

情報開示とコミュニケーションの具体化

田 中 襄 一

はじめに

本稿の目的は上場企業を取り巻く環境変化の中での情報開示のありかたを探り、ステークホルダーとのコミュニケーションについて、具体策を検討することにある。企業環境の変化に伴う情報開示は多様なレベルで進化している。情報開示とコミュニケーションの視点からみると、情報開示の形態が、制度的なものであるか、自発的なものであるかを問わず、開示内容は一段と充実すると同時に、コミュニケーションツールの進展にも著しいものが見られるようになった。そして、コミュニケーション

ンの多様な展開の中で、留意しなければならないことは、発信される情報内容が理解しやすいということと記憶に残るということである。

情報開示によってステークホルダー（株主・投資家、従業員、顧客、取引先、地域社会等）の理解と納得を得るといふ目的のためにも、情報のコンテンツは情報受領者にとって分かりやすいストーリー性をもったものでなければならぬ。ここでいうストーリー性とは、情報発信に際して、その情報が断片的なものではなく、企業の全体像とその方向性が把握可能なように連続性、一貫性をもつものであるということを意味する。

ところで、企業を取り巻く状況そのものについての変化についてみると、大きく分けて、三つの視点から考えることができる。ひとつは環境問題であり、これは地球温暖化問題を始め、資源リサイクル問題、化学物質の処理の問題、さらには生物多様性維持の問題へと広がりを見せる。二つ目は社会との関わり方の問題で、社会的責任の問題、社会貢献等にわたる。三つ目はコーポレート・ガバナンスの問題で、社会の中での企業の在り方を含め、企業が不正のない仕組みを築く中で、どのようにして再生産のため、また社会との良好な関係を維持するための源泉としての利潤を生み出していくのかの問題である。これらの問題はESG (Environmental, Social and Governance) 問題と呼ばれ、資本市場を中心に、近年急速に話題となり、世界の企業がその対応に積極的に取り組み始めたことでもある。

企業はグローバル化の進展とともに、環境問題、社会問題、コーポレート・ガバナンス問題に対しては日本国内のみならず、全世界的視点で取り組まざるを得なくなってきた。同時に、地球規模でのESG問題への調和を図る中で企業は持続可能な状況を作り出さなければ

ならないという制約条件を受けるようになった。加えて、二〇〇八年のいわゆるサブプライム問題を端に発した金融危機による世界同時不況に象徴されるように、世界は一つの連鎖の中にあることが強く認識されたという事実もある。このような世界の動きの中で、企業は整合性をもって、かつ透明度の高い情報を開示し、ステークホルダーとのコミュニケーションを密にすることによって、利益を生み、企業価値を高めることが求められている。

この企業価値についてみると、それは株主・投資家といった資本市場におけるステークホルダーの側からみる企業価値だけではなく、その企業を取り巻く、従業員、顧客、あるいは、地域社会といったそれぞれのステークホルダーが描く企業価値についても考慮する必要がある。つまり、株主をはじめ多くのステークホルダー全員の描く企業価値がバランスよく増大してゆくことが企業の目的ということになる。このような考え方に立てば、企業の情報開示、情報発信は多様なステークホルダーを対象にする多面的内容を持つものでなければならない。従って、情報開示に際しての具体的なコミュニケーションのツールと内容は多種多様なものになる。ただ、この

ような状態になると、情報開示を行うためのツール類の内容が複雑化し交錯したものになりかねないという課題もある。このため、情報開示、コミュニケーションに際しては、情報を受け取る側の正確な理解を求めるように洗練された工夫が必要となる。

近年の企業の情報開示の内容をつぶさにみると、業績についての説明は当然として、その多くは、企業自身の事業活動それ自体がESGの視点から見ても、適正で、かつ妥当なものであるということへの理解を求めることに重点が置かれているようである。また、その手段は、環境報告書、CSR報告書、サステイナビリティレポートさらには有価証券報告書等といったように、それぞれまとまった形での報告書の類からホームページ上のさまざまな情報提供まで、複雑、多様な内容を持つに至っている。このような情報を作成、開示してゆくプロセスの中で、企業は一貫した思想を持ち、その上で、各種のツール類を作成してゆく必要がある。そのためには、情報受領者にとって納得できる形で受け入れてもらうための工夫として、企業のコーポレートストーリーの構築とそれに基づくツール類の作成、開示によって、理解を求

める努力が求められる。

このような作業の繰り返しによって企業はステークホルダーからの信頼を獲得し、企業価値を高めていくことが可能となる。

ESG問題と情報開示

企業が適正な事業活動を行なうに際して直面する多様な課題を象徴的に表しているものはESG問題である。

このESG問題は二〇〇五年に国連のアナン事務局長の提唱によって生まれた責任投資原則 (Principle for Responsible Investment : PRI) を議論する中で生まれたものである。企業が関わるESG問題は投資家、ことに機関投資家のパフォーマンスに大きな影響を与えることもあり、受託責任を果たすためにも機関投資家は企業のESG問題への取り組みについて、監視を行なうべきだとするものである。ESG問題は、二〇〇六年に公表されたPRIの前文に「機関投資家には受益者のために長期的関心のもとで最大の利益を求める義務がある。この受託者としての役割を果たす上で、環境上の問題、社会の問題および企業統治の問題が投資ポートフォリオの

パフォーマンスに影響を及ぼす可能性がある」として「^①」
ることから明らかのように、基本的には資本市場におけ
る機関投資家の姿勢を問うものである。

このように、ESG問題は主に資本市場の領域におい
て、資産運用者が受託責任を全うするために、投資対象
である企業がESG問題に対してどのような対応をし、
成果を見せているかを判断した上で、投資行動をとると
いう視点で語られることが特徴である。企業サイドから
見れば、企業は機関投資家が投資判断する際にチェック
するESGの課題とその対応を事業活動にあたって取り
込んで進めることになる。このことよって、自社への
投資を促進させようとするものである。近年、ESG問
題が注目されてくるようになり、企業はまず、資本市場
からの要請に対応するために、ESG問題に積極的を取
り組まざるを得なくなってきた。これが現状であろう。

このこともあり、企業はそれぞれの企業が抱えるES
Gの課題とその対応についてさまざまな開示を行うよう
になってきた。ESG問題の情報内容の多くは、いわゆ
る財務情報以外の非財務情報であり、それらは法律や規
則等にもとづくものではないが、このような非財務情報

について多様な形で情報開示に取り組もうという動きも
ある。

たとえば、米国証券取引委員会（SEC）は二〇一〇
年に気候変動開示ガイダンスを公表した。このガイダン
スは強制的な内容のものではないが、今後ESG問題に
かかわる非財務情報の情報開示についてはひとつの示唆
をあたえるものであろう。これは、「各国で環境税や排
出量取引などの気候変動に関わる制度整備が進み、企業
経営に与える影響が大きくなっていくことから公表され
たもので、SECとしてあらたな開示規制を導入するも
のではなく、現行の開示規制の枠組みの中で、気候変動
問題に関連してどのような情報の開示が必要とされるか
について解釈を示したものである」^②。

なお、ESG問題がクローズアップされる契機となっ
たPRI（責任投資原則）に沿った投資行動を行なうと
いう参加意志を表す署名機関は、米国のカルパース
（CalPERS）、や英国のハーミーズ（Hermes）といった
有力な機関投資家を含め二二四機関（二〇一三年八月
現在、内日本は二七機関）に達している。世界的規模で
行動、運用する機関投資家の参加の増加は、わが国の企

業にも大きな影響を与えてきているといえよう。PRI そのものは法的拘束力があるものではないが、資産運用者にとってESG問題は企業評価の有力な基準ともなりうるものであり、企業側から見れば企業行動の重要な指標となってきた。

また、資本市場においての情報仲介者として重要な役割を果たしている証券アナリスト側にも、企業評価の際にESG問題を取り込もうとする機運が高まってきた。日本証券アナリスト協会は二〇一〇年六月に「企業価値分析におけるESG要因」と題した報告書をまとめた。これは、ESG要因と投資パフォーマンスの関係を明らかにすることを目的としたものであり、主に財務的データをもとに企業評価を行なう証券アナリストに対して、非財務的データが大半を占めるESG問題をどのように取り込んで企業評価をおこなうのかについて証券アナリストへのアンケート調査をもとに分析したものである。この分析のまとめとして、興味深い結論が導き出されている。それは「ESGに積極的な企業は多様なステークホルダー、即ち株主だけでなく、従業員や消費者、地域住民に対しても配慮した結果、長期的に社会全体の効率

性を高めている可能性がある。このような多様なステークホルダーに対する社会還元により、企業自身はリスクを軽減し、企業収益を改善するなどの効果を得る傾向があると考えられる³⁾」としていることである。このように、ESG問題への企業の対応は投資家からの視点だけではなく、企業を取り巻くステークホルダーの視点からも重要な意味を持つことが理解される。

なお、欧米における証券アナリストの領域でもESG問題への関心は高く、企業評価の際に、いままでの財務情報を用いた分析に加えESG問題という非財務情報を用いることが進められている。欧州証券アナリスト連合会 (European Federation of Financial Analyst Society : EFFAS) は二〇〇七年にESG問題に関する委員会 (Commission on ESG : CESG) を設置しESG問題についての分析と伝統的分析手法を統合するための施策を検討することを委託した。一方、米国においては、証券アナリストの団体であるCFA協会 (CFA Institute) は二〇〇八年に、「上場企業の環境、社会、ガバナンス要因 (Environment, Social, and Governance Factors at Listed Company)」を公表した。これは投資家がESG

問題により深い理解をするようにとの趣旨のもと、手引き書の形でまとめられたものである。⁴⁾これによれば、環境問題は炭素排出量、気候変動、生態系変化など一〇項目、社会問題は動物愛護、児童労働、人種問題、セクシュアルハラスメントなど一四項目、ガバナンス問題は累積投票問題、経営者報酬問題、ポイズン・ピル、株主の権利など一〇項目にわたって詳細に列記している。⁵⁾このようにESG問題は資本市場を中心に世界各国で、関心が高まると同時に、資本市場の枠を超えて社会共通のひとつの基準を形成しつつあるといえよう。

急速に注目を浴びるようになってきたESG問題ではあるが、同じような問題意識のもとで、CSR (Corporate Social Responsibility) がある。ESGがどちらかというところ、投資家サイドからの企業への要請という色合いが強いのに比し、CSRは企業自身の行動の基準といった形で語られることが多いようである。若干のニュアンスの違いがあるにしても、両者に共通する基本的なことは、企業が社会との公正な関係性を維持しつつ、持続的な成長を達成するために、社会と関わりのある事柄、つまり環境問題、社会問題、ガバナンス問題などに

ついて公平にかつ透明度の高い状態の中で、適切に対応しているか否かが問われるということである。そして、企業はその対応の状況を、開示し、社会のステークホルダーの納得を得なければならぬ。⁶⁾

この作業の中で、留意すべき点は、ESG問題等に対応するというひとり合点的な行動は、社会から誤解を招くばかりではなく、批判的ともなりかねない。ESG問題やCSRは、それらに対する企業の行動のプロセスと結果については、広く開示し、納得を得ることによって完結するといえる。つまり、ESG問題、CSRはその実行が納得されるまでの一連のプロセスとするならば、情報開示はESG問題、CSRと、いわば表裏一体の関係にあるといえよう。

企業価値形成と情報開示

企業にとって、どのような形をとるものであれ、情報開示の目的は株主・投資家、従業員、顧客、地域社会などのステークホルダーから信頼を獲得し、ステークホルダーそれぞれの視点からの企業価値を維持・向上させることにある。同時に企業は情報開示を行なうことによつ

て、企業が推進する事業の現状と展望、そしてその行動が社会的に問題のないことを、ステークホルダーに周知し、納得を得ることになる。これによって企業はアカウンタビリティを全うする。

一般に、株主、投資家を意識した資本市場における情報開示をインベスター・リレーションズ (Investor Relations : 以下IRとする) という。このIRの目的は株主価値の維持、向上を目指すものとされる。資本市場においては、通常、企業価値の増加は株主価値の増加を意味する場合が多い。企業価値を、資本市場の外から眺めると、このように企業価値を株主価値とする単純な図式で表されて良いかどうかという問題がある。企業価値という言葉の中にはそれぞれのステークホルダーが描く企業価値があるという視点も必要である。同じような観点からではあるが企業価値についての議論として、「企業価値は貨幣単位で測定可能な経済価値と貨幣単位で測定が困難な非経済価値から構成されている」とし、さらに「企業価値は経済価値と社会価値から構成されている」と指摘し、「企業価値の追求は、大きく株主価値志向と非株主価値 (非資本提供者にとっての企業価値)

をも考慮に入れた多元的価値志向に分かれる」という考え方もある^⑦。

本稿では企業価値を株主価値と社会的企業価値に分けて考えたい。株主価値が基本的に株主・投資家が描く企業価値であり、数値での表現が可能であり、通常それは株主価値つまり時価総額で示される。一方、社会的企業価値は、株主・投資家以外のステークホルダーが描く企業価値である。資本市場における株主価値が、世の中に起こるあらゆる事象を反映して形成されるとしても、株主価値と社会的企業価値が整合性を持って同一なものになるとは限らない。したがって、企業価値を想定する場合にはこの株主価値と社会的企業価値を統合するものとして考えるべきであろう。

企業側からみると、株主価値形成に向けての取り組みと社会的企業価値形成に向けての取り組みはコミュニケーションの対象が異なるという意味で若干様相を異にするが基本は同じで、いずれの場合でも企業の現状と社会への取り組み、そして将来展望等といったコンテンツがその柱となる。情報開示というフレームワークにおいては、株主価値に力点を置く場合も社会的企業価値に重

点を置く場合も開示対象という意味では重なり合う部分もある。ただ、実際の企業内の実務をみると、歴史的、組織的背景の相違から情報開示の内容、方法では異なる場合が多い。具体的には、企業内部において、株主価値形成に関わる情報開示の場合はどちらかという財務部門やIR部門が中心となり広報、あるいはコーポレートコミュニケーションといった部門と協調してさまざまな行動をすることになる。一方、社会的企業価値形成におけるそれはマスメディアを主に対象とすることもあり、広報関連の部署が中心となることが多いようである。とはいえ、近年、広報部門とIR部門を効率的に一体運用するという意味で、広報・IRといった名を冠した部署も多くなってきた。

ここで、株主価値の維持・向上を図るIR活動と社会的企業価値の維持、向上を図る活動を統合したものをSR (Stakeholder Relations) 活動とする。言うまでもなくSR活動の対象は株主・投資家だけではなく従業員、顧客、地域社会等広く社会全般となる。IRについてみれば、それは企業財務の領域を下敷きとして、株主価値形成に資するさまざまな工夫と努力を指すことになる。

このこともあり、開示・コミュニケーションの対象者は株主・投資家、証券アナリスト、証券会社関係者などが中心となっていることに特徴があるが、マスメディアも対象となる場合が多い。たとえば、企業不祥事、災害発生時において、資本市場関係者が望む情報は、事件、事故が現在および将来の業績にどのような影響を及ぼすかである。このような場合、これらニュースは一次的にはマスメディアを通じて流れる場合が多く、その業績等への影響度合いについてもマスメディアを介して伝わってくる場合が多いからである。経営への影響についての解釈については証券アナリストの方が詳しいケースがあると思われるが、このような緊急事態での、株主への影響度合いなどはマスメディアが発信する情報のインパクトは大きいといえよう。

ところで、資本市場におけるIRの目的は直接的には株主価値の適正な形成である。この株主価値は一般的には時価総額で表される事が多い。時価総額は株式数に株価を乗じたもので表現されるが、この株式数は企業の財務戦略によって決めることが可能である。たとえば、仮に、企業が資金調達を株式で行なえば株式数は増加する。

他方、自社株買いを行い、消却すれば株式数は減少する。ところが、株価についてみれば、企業の意志に関わりなく資本市場のなかで決定されていく。その意味で、時価総額形成要因の中では、限定的とはいえ、株式数は財務戦略という企業の意志によって決めることの可能なものとなる。

一方、株価についてみると、資本市場内外でのさまざまな情報を、株主・投資家に取り込み投資判断をして行動するために、企業側からの直接的影響は及びにくい。とはいえ、どのような種類の情報であっても、それら情報は企業が開示した情報あるいは、それら情報を加工したケースの場合が多い。株価形成に企業が直接的に関与することはできないし、またそうであってはならないのであるが、企業は情報開示、コミュニケーション活動によつて間接的に株価形成に影響を及ぼしていることは否定できない。その情報開示、コミュニケーションについてみれば、資本市場への影響度合いは、企業の開示姿勢とコミュニケーションのとり方、具体的には開示内容、たとえば理解されやすいものであるか否かということやタイミングなどに大きく依存するという現実もある。そ

の意味では、情報内容の工夫と情報発信、コミュニケーション活動の総合的戦略ともいえる企業の情報戦略が重要な役割を果たすことになる。

なお、適正な企業価値形成のためには、資本市場全体の環境たとえば、株式取引に関わる制度の円滑な運営、インサイダーなど不正な取引のない状況など基本的な要素としては当然のことであるが、それらに加え、企業の適時、適切かつ十分な情報開示が不可欠ことは言うまでもない。株主・投資家は企業の過去の業績を踏まえた上で、企業の潜在成長力、利益成長の度合い、たとえば財務指標であれば、将来のEPS（一株当たり利益）、ROE（自己資本税引き利益率）などを知ることが望む。これは、現在の株価が企業の成長力、収益力を表す指標といったものに比べ、どのような水準にあるのかを比較検討し、投資判断をしようとするからである。そのため、企業は、株主・投資家に対して、過去、現在の経営状態、業績、財務状況などについての要因分析を行なうと同時に、将来の企業の姿、つまり、経営戦略の妥当性、財務戦略の展開、情報戦略の方向性などについて、開示、コミュニケーションを図ることが必要となる。通常このよ

うな情報開示はMD & A (Management discussion and analysis : 経営者による討議及び分析) と呼ばれる。これら情報開示は単に、過去、現在の業績や業績予測といったことのみならず、企業経営が合理的かつ合法的に行なわれていること、経営戦略が経済環境、競争条件などの中で適切であること、さらには企業として持続可能であることなどについても開示をしていくという姿勢が求められている。

一方、SRについてみると、その目的は社会の多様な利害関係者と関わりをもつ中で、企業が不正のない健全な姿で利益を生み出す仕組みを作り、持続的成長を果たし、それぞれのステークホルダーが描く企業価値を創造してゆくことである。このことは、企業が事業活動をする際に、社会的存在としての行動基準を取り込んで行なうという視点からすれば、CSRと同じ意味を持つことになる。

CSRについては、さまざまな考え方、定義があるが、ここでは、企業価値形成と情報開示の観点から検討する。というのは、企業にとってのCSRの目的は企業価値を高めるためであり、そのCSRの信頼性を確保するもの

は情報開示及びステークホルダーとのコミュニケーションを基本としているからである。ここでは、CSRの考え方について、ひとつの示唆を与える経済産業省の考え方を取り上げる。「CSRとは、今日経済・社会の重要な構成要素となった企業が、自ら確立した経営理念に基づいて、企業を取り巻くステークホルダーとの積極的な交流を通じて事業の実施に努め、また、その成果の拡大をはかることにより、企業の持続的発展をより確かなものにするるとともに、社会の健全な発展に寄与することを規定する概念であるが、同時に、単なる理念にとどまらず、これを実現するための組織作りを含めた活動の実践、ステークホルダーとのコミュニケーション等の企業活動を意味するものである」とし、「CSRの取り組みの信頼性を高めるためには、ステークホルダーとの効果的なコミュニケーションが不可欠であり、そのための適切な情報開示、対話などにより社会に対する説明責任を果たすこととステークホルダーによる評価が重要な要素となる⁽⁸⁾」としている。

ここで、述べられているように、CSRは企業の持続的成長のための事業活動が社会との関係の中で、企業と

ステークホルダー、また、ステークホルダー間においても、整合性を持つて行なわれると同時に、そのことをステークホルダーから理解と納得を得る仕組みの構築と運用である。そのためにはステークホルダーとの密接なコミュニケーションが不可欠である。CSRに關わる情報開示、コミュニケーションをCSRコミュニケーションと呼ぶこともあるが、これは、本稿における、SRに近い概念といえよう。

情報戦略とSR

企業経営全体を俯瞰する戦略を経営戦略とするならば、それはビジネスそのものの戦略を考える事業戦略、事業の推進に欠かせない資金の手当て等を考えバランスシートの内容等を考える財務戦略、そして、資本市場のみならず、社会に対してメッセージを発信し、その反応を探りながら効率的経営を行い、企業価値を高めるための情報戦略を統合したものといえよう。

この三つの戦略の中でSRの具体化においては情報戦略が重要な役割を果たす。情報戦略の柱はいわば企業そのものを戦略商品と位置づけ、マーケティングを実施し、

コミュニケーション活動を行うことである。そして、その対象は資本市場においては主に株主・投資家、証券アナリスト等が中心になるが、社会においては株主・投資家を含めた、全てのステークホルダーということになる。

その社内外に発信される情報内容についてみる。経営戦略という全体像からは事業戦略策定の基本ともいえるべき企業理念、経営方針さらには事業計画など、企業が現在置かれている位置、そして、企業の向かう方向などについての情報が生まれてくることになる。事業戦略はこのようなことを踏まえ、組み立てられたビジネスモデル実行のための戦略を説明することになる。財務戦略からは、企業価値を高めるプロセスと結果、将来の姿を、可能な限り数値を用いて説明する情報が生み出されることになる。たとえば、貸借対照表、損益計算書といった財務諸表等から導きだされる数値であり、これら数値情報については、情報を受け取る側にとって理解可能なものであることが不可欠である。具体的には、収益力を表す指標として、売上高利益率、総資産利益率等といったものがあり、企業価値形成に影響を及ぼす可能性が大きいといわれるキャッシュフローあるいは、EPS、ROE

といった指標等があげられる。

情報戦略は、いわゆる広報活動（広くいえば、広告活動もその領域にはいる）と、SR活動を合わせた総合的な開示、コミュニケーション活動となる。つまり、情報戦略とは企業が社内外に発信する全ての情報内容の作成、発信、そのフィードバック等、一連のプロセスの構築、運用を意味する。この情報戦略実行の際に留意すべき点は、発信する情報の意図がぶれないと言う意味で、発信内容と方法を一元化するワンボイス化が必要となる。このワンボイス化のためには、後述するように、企業として発信する情報の体系的整理が不可欠となる。このためには、コーポレートストーリーの策定を行なうことも合わせて考えなければならぬ。

なお、この情報戦略の策定と実践に際して、注意しなければならぬことは、企業側の思い込みによる内容の作成と誤った形での訴求をステークホルダーに行なうことを避けなければならないことである。通常、企業は過去から現在までの姿を説明し、そこに新しい要素を加え将来像を描く。そのプロセスの中で、経営方針や事業計画あるいは業績等について説明する。その過程の中で、

企業と社会との関わりのあるさまざまな事柄について言及しそれが社会的にみて妥当であることの理解を求めることを合わせて行なうことになる。このような作業の中で、株主・投資家、従業員、顧客、取引先、地域社会等の情報受領者から理解と納得を得ようとする。ところが、往々にして、ステークホルダーの理解と企業の意図との間にギャップが生じることもある。情報戦略の重要な役割のひとつは、情報受領者の理解と企業の意図の間にあるギャップを可能な限り早く認識し、つまりフィードバックを素早く行い、そのギャップを埋めることである。このようなギャップを把握するためには、多様なステークホルダーとの日常的なコミュニケーションが不可欠である。

ところで、情報戦略によってもたらされることが期待される重要な成果のひとつに、企業イメージの形成と向上がある。企業イメージといっても、資本市場における企業イメージと一般社会における企業イメージとが必ずしも一致していない場合が多いことに注意しなければならない。たとえば、資本市場の中で、いわゆる、優良企業とされていても、一般社会ではほとんど知られていな

場合もある。また、世の中では良いイメージがあるとして著名な企業であつても、資本市場においては評価されていないケースもある。本来的には、資本市場での企業イメージと一般社会での企業イメージは同一となるか、少なくとも多くの部分で重なり合う形のものが望ましいのであるが、この実現のためには、多くの困難な作業を伴うことが多い。

さて、企業イメージの定義についてみると、「人々が企業の実体を含め、企業が発信するもろもろの情報の一部、あるいはその企業について語られたマスコミ情報や噂話に触れて、自分なりに心の中に形作る『像』のこと」とすることもある。ただ、この定義を、もう少し広い視点を取り入れてみることも必要である。具体的には、企業イメージは、いわゆるマスメディアの情報だけではなく、資本市場を媒介とする情報も無視し得ないからである。

いずれにしても、このような企業イメージはIR、広報、広告、宣伝といった部門からの情報提供や開示、コミュニケーションだけによって形成されるわけではなく、企業による財・サービスの提供、および、マーケティング

やコマース活動、あるいは企業からの直接、間接の働きかけ等日々の事業活動を通じてステークホルダーに伝わることによっても形成される。たとえば、経営者による企業の経営理念、経営方針の説明に始まって、地域における企業の貢献活動や、社員の言動、工場や売場の状況（工場見学会等）さらには、業績といったことによるなど多種多様である。

加えて、特に近年、資本市場を通じての企業に関わるさまざまな情報が企業イメージ形成に大きな影響を与えている。生活者としての株主・投資家は証券会社等の資本市場関係者から企業に関わる情報を入手しそれを、口コミ等で関係者に広げる場合もあるであろう。また、最近ではインターネットを通じて（たとえばツイッター）も広がる可能性がある。そして、より大きな影響を与えるのは、生活者として、あるいはプロフェッショナルとして開示情報を徹底的に活用し、情報の加工、媒介を行なう証券アナリストであろう。企業イメージを含めて、企業の評価は、各種のアンケート調査等を通じて行なわれる場合もあるが、証券アナリストは情報提供先を主に資本市場に限っている形とはいえ、企業評価を客観的に

行なうからである。証券アナリストの行なう企業評価が直接的に一般社会に伝わるケースは多くないが、証券会社、機関投資家あるいはマスメディア等を通じる形で企業イメージ形成に貢献することが多くなっているといえる。このような企業イメージ形成の過程を考えると、企業に関わるステークホルダーへの情報開示とコミュニケーションを行なう情報戦略は企業価値向上にとって不可欠である。

なお、この企業イメージと企業価値との関係について、コーポレート・レピュテーションという概念を用いた考え方が⁽¹¹⁾ある。これによれば「コーポレート・レピュテーションは、ある企業に対して抱いたイメージおよびその企業の過去の行為および将来の期待に基づきステークホルダーが何らかの基準に照らして当該企業を評価したものである。また、企業価値を高める競争優位の源泉」と指摘し、「コーポレート・レピュテーションは、今日の企業環境において無視することのできない重要な無形資産である」としている。

情報開示の具体化

企業価値を高めるために企業が発信する情報をSR情報とすると、それを財務情報と非財務情報に分けることができる。財務情報は有価証券報告書、決算短信あるいは、中期計画等の形で提供されることになる。これらには企業の財務内容や業績について、過去、現在の事実および将来を予測するために必要な情報が含まれる。たとえば、資本市場における企業価値形成の源泉のひとつともされるキャッシュフローについて、財務諸表等の制度的情報開示によつて表現され、発信される情報がそれぞれある。一方、非財務情報は、財務諸表等に含まれる事もあるが、そのようなツール以外の方法、たとえば、アナニュアルレポートのMD&AやCSRレポート、あるいはサステイナビリティレポート、環境報告書といった文書類での説明および会社説明会等のイベントにおいて語られること及び、マスメディアに対する対応、など多様な多様な自発的情報開示であり、それらはキャッシュフローを生み出す要素の中でも、数値で表すことが困難な情報である。たとえば、企業理念、技術、サプライ

チェーン、ブランド、競争条件、経営組織といったこと等である。それらは一般に、「無形資産」あるいは「見えざる資産 (Invisible asset)」と表現され財務諸表上では認識が困難なものである。先に触れた、ESG問題に関わる情報やCSRの情報のその多くは非財務情報の範囲に入る情報である。今日、この非財務情報が企業価値形成に大きな影響を与えていることは多くの研究によつて明らかにされている¹²⁾。つまり、SR情報とは、対資本市場、対社会の両面からみると企業が持つあらゆる情報であり、幅広い内容が含まれるものである。これは、機関投資家、証券アナリストといったプロフェッショナルから個人投資家までという資本市場関係者のみならず、他のステークホルダーを含めマスメディアの関係者等など企業に関わる多くのひとびとが情報を入手したいと望むことに対応しなければならぬからである。

ところで、企業の中にある情報を経営の視点、あるいは企業評価の視点で、経営の要素を取り出し、それらを図のように企業価値向上に結びつける情報、つまりSR情報として提供してゆくかが問われている。経営の要素をマネジメント (MANAGEMENT)、財務

(FINANCE)、マーケティング (MARKETING)、技術 (TECHNOLOGY)、そしてブランド (BRAND) に整理し、それらの要素毎あるいはその組み合わせを行い情報開示してゆくことになる。マネジメントとは企業組織を動かす原動力とも言うべき経営理念や思想といった事柄を含み、そのうえに立つて企業の理想像を描き、経営を行なう経営者そのもの、および人的資源、組織や組織運営のノウハウ等を総合したものである。具体的な情報としては、異動に伴う人事情報、組織変更の情報に始まつて、経営者による会社説明会、あるいは経営方針発表会等における経営者の言動に及ぶことになる。資本市場の観点ばかりでなくマスメディアの視点からも、経営者などのような経営理念のもとで、組織を指揮、運営しているかということが大きな関心であり、そのプロセスと結果についてステークホルダーにどのように訴え、理解を求め、納得を得ているかという説明も不可欠となる。

財務についてみると、企業経営の中で事業の推進の際に欠かせない資金の流れを貸借対照表、損益計算書、キャッシュフロー計算書といった財務諸表によつて把握すると同時に、その動きの状況と結果について数値で表

することが重要になる。財務に関わる情報は、多くの場合有価証券報告書、営業報告書、決算短信といった形で、法や規則に基づく制度的情報開示によって情報として提供される。これら、制度的な情報として開示される情報だけでは、多くの関係者の理解を得ることが困難なこともある。このため、企業はこのような財務情報については、解説あるいは、追加的情報を提供するなどして、ステークホルダーの理解を深めてもらう必要も生じてくる。

ここでいうマーケティングとは、企業が財・サービスを生み出し社会に提供し、売り上げ、利益を計上し、キャッシュフローを生み出す一連のプロセスを指す。このためもあり、マーケティングに関わる情報は広範にわたる。財・サービスの告知や売り上げ向上を目指す広告・宣伝活動、販売促進活動、さらには企業そのものの認知度向上や社会との良好な関わりを目指す広報活動をも含むものとなる。

技術とは企業のビジネスモデルの核となるものであり、製造業、非製造業を問わず、開発技術だけではなく、企業が恒常的に利益、キャッシュフローを生み出すための、生産技術をも含むものである。往々にして理解すること

が困難なことが多いと言われる、技術情報をSR情報として展開するためには、ステークホルダーに対しての詳細な解説を加えるなど工夫が必要であろう。技術情報は往々にして、専門用語が多くなりがちではあるが、可能な限り、多くの人々が理解のしやすいように、分かりやすい言葉で説明を行うことが求められる。

ブランドは企業のブランドという意味で、コーポレートブランドとほぼ同じ意味である。このコーポレートブランドの形成には企業のあらゆる情報発信が含まれ、それは経営者の立居振舞から始まり従業員の一挙手一投足までが関係してくる。このようなことを通じて、ステークホルダーから理解を得るということについて、企業を構成する全員が意識する社風といったものが醸成されていなければならない。なお、コーポレートブランド形成にマイナス要因となるようなこと、たとえば、企業不祥事の発生に際しては、それに至るプロセスにおける企業内部での動向とその際のコンプライアンスの状況、そして経営者等の対応、姿勢が問われることになる。つまり、企業内の、個々人の行動及び、企業としての行動が、社

会的規範や法律等に則っておこなわれているかというよう
うな、内部統制上の問題にも配慮しておくのは、ブラン
ドの形成には重要な意味をもつことになる。

SR情報の開示の課題

情報開示に際して基本的なことは、開示が適時、適切
かつ公正なことである。同時に、ステークホルダーの大
多数が理解可能であり納得のできるものでなければなら
ない。また、情報開示は時期や、対象によつて、内容に
濃淡があつてはならないことはいうまでもないが、時に
よつてはこのようなことが生じる可能性もあり、これを
排除するための手だてが講じられている。具体的には、
米国においては相手によつて情報の質と量を変える、選
択的開示を禁じる公正開示規則 (Regulation Fair
Disclosure: RFD) が二〇〇〇年一〇月に導入されてい
る。この考え方は米国のみならず、諸外国の情報開示の
姿勢に大きな影響を与えた。それまでは、経営者あるい
は対外折衝者 (広報あるいはIR担当者) などは親しい
機関投資家、証券アナリストさらにはマスメディアの記
者に対して他とは異なつた詳しい情報を提供することが

行なわれることがあつた。このようなことは、情報提供
の差別化であり、企業価値形成を偏つたものにするこ
とになりかねない。この公正開示規則は特定のものへの有
利な開示による差別化を排し、ステークホルダーに対し
て情報の一斉、同時の開示を求めたものである。このよ
うな一斉、同時の情報開示が可能になつた背景は、言う
までもなく、インターネットの普及である。企業のホー
ムページでの情報開示は一瞬にしてステークホルダーへ
のコミュニケーションが可能になつた。ただ、インター
ネットによる情報開示にも問題は残されている。それは、
インターネットによる情報入手はステークホルダーが相
当に意識的、能動的に行動をとらなければ、欲しい情報
を手に入れないという現実があるからである。

SR情報の開示の課題として、情報の理解可能性と
いった問題が指摘できる。資本市場に対してと同様に、
社会の多くのステークホルダーに対しての情報提供は情
報受領者側の情報に対する理解度、解釈能力の問題を避
けては通れない。同じ情報を開示しても、株主・投資家、
証券アナリスト、マスメディアの記者、企業の社内外の
関係者その他多くのステークホルダーはそれぞれの、知

見と経験のもとで情報を取捨選択し、理解、納得をしようとすることが多い。このため、同一内容の情報であっても、人によって大きな理解の格差が生じるという現実である。かつて行なった、米国におけるインタビューでのケースが参考になる。IT企業のH社のIR担当者の話である。決算発表の際に、証券アナリストとマスメディアの記者を一緒にして開催した時のことである。そこで、自社の受注動向について話をしたところ、翌日の新聞にはそれが売上高と間違つて報道され、株価に大変な影響を与えたということであった。信じられないような話であるが、実際に起こつたことで、そのIR担当者はその後、マスメディアの記者と、証券アナリストとは一緒にしないことにしたということであった。今ではこのようなことはないと思われるが、時によっては大きな問題となるという事例である。つまり、企業として当たり前のことでも、同じレベルの知識、経験を持ち合わせない人々にとつて大きな誤解を生む可能性がある。インターネットでの情報開示は極端に表現すれば、誤解が一瞬にして広まる可能性をもつこともあり、細心の注意が不可欠である。

特定のステークホルダーだけが理解可能なものは選択的情報開示になりかねないという視点も必要となる場合がある。このようなことにならないようにするためにも、情報開示の際に工夫が必要である。たとえば、業界用語など特殊な言葉を用いる場合には、丁寧な解説、補足説明を行なうなどである。また、説明不足の情報は情報受領者にとつて消化不良になりかねないこともあるため、手間がかかることではあるが、情報受領者の理解度に沿つた内容であるかどうかを十分に検討し提供してゆることが望まれる。そして、SR情報として、企業価値創造に資するものを期待するのであれば、企業が発信する情報は人々の記憶に留まる内容を持たなくてはならない。そのためには、断片的情報ではなく、それぞれの事柄がひとつにつながつてゆくような、ストーリー性をもつた情報内容であるものを提示し、情報受領者の理解を促し、記憶に残す工夫もあつて良いであろう。

ところで、情報開示にはリスクが伴うものである。ことに、企業の将来像、業績の予測に資する情報に確実なものとは多くない。資本市場の領域でみれば、将来の経済環境、競争条件等の環境変化による企業業績への影響は

避けられない。このような場合には、さまざまな前提を置く必要がある。いわゆる安全港ルール (Safe harbor rule) である。これは、公表する情報であっても、それが将来の不確実性を含むものであれば、前提条件を付し将来に発生するかもしれないリスクを回避することを意味する。

そして、重要なことは、開示のための方針を策定しておくことである。いわゆるディスクロージャーポリシー (Disclosure policy) の策定である。SR情報の発信に際しては社内のどのレベルの人がどのような内容を社内外に発信することが可能かというルールであり、情報発信にかかわる関係者を不測の事態から守るためにも必要なことである。これは情報の一元化管理及び、情報のワンボイス化とセットになって考えられるべきものである。また、同時に、このディスクロージャーポリシーに基づいて情報発信されていることを、社外のステークホルダーから理解を得ることによって、情報発信の際の混乱と誤解を避けることが期待されている。

信頼獲得に向けて

アカウントビリティの目的が情報開示によるステークホルダーからの信頼を獲得し、企業が社会的存在として認められ、企業価値を高めることであるならば、SRを実践することは信頼を築き続けるための不可欠な経営責任のひとつとなる。そして、信頼獲得のために行なわれるさまざまな工夫と作業、具体的には社内外への情報開示、コミュニケーション活動のための媒体の作成、配布、各種イベント類の開催等のコストは、いわば信頼獲得コストといえよう。

法律や規則に基づく制度的情報開示以外の情報開示、つまり自発的情報開示のために使われる費用は景気動向、業績の変動によって増減する場合が多い。とはいうものの、企業価値を高めるための信頼獲得の維持、向上を図る費用は継続的なものであってはじめて効果をもたらす。費用対効果が見えにくいとされるSR活動であるが、信頼獲得コストは、これはいわば、上場維持コストと同様に、企業価値の維持、向上のために必要な固定費と考えべき性質のものかもしれない。なぜなら、SR活動に

より資本市場関係者を含めたステークホルダーから信頼を得るためには、企業のおかれている状況がどのように変化しても、その情報が企業及びステークホルダーにとって良い、悪いに関係なく、コンスタントに開示しなければならぬからである。

S R情報の提供は企業そのものの一挙手一投足を映し出したものであり、企業価値形成に大きな影響を及ぼす。そのため、企業はどのような形で価値形成を行なおうとしているかについて、開示、コミュニケーション活動を行なわなければならない。このことを実行するためには、具体的には三つの段階を踏まえる必要がある。ひとつは、企業の現状を把握すると言う意味での、コーポレートアナリシスである。二つ目は開示内容を定めるコーポレートストーリーの策定である。三つ目は開示の実行であるコーポレートコミュニケーションである。コーポレートアナリシスは言うまでもなく、企業が自分自身のことを知るための自己分析であり、他者からの評価、イメージを知ることには他ならない。つまり、自社に対する自身の認識と、周囲の認識との違い、これをパーセプションギャップということもある、を知ることからスタートす

ることになる。このパーセプションギャップの確認はきわめて重要な手続きである。経営者はこのギャップを埋めることに注力することになる。ひとつの視点からみれば、S R活動はこのギャップを埋めることから始まるといっても過言ではないであろう。このパーセプションギャップを埋めるための工夫と作業を、別の表現をすれば、パーセプションマネジメントとすることができる。このパーセプションマネジメントはコーポレートストーリーを策定する際に必要な要素となる。

コーポレートストーリーは企業の現状を踏まえた上で、社会・経済環境、事業環境の変化を折り込んで、企業自身の展開方向、将来像をステークホルダーが理解可能な形で説明できるようにシナリオである。同時に、先に述べた、パーセプションギャップを解消するためのさまざまな情報が込められることになる。このような段階を踏まえた上で、開示、コミュニケーションを行なうことになる。これがコーポレートコミュニケーションである。このためには、ステークホルダーに対しての明確なメッセージを策定することになる。基本的には全てのステークホルダーに対してひとつのメッセージが望ましいこと

になるが、ステークホルダーごとの理解可能性、置かれている立場の状況等から各ステークホルダーに合わせたメッセージの策定ということが必要になる場合もある。このコーポレートアナリシスの実行、コーポレートストーリーの策定、コーポレートコミュニケーションの展開という一連のプロセスはSR活動の実践に際して不可欠の要素である。

むすびにかえて

コーポレートガバナンスが有効に機能し、企業が、社会的また環境的な課題に適切に対応するためには、アカウンタビリティが果たされなければならない。そのアカウンタビリティは資本市場におけるステークホルダーである株主・投資家等の資本市場関係者だけではなく、顧客、従業員、取引先、地域社会等といった多くのステークホルダーに対してのものである。そして、上場企業の企業価値は単に資本市場における企業価値、つまり株主価値のみを意味するのではなく、社会的存在としての企業価値つまり、社会的企業価値を意味している。この両者をバランスよく維持、向上させることがアカウンタビ

リティの目的ともなる。このアカウンタビリティを遂行するための開示情報がSR情報である。そのSR情報は基本的には、企業の期待される社会との関係を表す姿、企業の将来像を描くためのものであつて、本来的には企業と全てのステークホルダーが共有していくものである。共有の度合いが大きければ大きいほど企業自身の描く企業像とステークホルダーの描く企業像との差が小さくなり、企業への信頼度が向上する一助となる。

経営者の役割は正確な現状把握を踏まえ、将来のあり得る企業の姿を描くことにあり、同時にステークホルダーの理解しているそれらとのギャップがあれば、それを埋めるためのマネジメントをすることにある。そして、経営者は自ら描く企業の将来像の実現のために、経営戦略を策定し実行する。そのプロセスの中で、ステークホルダーに多種多様な情報を開示し、理解と納得を得、企業価値を高めようとする。これがSR活動であり、この実行のためには企業は一貫性をもった情報戦略を策定しなければならない。

この情報戦略策定に際しては、多くのステークホルダーが理解可能な内容を持ち、記憶に留まるような形で

発信されていなければならない。このためにはストーリー性を持った情報を継続的に作成、開示し、理解と納得を得るためのコミュニケーションを実行することになる。

今日、ESG問題に代表されるように、企業に関わる問題は大きく広がりを見せている、このような社会、環境、経済環境のもとでは、資本市場をコアに考えるIRRからあらゆるステークホルダーのための企業価値向上を目指すSRを志向する時代となってきたといえよう。

- (1) 「Principle for Responsible Investment」 UNEP Financial Initiative, United Nations Global Compact, <http://www.unpri.org/about-pri/the-six-principles/> 二〇一三年八月一〇日
- (2) 水口剛「非財務情報の国際的潮流」、「年金と経済」第二九卷第一号、財団法人年金シニアプラン総合研究機構、二〇一〇年、二二頁。
- (3) 企業価値分析におけるESG要因研究会「企業価値におけるESG要因」日本証券アナリスト協会、二〇一〇年、三七頁。
- (4) 前掲書、四五頁―四七頁。
- (5) CFA Institute Center for Financial Marketing Integrity “Environment, Social, and Governance Factors at Listed Company”, CFA Institute, 2008, p6
- (6) 田中襄一「CSRと情報開示」政経研究第四四巻第二号、四九一頁―五一三頁、日本大学法学会、二〇〇七年参照。
- (7) 石崎忠司、中瀬忠和編著「コーポレート・ガバナンスと企業価値」中央大学出版部、二〇〇七年、二五五頁―二八三頁。
- (8) 経済産業省「企業の社会的責任（CSR）に関する懇談会中間報告書案」経済産業省、二〇〇四年、一九頁。
- (9) 猪狩誠也、上野征洋、剣持隆、清水正道「CC戦略の理論と実践」同友館、二〇〇七年、五九頁―九六頁。
- (10) 堀章男、久保田剛敏「企業イメージと広報」日本経済新聞社、一九九三年、四頁。
- (11) 岩田弘尚「コーポレート・レピュテーションと企業価値」『証券アナリストジャーナル』、社団法人日本証券アナリスト協会、第四八巻第四号、二〇一〇年、四五頁―五五頁。
- (12) 田中襄一「資本市場における企業情報の開示とコミュニケーション―非財務情報の重要性―」政経研究第四〇巻第三号、日本大学法学会、二〇〇三年参照。