400	69.237	69.900	9.394
	2011	197	40.000	89.000	69.280	70.850	9.339
LNCV	2009	159	23.554	29.401	26.378	26.417	1.303
	2010	234	23.719	30.189	26.829	26.829	1.225
	2011	197	23.377	30.077	26.735	26.740	1.242
ROE	2009	159	-85.705	42.573	.027	2.268	14.111
	2010	234	-71.222	30.723	3.731	4.499	8.854
	2011	197	-61.997	77.542	8.102	7.005	11.277
LEVER	2009	159	1.150	69.728	4.324	2.577	7.335
	2010	234	1.101	43.440	3.885	2.538	4.790
	2011	197	1.106	36.298	3.867	2.441	4.937
EQUITY	2009	159	.000	1.000	.210	.000	.407
	2010	234	.000	1.000	.180	.000	.388
	2011	197	.000	1.000	.140	.000	.345

表5-4. 相関係数

年度	変数	INDEX	REQ	VOL	INST	FRGN	FRFLT	ANA	LNCV	ROE	LEVER	EQUITY
2009	INDEX	1										
	REQ	.771**	1									
	VOL	.991**	.679**	1								
	INST	.009	.022	.006	1							
	FRGN	.058	.060	.054	-.066	1						
	FRFLT	-.160*	-.164*	-.150	-.366**	-.431**	1					
	ANA	.291**	.190*	.295**	.335**	.125	-.273**	1				
	LNCV	.360**	.235**	.365**	.203*	.300**	-.286**	.406**	1			
	ROE	.001	-.074	.016	-.007	.073	-.121	.059	.043	1		
	LEVER	.110	.071	.112	.115	.028	-.065	.070	.231**	-.208**	1	
	EQUITY	-.020	-.034	-.016	-.138	.133	.158*	-.035	.063	-.004	.285**	1
年度	変数	INDEX	REQ	VOL	INST	FRGN	FRFLT	ANA	LNCV	ROE	LEVER	EQUITY
2010	INDEX	1										
	REQ	.889**	1									
	VOL	.983**	.790**	1								
	INST	-.032	-.010	-.039	1							
	FRGN	.081	.041	.092	-.057	1						
	FRFLT	-.048	-.026	-.054	-.201**	-.427**	1					
	ANA	.316**	.270**	.315**	.258**	.114	-.107	1				
	LNCV	.316**	.218**	.335**	.188**	.362**	-.299**	.318**	1			
	ROE	.001	-.013	.007	-.112	-.012	.018	-.039	.056	1		
	LEVER	.040	.067	.026	.090	.008	-.025	.070	.163*	-.069	1	
	EQUITY	-.016	.032	-.035	-.008	.095	.119	.059	.094	-.072	.252**	1
年度	変数	INDEX	REQ	VOL	INST	FRGN	FRFLT	ANA	LNCV	ROE	LEVER	EQUITY
2011	INDEX	1										
	REQ	.882**	1									
	VOL	.959**	.808**	1								
	INST	.019	-.037	.047	1							
	FRGN	.031	.071	.009	-.130	1						
	FRFLT	-.051	-.052	-.029	-.116	-.347**	1					
	ANA	.299**	.156*	.323**	.186**	.154*	-.067	1				
	LNCV	.423**	.367**	.410**	.182*	.334**	-.206**	.347**	1			
	ROE	-.083	-.057	-.077	-.201**	.190**	.114	.017	-.030	1		
	LEVER	.087	.089	.054	.096	.058	-.034	.111	.191**	-.075	1	
	EQUITY	-.001	.129	-.027	-.240**	.128	.100	-.035	.052	.064	.169*	1

(注) **および *は、それぞれ 相関係数が 1% 水準、5%水準で有意 (両側)であることを示す。

第4節 検証結果とその分析

INDEX、REQ、VOL の3つの被説明変数について以下のモデルで分析を行った。

【分析モデル】

$$\textcircled{1} \text{INDEX} = \beta_0 + \beta_1 \text{INST} + \beta_2 \text{FRGN} + \beta_3 \text{INDV} + \beta_4 \text{ANA} + \beta_5 \text{LNCV} + \beta_6 \text{ROE} + \beta_7 \text{LEVER} + \beta_8 \text{EQUITY}$$

$$\textcircled{2} \text{REQ} = \beta_0 + \beta_1 \text{INST} + \beta_2 \text{FRGN} + \beta_3 \text{INDV} + \beta_4 \text{ANA} + \beta_5 \text{LNCV} + \beta_6 \text{ROE} + \beta_7 \text{LEVER} + \beta_8 \text{EQUITY}$$

$$\textcircled{3} \text{VOL} = \beta_0 + \beta_1 \text{INST} + \beta_2 \text{FRGN} + \beta_3 \text{INDV} + \beta_4 \text{ANA} + \beta_5 \text{LNCV} + \beta_6 \text{ROE} + \beta_7 \text{LEVER} + \beta_8 \text{EQUITY}$$

検証結果は表 5-5 のとおりである。業種ダミーをいれて分析したが、全ての変数について有意ではなかったので、本論文では業種ダミーを外して分析を行った結果を示している。また、INST、FRGN、INDV の説明変数を個別に入れたモデルにおいても分析を行ったが、有意な変数について違いはなく、分析結果は頑健であると考えられる。

はじめに、機関投資家比率を指す説明変数 INST の結果を見ていくものとする。2009 年および 2010 年において、INST は INDEX と VOL に対し有意に負であることが示された。これは仮説 1 と整合的ある。先行研究の結果とも一致しており、安定株主の持株比率が高い企業ほど一般株主に対する IR の必要性は低い (林 (2013)) という考えと整合的である。この結果から、機関投資家比率の高い企業は、投資家とのコミュニケーション手段として、ネット IR の活用もさることながら、経営者が投資家と直接対話するミーティングの場をより重視するインセンティブを持つためネット IR 水準が低いと考えられる²¹⁶。一方、REQ に対しては有意な結果を得られなかった。これは、ネット IR 情報の多くが自主開示情報で構成されているため、企業のネット IR の活用度は VOL により強く反映されるためと解釈できる。但し、2011 年は3つの被説明変数全てに対し有意な結果は得られなかった。

次に、説明変数 FRGN に関して見てみると、2011 年のモデル③を除き被説明変数全てに対し有意な結果を得られなかった。これは仮説 2 と整合的でない。先行研究によれば、日本企業は、海外投資家の強い要求に応えるため任意開示情報を積極的に開示する(須田(2004))はずだが、ネット IR 情報に関しては異なる結果となった。そこで、再度、前掲した表 1 の内容を見てみる。大和 IR のネット IR 評価に関する採点細則によれば、VOL 情報である「IR トップページ」には、英語サイトへのリンクの有無も評価項目として含まれている。手許の個票データを確認すると、2009 年証券アナリスト評価対象企業 159 社の内 145 社(約 91%)が、2010 年では 234 社中 221 社(約 94%)、2011 年においても 197 社中 186 社(約 94%)が、英語サイトへのリンクを自社 IR サイトのトップページに設けていることが分かる。これらの状況から、本研究における検証結果を次のように考えることができる。

日本企業は、投資家の所在地が国内であるか海外であるかに関わらず、投資家間の情報格差を

²¹⁶ この結果は次のようにも解釈できる。すなわち、機関投資家比率の代理変数として、「所有者別分布状況・金融機関」(生保・投資・銀行)を用いているため、企業は、株主(生保・損保)への情報開示と同時に、株主であり債権者でもある銀行への情報開示を行っていると考えられる。企業が、債権者である銀行に対し、経営状態の説明等を行う際には、企業の IR 部門というよりむしろ財務部門が前面にでて対応するのが一般的である。その場合、インターネットを介した遣り取りではなく、企業と銀行の直接対話による説明が行われるため、INST は INDEX・VOL に有意に負であるという解釈である。エクイティ IR(株主に対する IR)とデット IR(債権者に対する IR)の違いはデット IR 研究会(2007)に詳しい。

減らすため、ネット IR 上に英語サイトを積極的に設け、タイムリーな情報提供を心掛けている。それゆえ、外国人投資家の保有比率は、日本企業のネット IR 水準に影響を与えない、という解釈である。但し、2011 年の VOL に対してのみ FRGN は負に有意な結果を示した。2011 年は、夏から年末にかけて欧州債務問題の深刻化などを背景に日本市場では 3 年ぶりに外国法人等の株式保有比率が低下した年である²¹⁷。また、同年 3 月に発生した東日本大震災の影響で、企業は経営リスクの開示姿勢を強める一方(図表 5-1 参照)、先行きを見通せなくなった影響から業績見通しの開示が微減した年でもあった²¹⁸。これらの例外的な要因により、2011 年は、FRGN および上述した INST について事前に想定しない結果が得られたと考えられる。

更に、説明変数 INDV についても、ネット IR に対し一切有意な結果を得られなかった。これは仮説 3 と整合的でない。この結果は、個人投資家比率が高い企業が、ネット IR を通して積極的に情報開示を行うインセンティブを持つとは言えないことを意味している。また、前掲した図表 5-1 から明らかなとおり、企業は個人への情報提供手段の 1 つとしてインターネットの活用を考えてはいるものの、実際、HP 上の IR サイト内に「個人投資家向け情報」を掲載している企業は、アナリスト評価対象企業で 50%前後、上場企業の 1/3(約 1200 社)では 40%前後に留まっており、決して高い開示率とは言えない。これらの結果から、企業はネットを利用した情報提供対象者を個人投資家に限定せず、広くステークホルダー全体に向けての情報発信手段としてネット IR を活用していると捉えた方が良いと考えられる²¹⁹。

コントロール変数に関しては、LNCV が 3 年間のネット IR 水準全般に対し正に有意であった。また、ANA については、3 年間とも INDEX と VOL に対し有意に正であることが示された。この、LNCV および ANA の結果は先行研究の結果と一致している。しかしながら、ANA は REQ に対して 2010 年を除き有意な結果を得られなかった。これは、ANA が、自主開示情報からなる VOL により強く影響を与えることを意味している。ROE、LEVER、EQUITY についてはネット IR 水準に対し有意な結果を示さなかった。

以上の結果を整理すると次のとおりである。機関投資家比率はネット IR 水準に負の影響を与えることが示された。これは、機関投資家比率の高い企業は、投資家とのコミュニケーション手段として、ネット IR の活用もさることながら、経営者が投資家と直接対話するミーティングの場をより重視するインセンティブを持つことを意味すると考えられる。

一方、外国人投資家比率および個人投資家比率は仮説および先行研究と異なりわが国のネット IR 水準に影響を与えないことが示された。外国人投資家比率で有意な結果を得られなかった理由は、日本企業が、投資家の所在地に関わらず、投資家間の情報格差を減らす目的から、既に、ネット IR 上に英語サイトを積極的に設け、タイムリーな情報開示を心掛けているためと考えられる。また、個人投資家比率で有意な結果を得られなかった理由は、企業がネット IR による情報提供対象者を、個人投資家に限定せず、広くステークホルダー全体としているためと推測できる。

²¹⁷ 全国証券取引所(2012)「平成 23 年度株式分布状況調査の調査結果について」<<http://www.tse.or.jp/market/data/examination/distribute/2011.html>>参照。

²¹⁸ JIRA(2012), p.4.

²¹⁹ ステークホルダー・アプローチに依拠して企業ウェブサイトの情報開示の効果を検証したものに記虎(2010)がある。

更に、次のような解釈もできる。本研究では、既存の株主構成がネット IR 水準に影響を与えるという前提のもと仮説を構築したが、この因果関係が逆という可能性である。つまり、ネット IR を積極的に行った結果、その効果として個別の投資家の持株比率が増加するという関係である。IR 活動の効果測定を実施している企業の約 20%が、その指標として「株主構成」を、更にその 21.4%が最も重要な目標として「個人投資家の株式保有比率向上」を掲げている²²⁰。この現状を鑑みると、ネット IR と株主構成の関係性を検証することは、IR 活動の効果測定という面からも非常に重要な意味を持つといえる。

表 5-5. 検証結果

年度	変数	モデル①			モデル②			モデル③		
		INDEX			REQ			VOL		
		係数	t 値	有意 確率	係数	t 値	有意 確率	係数	t 値	有意 確率
2009	定数項	-54.941	-2.155	.033	-16.881	-.574	.567	-62.553	-2.365	.019
	INST	-.226	-2.199	.029*	-.171	-1.444	.151	-.237	-2.222	.028*
	FRGN	-.146	-1.399	.164	-.106	-.881	.380	-.154	-1.422	.157
	INDV	-.135	-1.417	.158	-.183	-1.663	.098	-.126	-1.269	.206
	ANA	.374	2.440	.016*	.250	1.410	.161	.399	2.508	.013*
	LNCV	3.656	3.533	.001**	2.511	2.102	.037*	3.884	3.618	.000**
	Adj R ²		.145			.050			.149	
2010	定数項	-66.890	-3.086	.002	-46.042	-1.671	.096	-73.666	-3.465	.001
	INST	-.198	-2.432	.016*	-.173	-1.674	.095	-.206	-2.580	.011*
	FRGN	-.054	-.690	.491	-.073	-.734	.464	-.048	-.623	.534
	INDV	.025	.319	.750	.013	.135	.892	.029	.373	.709
	ANA	.436	4.223	.000**	.476	3.626	.000**	.423	4.177	.000**
	LNCV	3.509	4.105	.000**	2.670	2.457	.015*	3.782	4.511	.000**
	Adj R ²		.151			.075			.166	
2011	定数項	-86.407	-3.905	.000	-77.836	-3.076	.002	-95.340	-4.070	.000
	INST	-.153	-1.858	.065	-.150	-1.583	.115	-.130	-1.483	.140
	FRGN	-.156	-1.940	.054	-.108	-1.174	.242	-.173	-2.034	.043*
	INDV	-.021	-.258	.797	-.038	-.399	.691	.009	.107	.915
	ANA	.322	2.932	.004**	.113	.901	.369	.388	3.342	.001**
	LNCV	4.873	5.487	.000**	4.831	4.757	.000**	5.050	5.371	.000**
	Adj R ²		.201			.119			.204	

(注 1) **および*は、それぞれ回帰係数が 1% 水準、5% 水準で有意であることを示す。

(注 2) ROE、LEVER、EQUITY に関しては有意な結果が得られなかったため掲載を省略した。

²²⁰ JIRA (2012), p.4.

おわりに

本研究では、株主構成とネット IR 水準の関係性を検証してきた。一連の考察の中で、日本企業は、ネット IR 情報として「法定刊行物」「大株主情報」「IR トップページ」「社長メッセージ」「CSR 情報」および「サイト使用時の留意点」を積極的に開示しているものの、投資家が特に重視しているはずの「経営リスク」「コーポレート・ガバナンス」「中期経営計画」、並びに「株主総会」「株価・社債情報」「財務データ・アナリスト・格付け情報」「プレゼンテーション」および「ユーザビリティ」の情報に関しては消極的開示に留まっていることが示された。

そして、回帰分析の結果、機関投資家比率はネット IR 水準に対し有意に負であった。これは、機関投資家比率の高い企業は、投資家とのコミュニケーション手段として、ネット IR の活用以上に、経営者が投資家と直接対話するミーティングの場をより重視するインセンティブを持つことを意味すると考えられる。一方、外国人投資家比率および個人投資家比率はネット IR 水準に対し有意な結果は得られなかった。これは、日本企業が、投資家間の情報報格差を減らすため、既に、ネット IR 上に英語サイトを積極的に設けてタイムリーな情報開示を心掛けており、なおかつ、ネットによる情報提供対象者を広くステークホルダー全体として捉えている結果と推測できる。

本研究の新規性は2つある。1つは、3種類の投資家に着目して株主構成とネット IR 水準の関係性を明らかにした点。もう1つは、日本企業のネット IR 情報を制度開示情報(REQ)と自主開示情報(VOL)に区分し、各区分ごとに株主構成とネット IR 水準の関係を検証した点である。

しかし、幾つかの課題も残されている。まず第1に、検証結果の一部については、先行研究と整合的でないものがあつた。この原因の究明が必要である。第2に、統計データに制約があつた点の克服である。本研究の対象企業が、証券アナリストの評価対象企業のみに制約されているため、その分析結果が大企業の実態だけを反映したものに偏っている可能性がある。同様に、データ入手の制約上、本研究では、説明変数の代理変数として「所有者別分布状況・金融機関」(生保・投信・銀行)、および、「所有者別分布状況・外国法人等」を用いたため、分析の制約があつたと考える。今後、機関投資家を生保・投資・銀行と厳密に区分したデータ、また、外国人投資家の実態を忠実に反映したデータを入手した上で、ネット IR 水準と株主構成の関連性を検証する必要があると考える。第3に、ネット IR 活用の効果測定に関する研究の必要性である。これについても今後の課題としてい。

第6章 結論

1 分析結果

本稿では、近年の環境変化により生じてきた情報開示に関わる2つの課題に対する解決の端緒を見出すため、時間軸と外部評価という考察視点から日本企業のIR活動の実態を詳細に分析してきた。本稿で行った一連の分析とその結果は次のとおりであった。

第2章では、時間軸の視点による1つめの考察として、ショート・ターミズムと業績予想開示の日米比較分析をおこなった。本章の目的は、日米企業の業績予想開示の違いを明らかにすることで、日本企業の業績予想開示の在り方に対するインプリケーションを引き出すことであった。

分析の結果、日米企業における業績予想開示では、「開示期間」、「開示項目」、「開示内容」、「自主開示か強制開示か」についてそれぞれ違いがあることが明らかになった。但し、今回のわが国における業績予想開示の見直しにより、日本企業も米国企業同様、柔軟な開示が可能となった。

そして、2010年以降、わが国における業績予想開示の見直しの議論の焦点となっていたショート・ターミズムと業績予想に関する考え方については、米国と日本では明らかに異なることが判明した。米国では、ショート・ターミズムを助長するとして四半期利益予想の廃止が求められたが、わが国では、従来から業績予想自体が中間期あるいは通年で行われていたため、四半期利益予想とショート・ターミズムに関する懸念は今回の議論の中では生じていなかった。

そして、現在、わが国の業績予想の開示は完全なる自主開示となったことから、日本企業は、今後、業績予想の財務数値に固執することなく、自社の企業価値算定に有益な情報は何か自ら見極めた上で、それら情報を積極的に開示していくことが求められている。その検討にあたり参考となるのが、CFA Institute(2006)が示した「利益ガイダンス実践のフレームワーク」であることを指摘した。

第3章では、時間軸の視点による2つめの考察として、長期視点と非財務情報開示の関連性に焦点をあてながら、各国市場で高まる非財務情報開示の拡大要求の動向を分析した。本章の目的は、欧米企業が自社の長期的価値を投資家に伝えるために非財務情報として何を開示しているのか、また、非財務情報の開示と投資家との対話をどのように結び付けているのか明らかにすることで、わが国企業が非財務情報開示の在り方を検討するにあたっての示唆を導出することであった。分析結果は次のとおりである。

第1に、欧米企業は自社の長期的価値を投資家に伝えるため非財務情報として何を開示しているのかという疑問に対しては、CFA Institute /NIRI(2008)のサーベイ結果をクロス・チェックすることにより、米国企業の実態を明らかにした(表3-1 参照)。この分析により、米国企業は業績予想情報の中に利益の予想数値のみならず非財務予想も織り込んで開示していることが判明した。

欧州企業に関しては、ケイ報告書(2012)の長期投資を促す情報開示の勧告に触れると同時に、統合報告の先進企業であるノボ・ノルディスク社のARを詳細に分析して、同社が開示する非財務情報を明らかにした(表3-4 参照)。

第2に、非財務情報の開示と投資家との対話をどのように結び付けているのかという疑問に対し

では、Laskin(2008)の研究を詳細に分析することで米国企業の実態を明らかにした(図 3-1 参照)。その上で、Laskin(2008)の研究は、未だ日本企業の財務・非財務情報とコミュニケーションの関連性を明らかにできていないわが国 IR 研究に対し重要な示唆を与えることを指摘した。

第 4 章では、外部評価の視点による 1 つめの考察として、わが国における外部評価の現状を明らかにした。本章の目的は、企業がアナリストや投資家との対話を促進する上で、重要な指針となりうる IR 活動の外部評価の現状を詳細に把握することであった。

分析の結果、わが国には 6 つの IR 評価機関が存在し、各評価制度はユニークなものであることを明示した。また、外部評価を用いた先行研究サーベイの結果からは、情報開示の多様化が進む中において、研究者は、SAAJ データや定量的研究に限定せず、多面的な情報開示の研究をする必要があることを指摘した。そこで、新たな IR 研究の試みとして、事例研究により IR 優良企業が外部評価の視点を意識しながら IR 活動を実践していることを明らかにした。

そして、最後に、第 4 章で考察した外部評価の有用性を高めるための提案として、評価機関に対し、日本企業のみ限定せず海外企業との比較も含んだグローバルな視点での評価活動の実践が望まれることを明示した。

第 5 章では、外部評価の視点による 2 つめの考察として、外部評価データを利用した実証研究を行った。本章の目的は、ネット IR 水準と株主構成の関係性を明らかにすることであった。

分析の結果、機関投資家比率はネット IR 水準に対し有意に負であることが示された。これは、機関投資家比率の高い企業は、投資家とのコミュニケーション手段として、ネット IR の活用以上に、経営者が投資家と直接対話するミーティングの場をより重視するインセンティブを持つことを意味していると考えられる。一方、外国人投資家比率および個人投資家比率はネット IR 水準に対し有意な結果は得られなかった。これは、日本企業が、投資家間の情報格差を減らすため、既に、ネット IR 上に英語サイトを積極的に設けてタイムリーな情報開示を心掛けており、なおかつ、ネットによる情報提供対象者を広くステークホルダー全体として捉えている結果と考えられた。

最後に補論においては、本論の中で指摘した、国毎の IR における情報開示活動の違いが、各国企業の IRO の属性に起因する可能性もあると考え、欧米企業の IRO と日本企業の IRO の属性比較を行った。その結果、日本企業の IRO と欧米の IRO では、IR 経験年数、学歴、IR 活動予算など、幾つかの点で大きく異なることが示された。

2 本論文の貢献

本論文の IR 研究に対する貢献は 2 点あると考える。第 1 は、IR 活動における情報開示に関して、日本と欧米の詳細な比較分析をおこなうことにより、わが国における IR の実践および IR 研究に対し、複数のインプリケーションを導出した点。第 2 は、外部評価に着目した事例分析およびインターネット IR に着目した定量分析をおこなうことで、新たな IR 研究の枠組みを用いた証拠の蓄積に貢献した点である。各章でおこなった分析の新規性と独自性はそれぞれ次のとおりである。

第 2 章では、一連の分析により、日米におけるショート・ターミズムと業績予想開示に関する考え

方は似て非なるものであることを明らかにした。これは、太田(2008)の考察に対し、わが国における開示見直しの議論を踏まえた新たな歴史的解釈を追加することができたと考える。また、業績予想開示見直し前後の日本企業の開示状況を比較することで、伊藤(2011)、北川(2011)、円谷(2011)などで検討されている今後の業績予想開示の在り方に対して、新たな示唆を提示したものとする。

第3章では、欧米企業は非財務情報として何を開示しているか明らかにすることで、古庄(2012)、加賀谷(2012)、小西(2012b)、中條(2012)などが検討を進める非財務情報の開示を巡る研究に対し、非財務情報として開示する具体的項目の示唆を提示した。更に、Laskin(2008)の研究を詳細に分析することにより、従来、わが国 IR 研究にほとんど蓄積がなかったコミュニケーション分野の追加と IR 研究の拡張可能性を高めることができたとする。

第4章では、外部評価に関しては、わが国に存在する複数の評価機関の概要を整理することで、これら外部評価がわが国 IR の実務面および研究面で多くの貢献をしていることを明らかにした。同時に、先行研究の定量分析への偏りを指摘することで、近年の情報環境の変化に伴う多様な IR 研究の必要性を提言した。そこで本章では、IR 優良企業を対象とした事例分析を試みることで、新たな IR 研究の証拠の蓄積に貢献することができたとする。

第5章では、一連の考察により、ネット IR に関する先行研究(記虎(2006b)、林(2011))に対し、ネット IR 水準と株主構成という新たな視点から一つの研究を加えることができたとする。

最後に、補論では、IRO 属性の国際比較を行うことで、Laskin and Koehler(2012)の研究に日本企業の実態も追加することにより、日・欧・米の大陸別 IRO の国際比較を可能にすることができたとする。

3 今後の課題

今後の課題として以下の2点を指摘したい。まず第1に、分析対象企業、分析対象期間の拡張である。

第4章では、アステラス製薬の事例を用いて外部評価の視点を織り込んだ IR 活動の重要性を明らかにした。しかし、本稿では、単一事例の分析を行ったに過ぎない。更に複数の企業の事例を用いた検証が必要と考える。第5章の実証研究では、その研究対象、研究期間、更に、実証研究の枠組みの中で使用したデータが限定的であったため、分析上の制約があったと考えられる。これらの点を克服した上で、再度、ネット IR 水準と株主構成の関連性について検証する必要があると考える。また、本研究を発展させたネット IR 活用の効果測定に関する研究も今後の課題としたい。

第2に、IR 研究という意味においては、本稿の考察視点が限定的であった点の克服である。本稿では、IR の情報開示活動に焦点を絞って考察を行った。IR 活動を情報開示における時間軸と外部評価という切り口から分析した点においては本稿は新規性があったと考える。しかし、IR が、財務機能、マーケティング機能、コミュニケーション機能、および、証券関係法下のコンプライアンス機能を統合した戦略的な経営責務と定義されることも考慮するならば、本稿の視点は、IR のごく一部を考察した

に過ぎない。この点を克服するには、国内企業を対象とした研究にとどまらず、海外企業を対象とした多くの先行研究を詳細に分析し、IR 研究の蓄積を行っていく必要があると考える。

2014 年に入り、緩やかながら景気回復の兆しが見えてきた今、過去 20 年の間に普及した日本企業の IR を一層進化させることで、多くの国内外の投資家達を目をわが国株式市場に振り向けさせ、ひいては、わが国株式市場の活性化に寄与することができると考える。このため、筆者としても本稿の研究を出発点として、更に IR の研究を進め、深化させ、IR 研究に新たな実証的な分析を加えることを通じて、IR の進化・発展に貢献していきたいと考える。

補論. 日欧米 IR オフィサーの属性比較

はじめに

補論として、各種サーベイ調査の結果を用いて、欧州、米国、そして日本の IR オフィサー（以下、「IRO」と記す。）の属性比較を行う。本論の中でも、業績予想開示および非財務情報開示に関して、日・米および日・欧・米の比較分析を行い、各国間の共通点と相違点を示してきた。筆者は、情報開示に関わる国毎の対応の違いが IRO の属性の違いに起因することもありうると考え、補論では IRO の属性に関する国際比較を試みた。

本章の目的は、日本企業の IRO と欧米の IRO の属性の違いを明示することで、日本企業の IRO が、高度専門職業人²²¹として社会に認められ、その地位向上に寄与するための示唆を引き出すことである²²²。

1. 使用データと対象企業の説明

国際比較を行うにあたり、使用データと対象企業の説明をしておく。本章では、欧州全体の現状を把握するため、Laskin and Koehler(2012)を参考にした²²³。かれらは、欧米全体を、ヨーロッパ、英国、ドイツ、フランスに分けて、IRO の比較分析を行った。ここでいうヨーロッパ情報は、Global IR Practice Report(2011)のデータに基づいて纏められている。当データは、回答企業 1,200 社の回答結果に基づき構成されている。地域別内訳でみると、51%が北米、33%がヨーロッパ、12%がアジア、3%が南米、1%がアフリカ・中東である。それゆえ、別枠で設けた「UK」、「Germany」、「France」、「U.S.A」の情報と一部重なる箇所があると思われる。しかし、欧米を中心としたグローバル全体の傾向を把握する上では有効な情報と考え、末尾表 a~c には「Europe」情報として左端に掲載した。一方、「UK」、「Germany」、「France」の国別情報に関しては、Laskin and Koehler(2012)が個別に収集したものを参照している。英国に関しては、VMA Search(2011) の「FTSE senior IR professionals > 100 Heads or Directors of IR」に基づいて纏められている。ドイツについては、DAX、MDAX、SDAX、TecDAX に上場する企業が対象となっており、各質問毎に記載可能な範囲でインデック別情報を記載している。フランスに関しては、Zerfass and Koehler(2012)に基づいている。フランスの対象企業は、CAC40 に含まれるトップ 30 企業である。すなわち、英国・ドイツ・フランスの個別情報に関しては、各国を代表する大手企業が対象となっている。

次に、米国情報に関しては、NIRI が会員企業を対象として行っている IR オフィサーの実態調査

²²¹ 高度専門職業人とは、社会経済の各分野において指導的役割を果たすとともに、国際的にも活躍できるような高度な専門能力を有する者を指す。文部科学省中央教育審議会大学分科会大学規模・大学経営部会 <http://www.mext.go.jp/b_menu/shingi/chukyo/chukyo4/houkoku/1293381.htm>2012 年 3 月 12 日参照。

²²² 伊藤(1995)は、IR 担当者に要求される専門的能力の幅広さを喩えて「スーパー・スペシャリスト」と呼んでいる。

²²³ Laskin and Koehler(2012)は、2012 年 7 月スロベニアで開催された「第 19 回 International Public Relations Research Symposium」にて発表された内容である。

をベースにして纏めている。NIRI は米国人材紹介会社最大手の Korn/Ferry と協力して、2008 年より 2 年おきに、NIRI 会員に対しサーベイ調査を実施している。このサーベイの目的は、IRO の待遇を把握し、かれらの IRO としてのキャリア継続およびキャリアアップを支援するためである。表 a～c の中で NIRI(2012)と記載してあるのは、NIRI が 2012 年に企業会員(約 2,000 社)と非会員企業の内フォーチュン 500 に含まれる企業を対象に実施したサーベイ結果に基づくことを示している(回答率 30%)。一方、NIRI/Korn/Ferry(2010,2012)と記載した場合、フォーチュン 500 企業の IRO のみを対象とした回答結果であることを示している。それゆえ、NIRI/Korn/Ferry(2012)と記載した場合、その回答企業は Large-cap 以上が 73%、NYSE 上場企業が 82%を占める米国を代表する大手企業から得た結果であることを意味している。

一方、日本に関しては、JIRA が毎年行っている「IR 活動の実態調査」、IR 情報ハンドブック(2006)、および伊藤(2010)を参考に行っている。2001 年以降、IR 活動の実態調査は全上場企業を対象としていることから、その回答社数は毎年 1,000 社から 1,200 社程度である。それゆえ、英国、ドイツ、フランス、米国の回答企業に比べ、日本企業の回答は大手企業に絞ったものだけでなく、より対象の広い日本企業全体としての傾向を示していると言える。

比較項目は 8 つに絞った。しかしながら、国毎の慣習等の違いから全ての項目に対して回答を得られた訳ではない。例えば、日本企業は、一般的に、従業員の詳細なバック・グラウンドあるいは給料体系を明らかにしていないため、本比較分析の中では幾つかの項目で「回答なし:N/A」と記載している箇所がある。また、全ての項目において、国別の回答企業社数が異なるため、日・欧・米の単純比較はできない。しかし、このような国際比較を行うことで、日本企業における IRO の相対的な位置付けを明らかにすることが可能と考える。

2. 日・欧・米比較分析

ここからは、項目別に各国間の比較を行っていく。比較項目は合計 8 つである。

(1) IR 専任者の人数

はじめに、各国企業における IR 専任者の人数を調査した。欧米における全体平均は 3.5 人、英国と米国は他の欧州各国よりも専任者数が少なく、2～4 人の間に留まることが分かった²²⁴。この点においては、日本も同レベルで、JIRA(2014)によれば、日本企業の専任者平均は 2.0 人であった。一方、ドイツに関しては、DAX 企業の専任者の平均人数は 8.2 人(中央値が 8 人)。DAX、MDAX、SDAX、TecDAX における全回答の割合でみると、IR 専任者が 11-20 人いるのは回答企業の 4.1%。5-10 人が 9.9%、3-4 人が 23.1%、1-2 人が 62.8%であった。フランスについては、CAC30 のトップ企業の専任者平均が 8.2 人であった。

²²⁴ Laskin and Koehler(2012)

(2) 女性比率

女性の活躍促進に力をいれる昨今のわが国にとって²²⁵、IRO に占める女性の割合は興味深いところである。しかし、JIRA においてこれまで IRO に占める女性の割合を調査したことはない。一方、英国の調査結果によれば、IR 部門のトップあるいは役員の女性割合は 52%で、米国における IRO の女性割合 34.0%と比較してかなり高い結果となった。ドイツ、フランスでは回答を得られていない。

(3) 経歴・学歴

次に、IRO および IR 専任者の学歴等を調査した。英国では大学院 (MCs,MBA) 出身者が 40%を占める。ドイツにおいては、「修士」との記載はないものの、やはり「経営管理」の学位保有者が 71%と多くを占めている。米国においては、MBA 保有者が 46%、CPA が約 9.0%、CFA が約 7.0%であった。同じ米国でも、Fortune500 企業を対象とした調査結果によれば、MBA 保有者が 63.0%と一層高い比率を占める。

一方、日本において IR 専任者の学歴等を調査したものでは、JIRA(2006)がある。古いデータ結果ではあるが、2006 年調査時点の保有資格は日商簿記に関するものが 20%以上と最も多かった。先述したとおり、欧米国の IR オフィサーの学歴として最も多いのが MBA であるのに対し、2006 年時点における日本では 4%にすぎない。しかしながら、わが国における大学院への社会人入学者数は近年増加傾向にあることから²²⁶、直近で同様の調査をした場合、日本企業の IRO および IR 専任者の MBA 取得者数の割合は増加する可能性が高いと推測する。

(4) 前職

前職に関しても調査している。社外から事業会社の IR 専任に転身する場合、英国・米国・日本ともに、証券会社(セルサイド・アナリスト)や投資銀行(バイサイド・アナリスト)出身者が多いことが分かる。これは、IRO の仕事の多くの時間をアナリスト達との対話に費やすことから、カウンターパートナーであったアナリスト達が逆サイドに移って業務に従事する機会が多いということであろう²²⁷。一方、社内の移動あるいは事業会社からの転身のケースでは、ドイツは経営管理部門からの移動が 60%と最も多く、次にコミュニケーション部門 35%と続く。日本では、IR 専任部署を置いているのが経理・財務部門 47.4% (JIRA(2012))と最も多いことから明らかとなっており、JIRA (2010)によれば、IR 専任者の前職としては経理・財務の経験を持つ割合が最も多く 40.6%、続いて、営業 38.5%、企画 38.1%と続く。

²²⁵ 内閣府男女共同参画府「女性の活躍促進について」<<http://www.gender.go.jp/policy/sokushin/sokushin.html>>参照。

²²⁶ 文部科学省中央教育審議会大学分科会大学規模・大学経営部会<http://www.mext.go.jp/b_menu/shingi/chukyo/chukyo4/houkoku/1293381.htm>参照。

²²⁷ Laskin and Koehler(2012)によれば、IR オフィサーは業務時間の 32%をセルサイド・アナリストと過ごしている。

(5) IR 実務の経験年数

IR の事務経験年数についてみていくと、英国では 10 年以上が 40%と最も高い割合を占めている。米国に関しては、Laskin(2008)の調査では平均 10.11 年と示されているが、直近の NIRI(2012)によれば、男性 IR 担当者は「7-10 年」および「21-30 年」の経験を持つ割合が最も多く、女性 IR 担当者に関しては「21-30 年」の経験を持つ割合が最も多かった。平均年数として数値で示した結果はないが、米国における直近の平均経験年数は 2008 年の調査時点(10.11 年)より確実に長くなっていると考えられる。

一方、日本企業の継続年数に関しては、JIRA が毎年調査している。2007 年の調査から直近 8 年間、経験年数は徐々に延びる傾向にあり、2014 年時点におけるわが国の IR 専任者の平均経験年数は 4.9 年である。これは、米国、英国の約半分である。とはいえ、日本企業では、実務経験年数 5 年未満が全体の 61.3%を占める一方で、10 年以上の経験を持つ人材が 9.2%と増える傾向にあり、日本企業においては IR 経験年数が長短の二極化する傾向にあることが分かる。しかし、本論で述べてきたとおり、わが国における IR の本格導入が 1990 年以降と他国に比べ IR 実践の歴史が浅いため、米国や英国の IR オフィサーの経験年数の長さには及ばないのはやむを得ないと考ええる。

(6) IR 活動の年間予算

Global IR Practice report(2011)によれば、欧米における IR 活動の年間予算(IR 専任者の給料および年次報告書作成費用を除く)の平均額は\$648,000 であった。これら IR 活動予算の 25%は、投資家ターゲティングやロードショーの設定のため外部のサービス(コンサルタント等)費用に使われていることが分かった。更に詳細をみていくと、英国では FTSE100 企業の IR 年間予算平均は £ 850,000、FTSE250 企業で £ 400,000 であった。同程度の規模の米国企業をみていくと、Mega-cap 企業では年間\$1.0M 以上の IR 予算を計上しているのが全体の 87.0%を占め、\$ 5M 超は 14.0%であった。Large-cap 企業では\$1M-\$2.5M の予算を計上する企業が全体の 56%、Mid-cap でも同金額の範囲内の予算と回答した企業が 41%を占めた。Small-cap 企業に関しては、\$100,000-\$999,999 に占める割合が全体の 81.0%、\$1.0M-\$2.5M は 18%であった。これらの結果から、米国企業全体としては、平均 \$ 1M- \$ 2.5M と回答した割合が最も多いことが分かった。

一方、日本企業の IR 活動予算を見ていくと、英国・米国と比べてその金額の少なさが際立っている。JIRA(2012)によれば、日本企業の平均予算は 1,844 万円。しかし、年間の IR 予算が 500 万円未満と回答した企業は全体の 43.20%を占めていた。一方、1 億円以上 3 億円未満と回答した企業は 1.70%だけだった。

予算に関しては対象企業の規模等を勘案する必要があることから数字上の単純比較はできないものの、日本企業の IR 活動予算は、欧米平均の 1/3 に満たないことが明らかになった。仮に、日米比較だけで考えるならば、その差は約 10 倍に広がる。一般的に、企業経営における重要度によって予算金額が決定することを考慮するならば、この結果を見る限り、日本企業における IR 活動の重

要度は欧米企業のそれよりも低いと言わざるをえない。

(7) IR オフィサーの給料

IR 活動の年間予算にあわせて、IR オフィサーの給料水準も見ておく。英国 FTSE100 企業の IR ダイレクターの平均給料は £ 140,000。かれらの平均給料の幅は下限 £ 110,000 から上限 £ 240,000 であった。更に、FTSE50 企業に絞ると、平均給料は £ 180,000。その内、£ 200,000 超えるのは 5% であった。一方、FTSE250 企業の IR ヘッドの平均給料は下限 £ 90,000、上限 £ 140,000 の範囲となった。次に、米国の現状を見ておく。NIRI(2012)によれば、IR 実務に従事している期間と年間の基本給の推移を見ていくと、IR のキャリアが 21 年を超えた時点から、女性のベースサラリーは、男性のそれを超え、キャリア 21 年以上の女性の年間給料は \$230,000 である。全体の平均値は \$179,281 で、中央値が \$175,000。Mega-cap の中央値は \$200,000 を優に超えるが、Small-cap の中央値は \$160,000 程度であった。一方、日本企業の IR オフィサーの給料実体を示すデータはどこにも見当たらない。しかしながら、昨今開示される経営者給料の年額をみれば、日本企業の IR オフィサーの給料水準が英国・米国のものより随分低いことは想像に難くない²²⁸。

これら給料水準の調査結果は、人材の流動性が高い欧米においては、高度専門職としての IRO の地位が既に確立されており、IRO は会社を移動してもその職を続ける傾向が強いことを裏付ける証拠といえよう²²⁹。また、米国の現状は、IR の普及および IR オフィサーの社会的地位確立そして向上に励んできた NIRI の努力の賜物とも言えるのではないだろうか。NIRI は、先述したとおり、サーベイ等を実施して IR オフィサーの給料水準を公表することにより、IRO 達のキャリア継続に有益な情報を提供し続けることに貢献している。それに反して、人材流動性が低い日本においては²³⁰、会社に就業してからの給料形態や従業員がもつ学歴等をオープンにする慣習がほとんどないため、JIRA もこの手の調査を控えていると思われる。しかしながら、高度専門職業人として IR オフィサーという仕事がわが国においても広く認知され、会社を移動しても長期に継続できる専門性を持たせるためには、そのバックグラウンドや待遇を明らかにする必要があると筆者は考える。

(8) アナリスト・カバールの平均人数

ここからは、アナリスト・カバールの平均人数を示しておく。Global IR Practice report(2011)によれば、欧米を中心とした全体の平均値は、Mega-cap 企業で平均 30.8 人。Large-cap は 24.5 人、Mid-cap は 17.3 人、Small-cap は 8.6 人であった。英国 FTSE30 では平均 17.7 人。ドイツでは、DAX 平均で 30 人。フランス企業に関しては回答企業の平均が 21.5 人であった。伊藤(2010)によれば、日本において東証一部上場企業の内、4 人以上のアナリストがカバーしている企業数は概ね 40%-50%程

²²⁸ 独立行政法人労働政策研究・研修機構「2012 データブック国際労働比較」,p.119 参照。

²²⁹ NIRI/Korn/Ferry (2012)によれば、IRO は 2-3 社の異なる企業で経験を積むことが多い。

²³⁰ 独立行政法人労働政策研究・研修機構「2012 データブック国際労働比較」,p.86。

度、約 400 社であった。米国の実態を表すデータは筆者の手許にないが、第 2 章本論で述べたとおり、「米国には証券会社が約 4 千 7 百社でその従業員が約 78 万人、そして CFA Institute に属するアナリストが約 10 万 3 千人いる。一方、日本では、証券会社が約 3 百社でその従業員が約 9 万 2 千人、そして SAAJ に所属するアナリストは約 2 万 4 千人である。それに対してカバーすべき上場企業数は、米国では NYSE と NASDAQ をあわせて約 5 千 2 百社、日本では東証と JASDAQ をあわせて約 3 千 3 百社である。」(太田・姜(2011))ことを考慮すれば、米国のカバー率が、日本よりかなり高くなるのは容易に想像ができる。

おわりに

ここまで、日・欧・米企業における IRO の属性等を比較してきた。それぞれの項目の回答社数および回答年度が異なるため、単純にその結果を比較することはできないが、次の点が明らかになったと考える。①IR 専任者の人数は、日・英・米はほぼ同数。②IR オフィサーの女性比率が最も高いのは英国。③IRO の学歴として、欧米では MBA ホルダーが最も多い。しかし、日本では「日商簿記」がメインとなっている。④IRO の前職は、日・欧・米ともに投資・証券会社の所属経験、あるいは事業会社における経営管理・経理・財務業務に従事していた割合が高い。⑤IR 経験年数では、英・米は日本企業の平均年数の 2 倍以上。⑥IR 活動予算は、日本は欧米の 1/3 程度。米国との比較であれば 1/10 程度。⑦日本企業の IRO の給料水準は不明。しかし、英・米企業の IRO の給料水準には及ばないと推察できる。⑧日本の東証一部上場企業で 4 人以上のアナリストがカバーしている割合は全体の 40%-50%、約 400 社程度。一方、欧米を中心とした平均値は、Mega-cap 企業で 30.8 人。

分析の結果、米国あるいはヨーロッパ(特に、英国)においては、既に IRO の高度専門職業人としての社会的地位が確立され、彼等・彼女等は IR プロフェッショナルとしてのキャリアを築き、長期に亘ってその業務に従事していることが明らかになった。日本においても、JIRA が、その設立当初より積極的に IR オフィサーの教育・研修の機会を提供してきた。また、特定非営利活動法人である日本 IR プランナーズ協会は、IRO の育成・教育のため「IR プランナー」資格の普及を熱心に行ってきた。しかし、現状をみる限り、未だ日本企業の IRO の高度専門職業人としての社会的位置付けは欧米のレベルに達していないと言える。

一方、IR オフィサーのカウンターパートナーであるアナリストの状況はどうだろうか。日本における証券アナリストの支援団体として 1962 年設立された東京証券アナリスト協会は、1969 年全国組織として「日本証券アナリスト協会」に改称し、1981 年から証券アナリスト試験(この時は 2 次試験実施)を始めた。日本証券アナリスト協会・規律委員会委員長の蔵元氏は、証券アナリストを取巻く環境の変遷を振り返りながら次のように述べている。「わが国では、20 年位前までは、証券会社や機関投資家でも、証券アナリストは各社のさまざまなジョブ・ローテーションの一部として捉えられ、数年毎に他部署へ異動がごく一般的に見られた。この時代には残念ながら、証券アナリストという仕事が極めて専門的知識の求められる職種であるとの認識も希薄であった。(中略)わが国資本市場を巡るドラスティックな環境変化および、長年にわたる当協会や先輩アナリスト達の地道な努力の積み重ねによ

り、証券アナリストという職業が、高度な専門知識を有する独立した職種であるとの社会的認識が、昨今、急速に高まった。(中略)証券アナリストは、これまで以上に専門的知識・能力を磨き、同時に、より高度の職業倫理を実践し、信頼を高めていくことが求められる。(中略)セルサイド、バイサイドともに証券アナリストという職業が、20 年～30 年にわたり継続して行うに相応しい専門職として社会から高く評価され、社会的信用および報酬の両面からも魅力ある職種として確立されることを意味しよう。」(以上、証券アナリスト職業行為基準(2012 年改定版),pp1-5)

本章では、日欧米比較をとおして IRO の属性を考察してきた。この分析結果を踏まえると、筆者には、わが国における IRO の社会的位置付けが、約 20 年前のわが国証券アナリストの位置付けと重なって見える。すなわち、現在の日本企業における IRO という仕事が、各社のさまざまなジョブ・ローテーションの一部に過ぎず、IRO という仕事が極めて専門的知識の求められる職種であるとの認識が薄いという扱いである。欧米各国における IRO の現状、および、IRO のカウンターパートナーである証券アナリストの現状を考慮すると、日本企業の IRO が長期に亘り継続して行うに相応しい専門職として社会に認知されるため公的資格の検討も必要と筆者は考える。

表 a. IR オフィサーの国際比較 1/3

	Europe	UK	Germany	France	U.S.A	Japan
参照データ等	Global IR Practice Report (2011) 参照。IR Insight の質問に対する回答企業数は1200社。地域別内訳は、51%が北米、33%がヨーロッパ、12%がアジア、3%が南米、1%がアフリカ・中東。時価総額はSmall-capからMega-capまで幅がある。	Laskin&Koehler(2012)参照。 VMA Search(2011, FTSE senior IR professionals > 100 Heads or Directors of IR)	Laskin&Koehler(2012)参照。	Laskin&Koehler(2012)参照。 Zerfass/Koehler(2012), sample includes top 30 companies listed in CAC40.	NIRI(2012)を参照。NIRIの会員企業(約2,000社の上場企業)と非会員企業の内Fortune500企業を対象にIRオフィサーの属性・給料等のサーベイ実施。サーベイ回答率は30%。一部項目はNIRI/Korn/Ferry(2010,2012)を参照。	JIRA(2006-2014)および伊藤拓之(2010)を参照。JIRAが毎年行うIR活動の実態調査の回答企業数は1,000社から1,200社程度。
IR専任者	IR専任者の平均は3.5人。UKはUS同様、他の欧州各国より専任者が少ない。	FTSE30のトップ企業は、専任者平均が7.9人。 専任者の平均人数は、FTSE100の企業は3名。 FTSE250の企業は2名。 IR専任者が5人以上いるのは回答企業の10%で、7人以上は2%。アドミ業務を除いて1人で対応しているのは25%以上。	DAX企業の専任者の平均人数は8.2人(中央値が8人)。 DAX,MDAX,SDAX,TecDAXにおける全回答の割合でみると、IR専任者が11-20人いるのは回答企業の4.1%。5-10人が9.9%、3-4人が23.1%、1-2人が62.8%であった。		NIRI/Korn/Ferry(2010)によれば、IR専任者が2-4名の間と回答した企業が42.0%。	JIRA (2014) 回答企業1029社の内、76%がIR専任者「いる」と回答。専任者平均は2.0人。 JIRA(2012)の調査では、IRを置いている部署では経理・財務が47.4%と最も高い。
IRオフィサーの女性比率	N/A	IR部門トップあるいは役員 の52%が女性。	N/A	N/A	NIRI/Korn/Ferry(2012)によれば、IROの女性比率は34.0%。	N/A

表 b. IR オフィサーの国際比較 2/3

	Europe	UK	Germany	France	U.S.A	Japan
経歴・学歴	N/A	40%が大学院学位保有 (23%がMCs, 17%がMBA)、2%はPhd保有、28%がCFA/ACAs。	71%が経営管理に関する学位保有。15%がコミュニケーション、1%は法律、14%は他の学位保有。	N/A	NIRI(2012)によれば、MBA保有者が全体の46%程度。CPA保有者は約9.0%。CFA保有者は約7.0%程度。Fortune500企業(NIRI/Korn/Ferry(2012))に絞ると、MBA保有者は63.0%、CFAは11.0%、CPAは21.0%。	JIRA(2006)のIR担当者保有資格の調査によれば、日商簿記1級～3級が23.80%と最も多く、次で、ファイナシヤル・プランナー6.00%、証券アナリスト5.50%、MBAが4.0%であった。
前職	N/A	前職は、投資銀行業務が20%、事業会社の財務業務が19%、コミュニケーション部門が16%、ファンド・マネージャーは7%、ベンチャーキャピタルは5%、マーケティングが15%、4%がコンプライアンス、残りはその他。	IR専任となる前職は、60%が経営管理部門に従事。35%はコミュニケーション部門、5%は他部署。	N/A	NIRI(2012)によれば、前職は財務部門が30%超と最も多く、次に経営管理部門、パイサツ業務と続く。	JIRA (2014) 回答企業1029社の内、外部からの採用「あり」が19.1%。前職は事業会社が55.6%、証券会社29.2%、銀行13.9%。JIRA (2010) によれば、IR専任者の事業会社における前職としては経理・財務の経験を持つ割合が最も多く40.6%、続いて、営業38.5%、企画38.1%と続く。
IR経験年数	N/A	10年以上のIR実務経験者は40%、7-10年が11%、4-6年が23%、1-3年が19%、1年未満は7%。	N/A	N/A	NIRI(2012)によれば、男性は「7-10年」と「21-30年」の実務経験を持つ割合が最も多く、女性は「21-30年」の割合が最も多い。Laskin(2008)によれば平均は10.11年。	JIRA (2014) でIR専任者「いる」と回答した企業の平均IR実務年数は4.9年。平均実務経験が5年未満という回答が61.3%。一方、10年以上が9.2%。IR専任者の平均実務年数で長短の2極化がみられる。

表 c. IR オフィサーの国際比較 3/3

	Europe	UK	Germany	France	U.S.A	Japan
IR活動の年間 予算	平均IR予算(給料および年 次報告書作成費用除く)は \$648,000。IR予算の25%は 投資家ターゲットやロード ショーセッティングのための 外部のサービス費用に割り 振られる。	FTSE100企業のIR年間予 算は凡そ £ 850,000。 FTSE250企業のIR年間予 算は約 £ 400,000。	N/A	N/A	NIRI(2012)によれば、米国 企業の平均年間予算が \$ 1M- \$ 2.5M。Mega-cap では \$ 1.0M以上が87.0% を占める。その内、\$ 5M超 は14.0%。Large-cap企業で は\$1M-\$2.5Mの割合が全 体の56%、Mid-capでも同 金額の範囲内の割合が 41%と最も多かった。Small- capに関しては、\$100,000- \$999,999に占める割合が 81.0%。	JIRA(2012)回答企業1,109 社の年間平均予算は1,844 万円。500万円未満が 43.20%で最も多く、1億円 以上は1.70%であった。
IR専任者の 給料	ベース給料の平均は \$180,900、中央値は \$166,000。ボーナスの平均 値は\$50,900。中央値は \$34,800。	FTSE100企業のIRダイレク ターの平均給料が £ 140,000。平均給料の幅は £ 110,000から £ 240,000の 間。FTSE50企業の場合、 平均給料は £ 180,000。£ 200,000を超えるのは5%。 FTSE250企業のIRヘッドの 平均給料は下限が £ 90,000から上限 £ 140,000 の範囲。	N/A	N/A	NIRI(2012)によれば、平均 値が\$179,281で中央値が \$175,000。Mega-capの中央 値は\$200,000を優に超える が、Small-capの中央値は \$160,000程度。男女および 経験年数で比較すると、経 験年数が21年以上になっ たところから女性が男性の 給料を上回る。	N/A
アナリスト・ カバー人数	Mega-cap企業のアナリ ストカバー平均は30.8人。 Large-capは24.5人、Mid- capは17.3人、Small-capは 8.6人。IRオフィサーが業務 に費やす時間の32%はセル サイドアナリストと過ごす。	FTSE30のトップ企業のアナ リストカバー平均は17.7 人。	各指数ごとのアナリストカ バー人数・中央値は以下 のとおり。 DAX:30人 MDAX:22人 TecDAX:12 SDAX:7人	回答企業のアナリストカ バー平均は21.5人。	N/A	伊藤(2010)は、2001-2009 年の東証1部上場企業にお けるアナリストカバー数を 調査した結果、4人以上の アナリストがカバーしてい る企業数は概ね40%~ 50%程度、400社程度で、 機関投資家が主に売買し ている銘柄が多く含まれる と推察している。

(出所) Laskin and Koehler(2012)、NIRI(2012)、JIRA(2006)、伊藤(2010)を参考に筆者作成。

参考文献

アステラス製薬ホームページ<<http://www.astellas.com/jp/>>

飯田道夫(2003)「企業経営における IR の戦略性」日本 IR 学会年次大会発表資料(2003 年 10 月 12 日付)

ESG コミュニケーションフォーラム(2014)「国内レポート情報」企業リスト<<http://contents.xj-storage.jp/xcontents/79212/f53cef08/0f1a/46c1/81a3/fee1072add5b/20140421110202754s.pdf>>(2015 年 5 月 1 日更新分)

井口譲二(2013)「非財務情報(ESG ファクター)が企業価値評価に及ぼす影響」『証券アナリストジャーナル』,51(8),pp.36-43.

井手正介・高橋文郎(2009)『ビジネス・ゼミナール 経営財務入門(4 版)』日本経済新聞出版

伊藤邦雄監修(1995)『戦略的 IR インベスターリレーションズの理論と実践』同友館

伊藤邦雄編著(2010)『医薬品メーカー 勝ち残りの競争戦略』日本経済新聞出版社

伊藤邦雄(2011)「業績予想開示の意義と見直しの方向性」『企業会計』,63(11),pp.18-27.

伊藤邦雄・加賀谷哲之(2012)「企業価値に貢献する統合開示モデル策定に向けて」『日本インベスター・リレーションズ学会スタディー・グループ 企業価値に貢献する統合開示モデルの研究最終報告』,pp.1-21.

伊藤拓之(2010)「証券アナリストの役割と市場の反応」『NLI Research Institute REPORT』,April ,pp.26-33.

岩田宜子(2012)「日本企業の IR の変容－IR コンサルタントからみた 20 年の歩み－」日本 IR 学会第 10 回年次大会発表資料.

WICI ジャパン(2013)「第 1 回 WICI ジャパン『統合報告』表彰制度」<http://www.wici-global.com/wp-content/uploads/2013/11/ニュースリリース_20131121_表彰制度審査結果.pdf>

内野里美(2004)「自発的な情報開示と自己資本コストの関係－複数の情報開示指標とEPレシオ

による実証研究」早稲田大学産業経営研究所『産業経営』,36,pp.37-52.

太田浩司(2007)「業績予想における経営者予想とアナリスト予想の役割」『証券アナリストジャーナル』,45(8),pp.54-66.

太田浩司(2008)「ショート・ターミズム批判とアーニングス・ガイダンス」『IR-COM』,10,pp.4-7.

太田浩司・姜理恵(2011)「米国における経営者予想開示の推移とわが国へのインプリケーション」『証券アナリストジャーナル』,49(6),pp.30-40.

音川和久(2000)「IR 活動の資本コスト低減効果」『會計』,158(4),pp.543-555.

加賀谷哲之(2012)「持続的な企業価値創造のための非財務情報開示」『企業会計』,64(6),pp.79-89.

金子誠一(2008)「証券アナリストの役割」柴健次他編『現代のディスクロージャー市場と経営を革新する』中央経済社,pp.265-282.

姜理恵(2012a)「フィナンシャル・ガイダンスに関する日米比較—情報発信者と受容者の意識に関するクロス・チェッカー」『証券経済学会年報』,47,pp.120-125.

姜理恵(2012b)「わが国企業の開示情報の類型化 —インターネット IR による評価をもちいた一考察—」日本 IR 学会第 10 回年次大会発表資料.

姜理恵(2013)「日本企業におけるインターネット IR 水準の決定要因—株主構成に着目して—」『経営実務研究』,8,pp.29-44.

企業活力研究所(2012)「企業における非財務情報開示の在り方に関する調査研究報告」
<http://www.bpfj.jp/act/download_file/8428429/95101661.pdf>

北川哲雄(2000)『アナリストのための企業分析と資本市場』東洋経済新報社

北川哲雄(2004)「アメリカにおけるアナリスト『利益相反』問題に関する一考察—AIMR 提案の分析を中心として—」中央大学企業研究所『企業研究』,4,pp.119-144.

北川哲雄(2007a)『資本市場ネットワーク論—IR・アナリスト・ガバナンス—』文真堂

北川哲雄(2007b)「アナリスト格付けの絶対性と相対性」関東学院大学『経済系』,233,pp.14-36.

北川哲雄・森直子(2009)「ファイナンシャル・ゲートキーパー II 証券アナリスト」日本証券経済研究所編『図説 アメリカの証券市場 2009 年版』日本証券経済研究所,pp.256-267.

北川哲雄(2010a)『IR ユニバーシティーIR オフィサー入門』国際商業出版

北川哲雄(2010b)「医薬品企業の情報開示戦略はいかにあるべきかー欧米企業との比較においてー」『国際医薬品情報』2010.9.13,pp.11-15.

北川哲雄(2011)「アナリスト・機関投資家の視点からみる経営者予想開示の在り方について」『企業会計』,63(11),pp.37-43.

北川哲雄(2012)「製薬企業における企業価値関連報告書の分析(欧州編)第 2 回ノボ・ノルディスク」『国際医薬品情報』2012.12.24,pp.20-23.

北川哲雄(2013)「非財務情報とアナリストによる業績予想行為～医薬品企業の事例を中心に」『証券アナリストジャーナル』,51(8),pp.25-35.

北川哲雄(2014)「企業価値向上につながるアニュアルレポートの作り方」『国際医薬品情報』,2014.1.27,pp.26-29.

北川哲雄・林順一(2014)「投資情報開示とインベスト・メントチェーン～ケイ報告書の意義」愛知学院大学論叢『商学研究』,54(2・3),pp.27-50.

喜多恒雄(2009)「第三の波を迎えた企業 IR」『IR-COM』1-2,p.5.

記虎優子(2005)『会計ディスクロージャー論』同文館出版

記虎優子(2006a)「財務情報開示がコーポレート・レピュテーションに及ぼす影響」『社会情報学研究』,11(2),pp.13-26.

記虎優子(2006b)「インターネット IR サイトの質の規定要因」『証券経済研究』,55,pp.95-111.

記虎優子(2007)「日本企業の財務開示水準の規定要因」『証券アナリストジャーナル』,45(10),pp.98-113.

記虎優子(2010)「企業ウェブサイトにおける情報開示がコーポレート・レピュテーションに与える影響－評価者評価者属性をコントロールして－」日本社会情報学会『社会情報学研究』,14(1), pp.33-45.

清村英之(1998)「インターネット・ディスクロージャーの現状と課題－ホームページを利用した財務情報開示の実態分析を中心に－」『産業経理』,58(3), pp55-64.

金融庁:日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会(2014)『『責任ある機関投資家』の諸原則<日本版スチュワードシップ・コード>～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～』<www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf>

経済産業省(2005)「知的資産経営の開示ガイドライン」<http://www.meti.go.jp/policy/intellectual_assets/pdf/2-guideline-jpn.pdf>

経済産業省(2012)「平成 23 年度総合調査研究持続的な企業価値創造に資する非債務情報開示のあり方に関する調査報告書」<http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2012fy/E002177.pdf>

経済産業省:伊藤邦雄(2014)「伊藤レポート」(『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクト『最終報告書』)
<<http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002-2.pdf>>

KPMG ジャパン統合報告アドバイザリーグループ(2013)「日本における統合報告の現状」あずさ監査法人

小西範幸(2012a)「コミュニケーションツールとしての統合報告書の役割」『会計』,182(3),pp.368-383.

小西範幸(2012b)「統合報告の特徴とわが国への適用」『企業会計』,64(6),pp.18-27.

小林和子(2010)「日本の証券市場の歴史」日本証券経済研究所編『図説 日本の証券市場 2010 年版』日本証券経済研究所,pp.14-33.

佐賀卓雄(2009)「証券市場の歴史」日本証券経済研究所編『図説 アメリカの証券市場 2009 年版』日本証券経済研究所,pp.2-31.

佐々木隆文(2008)「特集ディスクロージャーと IR 解題」、『証券アナリストジャーナ

ル』,46(5),pp.2-6.

佐藤郁哉(2007)『フィールドワーク 増呈版一書を持って街へ出よう』新曜社

佐藤淑子(2008)「IR 戦略の実際(2 版)」日本経済新聞出版

証券監督国際機構専門委員会ステートメント(2002)「上場企業による継続開示及び重要事項の報告に関する原則」<<http://www.fsa.go.jp/inter/ios/press04.pdf>>

須田一幸(2004)「ディスクロージャー・レベルの決定要因」須田一幸編著『ディスクロージャーの戦略と効果』森山書店,pp.107-122.

須田一幸・首藤昭信・太田浩司(2004a)「ディスクロージャーが株主資本コストに及ぼす影響」須田一幸編『ディスクロージャーの戦略と効果』森山書店,pp.9-43.

須田一幸・首藤昭信・太田浩司(2004b)「ディスクロージャーが負債コストに及ぼす影響」須田一幸編『ディスクロージャーの戦略と効果』森山書店,pp.45-68.

須田一幸・花枝英樹(2008)「日本企業の財務報告-サーベイ調査による分析」『証券アナリストジャーナル』,46(5),pp.51-69.

首藤恵(2013)「特集非財務情報開示の現状と課題解題」『証券アナリストジャーナル』,51(8),pp.2-5.

住田孝之(2013)「非財務情報開示に関する最近の欧米の動き」『証券アナリストジャーナル』,51(8),pp.16-24.

全米 IR 協会編・日本 IR 協議会訳(2003)『米国 IR 実務基準一第 2 版一』日本 IR 協議会

全国証券取引所(2003~2013)「株式分布状況調査(平成 14 年度~平成 24 年度)」<<http://www.tse.or.jp/market/data/examination/distribute/archives.html>>

総務省(2012)『平成 24 年版 情報通信白書』<<http://www.soumu.go.jp/johotsusintokei/whitepaper/h24.html>>

大和インベスター・リレーションズ(2000~2011)「インターネット IR・ベスト企業賞」

<https://www.daiwair.co.jp/info_archive/news/index.html>

大和 IR「インターネット IR・ベスト企業選定について」(個別配布資料,2012 年 2 月 17 日入手)

田中襄一(2004)「IR の発祥と展開」遠藤彰雄他編『企業価値向上のための IR 経営戦略』東洋経済新報社,pp.2-19.

谷口雅志(2008)「インベスター・リレーションズ」柴健次他編『現代のディスクロージャー市場と経営を革新する』中央経済社,pp.241-264.

田村正紀(2006)『リサーチ・デザイナー 経営知識創造の基本技術』白桃書房

円谷昭一(2010)「既存実証研究報告」(2010 年 10 月 28 日付)業績予想開示研究会発表資料.

円谷昭一(2011)「業績予想コミュニケーションの重要性－IR 実体調査の結果をふまえて」『企業会計』,63(11),pp.44-50.

円谷昭一(2014)「外国人投資家の実像とディスクロージャー・IR」『研究所レポート』,8,pp.5-16.

<http://www.pronexus.co.jp/home/souken/common/pdf/140205_report8.pdf>

デット IR 研究会編著(2007)『デット IR 入門』銀行研修社

東京証券取引所「上場会社表彰－ディスクロージャー表彰－」< http://www.tse.or.jp/rules/award/disclo_past.html>

東京証券取引所(2007)「平成 19 年 3 月期決算短信の開示状況について」< http://www.tse.or.jp/rules/kessan/quarter/q-kaiji/b7gje60000005v3h-att/071112_a.pdf>

東京証券取引所(2010)「業績予想開示に関する主な変遷及び現状等について」(2010 年 10 月 28 日付)業績予想開示研究会発表資料

東京証券取引所(2012a)「業績予想開示に関する実務上の取扱いについて」(平成 24 年 3 月 21 日公表)<<http://www.tse.or.jp/rules/kessan/gyouseki/b7gje6000001vb28-att/b7gje6000002f7t2.pdf>>

東京証券取引所(2012b)「平成 24 年 3 月期決算短信の開示状況について」<<http://www.tse.or.jp>>

/news/09/120613_a.html>

東京証券取引所(2013)「定時株主総会集中日」<<http://www.tse.or.jp/listing/sokai/shuchu/>>

東京証券取引所(2014)「月末時価総額(2014 年 7 月)」<<http://www.tse.or.jp/market/data/value/index.html>>

独立行政法人労働政策研究・研修機構(2012)「データブック国際労働比較 2012」<<http://www.jil.go.jp/kokunai/statistics/databook/2012/index.html>>

内閣府男女共同参画府(2014)「女性の活躍促進について」<<http://www.gender.go.jp/policy/sokushin/sokushin.html>>

中條祐介(2013)「非財務情報の意義と現状」『証券アナリストジャーナル』,51(8),pp.6-15.

奈良沙織・野間幹晴(2011)「ディスクロージャー優良企業における経営者予想－予測誤差と業績修正行動を中心に」『現代ディスクロージャー研究』,11,pp.15-35.

日興アイ・アール「全上場企業ホームページ充実度ランキング調査」<<http://www.nikkoir.co.jp/>>

日本 IR 協議会(2000～2014)「IR 活動の実態調査」<https://www.jira.or.jp/jira/jsp/usr/activities/2_3_1.html>

日本 IR 協議会(2001～2013)「IR 優良企業賞」<https://www.jira.or.jp/jira/jsp/usr/activities/2_5.html>

日本 IR 協議会編(2005)『日本 IR 協議会 10 年史』日本 IR 協議会

日本 IR 協議会編(2006)『IR 情報ハンドブック』日本 IR 協議会

日本 IR 協議会編(2011)『IR ベーシックブック 11-12 年版』日本 IR 協議会

日本経済新聞社クロスメディア営業局「日経アニュアルリポートアワード表彰」<<http://www.adnet.jp/nikkei/ara/>>

日本経済団体連合会(2010)「財務報告に関わるわが国開示制度の見直しについて」(2010 年 7 月 20 日付)<<http://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/2010/069.html>>

日本公認会計士協会(2010)「投資家向け制度開示におけるサステナビリティ情報の位置付け」

日本証券アナリスト協会(1995~2013)「証券アナリストによるディスクロージャー優良企業選定」<
<https://www.saa.or.jp/disclosure/selection.html> >

日本証券アナリスト協会編(2012)『証券アナリスト職業行為基準—実務ハンドブック—(2012 年改訂)』日本証券アナリスト協会

日本証券業協会(2013)「インターネット取引に関する調査結果(平成 25 年 3 月末)」<<http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/files/netcyouasa2013.3.pdf>>

日本証券経済研究所(2010)「上場会社における業績予想開示の在り方に関する研究会」第 1 回, 第 2 回研究会配布資料.

日本証券経済研究所(2011)「上場会社における業績予想開示の在り方に関する研究会報告書」(2011 年 7 月 29 日付)<<http://www.tse.or.jp/rules/kessan/gyouseki/b7gje6000001vb28-att/b7gje6000001vb42.pdf>>

野田健太郎(2013)『事業継続計画による企業分析』中央経済社

林順一(2010)「ディスクロージャー水準の決定要因についての一考察—社外取締役との関係を中心として—」『インベスター・リレーションズ』,4,pp.49-71.

林順一(2013)「ウェブサイト IR 評価と女性管理職比率の関係分析」『青山学院大学大学院国際マネジメント研究』, 2, pp.1-23.

林寿和・小崎亜依子(2013)「日本の株式市場におけるショート・ターミズム(短期主義)の実証研究」『証券アナリストジャーナル』,51(12),pp.106-117.

藤原誉康(2012)「ワンレポートとは何か」花堂靖仁監訳・ワンレポート日本語委員会訳(2012)『ワンレポート』東洋経済新報社,pp.9-27.

古庄修(2012)『統合財務報告制度の形成』中央経済社

松島憲之・座談会(2008)「企業ディスクロージャーの現状と課題」(参加者: 柴健次、黒井義博、松島憲之、河野秀喜。司会: 太田浩司)『証券アナリストジャーナル』,46(5),pp.7-33.

宮川宏(2013)「最適なディスクロージャー情報のための整理と統合に向けた一試案」『経営ディスクロージャー研究』,11, pp.47-62.

文部科学省中央教育審議会大学分科会大学規模・大学経営部会(2012) <http://www.mext.go.jp/b_menu/shingi/chukyo/chukyo4/houkoku/1293381.htm>

柳良平(2011)「業績予想に係る投資家サーベイと脱予算経営による改善」『企業会計』,63(11),pp.51-57.

山田能伸(2006)「情報開示の現在、過去、未来－アナリスト協会ディスクロージャー評価の変遷から読む邦銀の IR 水準」『週刊金融財政事情』,57(44),pp.42-46.

米山徹幸(2011)『21 世紀の企業情報開示～欧米市場における IR 活動の展開と課題～』社会評論社

Ahmadjian Cristina(2007), “Foreign Investors and Corporate Governance Reform in Japan”,
Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity, Cambridge University Press, pp.125-150.

American Institute of Certified Public Accountants(1994), “Improving Business Reporting - A Customer Focus ”, *AICPA* <<http://www.aicpa.org/InterestAreas/FRC/AccountingFinancialReporting/DownloadableDocuments/Jenkins%20Committee%20Report.pdf> >

Ashbaugh, H., Johnstone, K.M. and T. D. Warfield (1999), “Corporate Reporting on the Internet”,
Accounting Horizons 13(3), pp.241-257.

Bartov, E., D. Givoly and C. Hayn(2002), “The Rewards to Meeting or Beating Earnings Expectations”, *Journal of Accounting and Economics* 33 (2) , pp. 173-204.

Berkshire Hathaway Inc(2000), “2000 Annual Report”.

Bhojraj, S., P.Hribar, M.Picconi and J. Mcinnis (2009), “Making Sense of Cents:An Examination of Firms That Marginally Miss or Beat Analyst Forecasts”, *The Journal of Finance* 64(5),pp.2361-2388.

BNY Mellon(2010),“Global Trends In Investor Relations:A Survey Analysis of IR Practices Worldwide-6th Edition”.

BNY Mellon(2011),“Global Trends In Investor Relations:A Survey Analysis of IR Practices World-wide-7th Edition”.

Bollen, L., Hassink, H. and G. Bozic (2006),“Measuring and Explaining the Quality of Internet Investor Relations Activities: A Multinational Empirical Analysis”, *International Journal of Accounting Information Systems* 7(4), pp.273-298.

Boubaker, F., Lakhal, F. and M. Nekhili (2012),“The Determinants of Web-Based Corporate Reporting in France”, *Managerial Auditing Journal* 27(2), pp.126-155.

CFA Institute(2006),“Breaking the Short-Term Cycle”< http://www.corporate-ethics.org/pdf/Short-termism_Report.pdf>

CFA Institute(2008),“Short-Termism Survey:Practices and Preferences of Investment Professionals”<http://www.cfainstitute.org/Survey/short_termism_survey_report_may_2008.pdf>

Chen, M., K.R. Subramanyam and Y. Zhang (2005),“Earnings Guidance and Managerial Myopia”, *Working Paper*.

Chen, S., D. Matsumoto and S. Rajgopal (2006),“Is Silence Golden? An Empirical Analysis of Firms that Stop Giving Quarterly Earnings Guidance in the post Regulation-FD period”,*Working Paper*.

Chen, S., D. Matsumoto and S. Rajgopal(2011),“Is Silence Golden? An Empirical Analysis of Firms that Stop Giving Quarterly Earnings Guidance”, *Journal of Accounting and Economics* 51 (1-2), pp. 134-150.

Craven, B.M. and C.L. Marston (1999),“Financial Reporting on the Internet by leading UK Companies”, *European Accounting Review* 8(2), pp.321-333.

Debreceeny, R., Gray, G. L. and A. Rahman (2002),“The Determinants of Internet Financial Reporting”, *Journal of Accounting and Public Policy* 21, pp.371-394.

Eng, L.L. and Y.T. Mak (2003), "Corporate Governance and Voluntary Disclosure", *Journal of Accounting and Public Policy* 22, pp.325-345.

Ernest, F.M.Jr. (2007), "Using Wave Theory to Maximize Retail Investor Media Communications", *International Journal of Strategic Communication*, 1(3), pp.191-206.

Ettredge, M., Richardson, V. J. and S. Scholz (2002), "Dissemination of Information for Investors at Corporate Web Sites", *Journal of Accounting and Public Policy* 21, pp.357-369.

Favaro, P. (2001), "Beyond bean counting: the CFO's expanding role", *Strategy & Leadership*, 29 (5), pp.4 – 8

Frankel, R., W. Mayew and Y. Sun (2010), "Do Pennies Matter? Investor Relations Consequences of Small Negative Earnings Surprises", *Review of Accounting and Finance* 15 (1), pp. 220-242.

FT Bowen Craggs & Co Limited (2011), "Index of corporate web effectiveness" <<http://bowen-craggs.com/ftindex>>

Graham, J., C. Harvey and S. Rajgopal (2005), "The Economic Implications of Corporate Financial Reporting", *Journal of Accounting and Economics* 40 (1-3), pp. 3-73.

Graham, J., C. Harvey and S. Rajgopal (2006), "Value Destruction and Financial Reporting Decisions", *Financial Analysts Journal* 62 (6), pp. 27-39.

Houston, J. F., B. Lev and J. W. Tucker (2007), "To Guide or Not to Guide? Causes and Consequences of Stopping Quarterly Earnings Guidance", *Working Paper*.

Houston, J. F., B. Lev and J. W. Tucker (2010), "To Guide or Not to Guide? Causes and Consequences of Stopping Quarterly Earnings Guidance", *Contemporary Accounting Research* 27 (1), pp. 143-185.

IIRC (2011), "TOWARDS INTEGRATED REPORTING Communicating Value in the 21st Century" <http://theiirc.org/wp-content/uploads/2011/09/IR-Discussion-Paper-2011_spreads.pdf>

IIRC (2013a), "Consultation Draft" <<http://www.theiirc.org/wp-content/uploads/2013/05/Consultation-Draft-of-the-InternationalIRFramework.pdf>>

IIRC(2013b),“THE INTERNATIONAL<IR> FRAMEWORK”<<http://www.theiirc.org/wp-content/uploads/2013/12/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-2-1.pdf>>

IR Magazine AWARDS (2008),“INVESTOR PERCEPTION STUDY”,Cross Border(USA)Inc.

Jensen,M.C. and W.H.Meckling(1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*,3(4), pp. 305–360

Kay,J.(2012),“THE KAY REVIEW OF UK EQUITY MARKETS AND LONG-TERM DECISION MAKING FINAL REPORT JULY 2012”,<http://www.sns.se/sites/default/files/kayreview_of-equity_markets_final_report.pdf>

Kelton, A. S. and Y.W. Yang (2008),“The Impact of Corporate Governance on the Internet Financial Reporting”, *Journal of Accounting and Public Policy* 27, pp.62-87.

Lang, M. and R. Lundholm (1993),“Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosure”, *Journal of Accounting Research* 31(2), pp.246-271.

Laskin, V.A. (2008), “Investor Relations: A National Study of The Profession”, *A Dissertation Presented to the Graduate School of the University of Florida in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Doctor of Philosophy*.

Laskin, V. A. and K. Koehler (2012), “Investor Relations: State of Profession”,*19th International Public Relations Research Symposium*. Lake Bled,Slovenia,July6-7,2012.

Miller,G.(2009),“Should Managers Provide Forecasts Earnings? – A Review of Empirical Literature and Normative Policy Recommendations”< <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.189.5376&rep=rep1&type=pdf>>

Moore,R.(1998),“The Problem of Short-Termism in British Industry”, *Economic Notes* (81) .

Morrill,D.C. (1995),“Origins of NIRI”, National Investor Relations Institute. (要約版は HP で入手可能)“Origins of NIRI - Chapter I”<<http://www.niri.org/FunctionalMenu/About/origins/originsch1cfm.aspx>>, “Origins of NIRI - Chapter II”<<http://www.niri.org/FunctionalMenu/>

About/Origins/originsch2cfm.aspx>

National Investor Relations Institute (NIRI) Home Page < <http://www.niri.org/> >

NIRI(2004),“STANDARDS OF PRACTICE FOR INVESTOR RELATIONS(THIRD EDITION)”

NIRI(2001, 2003, 2005-2010),“Earnings Guidance Practices Survey” <<http://www.niri.org/Search.aspx?SearchMode=1&SearchPhrase=Earnings+Guidance+Practices&SearchWithin=5>>

NIRI and CFA Institute (2008),“Results of Joint Study on Public Company Guidance Practices and preferences”< <http://www.niri.org/other-content/0508GuidancePracticesSummaryResults.pdf>>

NIRI and Korn/Ferry(2010),“International Corporate Investor Relations Compensation Survey Results”<<http://www.niri.org/Main-Menu-Category/resource/publications/Executive-Alert/2010-Executive-Alert-Archive/NIRI-KornFerry-International-Corporate-Investor-Relations-Compensation-Survey-Results-51910.aspx>>

NIRI and Korn/Ferry(2012), “Compensation and the IRO:2012 Data and Hiring Trends”,*NIRI Annual Conference, Seattle, Washington, June 3-6, 2012.*

Novo Nordisk(2008),“Annual Report 2008”< http://annualreport2008.novonordisk.com/images/downloads/Novo_Nordisk_UK_AR2008.pdf>

Novo Nordisk(2012a),“20 YEARS IN THE BUSINESS OF SUSTAINABILITY”<<http://novonordisk.com/images/Sustainability/PDFs/20-years-anniversary.pdf>>

Novo Nordisk(2012b),“Annual Report 2012”< http://www.novonordisk.com/images/annual_report/2012/Novo-Nordisk-AR-2012-en.pdf>

Novo Nordisk(2014),“Novo Nordisk step by step”< http://www.novonordisk.com/about_us/history/step-by-step.asp>

Oyelere, P., Lasward, F. and R. Fisher (2003),“Determinants of Internet Financial Reporting by New Zealand Companies”, *Journal of International Financial Management and Accounting* 14(1),

pp.26-63.

Pearlstein,S(2009), “Wall Street’s Mania for Short-Term Results Hurts Economy”, *The Washington Post*, September 11.

Pirchegger, B. and A. Wagenhofer (1999),“Financial Information on the Internet:A Survey of the Homepages of Austrian Companies”, *European Accounting Review* 8(2), pp.383-395.

SEC(1995), “Private Securities Litigation Reform Act of 1995”<<http://www.sec.gov/news/studies/lreform.txt>>

SEC(2000), “Final Rule:Selective Disclosure and Insider Trading”< <http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>>

SEC(2002), “Sarbanes-Oxley Act of 2002”< <http://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>>

SEC(2008), “Speech by SEC Staff:Remarks at the XBRL International Conference”< <http://www.sec.gov/news/speech/2008/spch101508wl.htm>>

Skinner, D. and R. Sloan(2002),“Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns or Don’t Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio”, *Review of Accounting Studies* 7(2-3), pp. 289-312.

U. S. Chamber of Commerce(2007), “Commission on the Regulation of U.S. Capital Markets in the 21st Century”

VMA Search (2011), “Investor Relations Career & Salary Survey 2010 – 2011”< <http://vmagroup.com/brochures/ir-career-survey>>

Warner, J.(2005),“Quitting the Guidance Game:Why Are More CEOs Keeping Silent on Earnings? ”,*Chief Executive*.

Xiao, J. Z., Yang, H. and C. W. Chow (2004),“The Determinants and Characteristics of Voluntary Internet-based Disclosures by Listed Chinese Companies”, *Journal of Accounting and Public Policy* 23, pp.191-225.

Zerfass, A. and K. Koehler (2012), “Investor Relations 2.0 – Global Benchmark Study 2012: Financial Communication”, *Online Dialogue and Mobile Information*. Leipzig: University of Leipzig, 2012.<www.slideshare.net/communicationmanagement>

謝辞

本論文の執筆に際しては、多くの先生方のご指導・ご助言を頂きました。特に、青山学院大学大学院国際マネジメント研究科北川哲雄教授(主査)には、博士課程入学当初より長年に亘り懇切丁寧なご指導を頂きました。論文構成及び記述方法はもとより、IR 研究を進める上でより真理に近づくため、国内外の資本市場においてフィールドワークを実践することの大切さをご教授頂きました。同教授のご指導なくして博士論文を纏め上げることはできなかったと考えております。長きに亘り賜わったご指導並びに励ましに対し、心から感謝申し上げます。

青山学院大学大学院国際マネジメント研究科森田充准教授からは統計的手法の活用を中心として長年に亘り丁寧なご指導を頂きました。ここに記して深く感謝申し上げます。また、博士課程において、副査を勤めて頂き、ご指導・ご助言を頂いた青山学院大学大学院国際マネジメント研究科市野初芳教授、中野勉教授、関連分野における多数の有益なアドバイスを頂いた高橋文郎教授、榊原正幸教授、同研究科マネジメントサイエンス専攻主任牛島辰男教授、青山学院大学大学院国際マネジメント研究科諸先生方、皆様に心から感謝申し上げます。さらに、外部審査員として博士論文審査委員会にご参加頂き、多数の有益なコメント並びにご指導・ご助言を頂きました横浜市立大学国際マネジメント研究科中條祐介教授に対し、心より感謝申し上げます。

博士課程の活動においては、博士課程先輩である日本大学生産工学部水上祐治助教、北川研究室で共に学ばせて頂いた林順一博士、加藤晃博士、同研究室の皆様から多岐に亘るご指導・ご助言を頂きましたことに対し、心より感謝いたします。そして、研究を通してお目にかかり、様々なご助言・ご支援を頂いた資本市場関係者の皆様、多くの知見をご教授下さった国内外の研究者の皆様に対し、この場を借りて深く感謝申し上げます。

また、研究のスタートとなりました中央大学大学院国際会計研究科在籍時において、中央大学大学院国際会計研究科冨塚嘉一教授、慶応義塾大学商学部菊澤研宗教授より、理論研究と実証研究の両側面から多数のご指導・ご助言を頂きました。ここに記して深く感謝申し上げます。

そして、実務経験を積んだ暁には、一研究者として博士論文を書くという目標を与えて下さったのは、学生時代を過ごした名古屋大学経済学部可児島俊雄ゼミナールでした。学問の厳しさと楽しさをご教授頂いた可児島俊雄名古屋大学名誉教授に心より感謝申し上げます。また、同ゼミナールの博士課程に在籍されていた先輩である大阪産業大学経営学部孫銀植教授からは、たとえ遠回りに感じる事があったとしても、人生における様々な経験が、物事の真理を追究しようとする探求心の醸成に繋がることをご教授頂きました。博士論文の執筆に駆り立てて下さった同教授との出会いに心から感謝申し上げます。

最後に、長きに亘る論文執筆をいつも励まし支えてくれた夫に深く感謝の意を表します。

2015年3月 姜理恵