

アナリストの眼

企業の情報開示と投資家

【ポイント】

1. 企業 IR 初期段階のコミュニケーション・ツールは法定開示・適時開示資料が中心で、投資家の関心事も業績動向に偏りがちであった。
2. 2000 年代には、中期経営計画を策定する企業が増加、経営トップのメッセージが重視されるようになり、任意開示情報も充実してきた。
3. 企業を取り巻く環境は大きく変化、企業価値評価における非財務情報の重要性に対する認識が高まり、企業の開示情報も急速に増加している。
4. 非財務情報への理解を深めることは、全資産の運用者に必要となりそうである。

ここ 10 年程度の間企業の情報開示を取り巻く環境は大きく変化した。企業 IR の歩みを振り返りつつ、増加する企業の開示情報の整理を試みた。

1. 企業 IR の黎明期

日本での企業 IR（インベスター・リレーションズ）活動は、1980 年代に普及した。当初、IR の目的は、投資家に対し事業内容、経営状況、今後の見通しなどを説明、株式の取得や長期保有を促す広報活動の一環であった。

決算発表後のアナリスト説明会もこの頃増加したが、当時の配布資料は決算短信のみで、一部参考資料が添付される程度であった。アナリストの注目点の一つは、短信 1 ページ目の最終段にある会社側「業績予想」で、次年度業績予想を行ううえでのコミュニケーション・ツールとして機能していた。証券取引所の上場規則による適時開示資料である短信の業績予想は、もともとは記者クラブである兜倶楽部の要請で始まり、慣行化したものである。定型のため横比較が可能で活用しやすかったが、業績予想開示を巡る問題点や望ましい情報開示の在り方研究会の議論などを経て、予想をレンジで示す例や、企業が独自に定義したコア利益を示す例など、多様化が進んだ。また他の項目でも簡素化が進み、監査対象でないことも明確にされ、短信はより一層決算速報としての位置づけが強まった。アナリストの分析ツールとしては、制度開示である有価証券報告書がバイブル的存在で企業分析に際しては欠かせないものだが、提出される時期が株主総会後ということもあり、決算発表後の情報収集は、適時開示から企業が自主的に作成する説明会資料など任意開示資料へと軸足が移っていった。

2. 中長期的な視点での経営戦略が重要に

2000 年代に入ると中期経営計画を発表する企業が一気に増えた。これには、バブル崩壊後 10 年を経ても企業の構造改革はうまくいっておらず、不良債権問題が金融界を揺るがす事態となっていた、という背景がある。一朝一夕には解決できない課題を抱え、中長期的な視点での経営計画が必要になっており、自動車業界、鉄鋼業界などを皮切りに再生、改革といった言葉とともに企業名を冠したプランが多く出現することとなった。

経営トップが経営課題の解決に向け、投資家に直接説明するスタンスを示し始めたのもこの頃である。一部では、資料作成の担当部署となっていた経営企画部や財務部が作成した資料を社長が読み上げるだけ、といったケースもみられたが、こうした説得力に乏しい中期経営計画の発表はかえって株価にネガティブなインパクトを与えることとなった。また、社長が代わるたびに事業の位置づけが変わる、といったこともあり、新中期経営計画発表は投資家が注目すべきイベントであった。

中期経営計画の多くは設定期間が3年となっており、二巡目、三巡目になると内容もマンネリ化してきた。業績のストレッチ目標に対し未達成となる割合は4割と比較的高いという結果も出た。米国では、日本企業のような中期経営計画を策定する企業は少ない。業績目標を達成できない場合、責任問題になりうるという面もあるが、ダイナミックに変化する事業環境のなかで舵取りを行うのに、現時点で想定しうる事業環境を前提とした計画は、予期せざる変化への対応を遅らせることになりかねない、というのも理由である。最近では日本でも、環境変化が激しい製薬業界をはじめ、中期経営計画の目標設定を取りやめるところが増えている。10年～20年の長期ビジョンのなかで、恒常的な目標を掲げる、あるいはKPI（重要経営指標）をガイダンスとして示すなど、表現も多様化している。

3. 企業価値評価のパラダイムシフト、非財務情報が注目される

ここ10年程度で企業の情報開示を取り巻く環境は大きく変化した。会計情報など財務情報以外の、「非財務情報」の開示要請である。

その背景には大きく2つの流れがある。一つは、企業の活動は、自然資本（水、空気、生物多様性など）など人類共有の資産や様々なステークホルダー（従業員、顧客、債権者、仕入先、地域社会などを含む利害関係者）との相互関係によって支えられ、社会と密接に関わっているとの観点から、持続可能な社会の構築にむけての企業の社会的責任が強く意識されるようになったことである。

もう一つは、2007年以降の世界的な金融危機を受けて、短期的な売買や株主中心主義への批判が高まると同時に、企業価値に対する「財務情報」の説明力が低下しているのでは、との疑念から、ブランド価値や人的資源など「非財務情報」に着目し、企業の真の成長力や持続可能性を評価しようという動きが強まったことである。

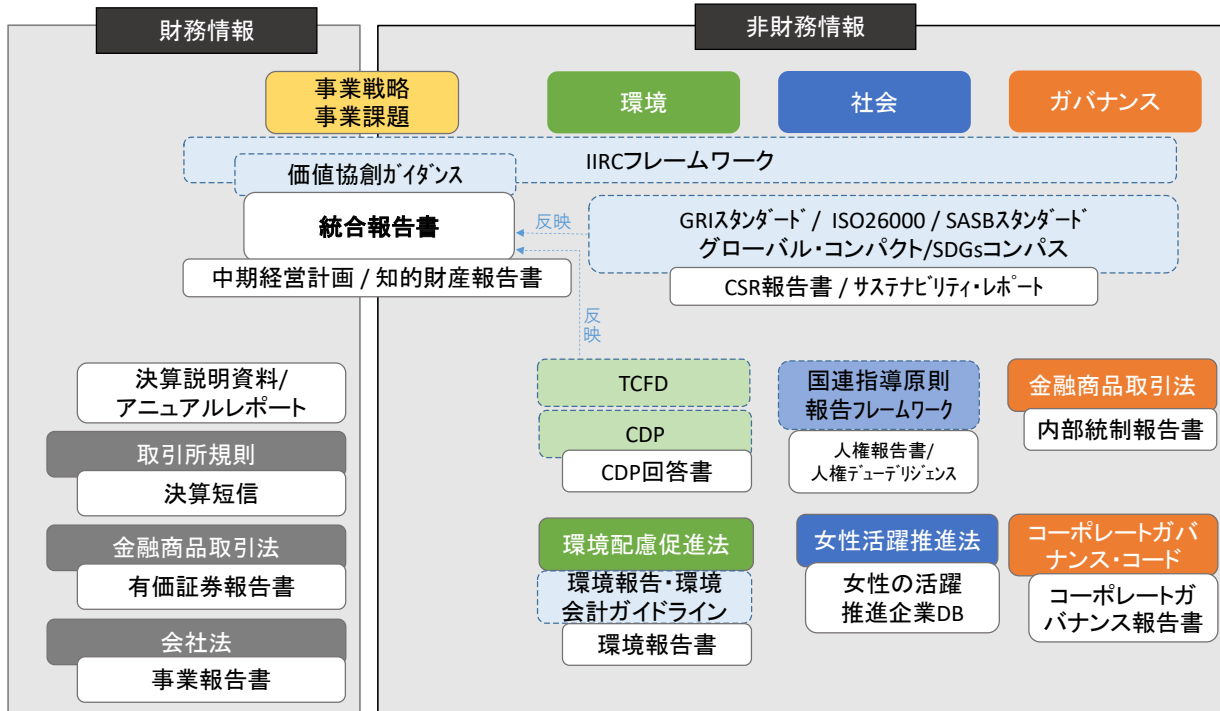
いずれもキーワードはサステナビリティ（持続可能性）で、持続可能な社会の実現に重要な役割を果たす企業こそが、持続的に成長し企業価値を高めていくことができる、という考えが普及した。サステナビリティといえば、2015年に国連サミットで採択された「持続可能な開発目標（SDGs）」もいまや世界共通言語となりつつある。

企業は、これまで徹底していなかった経営課題の全方位的な洗い出しを行い、事業機会とリスクを整理、課題解決にむけた最適なプロセスを構築し、企業価値創造ストーリーに変換しようと腐心している。通常の財務情報とこれまで見えていなかった非財務情報を統合した「統合報告書」を作成する企業は、2011年には30社程度だったが、2018年には400社を超した。

投資の潮流として日本でも、環境（Environment）、社会（Social）、ガバナンス（Governance）の3つの視点を組み込むESG投資が広がっている。また、2017年のスチュワードシップ・コード（機関投資家の行動規範）改訂により、機関投資家には、受益者の利益のために、投資先企業の中長期的な成長に資する「建設的な対話」を行う役割が課せられており、企業の公開する非財務情報を適切に理解し判断することが必要となっている。

ただ、企業が ESG 要素に積極的に取り組めば取り組むほど、開示される情報も増加、複雑化する傾向にある。異なるバックグラウンドを有するガイドライン、フレームワークが乱立していることもその要因の一つで、相互の関係について明確に整理されているとはいえず、投資家と企業とのコミュニケーションギャップの要因となっている。そこで、主な開示情報について図表 1 に整理した。自らが非財務情報にアクセスする際に参照するためでもある。最近の統合報告書には、SASB（サステナビリティ会計基準審議会）が開発した「SASB スタンダード」や、TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）が策定した提言書などを反映させた記述が増えていることも付しておく。

図表 1. 主要開示ガイドラインと開示媒体



(資料)各種資料より富国生命投資顧問作成

(備考)実線枠は法規制。点線枠はガイドライン、フレームワーク、提言など。白抜きは開示媒体、情報。

4. さいごに

企業 IR を振り返ると、企業と投資家のコミュニケーション内容は、足元の業績、中長期的な事業戦略、ESG を含む非財務情報へと展開している。

とはいうものの、非財務情報への関心は、これまで ESG 評価機関やスチュワードシップ・コードの対象となる株式投資家が中心となっていた。しかし、先行した英国に続き、日本でもスチュワードシップ・コードの再改訂が今年 3 月に行われ、適用対象が株式から債券を含む全資産に拡大された。ESG 投資とパフォーマンスの関係はまだ明確になってはいないものの、少なくとも非財務情報について理解を深めることはすべての資産の運用者において必要となりそうである。

(富国生命投資顧問 (株) クレジットアナリスト 岡崎 多美)