

企業の情報開示について

はじめに

資本市場をめぐる環境の変化にもなつて、企業の情報開示が強く求められている。その直接的な契機は、金融機関の不良債権問題やジャパンプレミアムの問題を通じて、いわゆる「日本的」な金融構造の不透明さが問い直しをせまられたことにあるが、もう少し視野を広げるなら、デイスインターミディエーションにもなう資本市場の変化や、投資家の自己責任・株主の権利についての考え方の変化、日米構造協議をはじめとする国際的な批判など市場全体を動かす大きな変化のなかで捉えることもできると思われる。また、企業の情報開示は、金融面だけにとどまらず、環境問題や企業倫理との関連で、社会的にもますます要請が高まっていくものと思われる。

情報開示は、また、企業外から求められているだけではなく、企業経営者の側からも、企業戦略の一環として積極的に評価し利用しようとする動きが高まっている。いわゆるIR（インベスター・リレーションズ）と言われるのがそれである。

企業の情報開示はそもそも、投資家をはじめとする企業のさまざまな利害関係者と経営者のあいだの情報格差を埋めるために行われる。財務情報をはじめとして、研究開発活動などに関する企業の重要な情報は、企業の出資者である株主だけでなく、将来の（潜在的）株主たる投資家、銀行をはじめとする債権者、事業上のつながりを持つ取引先、当該企業の従業員など多くの人の間で強い関心を持たれていることは言うまでもない。しかしながら、企業の外部にいる利害関係者は、企業の内部にいる経営者に比べて、重要情報に触れる機会が少ないのは当然のことである。企業情報を開示してこうした情報格差を埋めることは、利害関係者の間の調整やエージェンシーコストの削減などにつながるだけでなく、適切な情報開示は開示する企業を利することにもなる。なぜなら、市場で資金や原材料、労働力などの生産要素を調達しようとしている企業にとって、自社に有利な情報を速やかに市場参加者に伝えることで、生産要素のより有利な調達を行うことが可能になるからである。

法定の情報開示

企業の行う情報開示には、法律で定められた開示と企業自身が自発的に行う開示とがある。前者の法的に制度として定められた情報開示は（法定）デイスクロージャー制度と呼ばれており、後者の企業が自発的に行うものはIR（インベスター・リレーションズ）と呼ばれている。

法的に定められたデイスクロージャー制度は、商法と証券取引法という二つの法律によって規制されている⁽¹⁾。商法に基づくデイスクロージャーでは、決算日が過ぎると、その三カ月以内に開催される株主総会に向けて、計算書類を確定し、株主総会での承認を経て、新聞紙上などで公告することになっている。ここで計算書類とは、貸借対照表、損益計算書、営業報告書、利益処分書（または損失処理案）を指す。商法では、資本金や負債総額をもとに、企業を大中小の三種の規模に分け、規模に応じてデイスクロージャーの内容を変えているが、いずれにしても株主総会の開催日から逆算する形で、計算書類や付属明細書を会計監査人と監査役に提出して監査報告書を受け取り、株主総会での承認を得て確定するまでのスケジュールが定められている。株主総会の承認を得ると、遅滞なく決算公告を新聞紙上などあらかじめ定款で定められた方法で行わなくてはならない。商法では、

このほかにも商業登記簿制度によって誰でも会社に関する基本事項を閲覧することができるように定めている。この制度では株式総数、額面株式一株の金額、公告方式、発行株式総数、資本の額などが登記される。

一方、証券取引法でも、有価証券を発行して証券市場で流通させている企業に対して、一定の企業情報を有価証券取引書の形で事業年度ごとに開示することを定めている。これは流通市場における「継続開示」と呼ばれている。継続開示は上場企業や店頭登録企業のほか、有価証券届出書を提出した有価証券の発行企業、株主数五〇〇以上の企業に義務づけられている。現在、有価証券報告書には、会社の概況、事業の概況、営業の状況、設備の状況、経理の状況、企業集団等の状況、株式事務の概要の七つの項目について記載することが定められている。また、海外で有価証券の募集や売り出しを行う場合などの臨時事項についても、臨時報告書を提出してタイムリに開示しなければならない。

新たに有価証券の募集や売り出しを行う場合にも、あらかじめその発行に関する有価証券届出書を提出しなければならぬ。発行価格または売り出し価格の総額が五億円以上の有価証券の募集や売り出しを行う場合には、この「発行開示」が義務づけられている。

有価証券報告書は、ここ数年の経営環境の変化や企業情報の開示を求める動きに対応して、特に目覚ましい発展を遂げた。一九八八年の証券取引法の改正以降に限っても、参照方式の導入、発行登録制度の導入、臨時報告書の提出事由の拡大、セグメント情報の開示制度の導入、時価情報開示の導入、系列関連情報の開示、連結財務諸表の組み入れなど大きく改訂され、より詳細に企業内容を開示するようになった。

法定ディスクロージャーは、開示の内容や開示時期が法律によってあらかじめ定められており、企業情報として継続的な利用が可能である上、記載情報に何らかの法令違反や虚偽記載があったときにも、当該企業が法的責任を負うことになるため、情報としての信頼性が高いといえることができる。

自発的な情報開示

右で見た法律に基づくディスクロージャー制度以外に、近年は企業が任意に情報開示を行う動きが高まってきている。これがIR（インベスター・リレーションズ）と呼ばれるものである。IRは投資家を中心とする企業の利害関係者に向けて企業が自発的に情報を発信するものであり、どのようなタイミングでといったチャンネルを通して情報が流れるかは、企業がまったく独自に判断して行う。IR活動は、製品市場において、企業が消費者に製品やサービスをマスメディアや販売の店頭を通じてアピールするように、資本市場では企業の投資価値を投資家に対してアピールする活動として理解することができる。また、製品市場では企業は消費者の嗜好や購買の傾向に関する情報をマーケティング活動を通じて収集しているが、ちょうどそれと同じように、IR活動を通じて、株主や市場の動向を把握するようにつとめている。日本IR協議会が行った調査によると、事業会社がIR活動として重要だと考えている活動のなかには、アナユアルレポートの作成やメディアとの対応といった情報発信型の活動のほかに、証券アナリストや機関投資家とのミーティングといったマーケティング活動と呼ばれるようなものが挙げられていることから、企業がIR活動を単なる一方的な情報開示活動としてとらえているわけではないことが理解できる。

法定のディスクロージャー制度が、開示すべき情報の枠（何についての情報を開示するか）について、法令で厳密に規定しているのに対して、企業が自主的に行うIR活動では、情報の受け手の反応を予想して開示情報の枠を自由に決定することができる。また、法定のディスクロージャーでは、情報の開示時期、開示方法もあらか

じめ規定されているが、IRでは開示のタイミングやチャンネルについても多くの選択肢を持っている。これは、IR活動を通じて、企業が持つ多くの側面のうちどの点をどのように強調するかについて企業が自由に判断することができるだけでなく、企業環境の変化に対しても、起動的に対応していくことができることを示している。また、IRを通じた企業情報の開示は、投資家の反応を予想して戦略的に利用することができるという点でも経営者にとつての魅力は大きいと考えられる。

しかしながら、虚偽情報の開示や紛らわしい表現についても法的な制裁があるわけではなく、市場規律による是正を期待するしかないという点で、情報の信頼性という面では法定のディスクロージャーに劣るといわなければならぬであろう。

法定ディスクロージャーの位置付け

企業の行う情報開示活動には、右のように法律に基づいたディスクロージャー制度と、企業が自主的に行うIR活動の二種類あることを見てきたわけであるが、投資家の立場に立ったとき、これらの活動に対してどのような評価を下すことができるだろうか。

情報開示を、企業が行う資金調達面での広告・マーケティング活動であると考え、情報開示を法的に義務づけなくても、情報開示の動きはあらゆるメディアを通じて拡大して行くように思える。ちょうど私たちが消費者として企業製品に関するあらゆる情報・テレビコマーシャルなどのマスメディアを通じて企業から直接届けられる情報から、消費者団体やその他の営利法人の行う調査を通じてのままで得て、その情報をもとにして購買決定を行っているように、投資対象としての企業価値に関する情報も、企業のIR活動だけでなく、証券アナ

リストをはじめ各種の研究活動を通じてもたらされる間接的な情報も加えれば、それらをもとに十分投資判断が行えるようになるかと考えることができるのではないだろうか。

また、虚偽情報についても十分な市場規律がはたらいて、虚偽情報を開示することが市場での信頼を損ない企業の市場での調達コストを高めることにつながれば、自主的な開示に任せても、情報の質が著しく低くなることもないと考えることもできる。

このように市場を通じて、情報の量と質(信頼性)が確保できるとすると、法定ディスクロージャーの存在意義はどこにあるのだろうか。

法定のディスクロージャーの重要性のひとつは、同じ枠組み(何についての情報を公開するか)で情報を継続的に開示することができるという点にある。資本市場では、製品市場に比べて経営者と投資家の間の情報の非対称性がとくに大きく、価格変動や流動性リスクなどのリスクを負うことから、情報としての信頼性が高いことはもちろんであるが、同じ枠組みで継続的な情報開示が期待できるということが非常に重要であると考えられる。情報を時系列的に得ることは、証券分析には欠かせないことであるが、情報公開のあり方について、まったく企業の自主性に任せてしまったのでは、開示される情報の枠組みは企業ごとに違ってくる可能性があるし、場合によっては同一企業でも時期によって開示内容が変わってくる恐れもある。投資家にとつての継続的なデータの確保という問題を考慮すると、資本市場にとつて法定ディスクロージャーの意義は大きいということができる。

また法定のディスクロージャーが重要であるもう一つの理由は、法定ディスクロージャー制度のもとでは、「あらかじめ」何について、どのような時期に、どのような方法で情報が開示されるかが決められていることにある。というのは、情報の送り手が「沈黙している(情報を開示しない)」ということは、投資家にとつてはふ

たとりの解釈の余地があるからである。情報公開を企業の自主判断に任せてしまう場合、情報の送り手が沈黙しているということは、①本当に送るべき情報がない場合と、②本当は送るべき(悪い)ニュースがあるのだがそれを隠蔽している場合、の二種類のうちのどちらであるのか投資家には判断がつかない。この場合、①の本当に送るべき情報がないために正当に沈黙している企業からみると、②の悪い情報を隠蔽している企業の存在はある種の負の外部効果を市場にもたらしていることになる。なぜならば、送るべき情報がない企業は、そのことで(ない情報を送らないということ)で企業価値は本来変化しないはずであるが、市場に悪いニュースを隠蔽している企業が存在すると、投資家にとって見れば、どちらの企業も「沈黙して」いる以上見分けがつかず、ちょうど「悪貨が良貨を駆逐する」ように、良貨である①のタイプまで低く評価されてしまう可能性があるからである。ここにはある種の「市場の失敗」が生じていると言うことができる。法定ディスクロージャーによって「あらかじめ」開示する項目が決められていれば、①と②の混乱を避けることができる。

以上のように、たとえ自主的な情報開示が投資家にたいして虚偽のない十分な量の情報を提供できたとしても、法定ディスクロージャー制度には大きな意義が存在することがわかる。もちろん、法定のディスクロージャーは、開示のタイミングの起動性や内容の濃さという点では、I R活動による開示に劣ることはいうまでもない。投資家にとっても知らせたい情報をもつ企業は自発的に開示を始めるだろう。これに対して、法定ディスクロージャーは、開示情報の質と量を保証するだけでなく、継続的に同じ枠組みのデータを確保し、市場の失敗を補うという点で資本市場の重要なインフラストラクチャーの一つとしてI R活動と共存していくものと考えられる。

情報開示については、株主と債権者の間のエージェンシーコストの問題のほか、現在の株主と将来の(潜在的)株主との間の利害関係も含めた複雑な問題がある。また開示情報とインサイダー情報の関係から、インサイダー

取り引きについての問題点を考えるなど多くの興味深い論点が残されている。本稿では触れることはできなかったが、改めてこれらの点についても検討したい。

注

(1) 法定ディスクロージャー制度については、伊藤邦雄(一九九四)「現代会計入門」日本経済新聞社、を参考にした。

(清水)