

リスク情報開示の実証研究

(要 旨)

大学院商学研究科
博士後期課程 経営・会計専攻
金 鉉玉

1. 本論文の構成

本論文の構成は以下の通りである。

第1章 問題の所在と本論文の構成

第1節 なぜリスク情報開示なのか

第2節 分析のフレームワーク

第3節 論文の構成

第2章 リスク情報開示の制度

第1節 はじめに

第2節 アメリカにおけるリスク情報開示

第3節 日本におけるリスク情報開示

第4節 リスク情報開示の背景と目的

第5節 リスク情報開示制度の特徴

第3章 日本企業におけるリスク情報開示の実態

第1節 はじめに

第2節 分析方法の説明と分析対象企業の抽出

第3節 東証1部上場企業のリスク情報開示の実態

第4節 リスク情報開示の時系列変化の分析

第5節 おわりに

第4章 リスク情報開示を巡る企業の意識

第1節 はじめに

第2節 調査概要

第3節 リスク情報開示に対する意識

第4節 リスク情報の開示ギャップ

第5節 おわりに

第5章 リスク情報開示の決定因子

第1節 はじめに

第2節 リスク情報開示の決定因子は何か

第3節 サンプルの抽出

第4節 単変量分析による決定因子の分析

第5節 多変量分析による決定因子の分析

第6節 おわりに

第6章 決算短信にみるリスク情報開示の有用性

第 1 節	はじめに
第 2 節	決算短信において開示される情報に対する市場の反応
第 3 節	先行研究の整理と仮説の設定
第 4 節	業績予想情報に対する株式市場の反応
第 5 節	リスク情報開示と株式市場の反応
第 6 節	追加分析
第 7 節	おわりに
第 7 章	リスク事象の顕在化ケースにみるリスク情報開示の有用性
第 1 節	はじめに
第 2 節	分析対象リスク情報の選定
第 3 節	先行研究の整理と仮説の設定
第 4 節	サンプルの抽出と異常収益率の測定方法およびその結果
第 5 節	リサーチ・デザイン
第 6 節	おわりに
第 8 章	リスク情報開示と株主資本コスト
第 1 節	はじめに
第 2 節	先行研究の整理と仮説の設定
第 3 節	リサーチ・デザイン
第 4 節	サンプルの抽出とデータソース
第 5 節	回帰分析
第 6 節	追加分析
第 7 節	おわりに
第 9 章	分析結果の整理と今後の課題
第 1 節	はじめに
第 2 節	分析結果の整理
第 3 節	結論と示唆
第 4 節	本論文の貢献
第 5 節	今後の課題と展望

2. 本論文の目的と問題意識

本論文の目的は、日本におけるリスク情報開示の実態と課題を明らかにすることで、今後の規制のあり方に示唆を与えることにある。本論文がリスク情報開示を分析対象としたのは次の 4 つからである。

1 つ目は、企業不祥事をはじめとするリスク事象の発生頻度の増大により、リス

ク情報やその開示に対する投資家の関心が高まっていることである。アメリカにおけるエンロンやワールドコム不正会計事件、日本における西武鉄道の有価証券報告書の虚偽記載や日興コーディアルグループの不正会計問題は、株式市場に対する投資家の信頼低下をもたらした。そして、企業不祥事は今でも相次いで起きている。このような一連の事件は、企業リスク情報やその開示に対する投資家の関心の増大につながった。こうした状況を踏まえ、リスク情報開示に関する総合的研究が必要であると考えられる。

2 つ目は、リスク情報の開示規制を再検討する必要性が生じていることである。日本でリスク情報開示が義務づけられてから 5 年の歳月が経とうとしている。この間、リスク情報が投資家にとって有用な情報であることは認めるものの、開示内容や形式を企業の判断に任せるような規制のあり方を問題視する声も上がっている。開示制度に対する疑問が露呈し始めている現段階で、今後の規制のあり方を検討する必要があると思われる。

3 つ目は、非財務情報開示の拡大にともない、その有用性に関する研究の必要性が高まっていることである。近年、アメリカを含む世界各国で、非財務情報の充実が図られている。AICPA が 1994 年に公表したジェンキンズ報告書は非財務情報の充実を提唱した代表例である。このような非財務情報開示の拡大にともない、その有用性に関する研究に注目が集まっている。しかし、今のところ、海外を含めてもリスク情報開示の有用性に関する研究は数少なく、研究の進展が待たれている状況にある。したがって、こうした事情にこたえるべく、リスク情報開示の有用性について分析する必要があると考えられる。

最後は、リスク情報開示の必要性とその規制のあり方を検討する上で、議論の手掛かりとなる実証的証拠を提供する必要があるということである。Ball and Brown[1968]や Beaver[1968]以来、世界的に膨大な数の実証研究が蓄積されてきており、実証会計学は会計学における 1 つの研究領域として確固たる地位を獲得してきている。しかし、伊藤[2009]が指摘するように、実証研究には基準設定論や会計基準のコンバージェンス問題に対して、より積極的に貢献することが現在求められている。本論文は、リスク情報開示の必要性とその規制のあり方について実証的な証拠を踏まえて議論し、ディスクロージャー制度に対して積極的なフィードバックを試みるものである。

このような問題意識のもと、本論文ではリスク情報開示の目的と開示実態、リスク情報開示の経済効果、そして開示されているリスク情報と企業のリスク・プロファイル（企業が抱えるリスク）のマッチングといった、3 つの観点から分析を行っている。

3. リスク情報開示の目的と実態（第2章と第3章）

第2章では、日本におけるリスク情報開示の制度を整理し、リスク情報の開示が義務づけられた背景とその目的を明らかにした。制度内容の整理からは、日本におけるリスク情報の開示制度が、アメリカにおけるそれに基づいて構築されてきたことが判明された。そしてリスク情報開示の目的は、投資家の意思決定に有用な情報を提供することによる投資家の保護にあることも明らかにされた。

このようなリスク情報開示は、強制開示でありながら自発的開示の性格が強い。したがって、このリスク情報開示の特徴が開示実務にどのような影響を与えたかを分析する必要がある。そこで第3章では、日本におけるリスク情報開示の実態を分析した。

第3章の分析は、リスク情報の開示内容やその開示項目数における企業間の差を明らかにするものであった。このような差がリスク・プロファイルの差に由来するものであるならば、投資家は開示されている情報をそのまま活用することができる。しかし、これが企業の裁量的な開示行動に由来するものであるならば、現在開示されているリスク情報をどのように評価すればよいのかという問題が生じてくる。したがって、リスク情報開示における企業間の差がリスク・プロファイルの差を反映した結果であるか、それとも裁量的開示行動を反映した結果であるかについて分析する必要があると考えられた。

4. 開示されているリスク情報と企業のリスク・プロファイルのずれ（第4章と第5章）

第4章と第5章では、リスク情報開示における企業間の差がリスク・プロファイルの差を反映した結果であるか、それとも裁量的な開示行動を反映した結果であるかを分析した。

まず第4章では、2008年10月に一橋大学大学院商学研究科伊藤邦雄研究室が行った「企業の情報開示担当者に対する意識調査」に基づいて、リスク情報の開示内容が企業のリスク・プロファイルを反映したものとなっているか否かを分析した。分析結果は、リスク事象の顕在化が経営状況に与える影響が大きいと答えた企業の全てが、当該リスク情報を開示しているわけではないことを示唆していた。これは、本来企業が抱えているリスク事象と実際開示されている情報の間にはギャップが存在していることを意味している。

続く第5章では、リスク情報開示の積極性に与える影響を分析した。その結果、リスク情報開示の積極性には、企業のリスク・プロファイルだけではなく企業の戦

略的開示行動も反映されていることが確認された。すなわち、業績が良い企業はシグナリング効果を狙ってリスク情報を積極的に開示する一方で、業績が悪い企業も悪い業績への言い訳としてリスク情報を積極的に開示する可能性が示唆された。また、エイジェンシーコストの高い企業ほど同コスト削減のために積極的に情報開示を行っている可能性も浮かび上がった。さらに、情報開示要求の高いステーク・ホルダーが多く存在する企業ほど、同情報を開示しないことによって受けるペナルティを避けるために、リスク情報を積極的に開示する傾向にあることも確認された。

第4章と第5章の分析結果から、リスク情報には開示ギャップが存在しており、また裁量的開示行動が反映されている可能性が示唆された。これは、開示されたリスク情報が必ずしも企業のリスク・プロファイルを表すものとはなっていないことを意味する。

5. リスク情報開示の経済効果（第6章と第7章）

第6章と第7章では、決算短信における業績予想情報と、リスク事象の顕在化ケースを取り上げ、リスク情報の開示が株価動向とどのように関連するかを分析することで、リスク情報開示の経済効果を明らかにした。

まず、第6章では、リスク情報の開示が業績予想情報に対する株式市場の反応にどのような影響を与えるかを分析した。分析の結果は、株式市場はリスク情報が同時に開示されている業績予想情報をより高く評価することを意味するものとなっていた。このような結果となる理由は、株式市場がリスク情報の開示を、業績やリスクマネジメント体制に関する経営者のシグナルとして捉え、リスク情報を開示する企業の将来キャッシュ・フロー生成能力をポジティブに評価したためだと考えられた。一方で、リスク情報の非開示に対して株式市場は、同様の理由で、リスク情報を開示しない企業の将来キャッシュ・フロー生成能力に不安を感じるためだと考えられた。

続いて第7章では、情報流出リスクの顕在化ケースを取り上げ、情報流出事故が発生した時点において、当該リスク情報を事前に開示しているか否かが株価にどのような影響を与えるかを分析した。

その結果、情報流出事故後、当該リスク情報について事前開示・非開示にかかわらず企業の株価は下落するものの、事前開示企業は事故発生の報道後7日目には株価を回復していることが示されている。これに対し、事前非開示企業は15日が経過しても株価を回復できていなかった。このような両者の異なる株価の推移について、投資家はリスク情報を事前に開示している企業に対して当該リスクの管理体制がしっかりしていると判断し、リスクが顕在化しても事後対応が適切かつ迅速に行

われると期待した可能性が指摘された。

第6章と第7章の分析結果は、リスク情報が投資家にとって有用な情報として活用されている可能性を示唆するものである。

6. リスク情報開示の経済効果の制約（第8章）

第8章では、リスク情報の開示が株主資本コストに与える影響を分析することで、リスク情報開示の経済効果を明らかにするとともに、開示されたリスク情報と企業のリスク・プロファイルのずれがその経済効果にどのような影響を与えるかを分析した。

分析の結果は、単にリスク情報を多く開示するだけでは株主資本コストは低下せず、リスクマネジメントに積極的に取り組んでいると思われる企業がリスク情報を積極的に開示すればするほど、株主資本コストが低くなることを示唆するものとなっていた。これは、開示ギャップや裁量的開示行動が存在するがゆえに、投資家はリスク情報を機械的に評価してはおらず、リスクマネジメントに対する姿勢を見透かした上でリスク情報開示を評価していることを意味するものである。さらにこの結果は、開示されたリスク情報と企業のリスク・プロファイルのずれが、リスク情報開示の経済効果を限定してしまう可能性を示唆するものでもある。

この分析結果は、投資家がリスク情報だけではなくそのマネジメント体制に関する情報までも求めていることを物語っている。しかし、現行の開示規制はマネジメントに関する情報の開示は求めている。したがってリスク情報開示の経済効果を高めるためには、リスク・プロファイルをきちんと表すリスク情報とそのマネジメント体制の開示が必要であると指摘できた。

7. 本論文の結論と示唆

本論文では、日本におけるリスク情報の開示規制の特徴を明らかにし、その特徴が企業の開示行動にどのような影響を与えたかを分析した。さらに、リスク情報開示の経済効果を明らかにするとともに、企業の裁量的な開示行動がその経済効果をどのように限定してしまうかを分析した。

リスク情報開示は、強制開示でありながら自発的開示の性格を強く有している。企業の事業内容や環境が異なると当然リスク内容も異なってくるため、開示内容については企業の判断に委ねる考え方も一理あると思われる。問題は、企業が開示するリスク情報が企業のリスク・プロファイルをきちんと表しているか否かである。

本論文の分析結果は、開示されているリスク情報には開示ギャップ（企業が抱えるリスクであるが開示されない）が存在していることを示唆するものであった。さ

らに、開示ギャップの裏には企業の裁量的開示行動も観察された。この結果は、現在開示されているリスク情報が、必ずしも企業のリスク・プロファイルをきちんと表すものとはなっていないことを示唆している。

さらに、本論文では、投資家がリスク情報を有用な情報源として活用していることを確認したが、上記の問題点が、リスク情報開示の経済効果を限定してしまう可能性も浮かび上がった。すなわち、投資家はリスク情報開示を機械的には評価しておらず、リスクマネジメントに対する姿勢を見透かした上でリスク情報開示を評価していた。

この結果は投資家がリスク情報だけではなく、そのマネジメント体制に関する情報まで求めていることも意味している。しかし、現行の開示規制はリスクマネジメントに関する情報の開示は求めている。したがってリスク情報開示の経済効果を高めるためには、リスク・プロファイルをきちんと表すリスク情報とそのマネジメント体制が一体となった開示が必要であることを指摘した。

本論文の結論をまとめると次の通りである。リスク情報の開示規制が強制開示でありながら自発的開示の性格が強いがゆえに、現在開示されているリスク情報が必ずしも企業のリスク・プロファイルを表していない可能性がある。さらに、投資家はリスク情報だけではなくそのマネジメントに関する情報も求めているにもかかわらず、現行制度はその開示を求めている。このような問題は、リスク情報の開示効果を限定してしまう結果を招く恐れがある。

これらの分析結果を踏まえると、リスク情報開示の経済効果を高めるように現行の規制内容を改善していく必要があると考えられる。ただし、企業の事業内容や環境が異なると当然リスク内容も異なってくるため開示すべきリスク情報の内容を画一的に決めることは事実上不可能であり、制度目的上望ましくない。したがって、自発的開示の性格を弱めるというよりは、そこから生じうる問題を解決するような処置を設ける方向で今後の制度整備を行っていくことが望ましいと考えられる。

その際、制度整備においてリスクマップとリスクマネジメント方針の開示が有効だと思われる。リスクマップは、リスクの発生頻度や影響度を「大」、「中」、「小」にマッピングすることで、リスクを定量的に評価する方法である。リスクマップを開示させることで、発生頻度や影響度が高いリスク情報の開示漏れは低下すると期待される。さらに、相対的尺度ではあるがその発生頻度や影響度に関する情報も提供されるので、投資家にとってはより有用な情報開示となると考えられる。

リスクマネジメント方針の開示については、どこまで詳細に情報を開示させるかについて議論の余地は大いに残っているが、少なくともリスク情報だけが提供されるよりは投資家にとって有用な情報となるだろう。さらに、情報を開示させること

で、リスクマネジメントに対する企業の意識を高めるとともに体制の整備といった効果も期待できると考えられる。

本論文は、定性情報を活用した実証的方法論が確立していない状況でリスク情報開示の経済効果を究明し、今後の規制のあり方に意義のある示唆を与えたものと考えられる。なおリサーチ・デザインのさらなる工夫や開示内容に踏み込んだ分析を通じて、本論文から得られた示唆をより説得力の高いものとしていくことが望まれる。