

## 論 説

## 知的資産に関するパブリック情報とプライベート情報

石 川 文 子

## はじめに

企業活動における知的財産の重要性がさげられるようになって久しい。今日、知的資産は、持続的な競争優位性をもたらす源泉として重要な位置を占めるようになってきている。知的資産に関する情報は、財務諸表を通して広く一般に開示されているパブリック情報と一部の専門家が独自のルートで入手しているプライベート情報とに分けられる。さらに、パブリック情報は、財務数値を主とした定量的情報と文章やその他の数値を利用した定性的情報とに分けられる。

本稿においては、第一に、現在の知的資産の開示方法に関するアプローチについて概説し、その潮流をまとめてみたい。財務情報を中心とした定量的な情報から定性的な情報へと情報開示の方法も拡大され、重要性も定性的情報へシフトしている傾向にあるが、当該状況についてその背景と合わせて論及していく。そのうえで、第二に、投資意思決定における定性的情報の有用性について検討していく。その際、どのような項目の開示が必要とされているのかも合わせてみていく。第三に、投資意思決定におけるプライベート情報の意義と有用性について検討する。投資意思決定を行う専門家には情報優位性の形成が鍵となっており、広く公開されているパブリック情報だけでは情報優位性を形成することは困難である。そこで、専門家の意思決定プロセスを検討し、プライベート情報がどのように利用され、重視されているのかより具体的に検討を行っていく。これらの検討から、知的資産の情報開示の現状や投資意思決定における各種情報の有用性について探ることを本稿の課題とする。

## 1. 知的資産の情報開示に対するアプローチ方法

## (1) 認識拡張アプローチの限界

最近の知的資産を取り巻く動向について検討を始める前に、これまでの無形資産を含む知的資産に関する認識・測定・開示に関するアプローチ方法についてまとめておくことにしよう。知的資産の認識・測定・開示に関わる諸問題に対するアプローチ方法は、①認識の拡張アプローチ (ex-

tended accounting approach) と②補足貸借対照表アプローチ (complementary balance sheet approach) の2つに分けることができる (Rylander, et.al [2000] pp.1-29)<sup>1</sup>。認識の拡張アプローチは、伝統的認識規準に枠内またはその一部の拡張によって知的資産の資産計上を促進しようとするものである。具体的には、一定の条件のもとで無形財の資本化処理 (繰延べ処理) を行う方法 (Lev and Zarowin [1999] pp.376-383) や英国の財務報告基準書第10号 (Financial Reporting Standards No.10, para.2) [1997] においてみられる「容易に識別可能な市場価値」規準により、市場が存在する無形資産については、財務諸表本体において認識可能とする方法などが検討されてきた。

しかし、認識の拡張アプローチは現在その限界に直面している。当該アプローチは、近年のナレッジ型への産業構造の変化をベースに無形資産の会計認識の在り方を問うかたちで展開されてきた。プロダクト型産業構造下において発展してきた原価・実現を基軸とした会計枠組みは、金融財を中心としたファイナンス型経済を経て現在の知識集約型産業構造形態へと発展し、従来の会計システムとの齟齬をきたすことになった。そのような変化に対応し、時代や産業形態に即した新たな会計システムの構築の必要性が指摘されている (武田 [2007] pp.139-152)。

知的資産の重要性が増大すると同時に、知的資産の財務諸表における認識の困難性もまた認識される場所である。未認識の知的資産項目を可能な限り貸借対照表本体へ計上するためには、概念フレームワークが定める資産の定義及び認識要件をクリアしなければならない<sup>2</sup>。だが仮に、資産の定義を満たしたとしても、どれほどの項目が認識要件を満たし得るかは定かたではない。

認識拡張アプローチにおいて、この問題に対する答えを模索する手段の一つとして、最近では実証的手法が利用されるようになってきている。実証研究は、特に米国で基準設定に際し、特定の会計情報が株価に及ぼす影響をもつかという情報の価値関連性 (value relevance) を測るための手法として発展してきた。無形資産会計に関しても同様に、いかなる項目を計上すべきか、また、計上することにより財務諸表の有用性はどれほど高まるのか、という視点から実証研究がなされてきている。最近では、日本においても実証研究が進展してきており、のれんの計上や償却処理と株価との関係を検証したものに永田 [2002]、西海 [2002]、[2003] などがある。ただし、使用したモデルに内在する問題点も含め実証結果にどれほどの意味があるか懐疑的な見解もみられる (川本 [2007] pp.25-39)。川本 (川本 [2007] p.37) は、Value Relevanceの調査が、投資家にとって最も有用な会計情報をもたらす会計基準を一義的に決定できるとまでは限らないとし、実証研究の意義について批判的な見解を示している。

<sup>1</sup> 拙稿[2006]を参照のこと。

<sup>2</sup> 認識のための4要件とは、定義を満たすこと、測定可能性、目的適合性、信頼性である。(FASB[1984]Statement of Financial Accounting Concepts No.5, *Recognition and Measurement in Financial Statements of Business Enterprises*, Dec., par.63)

このように、認識拡張アプローチにおいては、認識要件の検討、及び、実証研究をも含む計上すべき項目の検討というようにいまだに多くの問題点を抱えている。これらの点を考慮すれば、当該アプローチのもとで知的資産の貸借対照表本体における開示の拡充を促進していくには、まだまだ多くの時間と検討が必要とされると思われる。

## (2) 補足情報からの脱却

認識拡張アプローチが限界に達する反面、その可能性をより高めていったのが、補足貸借対照表アプローチであった。Rylander, et.al (Rylander, et.al [2000] pp.1-29) は、その論文において、認識拡張アプローチと並ぶもう一つのアプローチ方法として補足貸借対照表アプローチを指摘していた。だが、先に述べた認識拡張の限界から知的資産に関する研究は、現在では後者のアプローチがメインになりつつあると思われる。すなわち、財務諸表とは別に財務・非財務情報を提供する媒体として知的資産報告書 (Intellectual capital Statement、以下、IC報告書と呼ぶ) の存在が注目されるようになってきている。知的資産に関する開示は、会計枠組みにおける認識を一旦離れることによって、独自に発展することになったわけである。

このように、情報としての側面が重視され、開示が進んでいった要因は、製品市場と資本市場、情報市場のそれぞれの市場の発展にあると古賀は述べている (古賀 [2006] pp.617-618)。製品市場は、製造業や商業の比重が低下し他方でグローバル化の加速化と規制緩和による企業間の競争激化が生じたため、企業は差別化された製品を迅速に算出するためアイデアやノウハウ、ハイテクへの比重が増大し競争優位を追求するようになった。また、資本市場においてもグローバル化とファンド・マネージャーによる株式所有の集中化が進み、資本市場の拡大化がみられる。そして、情報市場では知的資産をめぐる情報の供給サイドと需要サイドとの間で情報ギャップをもたらす傾向がみられるようになった。知的資産情報は、この開示実態の限界に対する現実的方策として登場することになった (古賀 [2006] p.618) わけである。IC報告書は、補足的な位置付けから脱却し、財務情報では捉えきれていない企業価値にも関連する重要な部分を説明する情報提供媒体としてますます重視されるようになってきている。

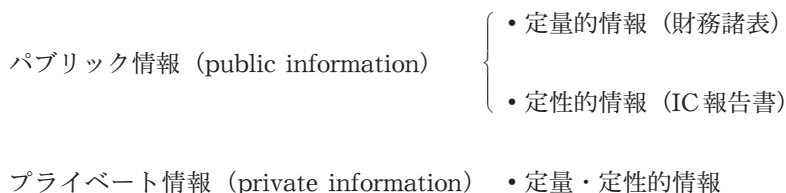
## 2. 投資意思決定と定性的情報の有用性

### (1) 定性的情報の有用性に関する実証研究

財務報告によって提供される情報についてまとめれば、大きくパブリック情報 (public information) とプライベート情報 (private information) に分けられる。一般に広く開示され誰もが容易に入手することが可能な情報は、パブリック情報と呼ばれるのに対して、企業との直接的な私的な話し合い (private meeting) を通して一部の専門家しか入手することができないような情報は、

プライベート情報と呼ばれる。そして、パブリック情報は、さらに財務諸表を中心とする定量的情報と財務数値以外の数値等や文章による説明を盛り込んだ定性的情報の2つに分けることができる。IC報告書は定性的なパブリック情報に該当する。

図表1 情報の分類



いわゆる財務諸表数値である定量的な情報に関する意思決定有用性については、数多くの実証研究がなされていることは周知の通りである。だが、知的資産に関する財務数値以外の数値や文章等による説明である定性的な情報の有用性を明確に調査した論文はこれまであまりみられなかった。そのため、知的資産情報の重要性をイメージとしては認識しつつも、それを論証したものはみられなかったわけである。最近になり定性的情報の有用性に関する実証的な研究がみられるようになってきた。

そのなかでも榊原・與三野・Bo [2005] は、より早く当該問題を検討している点で注目される。知的資産が企業の重要な競争優位の要因になっていることは広く認識されるようになったが、知的資産のなかでもどのような項目が企業価値評価に関連しているのか、そのような知的資産を実際の企業価値評価でどの程度考慮しているのか、また、知的資産に関する情報はどの程度容易に入手できるか、といった点に関し、情報利用者である証券アナリスト側の視点から具体的に分析を行っている点で画期的である。榊原・與三野・Bo [2005] は、アナリスト、ファンド・マネージャー、ベンチャー・キャピタリスト等を含んだ情報利用者に対して大規模なアンケートを行い、315人から回答を得ており、その結果からいかなる定性的情報が意思決定において有用とされているのかを導出している。

榊原・與三野・Bo [2005] は、企業を大企業、労働集約型企业、資本集約型企业と中小企業、知識集約型企业、新規公開企業との2つに分類し、アナリストがそれぞれのタイプの企業価値評価に際して非財務情報<sup>3</sup>の重要性を調査したところ、企業価値評価の確信度が比較的低かった中小企業、知識集約型企业、新規公開企業において、企業価値評価における非財務的情報の重要性は、「相

<sup>3</sup> ここで非財務的情報とは、経営者へのインタビュー、工場訪問、アナリスト・ミーティングなどで入手した非財務的な情報、企業の知的資本を指している(榊原・與三野・Bo[2005]p.4)。また、榊原・與三野・Bo[2005]は、これらを「非財務的情報」と呼んでいる。

対的に」高く、他方、証券アナリストが比較的高い確信度をもって価値評価が出来ていると考えている大企業、労働集約型企业、資本集約型企業の価値評価に当たっての非財務情報の重要性は「相対的に」低いことがわかった（榊原・與三野・Bo [2005] p.4）。労働集約型企业よりは知識集約型企业の方が非財務情報の重要性が高いこと、また、大企業よりも中小企業や新規公開企業の方がやはり重要性が高いことがデータをもって明示されていることは大変意義深い。

図表2 企業評価の確信度と非財務情報の重要性

	企業評価の確信度	非財務情報の重要性
大企業、労働集約型企业、資本集約型企业	高い	相対的に低い
中小企業、知識集約型企业、新規公開企業	低い	相対的に高い

榊原・與三野・Bo [2005] p.4をもとに作成した。

さらに、非財務情報のなかでいかなる項目が企業業績との価値関連性が高いかを示している。大企業の場合、人的資本の企業業績との関連性は相対的に低く、構造資本（経営戦略や研究開発投資）と関係資本（企業ブランド／製品ブランド、市場の成長率／成長の機会、顧客の満足度／忠誠度）の価値関連性が相対的に高いという結果が出ている。さらに、それはそのまま企業評価の際に考慮される項目となっている（榊原・與三野・Bo [2005] p.7, p.8）。反対に中小企業では、企業業績との価値関連性では人的資本（経営者の能力、従業員の参加意識、従業員の教育訓練、従業員の満足度）が比較的高い順位にランクされているが、企業評価の際に考慮される度合いが高いのは経営者の能力だけであり、その他の項目はあまり考慮されない結果となっている（榊原・與三野・Bo [2005] p.5, p.8）。

そのうえで、榊原・與三野・Bo [2005] は、「企業業績への関連度」（VR）と「アクセスの容易性」（EA）の差を情報ギャップ（Information GAP: IG）と呼んでいる。すなわち、企業業績への関連度が高いにもかかわらずアクセスが困難なタイプの項目ほど情報ギャップは大きくなる。そして、情報ギャップに対してアナリストが自らの努力もしくは彼らのスキルや洞察力や長年の経験による勘などを頼りに決定を行うことになるが、それらを駆使しても埋められない部分が「真の情報ギャップ」となる。よって、当然に情報ギャップは、アナリストよりも一般の投資家の方がはるかに大きくなるとされる（榊原・與三野・Bo [2005] p.10）。アナリストが情報ギャップを感じている項目は、大企業も中小企業も類似した結果となっており、経営者・従業員に関する項目が情報ギャップが大きくなっている（榊原・與三野・Bo [2005] p.12）<sup>4</sup>。

<sup>4</sup> 情報ギャップが大きな項目として次の項目が示されている。  
 従業員の参加意識(1位)、従業員の満足度(2位)、従業員の教育訓練(4位)、経営者の能力(6位)、トップ経営者の後継者育成／選抜の方針(5位)



ただし、開示上最も注意が必要とされるのは、情報ギャップが大きく、かつ、真の情報ギャップも大きい項目であると指摘している。アナリストがその長年の勘や経験をもってしても埋まらない部分こそ真に必要なとされる情報と解せられるからである。そのような項目としては次のようなものが挙げられている（榊原・與三野・Bo [2005] p.17）。

1) 大企業と中小企業の両方に該当するものとして：

従業員の満足度、従業員の教育訓練、従業員の参加意識、トップの後継者育成／選抜の方針、顧客の満足度／忠誠度

2) 大企業のみ該当するものとして：

研究開発投資、企業のブランド／製品ブランド

3) 中小のみ該当するものとして

経営者の能力、従業員の離職率

榊原・與三野・Bo [2005] によるこのような調査結果は、どのような非財務情報項目を開示すべきかを検討する際、情報利用者の観点からより具体的にその内容を示している点で大変重要な提示となっている。

また、Mavrincac and Siesfeld [1998] は、275名のポートフォリオ・マネージャーを対象に調査を行い、彼らの投資意思決定のなかで非財務情報がどの程度の割合を占めるかを調査した。その結果、意思決定の約35%が非財務データに関する評価によって決定されていることが示されている（Mavrincac and Siesfeld [1998] p.13）。あわせて、非財務データとしてどのような情報が必要かという調査を行っているが、最も重要性の高い測定値として次の項目が挙げられている（Mavrincac and Siesfeld [1998] p.14、古賀 [2005] p.212）。それらは、①企業戦略の履行、②測定の信頼性、③企業戦略の質、④革新性、⑤従業員を誘引する能力、⑥マーケット・シェア、⑦経営者の経験、⑧報酬決定方針、⑨研究のリーダーシップ、⑩プロセスの質、⑪顧客満足などである。

この結果から次の二点が指摘されている。第一に、非財務情報のなかでも企業の価値創出の中核をなす項目、たとえば、企業の戦略の実施具合や質、経営者の能力・資質（信頼性、経験、リーダーシップなど）、企業の革新能力に関する項目がとくに重要であるのに対して、従業員に対する項目（離職率）はあまり重要視されていない傾向にあること（古賀 [2005] p.212）。そして、第二に、事業計画や戦略は投資家にとって決定的に重要な情報であるが、戦略そのものよりもそれを実行することができるかどうかという経営者の行為（アクション）が重視されていることである（Mavrincac and Siesfeld [1998] p.13、古賀 [2005] p.212）。

## (2) 我が国のIC報告書の改善の必要性

ここでは、我が国の定性情報の開示としてIC報告書についてみてみよう。2004年1月に経済産業省による「知的財産情報開示指針」が公表され、当初、当該指針に基づく公開を行っていたのは、情報開示に積極的な先駆的な企業13社であった<sup>5</sup>。現在では、公表企業の増加がみられ、また、報告形式も、2004年には年次報告書のなかで簡単に説明する形式をとる企業もみられたが、最近では年次報告書とは別個に「知的財産報告書」として開示している企業がほとんどである<sup>6</sup>。その内容<sup>7</sup>や分量は、企業によって様々であるが、2004年度のものよりも内容や形式などは格段に充実してきている。

ただし、前述した研究結果を考慮すれば現在のIC報告書が意思決定においてどれほどの有用性をもって利用されているかという点については疑問が残るところである。というのも、IC報告書の先駆的なモデルとして認められているデンマークにおけるIC報告書の役割と我が国のIC報告書の位置づけや役割は全く異なっているからである。

デンマーク・モデルにおいては、ナレッジ・マネジメントとしてIC報告書が作成され、利用されている。それらは、企業において既存の目標達成のために何をどのように改善していくかの羅針盤的な役割を果たしている。IC報告書がとくに証券市場での資金調達ニーズに向けて潜在的投資者に働きかけることを主たる目的として設計されたものではなく、むしろ、その意図するところは、企業のナレッジ開発・育成とそのマネジメントにあると指摘される（古賀 [2005] p.246）。さらに、IC報告書は、企業のコア・コンピタンスの基礎の開発のための道具であり、従業員の管理のための道具となる（DTIDC [1997]、p.16）という説明もその本来の意義を示している。すなわち、IC報告書は、経営管理者のマネジメントの利用に供するように作成されてきたという経緯を有する。

一方、日本のIC報告書は、特許の獲得件数やどのような技術開発に取り組んでいるのかなどの事後的な報告が中心となっている。このような性質を持つことになった理由として、IC報告書導入の背景が関係していると思われる。従来、このような情報を開示するインセンティブがそもそも企業には存在しておらず、むしろ、競争優位性を保持するための機密としての特質を有する知

<sup>5</sup> 東京エレクトロン、旭化成、NEC、富士通、日立化成、TOTO、オリンパス、ブリヂストン、武田薬品、三菱電機、アルプス電機、味の素、キャノンなど(2004年9月15日付、日経BPを参照)。

<sup>6</sup> オリンパス、カブドットコム証券、日立グループ、旭化成、日立化成、ブリヂストン、コニカミノルタ、味の素グループ、井関農機、東京エレクトロン、三井造船、アンジェスMG、東芝、太平洋セメント、キッコーマン、三菱重工、横河電機、東レ、JSR、富士通、キリンググループ、電力中央研究所、トランスジェニックなど23社。

<sup>7</sup> 経済産業モデル(経済産業省[2004]pp.9-16)によれば、以下の10項目の開示が示されている。①中核技術と事業モデル、②研究開発セグメントと事業戦略の方向性、③研究開発セグメントと知的財産の概略、④技術の市場性、市場優位性の分析、⑤研究開発・知的財産組織図、研究開発協力・提携、⑥知的財産の取得・管理、営業秘密管理、技術流出防止に関する方針、⑦ライセンス関連事業への貢献、⑧特許群の事業への貢献、⑨知的財産ポートフォリオに対する方針、⑩リスク対応情報。

的資産を公表することに対する積極性は認められなかった。企業がIC報告書の作成に自発的に取り組むようになった要因の一つには、近年におけるCSR（企業の社会的責任）への関心の高まりが指摘できるだろう。企業を利益追求主体としてではなく社会的意義をもった組織体として位置付ける当該概念は、環境やコスト、リサイクルといった点ばかりでなく、企業のIR開示の一貫としてIC報告書の開示を促進することになった。よって、我が国のIC報告書は、そもそも内部的な管理目的の趣旨よりもCSRへの取り組みをアピールする一手段として外部への報告に重点を置くものになっていると解することができる。

また、経済産業省モデルは、R&D指向型開示をなすものであり、知的資産に焦点を置くレポーティング・モデルとして世界的にも斬新な1つの試みをなすものであるが、その開示実態は、特許権の保有・登録件数やアライアンス・ライセンス契約の有無、知的採算権管理体制の有無に関する情報発信に基礎づけられており、その活動実態や戦略的意義の開示など市場関係者が真に期待する開示とは必ずしもなっていないと指摘されており、企業の機密性を保護しつつも、各企業が創意工夫によって自社の競争優位性を政界に向けて発信しようとする積極的姿勢と意欲が強く求められるとされる（古賀 [2005] p.274）。

このような指摘や情報利用者に対する調査結果なども踏まえ、わが国のIC報告書が投資意思決定に有用な情報報告媒体となるためにはさらなる検討が求められるところである。

### 3. 意思決定とプライベート情報

#### (1) プライベート情報の重要性

定性的なパブリック情報の意思決定における有用性については前述した通りであるが、その有用性についてもいまだ十分とは言えない状況である。そこで本節では、さらに意思決定におけるプライベート情報の有用性に着目し論じていくことにする。今日においては、財務諸表に開示されない内部的な情報が特に投資専門家にとって必要なものとなっており、情報優位性をもたらすものとしてプライベート情報の役割が重視されるようになってきている。

投資意思決定におけるプライベート情報の重要性を示した研究としてHolland [1999] がある。Holland (Holland [1999] p.163) は、英国に本拠を置く生命保険会社や年金ファンド、投資信託などを含む専門的な投資機関 (Financial Institution、以下、FIと呼ぶ) のシニアディレクターやファンド・マネージャーに対するインタビューを通し27のケーススタディーを行っている<sup>8</sup>。

Holland (Holland [1999] p.166) は、まず、パブリック情報としての財務報告が意思決定において有用性を失っている原因やその限界について次のような興味深い見解を述べている。

---

<sup>8</sup> インタビューは、1993年6月から1994年4月の間に行われた。



- 中間や年次の財務報告において公表される多くの情報は、投資者やアナリストによって事前に予測されたものである。利益の公表によって予測しなかった反応が生じるが、FIは、企業に対してこのようなことが起こらないように圧力を行使する。このような公表された情報は、企業とプライベートミーティングを行う前にFIはすでに得ている情報である。その結果、財務諸表の内容は、公表前にFIには一般に十分に知られている。
- 財務報告は、多くの利用者にとって非常に複雑で、広範にわたり、扱いにくいものとなっている。何人かのファンド・マネージャーもその範囲や複雑さに反発しているが、情報は、洗練されていない利用者にとっては重荷になっている。
- 財務報告は、ASBの原則やますます柔軟性がなくなっているGAAPによって非常に束縛されている
- 財務報告は、多様な利用者や目的に役立つように作られており、そのため、投資専門機関やその他の専門的利用者の要求を満たすように企業が財務諸表を作成しようとしたときには問題が生じる。
- 財務報告は、財務的なデータや変数によって支配されているので、財務報告は、経営管理の質などのような重要な領域に関する情報を提供することができない。そのため、価値の源泉としての無形資産の重要性の増大は、報告書において反映されていない。

最後に指摘されている無形資産に関する問題はすでに多くの指摘がみられる点であるが、それ以外にも情報利用者の観点から財務報告の複雑性や情報量の多さ、実際の利用にあたっての使いにくさ、GAAPの拘束による情報の限定の指摘がなされている点は大変興味深い。

このような問題に少しでも対処するため、英国では会計基準審議会 (Accounting Standards Board) によって年次報告書の補足報告書として「営業及び財務に関するレビュー報告書」(operating and financial Review: OFR) が1993年7月に公表された。2005年5月には、報告基準第1号 (Reporting Standards: RS1) が公表され、優良な実務 (good practice) と位置付け、任意による報告書として採用する方向で検討が進められている (ASB [2006])。

OFRは、あくまで任意で経営者が企業の業績や企業価値等に影響を及ぼす重要と思われる企業内の重要な要因 (key performance indicator) を把握するために経営管理目的で作成されるものであるが、それは同時に企業外部の情報利用者にとっても有用であることが求められている (ASB [2006] par.7)。そして、基本的には、将来指向の観点から企業の長期的な目標を達成するために現在及び将来の企業の業績を利害関係者が評価する際に役立つ傾向や要因について報告しなければならない (ASB [2006] par.8)。とりわけ、以下の項目の報告が求められている (ASB [2006] par.27)。

1. 市場や競合、経営活動を行う際の規制的な環境、及び、企業の目的や戦略についての説明を含む事業の内容について。
2. 年度の及び今後の企業の発展や業績について。
3. 企業の長期的な価値に関係する資金や資本金のリスクや不確実性や関係について。
4. 資本の構成、剰余金に対する方針、企業の目的や流動性の説明を含む、現在および将来における企業の状態について。

これらの情報は、従来のパブリック情報としての財務報告からは得られない企業の戦略や企業価値に関わるより内部的な情報となっていることが指摘できる。財務報告などでは網羅されていない内部的な情報の意味が改めて認識されてきていることの表れとなっている。

## (2) プライベート情報の内容

企業の内部的な実状に関する定性的情報は、現時点でOFRなどの公表を除けば公に入手することは困難であり、投資専門家による企業との個人的なミーティングを通してしかこのような情報を得る手段はない。結果的に、OFRにおいて求められている諸項目は、FIがプライベートミーティングにおいて得ようとする情報と符合するものとなっている。

図表3 プライベートミーティングにおける質問内容

	【質問内容】
1	一般的な企業の哲学、最近の戦略のアウトライン。
2	昨年度の計画や目的、これらの目的のためにどのような業績が達成されたか、そして今後どのような変化が予想されるか。過年度にわたる反省点、採算の悪い事業をどのように改善し、特定の問題に対してどのように対処していくか。
3	個々のビジネスの内容やグループにおけるセグメント、そしてそれらの相対的な業績。
4	近年の戦略に関する詳細、市場占有率や競合他社のシェア、どのような新製品があるか、活動の通常の水準、注文をどのようにして取るかなど。産業の流行との競争がここではとりわけ重要なポイントとなる。
5	スタッフの教育訓練計画や企業における人的資源開発について。
6	企業における技術革新開発プロセスの内容や最近の技術開発、ブランド価値付け、差別化、新たな製品やサービスの価値をリードするような製品の技術革新について。
7	ジャストインタイム、サプライチェーンモデルなどのような優れた経営管理手法について。

表は、Holland [1996] p.168を元に作成した。

英国の投資機関は、ポートフォリオを組んでいる企業に対して周期的なプライベートミーティングを通して投資意思決定により有利になる知的資産情報の収集を行っている。それは、たとえば、上記の他、戦略について、技術革新、経営管理者の実務、経営管理者のパーソナリティー、経営管理の質、これらの要因が総合的に業績にどのような影響を及ぼすか、などの情報である (Holland [1996] p.172)。特に、意思決定の際に重要となるのは、人的資本 (human (top management) capital) や構造資本 (structural capital)<sup>9</sup>に関する部分であるとされる (Holland [1996] p.170)。この点は、先の日本の研究においても同様の傾向が示されている。

### (3) 情報優位性の形成

一般に、パブリック情報たる財務諸表の数値は、広く公平に公表されることから市場やFIにとっては周知の内容である。では、一体彼らはいかにして情報優位性を形成していくのであろうか。情報優位性は、具体的にはプライベートミーティングを通して得られた情報を集約して作り上げられていくとされる。その過程は、モザイクアプローチ (mosaic approach) と呼ばれる (Holland [1996] p.174)。情報優位性を作り上げるプロセスが、断片をつないで一枚の絵画や模様を作っていくモザイク画に似ていることからなぞらえてこのように呼ばれている。

FIの内部のアナリストやファンド・マネージャーは、契約した経営管理者から得た断片的なデータの他に企業独自のネットワークを利用し、新たな情報を作り出すために十分な情報を多くの契約企業から集めるとされる。そこでは、チームアプローチ (team approach) が採用されるとされる (Holland [1996] P174)。チーム・アプローチとは、個人としてのファンド・マネージャーの情報サーチ能力を補完し、グループとしての集团的認識スキルによって意思決定の質を促進する集团的決定プロセスとされる。個々人の断片的な情報が集約され、チームとして意思決定を行うことにより個々の情報を生かしつつ、それを結集し統合化することによって個々のファンド・マネージャーの能力の限界を克服し、グループ全体としての認識能力を高め、活用することができる (Holland & Johanson [2003]、古賀 [2006] pp.621-622)。

Hollandによれば、ファンド・マネージャーによってプライベート情報は、次の3つのプロセスによって具体的に利用されている (Holland [1999] p.15、林川 [2007] p.160)。

ステップ1：入手したプライベート情報を過去、現在、未来の分類にしたがってタイムベースで整理する。

ステップ2：重要だと判断しベンチマークした定性情報の内容吟味を行う。

<sup>9</sup> ここでは、構造資本として経営管理者の追跡記録や明確な意思決定プロセスなどが記されている。

(例えば、企業側から開示された具体的なマネジメント戦略内容、マネジメントの質、イノベーション情報について分析し、実行可能性を判断する。)ベンチマークを行った定性情報が将来株価にどれほど相関関係をもつか観察し、知的資産情報の何が株価を決定する変数となり得るかを探ること。

ステップ3：ファンド・マネージャー組織のなかで、ある程度モデル化された定性的情報の処理方法、常時注目している変数が価値関連性をもっているかどうかを再検討し、修正を加えることによってベンチマークすべき項目をより価値関連性の高い項目へと変えていく。

このような情報処理プロセスを繰り返すことによりストーリーという形で開示される定性的情報から情報優位性が確立されていくとされる。ここでは定性的情報の中から価値関連性が高い変数を見つけ出すことが重要とされる (Hollnd [1999]、林川 [2007] p.161)。

#### (4) 我が国の投資意思決定プロセスとプライベート情報の利用

日本におけるFIの投資意思決定とプライベート情報の利用について実務的な観点からの調査を行ったものに古賀 [2006] がある。古賀 [2006] (古賀 [2006] pp.623-625) は、日本のある投資顧問会社においてファンド・マネージャーが、実際にどのようなプロセスや情報を用い投資意思決定を行っているのか具体的な調査を行い、そのプロセスにおいて、定性的情報及びプライベート情報がどのように利用されているかを明確に示した。

それによると、ファンド・マネージャーが投資先を決定する際には、(1) ステップ1：第一次スクリーニング、(2) ステップ2：第二次スクリーニング、(3) マスターリストの作成、(4) ポートフォリオの決定という4段階のプロセスがとられているとされる。

この調査を通し古賀 (古賀 [2006] p.625-626) は、意思決定においてみられる3つの特徴点を以下のように指摘している。

第一に、定量的情報と定性的情報との併用・統合化が図られていることである。とりわけ、ステップ2からステップ3にかけて対象を340銘柄から200銘柄まで絞り込む際に定性的データないし知的資産情報が重要な役割を果たしていること示している。

第二に、経営者の資質や企業風土、ブランド力等の知的資産情報は、ファンド・マネージャーの意思決定プロセスにおいて、パブリック情報によって公開された企業評価に対して評価額に修正を加えるなど、アナリストによる付加価値機能ないし予測データの再見積機能を有しているということである。アナリストやファンド・マネージャーは、パブリック情報では得られない企業評価に有効な「特別の」情報を求めて投資候補企業を訪問し、トップマネジメントとのミーティ

ングを通じて何らかの競争的優位性をもった情報の獲得を図ろうとする。ただし、知的資産報告書によって開示された知的資産情報は、彼らにとっては投資決定において競争優位性をもたらすものではなく、概してクールな姿勢を示すものであった、とされる。

第三に、投資意思決定におけるチーム・アプローチないし集団的決定アプローチが特に重要な役割を持つことを強調している。チーム意思決定は、個人のもつ情報処理能力の限界に対処し、個々のファンド・マネージャーが持ち寄った部分的・断片的情報をモザイクのように結び合わせて評価企業の全体像を完成させる役割をもっているとしている。

古賀 [2006] の調査から日本においても Holland [1999] が調査した英国の投資専門家と類似する投資意思決定プロセスが採用されていることが読み取れる。また、ファンド・マネージャーやアナリストが実際にどのように投資意思決定を行っているのかという従来不透明であったプロセスを明確にし、そのプロセスにおいて、いかなる情報がどのように使用されているのかを明らかにしている点で大変意義深いものとなっている。

## 結 び

無形資産に関する情報の開示方法は、認識拡張アプローチが限界に達していることから補足貸借対照表アプローチへとその方向が変化してきた。現在では、無形資産をも含む知的資産全般についての報告書としてIC報告書の作成・開示が日本ばかりでなく世界各国においてみられるようになった。その背景には、製品市場におけるナレッジの重要性の増大と資本市場のグローバル化や拡大化、そして情報市場における情報ギャップの存在があることを指摘した。

そのようななか、投資意思決定においても非財務情報に依存する割合が3割超と非常に高くなっており知的資産に関する定性的情報の重要性が増大していることを述べた。さらに、定性的情報としては、企業の戦略とそれを実行していく経営者の質やリーダーシップに関する情報が必要とされていることを示した。また、研究開発や研究のリーダーシップや革新性など企業価値に直接作用する要因についても開示された情報では不足している点も明らかになった。

さらに、投資専門家などにはパブリック情報だけでは不十分であり企業側との一対一のプライベートミーティングを通して投資意思決定に有用な様々な情報を得ている状況が明らかになった。英国でも日本でもプライベートミーティングは重視されており、企業の内部情報を入手する重要な手段となっていた。そして、プライベートミーティングを通して得た断片的な情報は集約され、情報優位性が形成されていくことになる。そして、投資専門家の専門的な勘などを合わせ意思決定が行われるというプロセスがみられた。

多くの研究調査の検討から従来不透明であった投資専門家の具体的な意思決定プロセスなどが



明確となり、情報利用者の観点から必要とされている情報が明らかになってきている。このような点も考慮しつつ知的資産に関する種々の情報と情報有用性に関するさらなる検討が必要とされるところである。

#### 【参考文献】

- 川本 淳 [2007] 「のれん会計の実証研究に対する一考察」、『会計』第172巻第1号、25-39頁。
- 経済産業省 [2004] 「知的資産情報開示指針」。
- 古賀智敏 [2005] 『知的資産の会計』東洋経済新報社。
- 古賀智敏 [2006] 「投資意思決定の動的メカニズムと知的資産情報の役割」、『会計』第170巻第5号、615-628頁。
- 榊原茂樹、與三野禎倫・Bo Hansson [2005] 「株価価値評価における知的資本の重要性：証券アナリストのパーセプション」、『国民経済雑誌』第191巻第5号、1-20頁。
- 拙稿 [2006] 「ナレッジ型産業と財務報告制度の改善の必要性」『経理知識』、第85号、61-73頁。
- 武田隆二 [2007] 「産業構造の変化」に伴う「会計のあり方」、『会計』、第171巻第2号、139-152頁。
- 永田京子 [2002] 「連結財務諸表上の「のれん」に対するわが国証券市場の評価」、『企業会計』、第54巻第2号、290-297頁。
- 西海 学 [2002] 「連結会計上の暖簾に対する資本市場の反応」、『横浜国際社会科学研究所』、第7巻第2号、67-79頁。
- 西海 学 [2003] 「暖簾会計の国際的展開と資本市場反応一買入暖簾の償却を題材に一」、『横浜国際社会科学研究所』、第8巻第4号、165-184頁。
- 林川美由樹 [2007] 「知的資産の特性と会計情報開示に関する論点」、『会計』第171巻第1号、157-165頁。
- ASB [2006] , Reporting Statement: Operating and Financial Review, January. <http://www.frc.org.uk/asb/press/pub1029.html>
- Danish Trade and Industry Development Council [1997] , *Intellectual Capital Accounts: Report and Managing Intellectual Capital*, Memorandum .
- FASB [1984] , Statement of Financial Accounting Concepts No.5, *Recognition and Measurement in Financial Statements of Business Enterprises*, Dec. (平松一夫・広瀬義州共訳 [2002]、『FASB財務会計の諸概念』〈増補版〉、中央経済社)。
- Holland, J [1999] , “Financial Reporting, Private Disclosure and the Corporate Governance Role of Financial Institutions”, *Journal of Management and Governance*, issue3, pp.161-187.
- Holland, J and Johanson, U [2003] , “Value relevant information on corporate intangibles—creation, use, and barriers in capital markets ‘Between a rock and the hard place’ ”, *Journal of*

Intellectual Capital, Vol.4, No.4, pp.1-19.

Lev, B. and Zarowin, P. [1999], “The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them”,  
*Journal of Accounting Research*, Vol.37, No.2.

MERITUM Project [2001] , Guideline for Managing and Reporting on Intangibles (Intellectual Capital Report).

Rylander, A. , Jacobsen, K. and Roos, G. [2000] , “Towards Improved Information Disclosure on Intellectual Capital”, *International Journal of Technology Management*, Vol.20, No.5/6/7/8.