

MD&A 情報に関する実証研究
(要 旨)

伊藤 健 顕

I. 本論文の構成

本論文の構成は以下のとおりである。

第1章 本論文のねらいと構成

- 第1節 ディスクロージャー研究の新潮流
- 第2節 強制的自発開示
- 第3節 なぜ MD&A 情報なのか
- 第4節 分析視点
- 第5節 本論文の構成

第2章 米国および英国の MD&A 情報開示制度

- 第1節 はじめに
- 第2節 米国における MD&A 開示制度の変遷
- 第3節 英国の OFR 制度
- 第4節 MD&A と OFR の比較
- 第5節 まとめ

第3章 日本および IFRS における MD&A 情報開示の制度

- 第1節 はじめに
- 第2節 日本における MD&A 制度
- 第3節 国際機関による MD&A 情報の取り扱い
- 第4節 MD&A 制度の国際比較
- 第5節 まとめと論点の提示

第4章 日本における MD&A 情報開示の実態

- 第1節 はじめに
- 第2節 先行研究のレビュー
- 第3節 MD&A 情報の分類項目と対象企業
- 第4節 MD&A 情報開示の実態
- 第5節 業種別分析
- 第6節 日本基準採用企業と SEC 基準採用企業の比較
- 第7節 まとめ

第 5 章 MD&A における将来志向情報開示の決定要因

- 第 1 節 はじめに
- 第 2 節 先行研究のレビューと仮説の設定
- 第 3 節 サンプルと分析モデル
- 第 4 節 検証結果
- 第 5 節 結論と今後の課題

第 6 章 MD&A 情報の将来予測能力

- 第 1 節 はじめに
- 第 2 節 先行研究のレビューと仮説の構築
- 第 3 節 サンプルの選択とリサーチデザイン
- 第 4 節 推定結果と解釈
- 第 5 節 まとめ

第 7 章 MD&A 情報と株主資本コスト

- 第 1 節 はじめに
- 第 2 節 先行研究のレビューと仮説
- 第 3 節 リサーチデザインとサンプル
- 第 4 節 推定結果
- 第 5 節 まとめ

第 8 章 結論と今後の展望

- 第 1 節 はじめに
- 第 2 節 分析結果の整理
- 第 3 節 結論と現行制度への示唆
- 第 4 節 本論文の貢献
- 第 5 節 今後の課題と展望

II. 本論文の目的と問題意識

本論文の目的は、MD&A 情報の開示実態を明らかにし、実証分析を用いて MD&A 情報の持つ情報内容や投資家に与える影響を明らかにすることである。MD&A 情報に注目した理由は下記の 4 つのステークホルダーにとって特に MD&A 情報が重要な役割を果たすようになっているためである。

(1) 投資家にとっての MD&A 情報

近年、長期間での財務情報の価値関連性の低下を指摘する研究がいくつか報告されている（Chang[1998]、Brown et al.[1999]、Lev and Zarowin[1999]など）。そのような中、財務諸表を補完する情報としての役割が定性情報には期待されている。すなわち、財務諸表を中心とした財務情報だけで投資家への情報提供を行うのではなく、それ以外の情報、特に定性情報を含んだ統合的な報告モデルへの期待が高まっている。MD&A は経営成績や財政状態、戦略などの経営に関する情報を幅広く記載したものであり、いわば有価証券報告書やその他のディスクロージャー項目に記載されている内容を統合したものである。したがって、MD&A は財務諸表を補完する情報としての役割を果たすことができると考えられる。そこで MD&A 情報の開示実態や有用性を明らかにすることで、投資家にとって MD&A 情報が欠かせない情報であるということを示すことができる。

(2) 企業にとっての MD&A 情報

米国では MD&A 情報の開示に関連した違反事件が発生している。最初の違反事件は 1992 年のキャタピラー社である。キャタピラー社はブラジルにある子会社のリスク情報を開示しなかったことを米国証券取引委員会（Securities and Exchange Commission, SEC）に指摘された。ただ同社は、制裁金は求められずに注意喚起にとどまった。その一方で、1998 年にはソニーがコロンビア・ピクチャーズの買収に伴うのれんの償却について、MD&A 情報の開示規則に違反したとされ、100 万ドル近くの制裁金を SEC に支払っている。つまり、MD&A 情報は投資家への情報提供としてのポジティブな側面を有している一方で、規制当局から罰則を受ける可能性があるというネガティブな側面も有している。そのような性格を持ち合わせている MD&A 情報について、その開示実態や情報効果を明らかにすることは作成者である企業側にとっても有意義であると考えられる。

(3) 基準設定機関にとっての MD&A 情報

IASB が現在進めている会計基準のコンバージェンスによって各国の会計基準が変わろうとしている。そのような状況の中、財務諸表外の情報である MD&A に代表される定性情報は IFRS の適用範囲には直接含まれていないものの、その果たすべき役割も変わる可能性がある。実際に IASB は 2010 年 12 月に定性情報の開示に関わる実務記述書（Practice Statement on Management Commentary）を公表しており、財務諸表外の定性情報の重要性が示されている。IASB は 2005 年 10 月に Management Commentary の討議文書を公開するまでは、IFRS の取り扱う範囲を財務諸表に限定していたが、財務諸表外の情報についてこのタイミングで初めて財務諸表外の情報

について言及したのである。IASB のとったこの方針転換とも言える姿勢の変化は非常に注目すべき点であるといえる。この状況において、現在開示されている MD&A 情報がどのような経済的効果および情報有用性をもっているかを明らかにすることで今後の基準設定への示唆を得ることができると考えられる。

(4) 学者・研究者にとっての MD&A 情報

これまでのところ、MD&A 情報を取り扱った研究は非常に数が少なく、その経済的効果や情報有用性についてはいまだ十分に検討されていないのが現状である。2002 年 12 月に金融庁が公表した『証券市場の改革促進』においてディスクロージャーの充実・合理化が唱えられ、その手段のひとつとして MD&A 情報の開示が投資家の意思決定有用性の向上を目的として導入されたが、実際にその目的が果たされているかは不明である。また、上述のように MD&A 情報の特徴は、強制開示であるにもかかわらず内容については裁量の余地が存在することである。財務諸表に記載される情報の場合も、複数の会計処理方法が存在し、裁量の余地はある程度存在するが、MD&A 情報の場合はそもそも個別の情報の開示・非開示を作成者側が判断することができるため、財務諸表情報よりも選択の幅がより大きくなっているのである。そのような特徴をもつ MD&A 情報について分析を行うことで、これまで得ることのできなかつたインプリケーションを得られる可能性がある。

米国を中心とした海外では MD&A 情報に関する実証研究の蓄積が進んできているが、日本ではまだ数が少なく、事情が大きく異なるといえるだろう。このためわが国でも速やかに MD&A 情報に焦点を当てた研究を進める必要がある。わが国では、MD&A 情報の実態はどうなっているのか、そうした情報は有用性を有しているのか。MD&A 情報の開示から伺える企業のディスクロージャー行動や戦略はいかなるものだろうか。

以上の理由から本論文では MD&A 情報に注目し分析を行った。

III. 本論文での分析

(1) MD&A およびそれに類似した制度の国際比較（第 2 章、第 3 章）

第 2 章および第 3 章では MD&A およびそれに類似した各国（米国・英国・日本・IASB）の制度を概観した。そしてそれらの制度比較から、MD&A やそれに類似した制度はディスクロージャー手段として注目されており、ますます重要なものとなってきたということがわかる。各国、さらに各会計基準設定機関の MD&A に対する姿勢は基本的にほぼ同じであるが、異なる点は、開示を強制にするのか任意適用にするのかという点である。要するに MD&A 情報開示の目的に大きな違いは

ないといってよい。そしてこの制度分析から以下の論点が導出された。

第 1 の論点は日本企業における MD&A 情報の開示実態である。日本における MD&A 制度は米国における MD&A 制度と異なり、その開示内容についての具体的な規制がないため、日本企業による MD&A の開示内容には経営者の裁量の余地が大きく、企業によってばらつきがあると考えられる。ならば、日本企業はどのような MD&A 情報を開示しているのだろうか。また、MD&A 情報には業績の変化など、企業の状態の変化とその要因を説明することが求められている。したがって、業績等の変化により開示される MD&A 情報も変化すると推測される。

第 2 の論点は日本企業における将来志向情報の開示実態である。日本の MD&A 制度は米国の MD&A 制度と異なり、将来志向の情報の開示が義務付けられていない。さらに日本は米国と違って、セーフ・ハーバールールが存在しない。したがって、訴訟リスクなどから日本企業は将来志向情報を開示しない傾向にあると推測される。では、実際に日本企業は将来志向の情報を開示しているのだろうか。そして将来志向の情報を開示しているのであれば、どのような情報を開示しているのだろうか。

第 3 の論点は日本企業における MD&A 情報の有用性である。米国、日本ともに制度上では投資家に有用な情報を提供することが MD&A の目的であるとされている。しかし、日本の MD&A 制度では開示内容が具体的に規定されておらず、企業によってばらつきがあると考えられる。したがって、日本企業における MD&A 情報開示の実態をふまえた上で、MD&A 情報開示の目的が達成されているか否かを検証することが必要である。

(2) 日本における MD&A 情報の開示実態（第 4 章）

第 4 章では日本企業 MD&A 情報の開示実態について、①時系列、②業種別、そして③会計基準別、の 3 点に注目して分析を行った。分析は日経 225 企業およびマザーズ企業について、2004 年 3 月期から 2009 年 3 月期までのデータを用いて分析した。日経 225 企業とマザーズ企業のどちらにおいても業績に関する情報の開示率が最も高く、財政状態に関する情報も同様に高い開示率であった。その一方で戦略に関する情報や次期の見通しについての情報の開示率は低かったが、日経 225 企業よりはマザーズ企業の方が開示率は高く、積極的な開示を行っていることが明らかになった。また、開示項目の変化率をみた場合でも日経 225 企業よりマザーズ企業の方が高く、積極的な開示を行っていることが明らかになった。

次に業種別での MD&A 情報の開示は、業種により開示傾向が異なるということが明らかになった。例えば、食品業界はすべての項目をバランスよく開示している。その一方で化学業界は戦略や今後の方針に関する情報を積極的には開示していない。

また、非鉄金属業界のように同業他社の開示項目に合わせる、いわば横並びの開示行動をとっている可能性も示唆された。

また、採用している会計基準によって分類を行い、それぞれの MD&A 情報の開示率をみると、制度の違いがそのまま実態にも表れているということが確認できた。日本基準採用企業と SEC 基準採用企業を比較すると、資本の流動性に関する情報や会計方針に関する情報は、制度で開示が義務づけられている SEC 基準採用企業のほうが高い開示率だった。したがって、制度と開示実態が一致しているといえるだろう。

(3) MD&A における将来志向情報の決定要因（第 5 章）

第 5 章では、MD&A 情報における将来志向情報に焦点を当て、将来志向情報を積極的に開示する企業の特性について分析を行った。分析は MD&A 情報の開示が義務化された 2004 年 3 月期から 2009 年 3 月期における上場全社を分析対象とし、ロジット回帰分析を用いて行った。その結果、規模に関しては時価総額の大きさではなく、多くの事業セグメントを有している企業は積極的に開示を行う傾向があるという結果が得られた。一方で、外国人持ち株比率の高い企業、ROA の高い企業および SEC 基準を採用している企業は将来志向の情報を積極的に開示しないという特徴が判明した。また、新興市場に属する企業は積極的に開示を行うという結果も確認された。

これらの結果から、MD&A における将来志向の情報を開示するか否か、というのは単純なコスト・ベネフィットの点からではなく、自発的に開示することによるメリット・デメリットを経営者が判断し意思決定を行っている可能性が示唆された。すなわち、規模の大きい企業や収益性の高い企業が資金的な余力があるからといって開示を行うのではなく、投資家に対してより詳細な説明が必要とされる状況にある企業が積極的な開示を行う可能性が示唆された。具体的には、多事業セグメントを抱えている企業や新興市場に属する企業は自社の将来性を積極的にアピールするために開示を行うのに対し、外国人持ち株比率の高い企業、収益性の高い企業、SEC 基準を採用している企業は法定開示の正確性や信頼性を重視し、また開示することによって発生する訴訟リスクやプロプライエタリーコストも勘案して法定開示と任意開示を使い分けている可能性が示唆された。

(4) MD&A 情報の将来予測能力（第 6 章）

第 6 章では MD&A 情報の将来予測能力について、MD&A 情報と企業の将来業績との関連について実証的に検証した。具体的には、MD&A 情報で開示されている項目と将来（1 期先、2 期先、3 期先）の収益性（ROA）との関連について検証した。分

析をするにあたって、開示規制の違いと上場市場の違いを検討するために、サンプルを日経 225 企業、SEC 基準採用企業、マザーズ企業の 3 つに分けて検証した。その結果、日経 225 企業においては流動性に関する情報が将来の収益性と有意な負の関係となった。日経 225 企業の開示している流動性に関する情報は過去情報が中心であり、将来に影響を与える情報についてはほとんど記載されていない。したがって、将来に起こりうる不確実性についての把握ができていないために、結果として将来の収益性が低下している可能性が考えられる。一方で、マザーズ企業については今後の見通しについての項目を開示することが将来の収益性低下のシグナルとなっている可能性が示唆された。このことから、マザーズ企業の将来予測の精度が必ずしも高くない可能性がある。

以上から、MD&A 情報の一部は現在の収益性を所与とした場合にも将来の収益性と関連があり、情報によっては将来へのネガティブなシグナルとなっている可能性が示唆された。

(5) MD&A 情報と株主資本コスト（第 7 章）

第 7 章では MD&A 情報に記載されている情報が株主資本コストにどのような影響を与えるかを分析した。

分析サンプルを日経 225 企業、SEC 基準採用企業、マザーズ企業の 3 つに分類して分析を行った結果、日経 225 企業とマザーズ企業においては MD&A 情報と株主資本コストに有意な関係がみられたが、SEC 基準採用企業では有意な関係がみられなかった。その要因としては、日米における開示規制の差異が開示情報に反映されており、日本基準のほうが企業の実態に合わせた開示を行うことが可能であるためであると推測された。また、「戦略的現状と見通し」が株主資本コストと正の関係にある一方で「経営者の認識と今後の方針について」は株主資本コストと負の関係にある、という結果が得られた。

それぞれの項目の実際の開示状況をみると、日経 225 企業では「戦略的現状と見通し」は開示内容が企業によって大きく異なり、「経営者の認識と今後の方針について」はほぼ一貫した内容となっていることが判明した。すなわち項目は類似していても開示されている内容が企業によって差がある場合、投資家の混乱を招いて株主資本コストが上昇する可能性が示唆された。また、マザーズ企業においては「資本の財源及び資金の流動性」の開示が株主資本コスト上昇の一因となっている可能性も示唆された。

IV. 貢献と今後の展望

(1) 本論文の貢献

本論文における第 1 の貢献は、日本企業の MD&A 情報開示の実態を明らかにしたことである。有価証券報告書への MD&A 情報の記載は 2003 年 4 月に始まる事業年度より義務付けられ、2004 年 3 月期の有価証券報告書から実際に記載されるようになった。それから 8 年が経過したが、MD&A 情報の開示実態についての研究はほとんど存在しない。特に、MD&A 情報の業種による違いや時系列の変化をみた研究は存在しない。財務諸表に記載されるような定量情報であれば、データベース化が進んでいるため、それらのデータベースを用いると多くの情報を取得できる。しかし、MD&A 情報のような定性情報は企業により開示されている情報も異なり、また数値以外の文章や図表も含まれているため、定量データのように管理をすることは難しい。したがって、どのような MD&A 情報が開示されているかは各企業の個別の事例を検討して実態分析を行わなければ明らかにされない。

本論文では日経 225 企業およびマザーズ企業を対象に、2004 年 3 月期から 2009 年 3 月期までの 6 年間の MD&A 情報を用いてその開示実態を分析した。その結果、日本企業における MD&A 情報の開示傾向が明らかになった。これまで個別の開示事例をみた研究は存在したが、時系列での分析や業種別の分析を試みたのは本論文が最初である。これが本論文の第 1 の貢献である。

本論文における第 2 の貢献は、日本企業の MD&A 情報の持つ情報内容や投資家に与える影響を、実証的アプローチを用いて明らかにしたことである。MD&A 情報の持つ情報内容については、海外では先行研究が存在し、徐々に蓄積されてきているが日本企業のデータを用いた分析は現在のところ皆無である。また、MD&A 情報と株主資本コストとの関連については海外でもほとんど検証されていない。海外での先行研究の多くはディスクロージャーの質の代理変数として用いる評価スコアの一部に MD&A 情報を用いたものがある程度で、直接的に MD&A 情報と株主資本コストの関係を明らかにした研究は存在しない。

MD&A 情報は定性情報であり、定量情報のようにデータベースから大量にデータを取得して分析をすることはできない。まず定性情報を分類し、定量化することから始めなければいけない。同様に、財務会計の研究領域で積極的に行われてきた実証アプローチでの研究と比較した場合にも分析アプローチが確立されていない。そのような理由から研究がまだ進んでいないと考えられる。しかし、その中で本論文では MD&A 情報を分類して代理変数とし、さらには開示内容にも踏み込んで変数を試みた。それ以外にも特定の項目の開示・非開示でダミー変数を作成し、実証分析を行った。この点が本論文の第 2 の貢献である。

本論文における第 3 の貢献は、MD&A 情報開示制度の今後の展望を提示したこと

である。日本の MD&A 制度は 2003 年 4 月に施行されてからは 2009 年 3 月に改正が行われ、重要事象等の開示が求められるようになったが、現行の制度についての大きな改正は行われていない。MD&A 情報の開示が 1974 年から行われている米国では、MD&A 情報開示の規制を行っている SEC が開示されている MD&A 情報の妥当性について検討する委員会を設定し、1980 年および 1989 年に大きな改正を行っている。日本においては制度導入から 8 年が経つが、未だに現行の制度の妥当性を問うような検証は行われていない。

本論文で行った分析から、今後の開示規制への示唆となる発見がいくつか明らかになった。これらの発見を示したことは、今後の MD&A 情報を中心とした定性情報開示の制度が発達していく上での重要な示唆となるだろう。

(2) 今後の展望

本論文では、有価証券報告書に記載される MD&A 情報に対象を絞って分析を行った。MD&A 情報は様々な情報が集約された情報であり、MD&A 情報を分析することで企業のディスクロージャー戦略やディスクロージャーポリシーを推定することができると考えられる。しかし、その一方で実際には有価証券報告書においても他の定性情報は開示されており、それらの情報と関連させた研究が今後は必要であると考えられる。例えば、第 3 章でみたように 2009 年 3 月から MD&A における重要事象等の開示が義務付けられた。したがって、いわゆるゴーイングコンサーン規定に抵触した企業はリスク情報と MD&A 情報にその旨および対応策を開示しなければならない。また、第 4 章でみたように「経営成績に重要な影響を与える要因についての分析」という項目でリスク情報を開示している企業も存在する。したがって、MD&A 情報とリスク情報は非常に近い部分にあり、これらの関係性を明らかにすることで企業のリスク戦略とディスクロージャー戦略を統合させた分析を行うことができると考えられる。上述のリスク情報は一例であるが、将来的には有価証券報告書を中心としたディスクロージャーツールの相互的な作用およびそれが投資家に与える影響について研究を進めていきたい。

本論文では、強制的自発開示を維持すべきであると主張したが、その提言をより強固なものにするためにも、MD&A 情報やリスク情報を中心とした、強制的自発開示に該当するディスクロージャー情報の研究を蓄積させる必要がある。したがって、上述の課題・展望を含めて、さらに積極的な研究を進めていきたい。

以上.