

知的資本の重要性と開示

—証券アナリストのパーセプションの比較分析—

榊 原 茂 樹
與 三 野 禎 倫
ボ ー ・ ハ ン ソ ン

I 序

平成16年度通商白書（経済産業省、平成16年6月）において、「新たな価値創造経済」の樹立のために、企業、地域経済、個人は「固有の独自の資産」という概念を切り口として、何をなすべきかを真剣に考えるべきだと提唱された。特に企業においては、先進諸国企業間の熾烈な競争に打ち勝ち、持続的な成長を図るには、目に見えない無形の資産ないし知的資本が決定的に重要な競争優位の源泉だと認識されるようになった¹⁾。

ところで、経営者の能力、企業の革新的組織風土、従業員の満足度、ノウハウ、ブランドといった無形資産が企業価値を創造する源泉だとしても、企業価値を評価する株式市場の参加者がそのような無形資産を正しく評価し株価に反映させているのでなければ、無形資産・知的資本による企業価値創造も、単なるスローガンに終わってしまうであろう。

このような問題意識を持って本論文の著者たちは、わが国の証券アナリスト・ファンドマネジャーを対象として、無形資産・知的資本の企業業績との関連性を中心としてアンケート調査を行い、その結果を発表してきた（榊原

1) 本稿では、知的資本、知的資産、無形資産、非財務的情報項目を相互代替的に使用している。

・與三野・ハンソン (2005))²⁾。本稿はその続編をなすもので、知的資本の重要性などに関する証券アナリストのパーセプションが、アナリストとしての経験年数、所属会社の属性（国内系か外資系か、セルサイドかバイサイドか）などの違いによって、差異が見られるかどうかを報告するとともに、知的資本報告書の様式の標準化に関する意見などを報告することを目的としている。

II 企業価値評価にとっての知的資本の重要性

知的資本の企業や国家にとっての重要性をいち早く認識し知的資本研究をリードしてきた欧州 MERITUM (MEasuRing Intangibles To Understand and improve innovation Management) プロジェクトは、知的資本を人的資本 (Human Capital, HC)、構造資本 (Structural Capital, SC)、そして関係資本 (Relational Capital, RC) の3つの資本概念に分類している。人的資本は、従業員が退職時に一緒に持ち出すことができる知識をいい、個々人の知識、技術、ノウハウ、イノベーション能力、教育・訓練などの効果を含む概念である。構造資本は、従業員が退職しても企業内に残留する知識をいい、ITの全般的利用レベル、組織的リスク管理体制、社内的情報伝達ネットワークの整備、革新的な組織風土、などを含む概念である。また関係資本は、顧客、供給業者、R&D パートナー、銀行、株主などとの企業の対外的関係に付随したすべての資源をいう。ステークホルダーとの関係で構築された人的ならびに構造資本とともに、ステークホルダーが企業に対して抱くイメージなども含む概念である。

我々は MERITUM プロジェクトと同じ3つの知的資本概念を採用し、また Eccles and Mavrinnac (1995), Dempsey et al. (1997) および Mavrinnac and Siesfeld (1998) などの先行研究を参考にして、15の知的資本ないし非財務的

2) 知的資本や無形資産の重要性を、単にスローガンとして述べるのではなく、理論的・実証的に検討した学術的成果として、伊藤 (2006) と古賀・榊原・與三野 (2007) がある。榊原・與三野・ハンソン (2005) は一部加筆・修正のうえ古賀・榊原・與三野 (2007) に再録されている。

図表 1 回答者のプロフィール

アナリスト	227人
ファンド・マネジャー	57人
ベンチャー・キャピタリスト等	14人
その他（複数回答および無回答）	17人
合計	315人

セルサイド	109人
バイサイド	197人
その他（複数回答および無回答）	9人
合計	315人

国内系	263人
外資系	44人
無回答	8人
合計	315人

経験年数 5 年未満	125人
経験年数 5 年以上	169人
無回答	21人
合計	315人

情報項目を選択し、17社の証券アナリスト・ファンドマネジャー315人にアンケート調査を実施した。図表1はアンケートにご協力いただいた証券アナリストたちのプロフィールである。

1. 企業価値評価の確信度と非財務的情報の重要性

まず我々は証券アナリストたちに、企業価値の評価をどの程度の確信度をもって行えるかを、評価対象企業を中小型企业、大企業、知識集約型企业、労働集約型企业、資本集約型企业、新規公開企業に5分類して、5段階評価（1[まったく確信を持ってない]、3[どちらともいえない]、5[かなり確信をもてる]）で尋ねた。図表2の分類①は、セルサイドアナリストとバイサイドアナリストに分けて、図表2の分類②は、国内系会社所属のアナリスト

図表 2 企業評価の確信度

	全サンプル	分類①		分類②		分類③	
		セルサイド	バイサイド	国内系	外資系	5年未満	5年以上
中小型企業	3.17	3.01	3.25***	3.17	3.19	3.1	3.2
大企業	3.63	3.55	3.69	3.64	3.64	3.61	3.69
知識集約型企業	2.97	2.9	3.01	2.98	2.9	2.85	3.03*
労働集約型企業	3.55	3.42	3.61**	3.55	3.62	3.5	3.61
資本集約型企業	3.6	3.44	3.69****	3.58	3.79*	3.57	3.64
新規公開企業	2.79	2.71	2.82	2.79	2.79	2.69	2.83

- *10%水準(両側)有意
- **5%水準(両側)有意
- ***3%水準(両側)有意
- ****1%水準(両側)有意

と外資系会社所属のアナリストに分けて、また図表2の分類③はアナリスト経験年数5年未満と5年以上に分けて、企業価値評価の確信度を集計した結果を示している。なお、表中の「全体」の結果（全サンプルの平均結果）は榊原・與三野・ハンソン（2005）ですでに報告されている（以下同じ）。

図表2によれば、企業価値評価の確信度については、国内系か外資系かといった彼らの所属会社の属性や、経験年数の違いによる差異はほとんど無い。しかし、セルサイド系とバイサイド系を比較すると、3つの企業類型についてバイサイドアナリストの確信度のほうが高い（有意差がある場合には右側に位置するグループの数字にアスタリスクが付されている（以下同じ））。これは、後で述べる情報の入手容易性の差異と関連しているのかもしれない。

いずれにしても、どのグループのアナリストを見ても、彼らの企業評価の確信度は、大企業、労働集約型企業、資本集約型企業について相対的に強く、中小型企业、知識集約型企業、新規公開企業について相対的に弱いことは、共通している。

証券アナリストは、企業の価値評価において、伝統的な財務諸表の数字だけでなく、企業のIR活動でリリースされる情報、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情報をも勘案しているはずである。我々は、前述の6つの企業タイプ別に企業価値を評価す

図表 3 非財務的情報の重要性

	全サンプル	分類①		分類②		分類③	
		セルサイド	バイサイド	国内系	外資系	5年未満	5年以上
中小型企业	4.53	4.5	4.54	4.55	4.5	4.5	4.6
大企業	4.1	4.06	4.13	4.11	4.19	4.13	4.13
知識集約型企业	4.56	4.47	4.61*	4.58	4.53	4.53	4.61
労働集約型企业	3.7	3.69	3.73	3.71	3.77	3.7	3.73
資本集約型企业	3.7	3.67	3.71	3.67	3.86	3.71	3.7
新規公開企業	4.46	4.48	4.47	4.48	4.51	4.48	4.51

*10%水準(両側)有意

るときの非財務的情報の重要性を調査した（1 [まったく重要とは思わない]、3 [どちらともいえない]、5 [かなり重要だと思う]）。

図表3は、図表2と同じように、セルサイド系とバイサイド系、国内系と外資系、さらに経験年数5年未満と5年以上に分けて、非財務的情報の企業価値評価にとっての重要性の程度についてのアンケート結果を示している。図表3によれば、彼らの所属会社の属性や経験年数の違いによる重要性の認識度の差異は、ほとんど観察されない。非財務的情報の重要性が、企業価値評価の確信度が相対的に弱かった中小型企业、知識集約型企业、新規公開企業について高く、企業価値評価の確信度が相対的に強かった大企業、労働集約型企业、資本集約型企业について低いことは、証券アナリストのどのグループにも共通して見られる傾向である。

2. 企業業績との関連性、企業評価への考慮の度合い、およびアクセスの容易性のグループ間比較

我々は15個の知的資本項目ごとに、企業業績との関連性（VR, value relevance）、企業価値評価において考慮する度合い（DU, degree of use）、その知的資本項目の入手の容易性（EA, ease of access）を、大企業と中小型企业に分けて、5段階評価で尋ねた。企業業績との関連性については、1 [まったく関連性はない]、3 [どちらともいえない]、5 [強く関連性がある]の5段階である。企業評価への考慮の度合いについては、1 [まったく考慮に入

れない]、3 [どちらともいえない]、5 [強く考慮に入れる]の5段階である。当該情報項目へのアクセスの容易さについては、1 [まったく知ることができない]、3 [どちらともいえない]、5 [かなり容易に知ることができる]の5段階である。

すべてのアナリストたちの評価点を平均した得点の高得点順に並べられた15個の非財務的情報ごとに、図表4は企業業績との関連性について、図表5は企業価値評価において考慮に入れる度合いについて、図表6はその項目の入手容易性について、セルサイド系とバイサイド系、国内系と外資系、経験年数5年未満と5年以上という3つの分類基準によって分けられたそれぞれのアナリストグループの平均得点を示したものである。上段は大企業の、下段は中小型企业の調査結果である。15項目ごとにグループ間で平均得点に有意差があるかどうかを検討された。

個々の非財務的情報項目が企業業績とどの程度関連しているかについて、図表4が示すように、3タイプのどのグループ間比較でも、それほど意見の差異が目立つわけではないが、敢えて特徴的傾向を言えば、経験年数5年未満と5年以上のアナリスト間の比較で、人的資本関連項目で経験年数5年以上のアナリストのほうが企業業績との関連性を強く意識していることである。

次に、企業価値の評価において非財務的情報を利用する程度について指摘できる顕著な特徴は、図表5が示すように、経験年数の差による有意差である。5年以上の経験を持つ証券アナリストのほうが、大企業と中小型企业の両方において、それぞれ15項目中7項目において、より多く情報を考慮に入れているのである。

最後に、非財務的情報項目の入手容易性については、図表6から3つの特徴を指摘できるだろう。第1に、セルサイド系アナリストよりもバイサイド系アナリストのほうが情報の入手が容易だと思っていることである。これは、仮に両グループのアナリストの彼ら自身の情報入手能力に差異がないとしても、生命保険、信託銀行、アセットマネジメント会社などのバイサイド系アナリストは、証券売買注文をもらう立場にある証券会社の複数社のアナリス

図表 4 企業業績との関連性 (VR)

非財務的情報項目	大企業					中小企業								
	カテゴリー	セルサイド	バイサイド	国内系	外資系	5年未満	5年以上	カテゴリー	セルサイド	バイサイド	国内系	外資系	5年未満	5年以上
経営戦略	SC	4.43	4.42	4.42	4.66***	4.40	4.47	HC	4.83	4.79	4.81	4.95***	4.79	4.84
企業ブランド/製品ブランド	RC	4.24	4.33	4.31	4.39	4.27	4.37	SC	4.66	4.61	4.64	4.73	4.68	
研究開発投資	SC	4.17	4.20	4.19	4.36	4.14	4.26	RC	4.41	4.31	4.35	4.45	4.39	
市場の成長率/成長の機会	RC	4.10	4.21	4.18	4.23	4.16	4.20	HC	4.36	4.25	4.29	4.39	4.18	
顧客の満足度/忠誠度	RC	4.06	4.11	4.06	4.34***	4.04	4.17	SC	4.28	4.22	4.25	4.36	4.25	
マーケット・シェア	RC	3.96	4.10	4.11	3.89	3.97	4.13	RC	4.16	4.16	4.15	4.50***	4.12	
経営者の能力	HC	3.94	4.14**	4.06	4.18	4.14	4.06	SC	4.11	4.08	4.11	4.00	4.10	
従業員の教育訓練	HC	3.84	3.82	3.82	4.18	3.74	3.89*	HC	4.11	4.08	4.05	4.05	3.97	
トップ経営者の後継者育成/選抜方針	SC	3.74	3.70	3.69	3.93*	3.74	3.89*	RC	3.94	3.98	4.05	3.68***	4.08	
ビジネス上の企業/事業提携	RC	3.61	3.74	3.73	3.59*	3.68	3.76	RC	3.74	3.94	3.91	3.95	4.04	
従業員の参加意識	HC	3.65	3.72	3.68	3.84	3.57	3.79*	RC	3.72	3.86	3.87	3.52*	3.96	
従業員の満足度	HC	3.47	3.54	3.52	3.59	3.47	3.82***	HC	3.47	3.71	3.77	3.93	3.81	
品質保証のシステム	SC	3.51	3.27***	3.36	3.45	3.34	3.57	SC	3.51	3.38	3.44	3.48	3.84	
コーポレート・ガバナンスの構造	SC	3.43	3.26	3.31	3.45	3.25	3.38	SC	3.43	3.38	3.44	3.48	3.46	
従業員の離職率	HC	3.23	3.16	3.19	3.16	3.04	3.27***	SC	2.94	2.93	2.93	2.91	2.99	
経営者の能力	HC	4.83	4.79	4.81	4.95***	4.79	4.84	SC	4.66	4.61	4.64	4.73	4.68	
経営戦略	SC	4.66	4.61	4.64	4.73	4.62	4.68	RC	4.41	4.31	4.35	4.45	4.39	
市場の成長率/成長の機会	RC	4.41	4.31	4.35	4.45	4.30	4.39	HC	4.36	4.25	4.29	4.39	4.40***	
従業員の参加意識	HC	4.36	4.25	4.29	4.39	4.18	4.27	SC	4.28	4.22	4.25	4.36	4.27	
トップ経営者の後継者育成/選抜方針	RC	4.24	4.16	4.15	4.50***	4.12	4.27	RC	4.24	4.16	4.15	4.50***	4.27	
顧客の満足度/忠誠度	SC	4.16	4.11	4.14	4.27	4.10	4.20	SC	4.16	4.11	4.14	4.27	4.20	
研究開発投資	SC	4.11	4.08	4.11	4.00	3.97	4.19**	HC	4.11	4.08	4.11	4.00	3.97	
従業員の教育訓練	HC	4.11	3.98	4.05	4.05	3.97	4.08	HC	4.11	3.98	4.05	4.05	4.08	
従業員の満足度	RC	3.94	3.94	4.01	3.68***	3.90	4.04	RC	3.94	3.94	4.01	3.68***	4.04	
ビジネス上の企業/事業提携	RC	3.74	3.99**	3.91	3.95	3.86	3.96	RC	3.74	3.99**	3.91	3.95	3.96	
企業ブランド/製品ブランド	RC	3.72	3.86	3.87	3.52*	3.81	3.81	RC	3.72	3.86	3.87	3.52*	3.81	
マーケット・シェア	HC	3.88	3.71	3.77	3.93	3.75	3.84	HC	3.88	3.71	3.77	3.93	3.84	
従業員の離職率	SC	3.53	3.38	3.44	3.48	3.43	3.46	SC	3.53	3.38	3.44	3.48	3.46	
品質保証のシステム	SC	2.94	2.93	2.93	2.91	2.88	2.99	SC	2.94	2.93	2.93	2.91	2.99	
コーポレート・ガバナンスの構造														

*10%水準(両側)有意 **5%水準(両側)有意 ***3%水準(両側)有意 ****1%水準(両側)有意

図表5 企業評価への考慮の度合い(DU)

非財務的情報項目	大企業				
	カテゴリー	セルサイド	バイサイド	国内系	外資系
経営戦略	SC	4.45	4.43	4.41	4.72****
市場の成長率/成長の機会	RC	4.23	4.38	4.32	4.49
マーケット・シェア	RC	4.13	4.26	4.23	4.30
企業ブランド/製品ブランド	RC	4.01	4.14	4.13	4.21
研究開発投資	SC	4.03	4.13	4.13	4.09
経営者の能力	HC	3.90	4.03	3.95	4.21****
ビジネス上の企業/事業提携	RC	3.79	3.82	3.81	3.88
顧客の満足度/忠誠度	RC	3.72	3.77	3.76	3.93
トップ経営者の後継者育成/選抜方針	SC	3.33	3.34	3.33	3.51
従業員の教育訓練	HC	3.15	3.27	3.27	3.07
コーポレート・ガバナンスの構造	SC	3.04	3.09	3.09	3.05
従業員の参加意識	HC	3.05	3.03	3.06	3.00
従業員の離職率	HC	2.97	2.85	2.91	2.91
品質保証のシステム	SC	2.90	2.85	2.95	2.53**
従業員の満足度	HC	2.88	2.81	2.86	2.79
					5年未満
					4.43
					4.34
					4.24
					4.18
					4.19*
					4.03
					3.93
					3.85
					3.85*
					3.66
					3.27
					3.08
					3.31****
					3.18**
					3.13**
					2.99*
					2.94
					2.82
					2.66
					5年以上
					4.48
					4.34
					4.24
					4.18
					4.19*
					4.03
					3.93
					3.85
					3.85*
					3.66
					3.27
					3.08
					3.31****
					3.18**
					3.13**
					2.99*
					2.94
					2.82
					2.66
					5年以上
					4.81****
					4.70
					4.52
					4.18
					4.04
					3.98
					3.90
					4.00****
					3.90*
					3.59****
					3.52****
					3.50****
					3.35****
					3.01
					2.97

非財務的情報項目	中小型企業				
	カテゴリー	セルサイド	バイサイド	国内系	外資系
経営者の能力	HC	4.63	4.66	4.67	4.71
経営戦略	SC	4.56	4.63	4.62	4.69
市場の成長率/成長の機会	RC	4.43	4.49	4.48	4.55
研究開発投資	SC	4.00	4.15	4.13	4.17
マーケット・シェア	RC	3.89	4.07	4.05	3.83
ビジネス上の企業/事業提携	RC	3.99	3.93	4.00	3.74
企業ブランド/製品ブランド	RC	3.76	3.92	3.90	3.79
トップ経営者の後継者育成/選抜方針	SC	3.93	3.81	3.87	3.81
顧客の満足度/忠誠度	RC	3.79	3.82	3.83	3.90
従業員の教育訓練	HC	3.51	3.47	3.53	3.26
従業員の参加意識	HC	3.47	3.36	3.45	3.26
従業員の離職率	HC	3.41	3.28	3.39	3.19
従業員の満足度	HC	3.30	3.11	3.23	3.00
コーポレート・ガバナンスの構造	SC	2.93	2.95	2.95	2.90
品質保証のシステム	SC	2.93	2.86	2.96	2.55**
					5年未満
					4.47
					4.57
					4.44
					4.04
					3.97
					3.98
					3.84
					3.68
					3.72
					3.31
					3.22
					3.15
					2.96
					2.85
					2.79
					5年以上
					4.81****
					4.70
					4.52
					4.18
					4.04
					3.98
					3.90
					4.00****
					3.90*
					3.59****
					3.52****
					3.50****
					3.35****
					3.01
					2.97

*10%水準(両側)有意 **5%水準(両側)有意 ***3%水準(両側)有意 ****1%水準(両側)有意

図表6 アクセスの容易さ(EA)

非財務的情報項目	大企業					外資系	5年未満	5年以上
	カテゴリー	セルサイド	バイサイド	国内系	外資系			
マーケティング・シェア	RC	4.16	4.29	4.23	4.40	4.18	4.31	
経営戦略	SC	4.08	4.25*	4.17	4.37**	4.23	4.19	
コーポレート・ガバナンスの構造	SC	3.95	4.29****	4.18	4.19	4.23	4.18	
研究開発投資	SC	4.14	4.07	4.05	4.28*	4.18	4.06	
市場の成長率/成長の機会	RC	4.00	4.01	3.98	4.19*	4.00	4.05	
品質保証のシステム	SC	3.89	3.98	3.98	3.81	3.96	3.99	
ビジネス上の企業/事業提携	RC	3.84	3.94	3.89	4.09	3.96	3.90	
企業ブランド/製品ブランド	RC	3.80	3.77	3.78	3.91	3.76	3.83	
経営者の能力	HC	3.20	3.32	3.20	3.72****	3.39	3.23	
従業員の離職率	HC	2.91	3.16**	3.11	2.88	3.09	3.06	
顧客の満足度/忠誠度	RC	2.95	2.94	2.95	3.00	2.86	3.02	
トップ経営者の後継者育成/選抜方針	SC	2.66	2.83	2.77	2.70	2.85	2.70	
従業員の教育訓練	HC	2.51	2.81****	2.73	2.56	2.77	2.65	
従業員の満足度	HC	2.20	2.26	2.24	2.21	2.22	2.27	
従業員の参加意識	HC	2.08	2.23	2.18	2.14	2.22	2.21	

非財務的情報項目	中小型企業					外資系	5年未満	5年以上
	カテゴリー	セルサイド	バイサイド	国内系	外資系			
経営戦略	SC	3.95	4.05	4.02	4.07	3.96	4.07	
研究開発投資	SC	3.88	3.93	3.90	4.05	3.96	3.92	
コーポレート・ガバナンスの構造	SC	3.57	4.05****	3.92	3.69	3.91	3.89	
品質保証のシステム	SC	3.75	3.91	3.90	3.60*	3.85	3.88	
市場の成長率/成長の機会	RC	3.79	3.81	3.77	4.02	3.84	3.81	
マーケティング・シェア	RC	3.62	3.84*	3.76	3.86	3.74	3.81	
ビジネス上の企業/事業形態	RC	3.57	3.72	3.68	3.67	3.65	3.71	
経営者の能力	HC	3.77	3.61	3.63	3.88*	3.65	3.70	
企業ブランド/製品ブランド	RC	3.28	3.34	3.32	3.26	3.23	3.40	
従業員の離職率	HC	2.95	3.17	3.17	2.76**	3.14	3.11	
トップ経営者の後継者育成/選抜方針	SC	2.74	3.03****	2.97	2.67*	3.07	2.86*	
顧客の満足度/忠誠度	RC	2.74	2.74	2.76	2.71	2.70	2.81	
従業員の教育訓練	HC	2.56	2.76*	2.74	2.36***	2.73	2.69	
従業員の満足度	HC	2.36	2.34	2.37	2.19	2.24	2.41	
従業員の参加意識	HC	2.23	2.37	2.36	2.12	2.23	2.39	

*10%水準(両側)有意 **5%水準(両側)有意 ***3%水準(両側)有意 ****1%水準(両側)有意

トからリサーチ情報をヒアリングできる立場にある、という状況の影響かもしれない。第2に、国内系と外資系の比較では、経営戦略、経営者の能力、市場の成長率／成長の機会といった項目では外資系企業のアナリストが、中小型企业の従業員関連項目では国内系のアナリストが、情報へのアクセスが容易だと考えていることである。第3に、アナリストとしての経験年数では、情報入手の容易性に差が無いことである。これは、経験年数の浅いアナリストは経験豊富なアナリストの指導を得ながらさまざまな情報源にアクセスしているからかもしれない。

3. 情報ギャップと証券アナリストのスキル・洞察力

榊原・與三野・ハンソン（2005）では、「企業業績との関連度」（VR）の得点と「アクセスの容易性」（EA）の得点との差を「情報ギャップ」（information gap, IG）と呼んだ。

情報ギャップ(IG) = 企業業績との関連度(VR) - アクセスの容易性(EA)

例えばセルサイド系の証券アナリストは、大企業で働く「従業員の満足度」の企業業績との関連度は3.47と評価しているが（図表4）、その情報へのアクセスの容易さの評価得点は2.20であり（図表6）、彼らにとって大企業の「従業員の満足度」情報についての情報ギャップは、 $3.47 - 2.20 = 1.27$ である、と解釈するのである。

しかし、情報に対するアクセスの容易さといった場合、プロフェッショナルとしての証券アナリストにとっては、オフィスの机に座っていればさまざまな情報媒体を通じて誰でも入手できる「受身情報」だけでなく、アナリストミーティングへの出席、工場見学、経営者へのインタビューなど、積極的なアナリスト活動を国内外で行うことを通じて入手できる「積極情報」をも含んだ入手の容易性を意味する、と考えるのが自然だろう。榊原・與三野・ハンソン（2005）はこの後者の部分を「アナリストの努力」（analyst's effort）と呼んだ。そうすると、「アクセスの容易さ」とは、アナリストの情報収集能力と解釈できるかもしれない。したがって、アナリストにとっての情

報ギャップ (IG) は、

$$\begin{aligned} \text{情報ギャップ(IG)} &= \text{企業業績との関連度} - (\text{受身情報} + \text{アナリストの努力}) \\ &= \text{企業業績との関連度} - \text{アナリストの情報収集能力} \end{aligned}$$

と表せるだろう³⁾。

さて、大企業の「従業員の満足度」項目にはセルサイド系アナリストにとって1.27という大きな情報ギャップが存在していた。セルサイド系アナリストがこの情報を企業評価において利用する程度は2.88であり（図表5）、他方、情報へのアクセスの容易さの得点は2.20であった。

この2.20点から2.88点への上昇は何を意味するだろうか。榊原・與三野・ハンソン（2005）はこの上昇を、アナリストが上で定義した意味の情報ギャップを埋めようとして、獲得した2.20水準の「従業員の満足度」情報を分析し解釈し、企業価値に織り込もうとする努力の成果を反映したものと解釈した。証券アナリストは、最大限の努力を払って獲得した情報を、彼らのスキルと洞察力を駆使して分析・解釈し株式価値評価に織り込むのである。

「企業評価における考慮の度合い」(DU)と「アクセスの容易さ」(EA)の差を証券アナリストのスキル・洞察力による情報ギャップの解消部分と解釈すると、情報ギャップ(IG)には、証券アナリストのスキル・洞察力によっては埋めきれない部分が残る場合がある。すなわち、「企業業績との関連性」(VR)と「企業評価における考慮の度合い」(DU)の差である。榊原・與三野・ハンソン（2005）はこの部分を「真の情報ギャップ」と呼んだ。そうすると、(広義の意味の)情報ギャップは、次の公式のように、2つの要素からなる。

3) 上で定義された情報ギャップが大きかったとしても、その知的資産項目自体の「企業業績との関連度」が小さければ、それほどアナリストにとって頭を悩ます問題とはならないだろう。そこで、上で定義された情報ギャップ(IG)に情報の相対的重要性を意味すると解される企業業績との関連度(VR)を掛け合わせた次の情報ギャップ(WIG)が情報開示の相対的必要性の尺度として提案されている(Foster and Gupta (1994))。

企業業績への関連度でウエイト付けされた情報ギャップ(WIG) = VR × IG
IGとWIGによる15の非財務情報項目のランキングについては榊原・與三野・ハンソン（2005）を参照。

$$\begin{aligned}
 \text{情報ギャップ} &= \text{企業業績との関連性(VR)} - \text{アクセスの容易さ(EA)} \\
 &= \{ \text{企業業績との関連性(VR)} \\
 &\quad - \text{企業評価における考慮の度合い(DU)} \} \\
 &\quad + \{ \text{企業評価における考慮の度合い(DU)} \\
 &\quad - \text{アクセスの容易さ(EA)} \} \\
 &= \text{真の情報ギャップ} + \text{証券アナリストがスキル・洞察力に} \\
 &\quad \text{よって埋めた情報ギャップ部分}
 \end{aligned}$$

では、上で定義した証券アナリストのスキル・洞察力 (DU-EA) には、セルサイド系／バイサイド系、国内系／外資系、そして経験年数5年未満／5年以上といったグループ間で差が観察されるだろうか。このスキル・洞察力の優劣を論じるときには注意が必要である。まず第1に、ある非財務的情報項目の企業業績への関連度の認識で差異があれば、その情報項目への獲得の意欲にも差異が出てくるはずであり、また、その情報項目を企業価値の評価において利用する程度にも差異が生じるはずである。第2に、たとえある非財務的情報項目について同じレベルの情報量を獲得したとしても、その情報項目の企業業績への関連度の強さについて認識が違えば、その情報を分析・解釈し企業価値評価に織り込もうとするスキル・洞察力の発揮へのモチベーションにも違いが出るはずである。

証券アナリストのスキル・洞察力の優劣の正しい比較のために、このような2つの問題点を処理するには、いつかの方法が考えられるであろうが、本稿では企業業績への関連度 (VR) の認識でもアクセスの容易さ (EA) の認識でもグループ間で有意差が検出されない非財務的情報項目について、スキル・洞察力 (DU-EA) の差異の有無を検討することで上述の2つの問題を回避した。

(1) セルサイド系とバイサイド系の比較

15の非財務的情報項目について、企業業績との関連性の得点でもアクセスの容易さの得点でも、セルサイド系アナリストとバイサイド系アナリストの間で有意差の無い項目は、大企業では、企業ブランド／製品ブランド、研究

開発投資、市場の成長率／成長の機会、顧客の満足度・忠誠度、マーケット・シェア、トップ経営者の後継者育成・選抜方針、ビジネス上の企業／事業提携、従業員の参加意識、従業員の満足度の9項目であり、中小型企业では、トップ経営者の後継者育成／選抜方針、従業員の教育訓練、企業ブランド／製品ブランド、マーケット・シェア、コーポレートガバナンスの構造を除く、10項目である。これらの19項目のうち、わずかに、中小型企业の従業員の参加意識と従業員の離職率の2項目について、セルサイド系アナリストのほうがスキル・洞察力が高い、と判定された。

(2) 国内系と外資系の比較

15の非財務的情報項目について、企業業績との関連性の得点でもアクセスの容易さの得点でも、国内系アナリストと外資系アナリストの間で有意差の無い項目は、大企業では、経営戦略、市場の成長率／成長の機会、顧客の満足度／忠誠度、経営者の能力、トップ経営者の後継者育成／選抜方針を除く10項目であり、中小型企业では、経営戦略、従業員の参加意識、トップ経営者の後継者育成／選抜方針、顧客の満足度／忠誠度、研究開発投資、従業員の満足度、ビジネス上の企業／事業提携、企業ブランド／製品ブランド、コーポレートガバナンスの構造の9項目である。

これらの総計19項目のうち、大企業の研究開発投資についてのみ、国内系アナリストのほうに高いスキル・洞察力が観察された。

(3) 経験年数5年未満と5年以上の比較

スキル・洞察力のグループ間比較で興味深い有意差を生み出した要因は、経験年数の差である。15の非財務的情報項目のうち、企業業績との関連性の得点でもアクセスの容易さの得点でも、グループ間で有意差の無い項目は、大企業では、従業員の教育訓練、ビジネス上の企業／事業提携、従業員の参加意識、従業員の離職率の4項目を除く11項目であり、中小型企业では、従業員の参加意識、トップ経営者の後継者育成／選抜方針、従業員の教育訓練の3項目を除く12項目である。

これらの総計23項目のうち、大企業について、研究開発投資、経営者の能

力、トップ経営者の後継者育成／選抜方針、従業員の満足度、コーポレートガバナンスの構造の5項目において、中小型企业について、経営者の能力、従業員の満足度、従業員の離職率の3項目において、5年以上の経験を有するベテランアナリストのほうが経験5年未満のアナリストよりも、スキル・洞察力を発揮して企業価値の評価に当該情報項目をより多く活用しようとしていることが分かる。ベテランアナリストと新米アナリストとでスキルや洞察力に差が無いとはいえないのは、これらの8個の情報項目が企業価値に対して持つ情報内容を分析し解釈する場合であり、この8個のうち5個が人的資本関連であることは興味深い。

Ⅲ 知的資本報告書の標準化

われわれが行った証券アナリストへのアンケート調査によれば、知的資本情報は企業価値の評価にとって意味のある情報であり、アナリストたちがさまざまなアナリスト活動を行っても我々の定義する（広義と狭義の）情報ギャップが存在することが明らかにされた。さまざまな情報獲得努力や獲得した情報の分析・解釈能力は、それ自体、証券アナリストをプロフェッショナルな職業集団たらしめている専門能力であり、提供するサービスの付加価値の源泉であり、自分を他のアナリストと差別化する要因でもあろう。

では、企業から知的資本に関する情報が知的資本報告書として公開されるとしたとき、証券アナリストは、知的資本報告書の標準化の必要性をどの程度感じているのだろうか。また、知的資本の開示の仕方に関してどのような内容を求めているのだろうか。われわれは、知的資本報告書の内容に関してさまざまな質問を行った。

まず、知的資本報告書の標準化の必要性を、1 [まったく必要だと思わない]、3 [どちらともいえない]、5 [かなり必要だと思う] の5段階で質問した(以下、Q1と呼ぶ)。次に、知的資本報告書を標準化するときの、以下の6個の事項の重要性を、1 [まったく重要とは思わない]、3 [どちらともいえない]、5 [かなり重要だと思う] の5段階で質問した(以下、Q2-1~

図表 7

	全サンプル	分類 ①		分類 ②		分類 ③	
		セルサイド	バイサイド	国内系	外資系	5年未満	5年以上
Q1	3.59	3.42	3.68***	3.62	3.56	3.56	3.58
Q2-1	4.10	3.93	4.22***	4.09	4.45***	4.09	4.09
Q2-2	4.06	3.99	4.11	4.07	4.11	3.98	4.12
Q2-3	3.86	3.82	3.88	3.88	3.95	3.84	3.88
Q2-4	3.89	3.83	3.94	3.92	3.93	3.93	3.84
Q2-5	3.72	3.75	3.71	3.73	3.77	3.78	3.68
Q2-6	3.58	3.62	3.58	3.60	3.64	3.64	3.54

*** 3%水準(両側)有意

Q2-6 と呼ぶ)。

Q2-1：基本的なフレームワークと知的資本概念の定義

Q2-2：知的資本の指標化（たとえば、特許権の保有数、従業員訓練時間、従業員満足度の得点化など）

Q2-3：知的資本の歴史的原価による測定（たとえば、研究開発投資額、ブランド構築投資額など）

Q2-4：知的資本が将来生み出す価値の貨幣金額による測定（たとえば、研究開発投資やブランド力向上などが将来の収益増加にどれだけ結びつくか）

Q2-5：知的資本の指標化された数字の外部者による保証

Q2-6：知的資本の歴史的原価や将来生み出す予想価値の外部者による保証

図表 7 は、各質問項目の得点を、回答者全体の平均得点、セルサイド系／バイサイド系のグループ別平均得点、国内系／外資系のグループ別平均得点、経験年数 5 年未満／5 年以上のグループ別平均得点を示している。知的資産報告書の標準化の必要性（Q1）については、概ね標準化を支持しているが、

その場合、基本的なフレームワークの設定と知的資本概念の定義の必要性を強く感じている (Q2-1)。これはバイサイドアナリストと外資系アナリストに顕著である。また、知的資本という非財務的情報の指標化の必要性も強く感じていることが読み取れる (Q2-2)。

さらに、知的資本の構築に過去投資してきた金額や知的資本が将来生み出す収益予想を知的資本報告書の中で企業が公表することや (Q2-3、Q2-4)、それらの原価や価値に係る数字と非財務的指標数値の外部者による保証を (Q2-5、Q2-6)、概ね求めているが、証券アナリストは、まず知的資本報告書の基本的枠組みの構築や知的資本を測定するための指標の開発をより強く求めていることは、アンケート調査から得られた大きな発見である⁴⁾。

筆者 榊原茂樹：関西学院大学商学部教授

與三野禎倫：神戸大学大学院経営学研究科准教授

ポー・ハンソン：OECD (経済開発協力機構) パリ本部教育局アナリスト

[引用・参考文献]

- Dempsey, S. Gatti, J., Grinnell, J., and Cats-Baril, W. (1997), "The Use of Performance Variables as leading Indicators in Financial Analysts' Forecasts," *Journal of Financial Statement Analysis*, Summer 1997, pp. 61-79.
- Eccles, S., and Mavlinac, S. (1995), "Improving the Corporate Disclosure Process", *Sloan Management Review*, Summer 1995, pp. 11-25.
- Mavlinac, S., and Siesfeld, T. (1998), *Measures that Matter: An Explanatory Investigation of Investors' Information Needs and Value Priorities*, OECD.
- 伊藤邦雄編著 (2006) 『無形資産の会計』、中央経済社。
- 岡田依里 (2003) 『企業評価と知的資産』、税務経理協会。
- 経済産業省 (2004) 『通商白書2004～「新たな価値創造経済に向けて」～』、ぎょうせい。
- 経済産業省 (2004) 『知的財産情報開示指針——特許・技術情報の任意開示による企業と市場の相互理解に向けて』、経済産業省。

4) わが国経済産業省 (2004) が知的財産国家戦略を推進するために企業に対して知的財産情報開示指針を示したことに対応して、2004年度には12社、2005年度には16社が、開示指針に準拠して「知的財産報告書」を作成公表した。その内容分析 (contents analysis) については古賀・榊原・與三野 (2007) 第15章を参照。

古賀智敏・榊原茂樹・與三野禎倫（2007）『知的資産ファイナンスの探求』、中央経済社。
榊原茂樹・與三野禎倫・ハンソン、B.（2005）、「株式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（2005年5月）、1-19ページ。