

「資本市場再生の条件 - 個人への情報発信と個人からの情報発信」ⁱ

中央大学

経済学部 教授 すとう めぐみ
首藤 恵

目次

- | | |
|-------------------|-------------------|
| 1. はじめに | 4. 情報開示は誰のためか |
| 2. 資本市場は何のためにあるのか | 5. 社会は企業に何を求めているか |
| 3. 企業は誰のものか | 6. 日本市場再生の条件 |

1. はじめに

規制自由化と市場型システムへの移行を合言葉に制度改革が進められ、広く薄く市場を通じた個人のリスク分担を進めることが経済再生に不可欠と認識されている。インターネット取引の成長を個人の市場参加として大々的に取り上げられ評価される反面、市場の信頼を損なう証券会社や証券アナリストの不祥事が後をたたない。資本市場のリスク評価の基盤である情報開示制度や会計制度の改革に対して根強い抵抗がある一方で、一時しのぎの株価対策が繰り返し要請され、リスク市場における価格形成のアンカーが見えなくなっている。

日本の資本市場の根本的問題は、価格形成に対する投資家一般の徹底した不信にある。資本市場の質、すなわち、価格形成への信頼が損なわれたままでは、日本経済は依然として銀行ベース型システムに内在する脆弱性から脱却できないだろう。日本の資本市場の再生は、最終的な資金の出し手であり、直接・間接に市場に参加する国民一般の市場に対す

る信頼の確立にかかっている。個人が主役の証券市場が標榜されて久しいが、真に個人のための証券市場についての議論は十分ではない。

本論の目的は、市場への信頼の確立のために、市場の担い手（発行体企業、市場仲介者、市場開設者、機関投資家等）がなすべきことを明らかにすることにある。個人が主役の市場とは、個人の直接的な市場参加を意味するのではない。個人への情報発信のみならず個人や社会から発信される情報を、多様なルートを通じて的確に汲み上げる市場でなくてはならない。市場の情報機能、企業の経営姿勢、情報仲介と情報開示制度の機能、企業の社会的責任への戦略的取り組みなど、上場企業や市場関係者は、市場の基本的機能に立ち返って、市場への信頼確立のための条件を再考する必要がある。

2. 資本市場は何のためにあるのか —情報に対する信頼がすべて

2 - 1 資本市場への個人の参加と市場活性化政策

資本市場の活性化をめぐるここ数年の議論は、豊富な個人資金をいかに市場に呼び込むかに焦点が当てられていた。わが国金融システムは、銀行中心のシステムから市場を中核とするシステムへのシフトが、急務とされている。証券市場関係者の間では、多数の参加者により広く薄くリスクが負担され、多様な投資判断もつ個人投資家の参加を促進することが、市場の安定性を高めると同時に活性化につながると期待されている。ⁱⁱこうした見方に立って、幅広い投資家の市場参加を促進し、法人投資家・機関投資家が主役の市場から、「個人が主役の市場」へと転換することが、官民あげて取り組むべき課題とされてきた。

個人資金を証券市場に誘導するために、個人を対象とする金融商品の多様化、投資信託の目論見書の見直し、販売チャネルの拡充のための環境整備など、金融商品の魅力と購入意欲を高め、市場の使い勝手をよくするために、さまざまな努力が行われてきた。しかし、「市場の使い勝手」を高めることと、「市場の質」を高めることは必ずしも一致しない。市場の質とは、取引される商品の質に対する信頼であり、市場の担い手への信頼である。それが、価格形成への信頼の基盤である。

2002年9月の金融審議会答申『中期的に展望した我が国金融システムの将来ビジョン』では、証券市場はいっそう重要な役割を担う複線的金融システムへの再構築を将来ビジョンとし、そのために取り組むべき課題は、市場の担い手の「信認」を高め、また、情報開示の正確性・迅速性を高めて市場が国民から「信頼」されるように努力することであるとされている。市場への信頼すなわち市場の質の向上をあらためて最優先課題としている点で、

一歩進んだ対応といえる。

また、金融システム再構築に向けた個人の関わり方については、個人がリスクに見合ったリターンを有する多様な商品の理解を深めて「みずからの判断でライフサイクルに応じて自由に選択していくことが可能になるようにしていくことが重要」であるとし、そのための環境整備として、「消費者教育」と「利用者保護」を行政の2つの柱としている。

個人の意識と能力の向上は、多様な潜在的投資家の市場へのアクセスを可能とし企業のリスク投資機会を広げて、証券市場の機能を高める基本的な条件の一つであることはいうまでもない。投資家が自己責任を果たすためには、市場で情報上劣位に立つ個人投資家(消費者)が、取引において不利な立場に立たぬように、情報開示や公正取引規制によって制度的に保護されることが必要である。

証券市場は、一般個人と専門家(機関投資家や証券会社)が、同時に参加する取引の場である。個人の市場参加を促すのであれば、市場のエンド・ユーザーである個人の立場から見た価格形成の公正性と透明性およびそれを支える市場基盤のあり方を、明確な「公共政策」課題として議論するべきである。ⁱⁱⁱ金融産業の発展と利益追求を、個人資金の活用を重視する金融システムの再構築という公共政策の目的をすりかえて議論してはならない。

筆者はこれまで繰り返し述べてきたが、個人の市場参加を、資本市場の機能回復の手段として強調する見方は、本末転倒である。個人貯蓄は、金融システムの活性化と証券市場の成長のためにあるのではない。個人の将来の生活をよい豊かで望ましいものとするためにある。金融機関や証券市場は、個人がみずからの貯蓄を有効に利用するための器として存在するである。そのためにどのような器を作るべきかが、まず問われなくてはならない。

2 - 2 市場への信頼と情報への信頼——情報開示と情報発信

言うまでもなく、「株式公開会社」とは、資本市場における企業価値の評価に通じて事業リスクを有限責任で投資家に分担してもらうことにより、リスクの高い事業活動を実現するための工夫である。投資家は、手持ちの情報をを用いて企業の将来価値を予想し、リスク負担を決定する。株式市場は、売買される証券とその発行体の将来性に関する情報を価格に集約して経済一般に公開することにより、広く貯蓄を動員しリスク投資に結びつける「資金仲介」と「リスク移転」の役割を担っている。

経営者と投資家の間で企業活動に関する情報の非対称性が存在する場合には、情報優位者である経営者のモラル・ハザードや情報が十分でないために過度のリスク負担を恐れて、投資家が市場への参加を断念したり、あるいはリスクを高めに見積もって過大なリスク・プレミアムを要求したりすることが生じうる。これらの問題を回避して広く潜在的投資家を市場に動員し、適切な資本コストで企業の資金調達を実現できるようにすることが、証券市場の制度設計の課題であり市場仲介者の役割である。

証券市場が効率的な資金仲介機能とリスク移転機能を担うためには、証券あるいは発行主体の質すなわち将来生み出すリスクとリターンが的確に市場価格に反映されるという、価格形成に対する信頼こそが基盤となる。証券市場の価格形成に対する信頼は、次の2つの情報への信頼によって支えられる。

第一は、発行主体が供給する「企業情報」への信頼である。証券市場の機能を高めるには、取引される商品の評価に投資家が必要とする情報を発行主体が適時適切かつ十分に提

供することが、何にもまして必要である。企業が供給する情報には、「情報開示制度」による規格情報と、IR活動や自主開示による自由な「情報発信」が含まれる。

情報開示制度とは、発行主体や取引される商品の質に関する情報に対して、開示内容や開示方法に一定の基準を与えることにより、正確性、公平性、比較可能性を制度的に担保し、情報の信頼性を高める工夫である。^{iv} 会計基準とは、企業経営の実態を把握するための会計情報を規格化する評価尺度である。情報の比較可能性を高めるには基準の統一が必要であり、開示される情報の正確性を保証するために、公認会計士など中立的な専門家の関与が必要となる。

規格情報の信頼性は、情報開示制度、会計制度、公認会計士制度等にかかわる法制度の整備と、市場開設者である取引所規制のあり方に依存する。発行主体が適時的確に規格情報を開示するために、法的強制力をもつ法的開示と自主規制である取引所ルールがどのような組み合わせられるべきかが、制度構築の課題となる。

開示情報の正確性は投資決定の基盤となるが、実際には、開示される情報量が増えるほど、また、開示頻度が高まるほど、情報の公平性、比較可能性、十分性、適時性と正確性を両立することが難しくなるから、規格情報は最低限必要な情報とならざるをえない。また、発行主体により自由に発信される情報は、規格情報でカバーできない適時性や十分性を付け加えるものと考えられるが、情報の正確性と公平性は、発行主体と投資家との間の関係や経営のアカウンタビリティに対する企業の認識に左右されるし、情報の比較可能性は必ずしも担保されない。

すなわち、証券市場の基盤となる情報への信頼に関して、会計制度や開示制度および取

引所制度ルールなどの制度整備だけでなく、情報供給に関する「発行主体」の意識や姿勢が決定的に重要となる。

2 - 3 市場への信頼と情報仲介者の役割

第二は、投資家が実際に市場を利用するために必要な「情報仲介」に対する信頼である。投資家は情報処理能力の限界から、制度的に開示された情報や企業が直接発信する情報よりも、専門家により収集・分析・加工された情報を利用することが多い。アナリストによるレポート、証券会社や情報サービス業者が提供する投資情報、資産運用業者が提供する投資技術など、投資家が市場参加のために利用する幅広い情報が含まれる。これら専門家の機能は、「情報仲介」と定義できる。

情報仲介とは、金融商品や発行主体に関する情報を収集・分析・加工して投資家に提供するだけではない。投資家の求める情報に耳を傾け、発行主体に投資家のニーズを伝えよりよい情報発信を求めたり、投資家のニーズにかなった金融商品・サービスの開発のビジネス・チャンス伝える、双方向の情報活動を意味している。すなわち、アナリストや広義の証券業者の情報仲介者としての自覚と経営姿勢が、証券市場の価格形成への信頼を確立し、市場を成長させるもう一つの要因である。投資家の立場から見た情報仲介者の役割は、取引される商品の質を的確に伝える情報処理活動である。

証券市場が発信する情報に対して信頼が確立されていない市場では、一時的な現象はともかくとして、広く個人貯蓄を動員することはできない。長期的な資本市場の低迷や個別企業の株価水準の低さについて、投資家の判断に疑問を呈するのは筋違いである。政策当局や発行企業の予期に反して株価が不当に下

がったのだとすれば、政策や企業経営に関して市場に十分に説明したかをまず問うべきであろう。もちろん、市場価格はその時点で利用可能な情報にもとづいて投資家が予想した結果でしかないから、短期的にはそのときどきのさまざまな情報に過敏に反応することもある。しかし、価格形成への信頼が確立している市場であれば、長期的に市場が誤り続けることはない。

販売チャネルの拡充によって個人の選択範囲を広げ市場の使い勝手のよさを高めることや、資本市場の機能や投資技術について一般投資家や潜在的投資家の理解を深めることは、証券市場の成長にとって重要である。不公平な証券税制の改善は、預貯金への個人資産の偏りを是正し、証券投資へのインセンティブを高めるのに必要である。だが、これらの問題が解決されたとしても、情報に関する上の2つの条件——企業が供給する情報への信頼と専門業者による情報仲介への信頼——が満たされなければ、賢い投資家ほど市場離れをするだろう。

資本市場への信頼は、情報への信頼がすべてである。証券の市場価格は、発行主体が将来生み出すリスクとリターンに対する、市場参加者の評価を集約したものであり、それ以上でもそれ以下でもない。企業の質を見えにくくする株価操作や会計操作は、投資家を市場から離散させ、資本市場の機能を殺ぎ、市場への信頼を損なう結果しか生まない。

2 - 4 個人が主役の市場とは——市場への直接参加と間接参加

証券市場関係者の間では、多様な投資判断をもつ幅広い投資家の市場参加を促進し、法人投資家・機関投資家が主役の市場から、「個人が主役の市場」へと転換することが、証券

市場の活性化につながると期待されている。しかし、個人が主役の市場とは、個人が市場に直接参加する市場であることを意味するだろうか。

個人の直接参加の例として、インターネット取引の成長が評価されている。インターネット取引の導入は、小額取引を行う個人にとって割高であった取引コストを劇的に引き下げた。1999年10月から株式売買手数料が完全自由化されると、それと並行して、激しい手数料引き下げ競争が始まったが、その中心となったのがインターネット取引であった。自由化直後、売買代金によっては従来の固定手数料の10分の1の価格を提示するネット証券が現われ、その後も手数料引き下げ競争は加速している。^v

日本証券業協会の「インターネット取引に関する調査結果」(2002年9月末)によれば、わずか3年間の間に、インターネット取引の口座数は、355万口座、株式売買代金の10.4%を占め、国内投資信託募集取扱高の3.4%を占めるに至った。これはまさに、IT技術が取引コストを激減させ、個人の市場への直接参加の機会を広げ市場へのアクセスを容易にしたことを意味しているであろう。

他方で、金融取引の技術的高度化と複雑化や金融商品の多様化は、投資家に高度の知識と学習コストを要請し、新たな情報格差を生み出している。^{vi} 売買手数料など伝統的な取引コストの低下が証券市場への個人の直接的参加を容易にする反面、高度の知識と技能を必要とする専門家の市場が大きく成長している。証券化商品市場や派生商品市場などリスク再配分市場への個人の参加はますます限定されるようになった。

すなわち、個人金融資産全体のリスク管理を考えると、取引者間の情報格差はこれまでにないほど拡大し、個人にとってリスク管理

をよりよく行うための「市場参加コスト」はむしろ大幅に上昇したといえる。手数料の低下という点で株式市場へのアクセスは容易になったが、幅広い金融市場への個人の市場参加コストは上昇し、市場を利用したリスク管理の面で専門業者の優位あるいは存在意義はいっそう高まったといってよい。他方で、社会の高齢化とともに、長期的視点に立った個人資産の運用が、短期的視点に立った証券売買の容易さよりもはるかに重要になってきた。機関投資家や金融仲介機関の利用は、市場参加コストを軽減し、最終的に負担しなければならないリスクを軽減することにある。これが、長期的趨勢としての機関化現象と理解すべきである。

このように、IT技術の進展は、市場への直接参加と専門業者を利用した間接的参加という、個人投資の形態について、相反する2つの方向をより鮮明にしたといえるだろう。個人が参加できる市場が分化したといってもよい。個人が主役の証券市場とは、この二つの選択に対応できるものでなくてはならない。

個人の直接的・間接的な市場参加を支える市場仲介者や資産運用機関の機能は、「個人の代理人」としての機能である。個人が主役の市場における投資家保護とは、市場と個人をつなぐ専門業者(市場仲介者、市場運営者、情報仲介者、資産運用業者)に対して幅広い「専門家責任」あるいは「受託者責任」を課すること、と理解すべきであろう。個人が主役の市場という言葉は、それだけ重いのである。

3. 企業は誰のものか——企業の社会的影響と株主のリスク

3-1 株式会社制度と株主のリスク

金融ビッグバンの進展とともに、わが国でも銀行ベース型システムから市場ベース型システムへの移行が期待され、コーポレート・ガバナンスの面では米国型ガバナンスに関する理解が急速に浸透してきた。だが、市場ベース型ガバナンスは、米国型ガバナンスとイコールだろうか。米国型ガバナンスは、次のようにカリカチュアライズできるであろう。所有と経営の分離のもとで経営者と株主(投資家)の間の情報格差から生じる利害対立を、

徹底した情報開示と自由な参入・退出をベースとする資本市場によるコントロール、外部者による企業経営の内部ガバナンス、経営努力の最大化を目的とする株価に連動したインセンティブ報酬体系、という3つの手段で解決するシステム。

すなわち、経営資源を提供する経営者には専門能力への報酬が支払われ、企業リスクを分散して分担する対価として株主には経営の成果であるリスク・リターンが帰属する。株主は企業の所有者であり経営者は株主の代理人であって、株主利益は、経営の透明性、経営責任の明確化、株主の自己責任によって担保される。しかし、株主は企業の所有者として企業のビジネス・リスクを負担するが、現行の公開株式会社制度のもとでは有限責任で負担するにすぎない。

3 - 2 企業のステークホルダーの利害調整コスト

ところが、企業活動には、経営者と株主だけでなく、債権者、顧客、消費者一般、従業員、地域住民、社会など、多様なステークホルダーが関与し、それぞれが、企業活動にかかわるリスクを負担しているのである。債権者は債務不履行リスクを、顧客は購入した生産物の品質にかかわるリスクを、従業員は雇

用環境に関わるリスクや雇用機会の喪失・賃金切り下げのリスクを、地域住民や社会は企業活動がもたらす大気汚染や環境問題、騒音、地域社会の崩壊など、さまざま社会的影響をみずからリスクとして負担する。

問題は、株主や貸し手・債券保有者が負担するリスクは金融市場で十分に評価されるとしても、消費者や従業員が負担するリスクに関して市場の調整機能は不十分であり、地域住民や社会との利害調整は市場を通じて解決されないことである。株価は企業活動が生み出す「社会的影響」への配慮を欠いて実現される可能性がある。言葉を変えれば、株主重視の経営は、他のステークホルダーの利益を犠牲にする負の外部効果を生みつつ、所有者の利益のみが重視される可能性を常にはらんでいる。

問題は、情報通信技術革新と企業のグローバル化が、インターネットなどの電子媒体を通じて企業活動の社会的影響を情報としてリアルタイムで顕在化させるようになったことである。これまで軽視されてきたステークホルダーが直面するリスクに関する社会一般の関心を、地域レベルのみならず国レベル、グローバル・レベルへと広げていることである。これまで顕在化されなかったステークホルダー間の利害対立が、情報通信的技術と企業活動のグローバル化によって表面化し広く一般に認識されるようになって、多様なステークホルダー間の利害調整が企業経営上の重大な問題となったといえよう。

3 - 3 企業価値と社会的リスク

さらには、企業活動の社会的影響が、生産物市場における商品の購買行動や資本市場の投資決定にただちに反映されるようになった。企業活動の広域化と情報通信技術進歩により、

企業経営についてステークホルダー間の情報格差が広がる一方で、企業活動とその社会的影響が広範囲かつ同時に認識されるようになり、企業の社会的評価が資本市場における企業価値に多大な影響を及ぼすようになった。

企業の多様なステークホルダーと株主や経営者との利害が、企業の評判や投資に反映されるだけでなく、経営者や企業活動にかかわる専門家の行動が社会的価値基準に照らして厳しく監視されるようになったのである。すなわち、経営者のみならず株主もまた、他のステークホルダーが被るリスクに対して無関心ではいられなくなった。

企業活動と社会・環境・地域との軋轢や従業員政策は、紛争処理コストの発生、評判の低下、不買運動などの形で、金融市場による企業評価に直接的に影響を与えるようになった。資本市場の情報機能をつうじた企業の選別が、企業の財務情報のみならず社会的影響に関する情報を反映して行われるようになったことを、株主と経営者は十分に認識しなくてはならない。投資家が企業に求める情報は、大きく広がっている。

社会・環境・倫理問題に対する企業の誤った対処は、まさに、企業の「内部リスク管理」の問題となったのである。企業の社会的影響をリスクとして把握するならば、ステークホルダー・モデルは、企業価値最大化モデルあるいは株主価値最大化モデルと抵触するものではない。長期的視点からの企業価値こそが、株主にとって最大の関心事であるはずだからである。1980年代末移行、欧米において社会的責任投資が新たな発展をみせるようになった背景には、こうした企業価値に対するリスク・アプローチがあることを十分に認識すべきである。^{vii}

4．情報開示は誰のためか——企業のリスク管理手段でありセーフティ・ネット

4 - 1 投資家保護と企業の説明責任

情報開示制度は、経営の透明性を確保し、投資家と経営者の間の情報格差を縮小して、経営者のモラル・ハザードから投資家を保護するために、企業に一定の規格情報の提供を義務付ける制度であり、投資家によるコーポレート・ガバナンスの制度基盤である。わが国においては、情報開示の充実は喫緊の課題であり、これまでの財務情報に偏った開示だけでなく、MD&A 情報の充実や、リスク情報・ガバナンス情報の開示の徹底が急がれている。CEO の経営責任と説明責任に関する姿勢を明確にするために、有価証券報告書の確認に関する COE の署名についても、前向きな対応が求められている。

すでに述べたように、適時適切かつ公平な企業情報の供給こそ、リスク資金の場である資本市場にとってもっとも重要な制度基盤である。株式公開企業が、幅広い投資家にリスクを分担してもらうためには、経営者は経営内容と経営姿勢について投資家一般に対して説明責任を負わなくてはならない。

現状では、わが国を代表する大企業ですら、いまだにリスク情報やガバナンス情報の開示の重要性を疑問視するものもあり、開示に消極的な企業は少なくない。そもそも法的情報開示制度は「投資家保護」のための制度であって、欧米並みの情報開示は日本企業に過度の負担を強いるものであるとする批判をよく耳にする。また、個別経営者報酬や監査報酬の開示は欧米型企業システムに必要であっても、日本企業の経営にはなじまないし日本の投資家はそのような情報は望んでいないといった拒否反応や、リスク情報、MD&A 情報、

ガバナンス情報について、行政や業界団体によるガイドラインが必要であるとの要望が多い。情報開示を、企業にとって「コスト」ととらえているのである。

もちろん、日本の情報開示制度がもつ非効率性もまた、指摘されなくてはならない。有価証券報告書と取引所短信との二重開示や、商法と証券取引法との関係、簿価会計基準から時価会計基準への移行過程における煩瑣な組替えなど、企業に過度の負担を強いる問題がないとはいえない。情報内容の充実と開示の迅速化に併せて、情報開示制度の効率化・簡素化が進められなくてはならない。

4 - 2 情報開示と企業の内部リスク管理

こうした問題を考慮しても、情報開示制度を投資家保護のために企業に課せられたコストとする考え方は、誤りである。情報開示は、経営者にとって、経営者の説明責任を果たすための不可欠の手段であるだけでなく、経営の内容とリスクを適切に投資家に知らせることによって、「企業の持続性」を守る手段である。企業活動は多くの不確実性にさらされ、企業経営にはリスク管理がつきものである。企業活動がどのようなリスクにさらされているのか、どのようなリスクをとりどのようなリスクを回避しようとしているか、リスクに見合ったリターンを上げたか上げ得なかったか、その理由は何か。これを知らせるのがリスク関連の情報開示である。また、内部ガバナンスとはその企業のリスク管理体制と責任体制であって、ガバナンス情報とは企業のリスク管理体制・責任体制を投資家に知らせることである。リスク情報開示と内部ガバナンス情報開示は、本来、一体としてなされるべきものである。

投資家にとって必要な情報とは、企業経営

をチェックするためのパフォーマンスに関する事後的情報と、企業のリスク管理体制に関する事前的情報である。企業活動とはリスクをとることであり、さまざまなリスクにさらされている以上、事後的パフォーマンスにばらつきが出てくるかもしれない。重要なのは、直面するリスクとそれへの対応方針を投資家に説明することである。企業の「リスク管理体制」についての情報が求められている。

4 - 3 セーフティ・ネットとしての情報開示

企業にとって、内部情報と開示情報との乖離の縮小は、インサイダー問題を事前に回避し、株主だけでなく多様な外部ステークホルダーとの利害対立を緩和する「予防的措置」である。開示あるいは発信する情報の適時性や内容の充実、企業が直面するリスクや経営の方向性を絶えず確認し、内部リスク管理と内部ガバナンスを強化する作用を果たす。

短期的な市場のミスプライシングを回避し、長期的な視点から企業経営を行うには、長期的投資を呼び込む企業の努力が必要となる。企業や市場をとりまく環境変化が大きくなるほど、投資家が必要としている情報を精査し、積極的な情報開示や IR 活動などの情報発信を行うことや、経営者と市場および株主との「対話」が重要となる。適時適切かつ公平な情報提供の努力こそ、企業の内部ガバナンス機能を強化し、長期株主を獲得し、経営の安定性を高める戦略的手段である。

十分かつ適切な情報発信は、企業が適切なリスク管理のもとでパフォーマンスを長期的に持続するための、チェック・アンド・バランスの手段であり、広い意味でのリスク管理手段とみなすべきであろう。情報開示は、企業の外部者である株主や投資家を守るために行うのではない。市場による選別を乗り越え

て企業を存続させ、内部者である経営者や従業員をリスクから守る「セーフティ・ネット」と考えるべきである。

5．社会は企業に何を求めているか——企業の社会的責任と利益最大化

5 - 1 株主価値最大化と企業の社会的リスク

伝統的経済学の考え方に立てば、「企業の社会的責任」とは、利益を上げてリスクを負担する株主に報いることである。株主価値最大化を目的とする典型的なアメリカ型ガバナンスは、まさにこうした理念に立っている。すでに指摘したように、このこと自体は誤りではない。問題は、企業が生み出す社会的影響を十分に考慮して得られた株主利益なのかどうかである。ここでいう企業の社会的影響とは、慈善事業などのいわゆる企業の社会的貢献（善意の所得移転）や宣伝活動を意味しているのではないことに注意されたい。

企業活動が、雇用者、消費者、地域社会、環境など、他のステークホルダーにもたらす負の外部効果を、適切に内部化しコストとして認識しているかどうかである。企業が外部不経済を生み出しているということは、株主が本来負担すべきリスクを他のステークホルダーが対価なしに肩代わりしていることを意味する。情報化社会の中では、ステークホルダー間の利害対立が表面化した時点で、確実にコストとして企業評価に跳ね返るのであり、そのリスクを十分に把握する必要がある。

すなわち、情報化社会の中で経営者が管理すべきリスクは、もはや生産活動にかかわるビジネス・リスクや金融・資本市場で直面する金融リスクだけではない。社会的外部効果と社会・環境・倫理問題に関する評判を含む、

幅広いリスクである。企業活動がもたらす負の社会的影響をどのように認識するかは、その社会の価値基準によって異なり、時代によって国によって異なる。しかし、現在では、人々が地域や国を超えて価値判断と情報を共有する時代であり、短期的な株主利益の追求のために、企業活動の社会的・環境的・倫理的問題を軽視することにより、紛争処理のコストや評判の低下のコストが企業価値を毀損するリスクをいかに小さくするかが、長期的な株主の利益にかかわってくる。

このアプローチによる「企業の社会的責任」とは、企業活動の波及効果を経営者がリスクと認識して回避する事前的努力であり、負の波及効果が実現したときの補償体制の整備といえる。社会的外部効果に対する事前的チェックの遅れと事後的対応の不適切さは、企業活動の波及効果と社会的反応に関する経営者の情報能力の欠如と、リスク管理能力の不足ととらえられなくてはならない。これが、市場で厳しくチェックされるのである。

5 - 2 企業の社会的責任と社会の要請

最近、エンロンやワールドコム、雪印や日本ハムなど、米国や日本で相次いで表面化した企業の粉飾決算・情報隠しにかかわる一連の不祥事は、社会的倫理基準と企業の価値判断のずれやコンプライアンスの軽視が、企業に多大なリスクをもたらすことを明らかにした。ごく最近では、街の景観についての地域住民の意識を軽視して明和地所が国立市に建設した高層マンションをめぐる訴訟の判決で、株価が急落した例があげられよう。企業の社会的影響に対する経営者の関心の低さと認識の誤りが、企業価値の損失のみならず企業の存続すら脅かす。

そもそも企業活動がもたらす社会的影響に

は幅広い解釈が可能であって、何を社会的なコストととらえるかは簡単ではない。だが、消費者、地域、環境などに対する負の影響が広く認識された時点ですでに、それらは企業にとってリスクとなる。企業とこれらのステークホルダーとの軋轢は、紛争処理のコストの発生や評判の低下により、企業評価に直接に影響を与え、株主に帰属すべき事業活動の成果を減退させる。社会的な変化が大きく、社会の価値が多様化していく中では、「社会的価値観に適合する経営努力」は、企業価値を維持・成長させる上で不可欠である。

企業に対する社会の要請に敏感であることが、まさに企業がリスクを回避し管理することである。企業の社会的責任の履行とは、株主利益を実現するために企業活動の社会的影響をもたらすリスクを排除していくことであり、まさに内部リスク管理の一環である。

5 - 3 個人からの情報発信

企業に対する社会的要請に応え、企業時活動の社会的影響への配慮を十分に行うことこそ、企業活動を存続させる鍵である。企業は、情報開示制度が要求する基準化された情報供給だけでなく、自らの経営方針と実態を投資家に理解してもらうために、積極的に情報を発信して行かなくてはならない。IRは、本来そうした趣旨の活動であろう。情報発信は、受け手に理解されて初めて意味をもつ。適切な情報発信を行うためには、企業は資本市場で顕在的・潜在的投資家がどのような情報が必要としているかについて敏感でなければならない。

BSE問題に関連して我が国の食品会社が引き起こした一連の事件に対する消費者の不買運動は、消費者が生産する商品の価格や質で企業を評価しているのでなく、生産し販売し

ている企業の行動を社会的規範や倫理にもとづいて評価していることを知らしめた。米国におけるエンロンの不正な会計情報操作を、情報開示制度と企業の内部ガバナンスの問題としてとらえる見方が多いが、それだけではない。エンロンは、SPEを駆使して粉飾決算を続ける一方で、国内で慈善事業に多額の寄付を続け社会的貢献にも熱心な優良企業との評判をえてきた。振り返れば、これはまさに社会的な粉飾決算である。さらに、1990年代にインドで従業員の人権問題にかかわる事件を起こして、社会的団体から非難を浴びていたという事実もある。当時、多くの市場関係者は、そうしたエンロンの経営姿勢に疑問をもたなかったのである。結局のところ、エンロンの経営は、社会的の倫理からかけ離れたものといわざるをえず、投資家も企業の社会的影響に対して鈍感であった。それらがあいまって、企業の膨張と突然死を招いたとみるべきだろう。

すでに述べたように、社会的影響や倫理問題に対する企業の誤った認識と対応は、投資リスクを高める。企業を存続可能なものとするためには、狭い意味での事業リスクだけでなく、広い意味でのリスクに対応しなくてはならない。社会の構成員であり、消費者であり、潜在的投資家である個人が、企業活動に対してどのような情報を発信しているのか、企業と市場関係者は常に耳を傾けなくてはならない。

6 . 日本市場再生の条件——企業の社会的責任と投資家の社会的責任

ただし、本業での努力を欠いた社会的配慮は、企業に対する不信を招くだけである。市場評価を高めるために社会的貢献や社会的配慮を売り物に形だけ整えることのリスクがい

かほどかは、エンロンのケースで証明済みである。本業を行う際に生じる社会的影響を的確にリスクとして認識し管理することが、本業で利益をあげる条件となる。これが、企業の社会的責任であり、社会的責任の果たすために努力している企業とそうではない企業を選別することが、投資家の社会的責任である。

「社会的責任投資」とは、企業に対する社会的要請に応える投資であって、宗教理念や特殊な社会政治的理念にもとづく投資のみを指すのではない。日本のみならず先進諸国における資本市場への不信の一端は、社会的倫理や企業活動の社会的影響に鈍感な発行主体や情報仲介者への不信である。

それに加えて、日本における個人証券投資の低迷の背景には、実体経済の構造的問題に加えて、価格形成に対する根強い不信がある。それは、市場の価格形成への信頼に対する証券市場関係者の鈍感さと、資本市場の機能に対する政治家の無理解によって引き起こされてきたといえるのではないだろうか。1980年代後半のバブル時の安易な投資家の勧誘やシナリオ営業、そして1990年代の度重なる株価対策が効果をあげなかったにも関わらず、市場価格を歪める株価対策が繰り返し要請され、金融政策の手段として資本市場の機能それ自体を無視したETFやREITの購入が声高に求められている。資本市場の基盤である情報開示制度や会計制度の改革に対して根強い抵抗があり、行き着くべき姿が曖昧なままに問題が先送りされつつある。

どんなに色を塗り替えても中身の分からない商品を、誰が購入するのだろうか。投資家が投資対象の質をきちんと判断し、中身に応じた価格付けがなされなくてはならない。個人が主役の資本市場とは、頻繁に売買を行う玄人投資家を増やすことや、さまざまな特典を与えて個人を市場に招き入れることではな

い。まっとうな個人にも基本的に理解され受け入れられる、企業経営、市場運営、市場仲介がなされることである。それは、資本市場への信頼、すなわち、価格形成の信頼を確立することにつきる。資本市場の再生は、まずは市場の担い手がこの点を十分に理解することにかかっているのではないだろうか。

<参考文献>

大村敬一・首藤 恵・増子 信(2001)「機関投資家の役割とコーポレート・ガバナンス」『フィナンシャル・レビュー』第60号、財務省財務総合政策研究所。

首藤 恵(2000)「資産運用産業の行動倫理と効率」筒井義郎編『金融分析の最先端』東洋経済新報社、第4章。

首藤 恵(2001)「機関投資家のコーポレート・ガバナンスとリスク再配分機能」『フィナンシャル・レビュー』第60号、財務省財務総合政策研究所。

首藤 恵(2002)「アングロアメリカン型企業ガバナンスと機関投資家の役割」渋谷・首藤・井村編『アメリカ型企業ガバナンス』東京大学出版会、第2章。

首藤 恵(2003a)「機関投資家のコーポレート・ガバナンスと社会的責任投資——英国の経験」『中央大学経済学論纂』第43巻3・4合併号、2003年3月。

首藤 恵(2003b)「資本市場再生と企業経営改革」『証券アナリストジャーナル』2003年1月号、pp.58-64

首藤 恵(2003c)「四半期開示の意義と課題」
『企業会計』2003 年 6 月号、Vol.55 No.
6 ,pp.18-24.

アーサー・レビット(2003)小川敏子訳『ウォール街の大罪』日本経済新聞社 (Arthur Revitt, Take on the Street , 2002)

ⁱ 本論は、証券アナリストジャーナル Vol.41 No. 1 (2003 年 1 月号) の特集論文「資本市場再生の条件」を、同誌の許可を得て加筆修正したものです。

ⁱⁱ 2002 年 9 月 19 日全国証券大会所信、および、2001 年 9 月 20 日全国証券大会所信を参照。

ⁱⁱⁱ この点について、1993 年から 2001 年の間、米国証券取引委員会 (SEC) 委員長を務めたアーサー・レビット氏の資本市場に関する基本的な考え方は、きわめて示唆に富んでいる。レビット(2003)参照。

^{iv} 情報開示制度と会計基準の経済学的意味付けについては、首藤(2003c)を参照されたい。

^v<http://www.nikkei4946.com/today/0102/07.html>

^{vi} 金融技術進歩とリスク再配分市場の成長に関しては、首藤(2001)を参照されたい。

^{vii} 以上で述べた企業価値評価に対する新しいリスク・アプローチに関しては、首藤(2003a)でより詳しく述べられている。