

# 有価証券報告書における定性情報の分析と活用

## —リスクの多様化にともなう望ましい対話のあり方—

野田 健太郎<sup>+</sup>

(立教大学)

---

<sup>+</sup>作成にあたっては、一橋大学大学院加賀谷哲之准教授、神戸大学大学院奥三野禎倫准教授、青山大学大学院小西範幸教授、日本政策投資銀行設備投資研究所並びに関係各部の方々から有益なコメントをいただいた。本稿の内容については、2016年3月15日のフリートーキングにおいて報告を行っている。さらに日本政策投資銀行設備投資研究所（松山将之氏他）及び日本経済研究所（川島啓氏他）からデータベース作成の面で多大な協力を得た。

本稿の内容や意見等はすべて執筆者個人に属し、思わぬ誤解や誤りがある場合は、それらはすべて執筆者個人の責任である。

<sup>+</sup>E-mail:kenoda@rikkyo.ac.jp

Analysis and Utilization of Qualitative Information  
in an Annual Report

— The way of Desirable Dialogue with the Diversification of the Risk —

Economics Today, Vol.37, No.1, May, 2016

*Edited by*

Kentaro NODA  
Graduate School of Business Administration  
Rikkyo University

## 要 旨

企業を取り巻く経済環境が急速に変化する中で、従来の財務情報のみでは企業の実態の把握や将来予想が難しいとの認識が強まった。さらに財務情報と株価などの関連性が低下しているという指摘がなされている。こうした状況の中で財務情報を補完するために、財務情報以外の情報を開示する要請が高まった。その結果、有価証券報告書において2000年代前半に多くの制度改正がなされた。さらに、リスク情報などの定性情報が投資意思決定に対して重要な役割を果たす可能性が指摘されている。本稿においては上記の点を踏まえ、定性情報開示が本格的にスタートして10年が経過したことから、有価証券報告書の定性情報の内容を分析することで、開示企業の特徴の把握、開示効果について考察を行う。もし、こうした実態が把握できれば、統合報告においてもなんらかの示唆を与える可能性がある。さらに近時のリスクの多様化に対して、企業のレジリエンスを把握するためにどのような開示が望ましいのかについて情報提供が可能となる。本稿では、東証1部上場企業（金融等を除く）約1,200社、2003年度～2012年度まで10年分について、有価証券報告書の中に記載がある「対処すべき課題」、「事業等のリスク」、「経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析（MD&A）」、「コーポレート・ガバナンスに関する状況」の定性情報を基に整理・分析を行った。その結果、以下の点が示唆された。

第1に、定性情報の開示に積極的な企業は社外取締役比率が高いなどガバナンスの項目が大きな影響を持つ。一方で、負債比率が高い企業や安定持株比率が高い企業は開示に消極的であった。また、パフォーマンスと定性情報の開示にはマイナスの関係があり、パフォーマンスを補うため開示を積極的に実施している可能性がある。第2に、「MD&A」における定性情報の開示は、マーケットからプラスに評価される。中でも業績が悪化している状況において、積極的に開示を行う点がマーケットからプラスに評価されている。第3に、「事業等のリスク」の開示量はアナリスト予想精度に影響を与えている。加えて、開示内容によってアナリスト予想精度に与える効果が異なる。

リスク情報と企業価値の関連性が強まる一方で、リスクの多様化によってステークホルダーとのコミュニケーションを図るための開示のあり方がいっそう難しくなっている。そうしたリスク情報が不可逆的に増加する現状を踏まえると、以下の点が指摘できる。第1に、今までのような網羅的な開示には限界があり、「事業等のリスク」はメリハリをつけた開示、原因事象から結果事象、さらにリスク体制を意識した開示が必要になる。第2に、「事業等のリスク」との対応関係を考慮し全体最適を意識した開示が必要となる。つまり「事業等のリスク」の信頼性をあげるために具体的、数値的な裏付けを求め過ぎることは、社会的なリスクを含めリスクが多様化していることから難しい場面が増加する。さらに個別リスクの対応に追われ、本当に重要なリスクの開示をためらうことで、かえって投資家に重要なリスクが伝わらず、企業のレジリエンスが十分に把握できなくなる危険性をはらんでいる。

キーワード：定性情報、リスク、非財務情報、情報開示

*JEL Classification* : D8, G18, G32, M14, M38

## 目 次

1. はじめに .....	1
2. 定性情報の開示状況 .....	5
3. 定性情報の活用 .....	24
4. 定性情報開示企業の特徴 .....	32
5. 定性情報に対する開示行動 .....	38
6. 定性情報開示に対する市場の評価 .....	40
7. 定性情報開示はアナリスト予想精度に影響を与えるか .....	43
8. まとめ .....	48

## 1. はじめに

### 1-1 問題意識

企業を取り巻く経済環境が急速に変化する中で、従来の財務情報のみでは企業の実態の把握や将来予想が難しいとの認識が強まった。さらに財務情報と株価などの関連性が低下しているという指摘がなされている。こうした状況の中で財務情報を補完するために、財務情報以外の情報を開示する要請が高まった。その結果、有価証券報告書において2000年代前半に多くの制度改正がなされ、2003年3月に「事業等のリスク」、「経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析（MD&A）」、「コーポレート・ガバナンスに関する状況」の項目が新設された。さらに、近年、リスク情報などの定性情報が投資意思決定に対して重要な役割を果たす可能性が指摘されている。本稿においては上記の点を踏まえ、定性情報開示が本格的にスタートして10年が経過したことから、有価証券報告書の定性情報の内容を分析することで、開示企業の特徴の把握、開示効果について考察を行う。

本稿において、定性情報を分析する問題意識として以下の3つの点があげられる。

#### ① 定性情報開示企業の実態把握

近時、統合報告の議論の中で、非財務情報（定性情報）を財務情報と関連づけて説明する重要性が高まっている。定性情報については企業にとって都合の良い内容しか書かれないという批判がある。一方で、企業間比較や時系列を見ることで企業の実態を見ることができるという意見もある。こうした問題に対して、有価証券報告書において「事業等のリスク」、「MD&A」、「コーポレート・ガバナンスに関する状況」など主要な定性情報の開示がスタートして10年が経過したことで、その実態を把握することによりなんらかの示唆が得られないであろうか。

#### ② 定性情報の開示効果

有価証券報告書の定性情報はボイラープレート（平板）であるという批判が一部にあるものの、それぞれの開示箇所においてはなんらかの情報量が含まれている可能性がある。パフォーマンスを補うため開示を積極的に実施している可能性はないか。定性情報の開示に対して、アナリスト、市場はその情報を織り込んでいるか。もし、こうした実態が把握できれば、定量・定性情報を結合して説明を行う統合報告に対してもなんらかの示唆を与える可能性がある。

#### ③ リスク対応能力の開示

近時のリスクの多様化に対して、保証、詳細化、具体化などの方策だけで本当に企業のレジリエンスを把握することにつながるのか。リスク体制などの対応力の開示を進める方が効果的ではないのか。

### 1-2 定性情報の特徴と問題点

#### (1) 定性情報の持つ特徴

最初に定性情報の持つ特徴について整理する。定性情報は主に以下のような特徴がある。

- ①自発的法定開示：有価証券報告書における定性情報は開示が義務づけられているものの、箇所によっては記載内容の詳細まで必ずしも規定されているわけではない。例えば、事業等のリスクは開示内容の概要と開示例が記載されているにとどまっており、個々の内容については企業の判断によるところが大きい。
- ②競争上不利になる可能性：企業が経営戦略やリスク情報などについて詳細に開示することは、同業他社などに有利な情報となり、その企業の市場での優位性を失わせる可能性がある。
- ③ボイラープレート（平板）：事業等のリスクなどの箇所はなるべく無難な内容しか記載しない。同業他社と横並びで記述することが指摘されている。そのため内容はボイラープレート（平板）となりやすい。
- ④検証可能性が低い：経営者による業績予想などは、実績との対比により検証されることが多いが、記述が中心なため検証される可能性が低い。

## （２）定性情報を開示する理由

定性情報を開示する理由としては以下の点をあげることができる。

- ①制度改正：2000年代以降の多くの制度改正がなされ開示内容が増加している。
- ②リスクの多様化：企業を取りまくリスク内容は、環境や情報問題など社会的なリスクも含め内容が多様化しており、そうしたリスクを記載することが必要となった。
- ③財務情報の補完（情報の非対称性の削減）：従来の財務情報のみでは企業の実態の把握や将来予想が難しいとの認識が強まった。さらに財務情報と株価などの関連性が低下しているという指摘がなされた。こうした状況の中で財務情報を補完するために、財務情報以外の情報を開示する要請が高まった。
- ④戦略的な開示：定性情報は投資家に企業の情報を伝達する手段であり、財務的な数字と企業の基礎的な状況をつなぐ機能を持つ。そのため、経営者は業績の変化に対して定性情報で調整する可能性がある。
- ⑤マネジメント効果：定性情報を開示するためには社内の様々なマネジメントの整備が必要となり、開示がマネジメント整備のインセンティブになる。開示やマネジメント体制の整備が企業内で行われることにより、リスクマネジメントは有効に機能するようになる（Solemon et al.2000）。情報開示には企業の経営に対する事前統制の機能がある（若杉,1999）。金・安田（2012）はリスク情報開示に関して、リスク情報を積極的に開示する企業は、消極的な企業に比較して業績予想精度がおちていないことを実証している。

## （３）定性情報開示に対する課題と解決策

定性情報開示への要請が強まる一方で、開示には次のような課題が存在し、それに対し解決策が提案されている。「事業等のリスク」における記載でボイラープレートな記載が多い点に対しては、金・安田（2012）は前年との比較を記載することによって、経営者がど

のリスクを強く認識するようになったかを明らかにすることができるとしている。また、小西（2011）では、ゴーイング・コンサーン情報などは重複が多い点が指摘されており、そのため開示箇所の整理を検討する必要性があげられている。これ以外に浅野（2013）では事業等のリスクの記載は信頼性が低い点が指摘されており、信頼性を確保するために数値情報の必要性が提案されている。他に、曖昧な記述が多いことから、具体的な記述の推奨（Johnson 2010）がなされている。

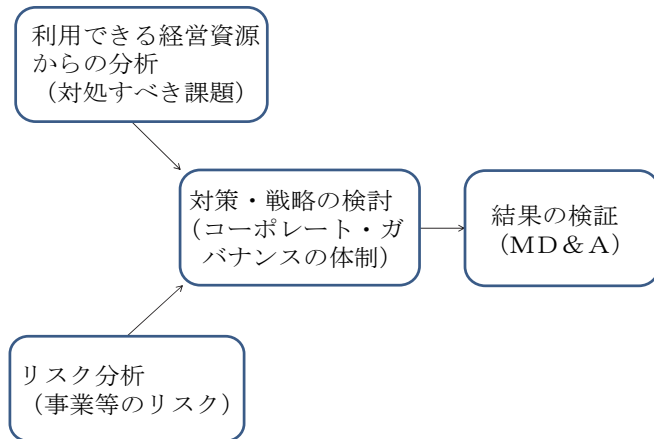
### 1-3 解決すべき方向性

東日本大震災などを経てリスク認識に対する変化の可能性あることを踏まえ、東日本大震災以降の期間も含めた分析を行う必要があるが、先行研究ではその期間を含めた分析が必ずしも十分でない。さらに分析箇所については、「事業等のリスク」以外の記載箇所をあわせて分析することで開示効果の全体像を把握することができる。

本稿による分析の結果、業績低迷時に「MD&A」で積極的に開示を行うことについてはマーケットがプラスに評価している。一方で、「事業等のリスク」における開示の増加はアナリスト予想精度にマイナスの影響を与える。さらに、パフォーマンスと定性情報の開示にはマイナスの関係があり、経営者はパフォーマンスを補うため開示を積極的に実施している可能性がある、などの点が指摘できる。

リスク情報と企業価値の関連性が強まる一方で、リスクの多様化によってステークホルダーとのコミュニケーションを図るための開示のあり方がいっそう難しくなっている。つまり、リスク情報はいったん開示されると削除されることが少ないため、リスク開示数は増加を続ける。そうしたリスク情報が不可逆的に増加する現状を踏まえると、以下の点が指摘できる。第1に、今までのような網羅的な開示には限界があり、「事業等のリスク」はメリハリをつけた開示、原因事象から結果事象、さらにリスク体制を意識した開示が必要になる。第2に、「事業等のリスク」との対応関係を考慮し全体最適を意識した開示が必要となる。つまり「事業等のリスク」の信頼性をあげるために具体的、数値的な裏付けだけを求め過ぎることは、社会的なリスクを含めリスクが多様化していることから難しい場面が増加する。さらに個別リスクの対応に追われ、本当に重要なリスクの開示をためらうことで、かえって投資家に重要なリスクが伝わらず、企業のレジリエンスが十分に把握できなくなる危険性をはらんでいる。個別最適は達成されても、全体最適から遠ざかる可能性がある。本稿による分析の結果、得られた開示箇所の効果を考慮に入れることにより、「事業等のリスク」は、4か所で対応関係を保ちながら記述することを提案したい（図表1）。すなわち「事業等のリスク」においてリスクの評価を行い、「対処すべき課題」においては企業が利用できる経営資源からの分析を行う。その2つを併せて対策と戦略の検討を行い「コーポレート・ガバナンスに関する状況」において開示する。そしてその結果を「MD&A」で検証するという流れが考えられる。

(図表 1) 各開示項目の対応関係



本稿の構成は以下の通りである。2 節で定性情報の開示状況について概観する。3 節では定性情報の活用方法について述べる。4 節では定性情報開示企業の特徴を分析した上で、第 5 節では定性情報に対する開示行動、第 6 節では定性情報開示に対する市場の評価、第 7 節ではアナリスト予想精度に与える影響を分析する。そして第 8 節で結論を述べる。



## 2. 定性情報の開示状況

### 2-1 分析対象

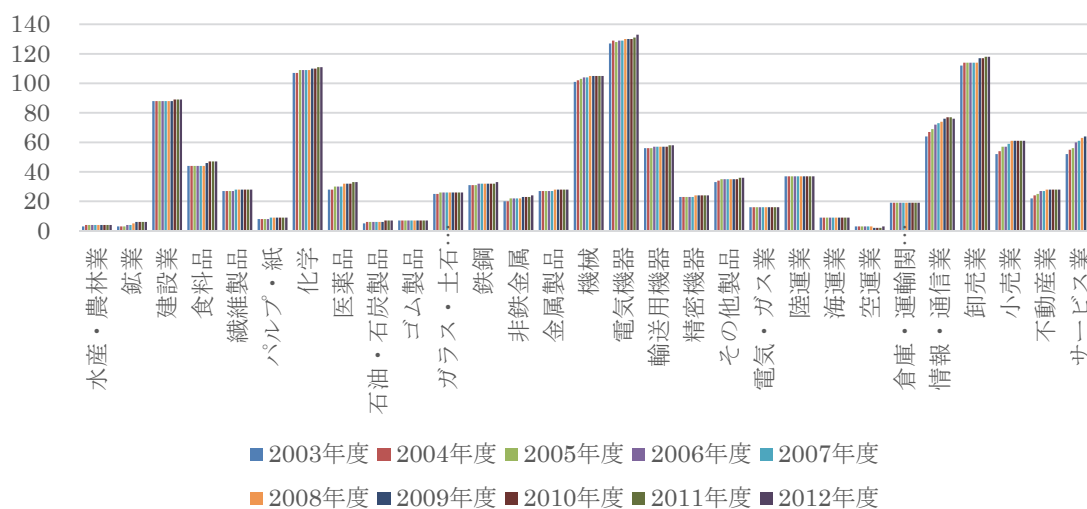
企業を取り巻く経済環境が急速に変化する中で、従来の財務情報のみでは企業の実態の把握や将来予想が難しいとの認識が強まった。さらに財務情報と株価などの関連性が低下しているという指摘がなされている。こうした状況の中で財務情報を補完するために、財務情報以外の情報を開示する要請が高まった。その結果、有価証券報告書において2000年代前半に多くの制度改正がなされ、2003年3月に「事業等のリスク」、「MD&A」、「コーポレート・ガバナンスに関する状況」の項目が新設された。

本稿では上記の点を踏まえ、東証1部上場企業（金融等を除く）約1,200社、2003年度～2012年度まで10年分について、有価証券報告書における定性情報として「対処すべき課題」、「事業等のリスク」、「MD&A」、「コーポレート・ガバナンスに関する状況」について開示の概要を整理する。

### 2-2 定性情報開示の概要

定性情報の業種別開示数は以下の図のとおりである。

(図表1) 業種別企業数 (社)

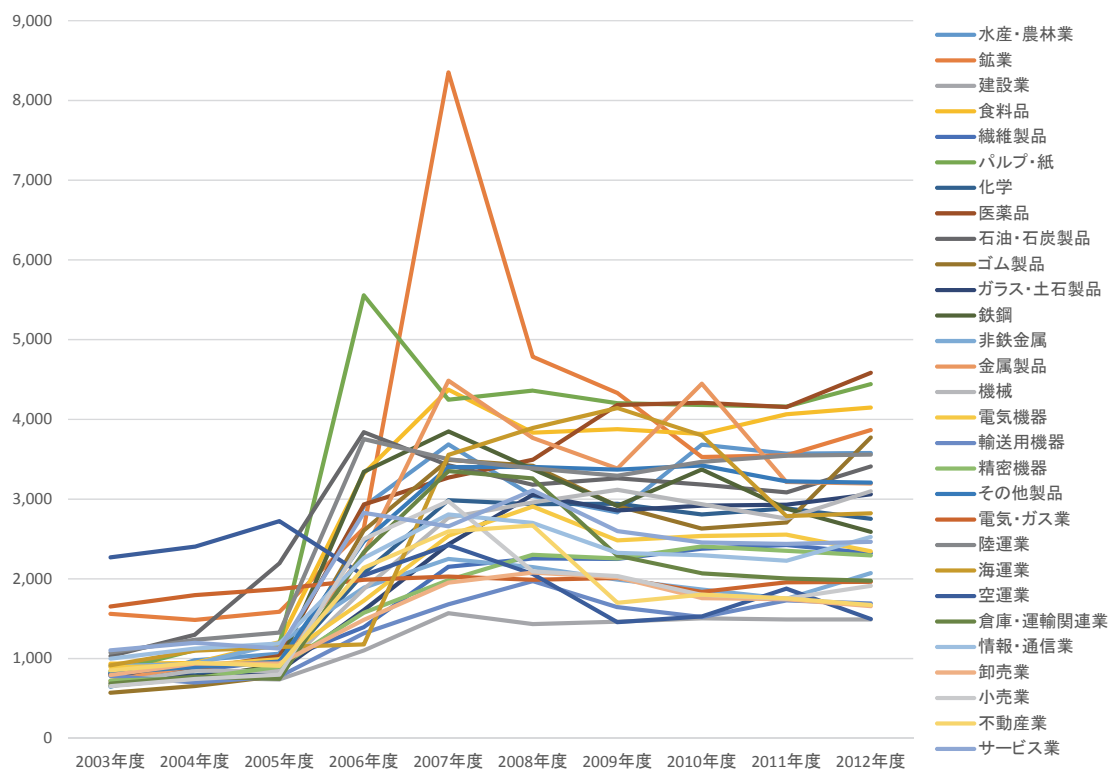


有価証券報告書の中で「対処すべき課題」、「事業等のリスク」、「MD&A」、「コーポレート・ガバナンスに関する状況」について業種別の平均記述量（1社あたりの記述文字数）は以下の図表2~5のとおりである。

「対処すべき課題」に関する業種別平均記述量（図表2）においては、2007年度、2010年度に2つの山が観察される。2007年度はリーマンショックによる経済的影響、2010年度は東日本大震災への対応を記載した企業が多かったものと思われる。

(図表 2) 「対処すべき課題」に関する業種別平均記述量

(文字数)



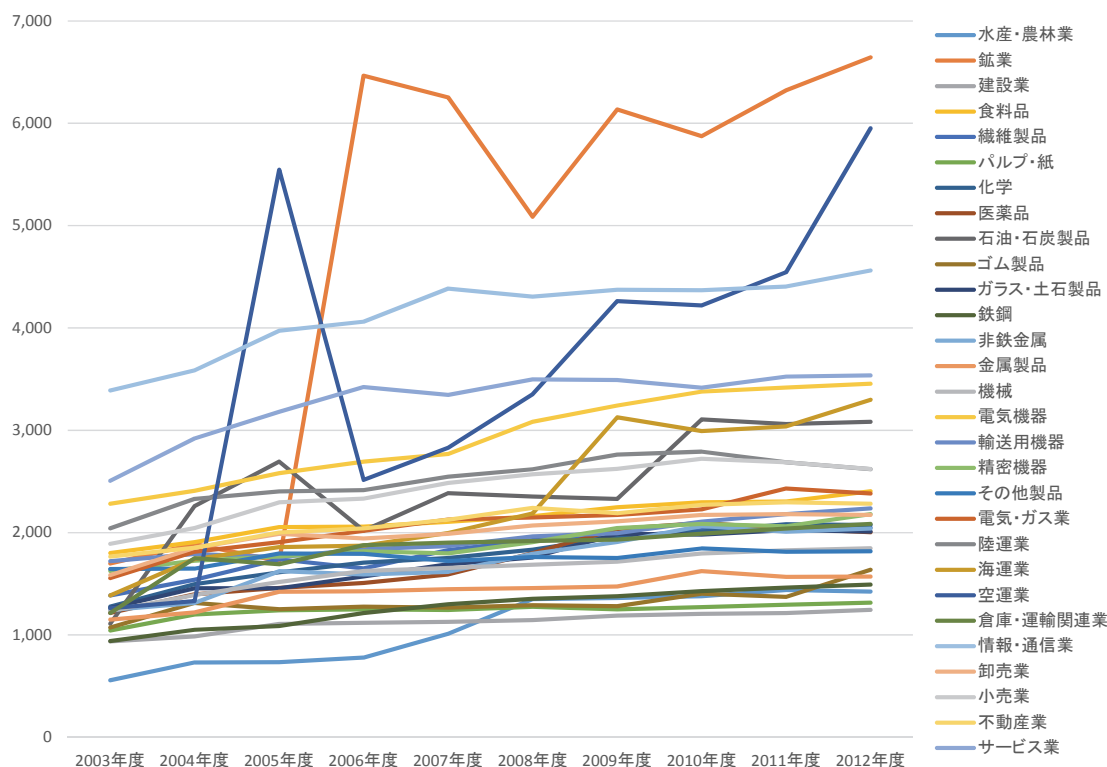
(文字数)

業種	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度
水産・農林業	647	979	1,062	2,908	3,687	3,040	2,835	3,682	3,571	3,580
鉱業	1,560	1,486	1,588	2,634	8,350	4,785	4,332	3,530	3,549	3,867
建設業	705	761	738	1,102	1,571	1,434	1,464	1,505	1,492	1,493
食料品	935	944	1,206	3,323	4,373	3,835	3,878	3,817	4,063	4,147
繊維製品	819	854	970	1,396	2,151	2,255	2,250	2,380	2,425	2,322
パルプ・紙	841	1,108	1,178	5,555	4,246	4,360	4,202	4,180	4,160	4,443
化学	806	790	887	2,070	2,986	2,937	2,942	2,808	2,884	2,755
医薬品	800	871	1,033	2,934	3,269	3,494	4,181	4,208	4,155	4,585
石油・石炭製品	1,034	1,301	2,196	3,840	3,426	3,180	3,261	3,183	3,083	3,410
ゴム製品	573	656	785	2,608	3,491	3,417	2,912	2,632	2,706	3,772
ガラス・土石製品	790	778	848	1,609	2,432	3,056	2,857	2,920	2,930	3,060
鉄鋼	661	754	922	3,343	3,848	3,374	2,917	3,372	2,880	2,590
非鉄金属	907	933	1,193	1,889	2,249	2,150	1,992	1,866	1,750	2,072
金属製品	721	914	974	2,316	4,485	3,767	3,384	4,448	3,215	3,194
機械	694	850	843	1,873	2,768	2,960	3,116	2,935	2,757	3,099
電気機器	894	913	995	1,726	2,541	2,907	2,481	2,538	2,556	2,346
輸送用機器	782	702	778	1,316	1,681	1,970	1,646	1,520	1,729	1,691
精密機器	724	753	897	1,577	1,985	2,303	2,256	2,406	2,353	2,293
その他製品	820	896	964	2,470	3,402	3,405	3,370	3,422	3,224	3,207
電気・ガス業	1,654	1,796	1,871	1,988	2,030	1,989	2,011	1,837	1,957	1,961
陸運業	1,077	1,235	1,327	3,754	3,499	3,387	3,293	3,468	3,543	3,558
海運業	915	1,100	1,147	1,177	3,557	3,893	4,143	3,800	2,787	2,822
空運業	2,271	2,403	2,724	2,045	2,424	2,062	1,457	1,529	1,880	1,498
倉庫・運輸関連業	685	774	747	2,335	3,351	3,260	2,290	2,070	2,006	1,978
情報・通信業	1,001	1,125	1,189	2,263	2,809	2,702	2,324	2,296	2,228	2,525
卸売業	793	937	938	1,486	1,954	2,078	2,017	1,759	1,743	1,658
小売業	655	745	800	2,501	2,973	2,094	2,034	1,799	1,752	1,913
不動産業	852	948	911	2,139	2,597	2,669	1,702	1,802	1,757	1,672
サービス業	1,104	1,199	1,125	2,829	2,661	3,111	2,600	2,458	2,438	2,465
総計	838	913	978	2,094	2,728	2,732	2,576	2,543	2,491	2,524

「事業等のリスク」に関する業種別平均記述量（図表 3）においても、2007年度、2010年度に2つの山が観察される。「対処すべき課題」同様に2007年度はリーマンショックによる経済的影響、2010年度は東日本大震災への対応を記載した企業が多かったものと思われる。

(図表3)「事業等のリスク」に関する業種別平均記述量

(文字数)



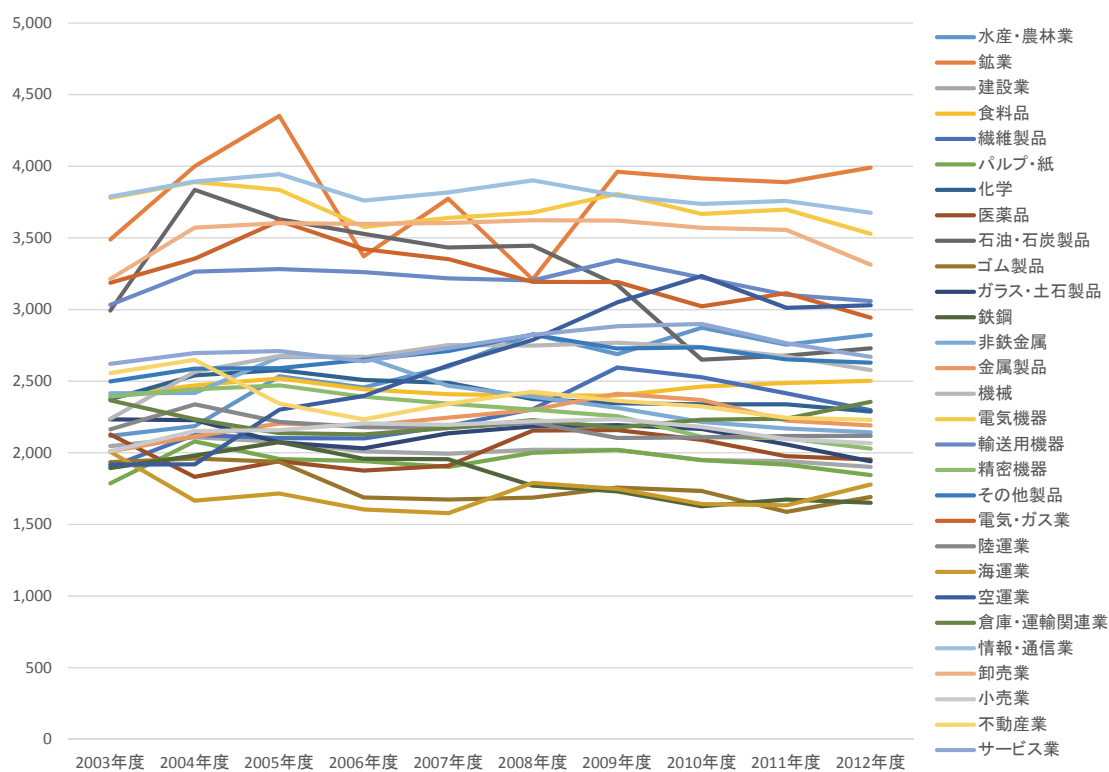
(文字数)

業種	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度
水産・農林業	557	732	734	779	1,012	1,350	1,361	1,379	1,441	1,425
鉱業	1,697	1,888	1,720	6,466	6,253	5,087	6,134	5,874	6,323	6,644
建設業	937	985	1,107	1,118	1,128	1,145	1,128	1,208	1,214	1,244
食料品	1,799	1,907	2,053	2,058	2,104	2,160	2,249	2,295	2,305	2,404
繊維製品	1,385	1,540	1,739	1,651	1,830	1,926	1,955	2,023	2,029	2,049
パルプ・紙	1,044	1,201	1,240	1,250	1,243	1,275	1,249	1,272	1,294	1,315
化学	1,276	1,497	1,612	1,708	1,751	1,835	1,957	2,009	2,082	2,075
医薬品	1,216	1,396	1,460	1,508	1,592	1,799	2,036	2,093	2,042	2,003
石油・石炭製品	1,110	2,258	2,693	2,020	2,387	2,352	2,329	3,106	3,061	3,083
ゴム製品	1,074	1,313	1,252	1,277	1,267	1,290	1,282	1,403	1,372	1,636
ガラス・土石製品	1,264	1,456	1,455	1,571	1,691	1,756	1,988	1,980	2,024	2,011
鉄鋼	940	1,051	1,088	1,214	1,300	1,355	1,379	1,429	1,463	1,491
非鉄金属	1,243	1,314	1,623	1,591	1,615	1,793	1,909	2,065	2,008	2,039
金属製品	1,150	1,220	1,421	1,426	1,447	1,457	1,474	1,624	1,566	1,571
機械	1,234	1,391	1,518	1,624	1,655	1,688	1,717	1,795	1,826	1,847
電気機器	2,281	2,408	2,580	2,694	2,769	3,083	3,241	3,377	3,417	3,454
輸送用機器	1,720	1,790	1,759	1,838	1,868	1,962	1,994	2,108	2,179	2,236
精密機器	1,626	1,724	1,768	1,819	1,798	1,907	2,044	2,084	2,062	2,180
その他製品	1,643	1,649	1,795	1,792	1,723	1,761	1,751	1,844	1,813	1,818
電気・ガス業	1,556	1,813	1,905	2,017	2,129	2,148	2,174	2,228	2,432	2,381
陸運業	2,042	2,330	2,401	2,415	2,547	2,619	2,762	2,791	2,687	2,618
海運業	1,385	1,741	1,858	1,872	1,997	2,186	3,127	2,993	3,038	3,299
空運業	1,262	1,331	5,546	2,515	2,830	3,353	4,263	4,220	4,545	5,951
倉庫・運輸関連業	1,213	1,751	1,692	1,876	1,901	1,917	1,932	1,990	2,039	2,085
情報・通信業	3,388	3,586	3,973	4,061	4,384	4,305	4,373	4,368	4,405	4,561
卸売業	1,584	1,852	1,988	1,943	1,987	2,068	2,110	2,173	2,179	2,173
小売業	1,890	2,044	2,296	2,331	2,486	2,570	2,624	2,721	2,688	2,622
不動産業	1,765	1,852	2,002	2,043	2,125	2,242	2,189	2,271	2,295	2,282
サービス業	2,506	2,919	3,180	3,422	3,346	3,498	3,492	3,416	3,524	3,537
総計	1,669	1,854	2,010	2,084	2,153	2,248	2,335	2,398	2,422	2,452

「MD&A」に関する平均記述量（図表4）に関しては、この10年間、「対処すべき課題」、「事業等のリスク」に比べあまり大きな変動は見られない。「MD&A」においては記載内容が比較的定型化していることが考えられる。

（図表4）「MD&A」に関する平均記述量

（文字数）



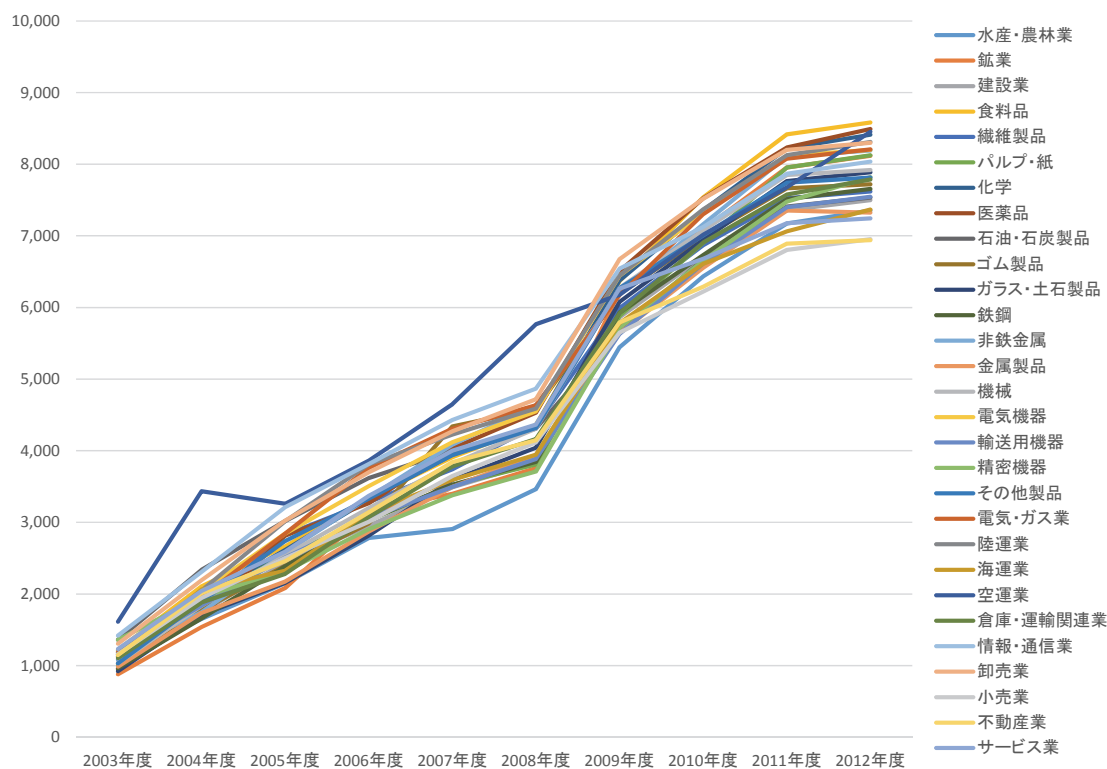
(文字数)

業種	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度
水産・農林業	2,119	2,186	2,534	2,456	2,602	2,828	2,689	2,873	2,756	2,823
鉱業	3,489	4,000	4,351	3,371	3,774	3,209	3,961	3,914	3,889	3,990
建設業	2,046	2,109	2,077	2,010	1,993	2,021	2,019	1,950	1,942	1,902
食料品	2,399	2,470	2,519	2,443	2,409	2,399	2,399	2,463	2,487	2,503
繊維製品	1,901	2,124	2,102	2,100	2,187	2,305	2,596	2,527	2,416	2,298
パルプ・紙	1,787	2,079	1,956	1,941	1,902	2,001	2,019	1,948	1,918	1,845
化学	2,373	2,540	2,577	2,508	2,489	2,375	2,346	2,338	2,338	2,288
医薬品	2,129	1,833	1,943	1,875	1,909	2,155	2,159	2,090	1,975	1,953
石油・石炭製品	2,992	3,835	3,630	3,527	3,433	3,446	3,172	2,650	2,677	2,729
ゴム製品	1,935	1,960	1,937	1,687	1,673	1,686	1,758	1,733	1,588	1,692
ガラス・土石製品	2,234	2,228	2,072	2,031	2,136	2,184	2,193	2,166	2,059	1,941
鉄鋼	1,893	1,981	2,075	1,959	1,955	1,771	1,730	1,626	1,674	1,650
非鉄金属	2,416	2,418	2,667	2,670	2,467	2,392	2,314	2,216	2,171	2,142
金属製品	2,009	2,114	2,204	2,188	2,246	2,299	2,413	2,369	2,224	2,191
機械	2,238	2,564	2,675	2,666	2,752	2,748	2,769	2,738	2,672	2,577
電気機器	3,778	3,891	3,836	3,577	3,640	3,676	3,808	3,666	3,698	3,528
輸送用機器	3,033	3,264	3,282	3,261	3,218	3,203	3,344	3,222	3,103	3,060
精密機器	2,391	2,443	2,470	2,392	2,343	2,300	2,256	2,112	2,102	2,030
その他製品	2,499	2,586	2,590	2,650	2,710	2,825	2,728	2,736	2,651	2,629
電気・ガス業	3,187	3,354	3,619	3,422	3,352	3,193	3,191	3,022	3,114	2,943
陸運業	2,163	2,338	2,215	2,179	2,174	2,210	2,104	2,107	2,117	2,118
海運業	2,006	1,665	1,716	1,604	1,577	1,790	1,748	1,643	1,634	1,779
空運業	1,918	1,919	2,301	2,396	2,610	2,788	3,050	3,234	3,013	3,030
倉庫・運輸関連業	2,366	2,234	2,138	2,127	2,174	2,228	2,177	2,231	2,238	2,356
情報・通信業	3,788	3,894	3,945	3,761	3,818	3,902	3,797	3,737	3,758	3,676
卸売業	3,214	3,571	3,603	3,597	3,604	3,623	3,621	3,570	3,556	3,313
小売業	2,009	2,151	2,159	2,206	2,196	2,219	2,235	2,181	2,095	2,067
不動産業	2,556	2,648	2,343	2,233	2,341	2,427	2,362	2,323	2,245	2,230
サービス業	2,621	2,696	2,709	2,640	2,731	2,823	2,882	2,900	2,765	2,669
総計	2,645	2,794	2,806	2,735	2,757	2,774	2,794	2,739	2,706	2,628

「コーポレート・ガバナンスに関する状況」に関する平均記述量(図表5)はこの10年、ほぼ一貫して右肩あがりとなっている。この10年の間に内部統制やガバナンスの問題が繰り返し議論され、記述内容が追加されたことが反映していると考えられる。

(図表5) 「コーポレート・ガバナンスに関する状況」に関する平均記述量

(文字数)

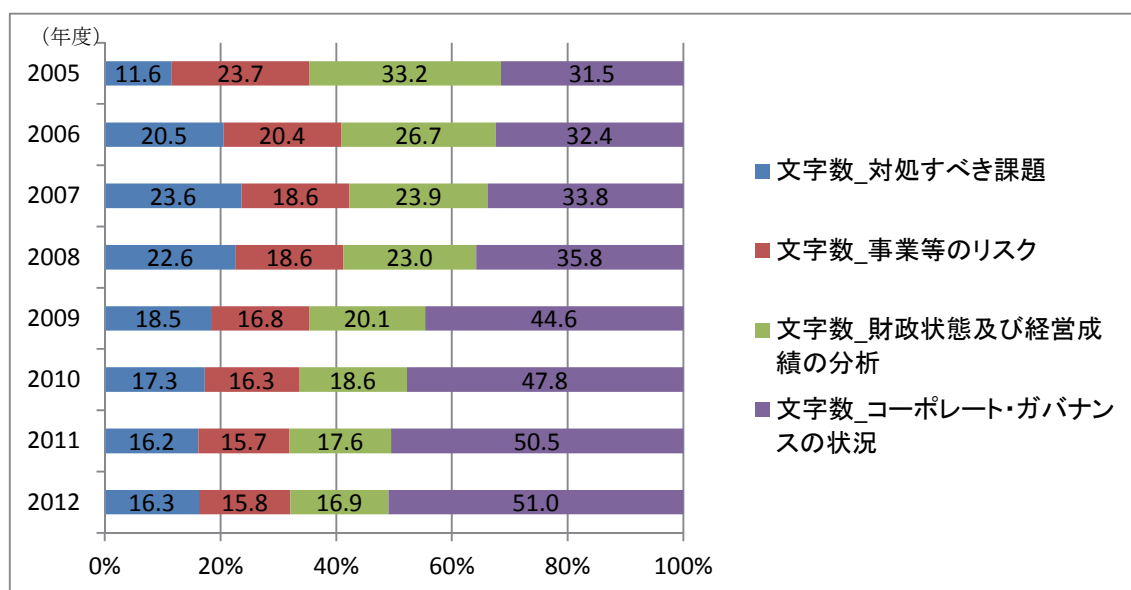


(文字数)

業種	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度
水産・農林業	1,085	1,652	2,150	2,783	2,907	3,462	5,445	6,434	7,172	7,355
鉱業	878	1,538	2,083	3,155	3,397	3,758	6,227	7,087	7,955	8,117
建設業	1,034	1,745	2,443	2,954	3,490	3,837	5,864	6,710	7,358	7,501
食料品	1,220	2,110	2,664	3,336	3,910	4,358	6,369	7,540	8,417	8,582
繊維製品	1,132	1,801	2,823	3,282	3,742	4,348	5,992	6,867	7,526	7,618
パルプ・紙	1,004	1,953	2,552	3,026	3,522	3,811	5,881	6,906	7,955	8,123
化学	1,205	1,946	2,614	3,319	3,945	4,342	6,378	7,358	8,219	8,412
医薬品	958	1,685	2,813	3,267	4,033	4,530	6,506	7,527	8,235	8,491
石油・石炭製品	1,363	2,339	3,018	3,618	4,000	4,309	5,663	6,674	7,409	7,536
ゴム製品	949	1,779	2,394	2,984	4,339	4,585	6,191	6,983	7,664	7,721
ガラス・土石製品	923	1,711	2,153	2,815	3,594	4,043	6,079	6,942	7,765	7,887
鉄鋼	964	1,659	2,385	3,032	3,526	3,844	5,929	6,733	7,512	7,655
非鉄金属	1,180	1,745	2,577	3,346	4,084	4,634	6,186	7,163	8,109	8,192
金属製品	987	1,736	2,172	2,871	3,496	3,939	5,644	6,554	7,355	7,326
機械	1,035	1,837	2,543	3,198	3,820	4,309	6,273	7,076	7,849	7,921
電気機器	1,194	2,036	2,842	3,506	4,120	4,550	6,442	7,320	8,116	8,201
輸送用機器	1,159	1,839	2,509	3,061	3,497	3,884	5,630	6,612	7,400	7,545
精密機器	1,363	1,961	2,316	2,905	3,380	3,708	5,716	6,654	7,475	7,818
その他製品	1,032	1,894	2,739	3,332	3,938	4,316	6,272	7,004	7,743	7,813
電気・ガス業	1,183	1,957	2,841	3,759	4,307	4,633	6,175	7,303	8,078	8,208
陸運業	1,163	2,051	3,014	3,811	4,226	4,590	6,445	7,370	8,127	8,312
海運業	1,123	2,064	2,326	3,127	3,594	3,944	5,784	6,610	7,063	7,367
空運業	1,615	3,433	3,261	3,860	4,651	5,765	6,176	7,016	7,677	8,454
倉庫・運輸関連業	1,106	1,883	2,278	3,073	3,780	4,167	5,922	6,908	7,578	7,787
情報・通信業	1,421	2,308	3,211	3,815	4,429	4,868	6,541	7,124	7,868	8,035
卸売業	1,307	2,194	3,023	3,699	4,272	4,718	6,675	7,520	8,200	8,298
小売業	1,159	1,948	2,501	3,007	3,649	4,118	5,648	6,221	6,806	6,953
不動産業	1,147	2,013	2,457	3,139	3,843	4,146	5,791	6,291	6,892	6,939
サービス業	1,232	2,043	2,590	3,370	4,002	4,367	6,265	6,680	7,176	7,244
総計	1,160	1,958	2,669	3,314	3,908	4,326	6,202	7,035	7,775	7,905

「対処すべき課題」、「事業等のリスク」、「MD&A」、「コーポレート・ガバナンスに関する状況」4か所の開示量の割合は以下の通りである。「コーポレート・ガバナンスに関する状況」における開示量が法改正などを通じて大幅に増加しているため開示量の割合を増加させており、2011年度以降割合は50%を超えている。

(図表 6) 定性情報開示箇所別比率



上記においては、各記述量を確認したが、次にキーワードでの変化をみていきたい。定性情報の中で、まず最初に企業の事業継続に関する記載にしばって開示の状況を見ることにする。事業継続に関するキーワードが、時系列にしたがってどのように変化したかについて整理した。事業継続に関するキーワードはニュートン・コンサルティング BCM用語集<sup>1</sup>を参考に抽出した。

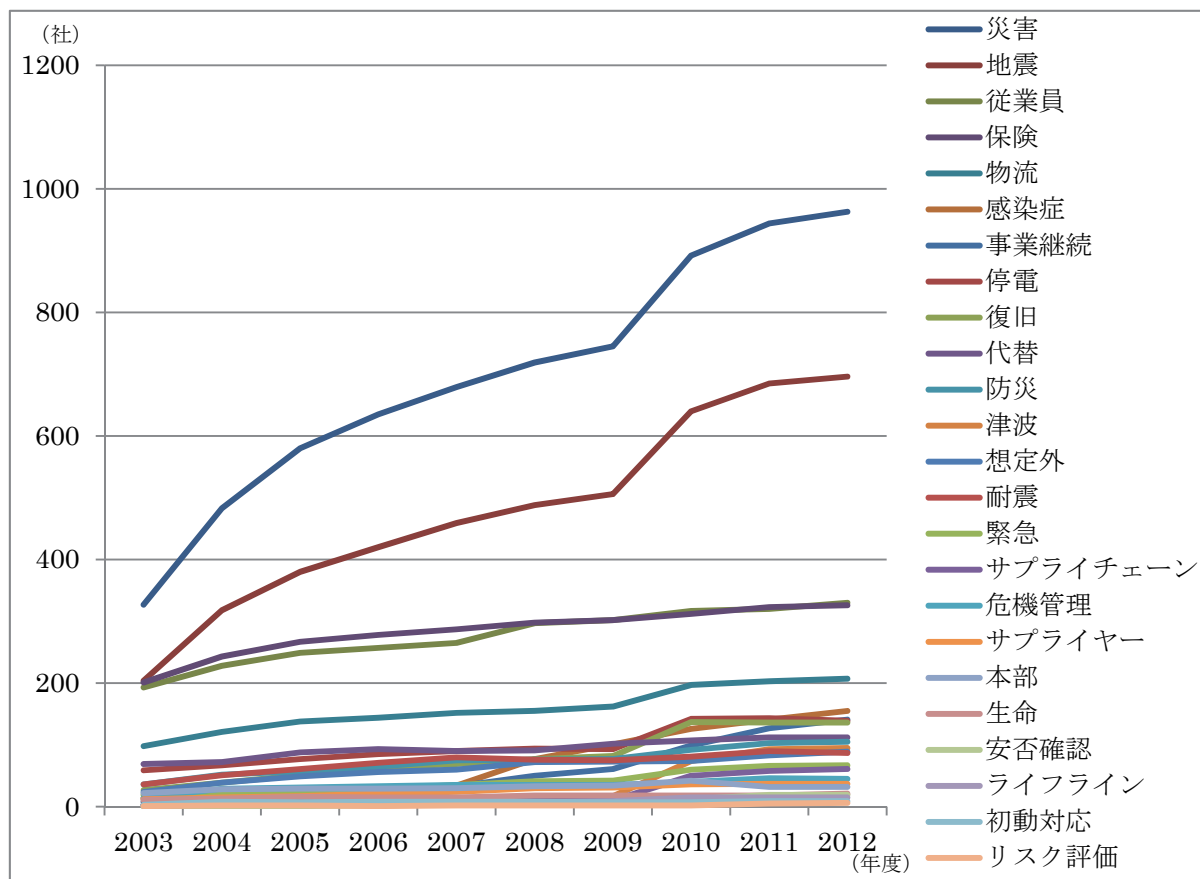
図表 7 は、事業継続に関するキーワードを有価証券報告書の「事業等のリスク」に記載した企業数の推移である。2010年度に東日本大震災の影響で「災害」、「地震」、「津波」などの記載数が大幅に増加したことがわかる。

また、2003年度と2012年度の比較では(図表 8)、「感染症」「事業継続」、「津波」、「サプライチェーン」などのキーワードの記述量が増加している。

<sup>1</sup> <http://www.newton-consulting.co.jp/bcmnavi/glossary/>



(図表 7) 事業継続に関するキーワードを記載する企業数の変化



(社)

	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度
災害	327	483	580	635	679	719	745	892	944	963
地震	204	318	380	420	459	488	506	640	685	696
従業員	193	228	249	257	265	297	302	317	320	330
保険	201	243	267	278	287	298	302	312	323	326
物流	98	121	138	144	152	155	162	197	203	207
感染症	14	13	22	25	34	77	101	126	141	155
事業継続	8	8	12	24	33	50	61	99	127	141
停電	59	67	77	85	90	94	93	142	143	139
復旧	27	39	51	63	69	77	82	137	136	136
代替	69	72	88	93	90	91	102	107	112	112
防災	36	52	57	65	75	76	77	92	103	105
津波	3	10	12	13	13	13	17	74	93	95
想定外	24	39	49	56	60	72	73	74	83	89
耐震	36	51	61	71	80	76	75	81	90	87
緊急	19	21	22	28	35	41	42	60	66	67
サプライチェーン	3	4	10	10	9	10	10	50	58	61
危機管理	14	29	31	33	35	35	35	40	46	45
サプライヤー	12	15	17	21	24	30	31	36	37	37
本部	22	28	29	29	30	33	34	42	32	32
生命	11	13	16	15	15	18	18	18	18	21
安否確認	0	0	1	2	4	5	7	12	19	19
ライフライン	2	3	4	6	6	7	9	15	15	15
初動対応	3	8	7	8	8	8	7	7	9	9
リスク評価	1	2	2	1	2	2	2	2	5	6



(図表 9) リスクカテゴリー

リスク分類 (カテゴリー)	リスクイベント (主な1次事象)	キーワード
取引及び法的問題	1 談合、カルテル 2 優越的地位の濫用 3 ダンピング 4 不正取引 (景表法違反等) 5 取引先の倒産 6 取引先からの支払遅延 7 下請会社への支払遅延 8 協力会社の倒産 9 契約の未遵守 10 その他取引関連法令の未遵守 11 国際法・慣習の未遵守 12 現地法令・商慣習の未遵守 13 貿易規制の未遵守 14 営業秘密の不正取得、不正使用	談合 カルテル 優越的地位 ダンピング 不正 倒産 遅延 未遵守 法令 国際法 慣習 規制
社会・経済	1 景気変動 2 製品市況の変化 3 原材料市況の変化 4 消費者の嗜好変化 5 不買運動 6 外部圧力団体による批判 7 原材料の供給途絶 8 金利変動 9 為替変動 10 地価変動 11 株価変動 12 誹謗・中傷、悪評の流布 13 営利誘拐	売上 販売 収入 費用 コスト 支出 景気 景況 市況 不買運動 供給途絶 金利 為替 地価 株価 原材料価格
自然現象	1 地震、津波 2 噴火 3 台風 4 落雷 5 雪害 6 豪雨 7 洪水・内水氾濫 8 高潮 9 竜巻 10 林野火災 11 地盤沈下 12 地滑り・地盤崩壊 13 異常湧水 14 結露 15 天候不順	地震 津波 台風 噴火 落雷 雪害 豪雨 洪水 高潮 竜巻 火災 地盤沈下 液状化 湧水 天候不順
政治	1 戦争 2 革命 3 暴動・テロ 4 諸外国からの外圧 5 規制強化 6 立法、法令改正 7 税制の変更 8 反社会的勢力からの脅迫 9 政治的誘拐	戦争 紛争 革命 テロ 暴動 反社会的 破壊行為
技術	1 ライフラインの途絶 2 通信機能の途絶 3 技術革新 4 技術の陳腐化 5 技術情報・ノウハウの流出	ライフライン 電力 水道 情報通信 ITC IT 技術革新 イノベーション 陳腐 流出
経営及び内部統制	1 インサイダー取引 2 重要事実の非開示 3 相場操縦的行為 4 有価証券報告書の虚偽記載 5 脱税・過少申告 6 取締役会の監視・監査機能低下 7 企業合併・買収 8 事業戦略の失敗 9 広報対応の失敗 10 IR対応の失敗 11 他社による知的財産権侵害 12 他社の知的財産権の侵害 13 リスク情報の隠蔽・改ざん 14 不当な接待、贈答 15 株主代表訴訟 16 株主総会の運営ミス 17 事務オペレーションのミス 18 印章の不正使用 19 詐欺	インサイダー 重要事実 非開示 操作的 虚偽 脱税 過少申告 合併 買収 M&A 知財 知的財産権 侵害 リスク情報 隠べい 隠蔽 改ざん 株主代表訴訟 オペレーションリスク 詐欺

財務	1 横領 2 受注・売上の架空計上 3 粉飾決算 4 資産運用の失敗 5 投資・運転資金不足 6 金融機関の貸し渋り	横領 粉飾 運用の失敗 資金不足 貸し渋り 貸し剥がし
製品・サービス	1 設計の欠陥・瑕疵 2 製造プロセスの欠陥・瑕疵 3 製品検査・試験のミス 4 輸送中の事故 5 製品事故 6 アドバイスの過誤 7 在庫管理の失敗 8 研究開発の失敗 9 生産管理の失敗 10 使用禁止物の使用 11 クレーム対応の失敗	欠陥 瑕疵 ミス 事故 過誤 失敗 使用禁止物 クレーム
情報セキュリティ	1 コンピュータシステムダウン 2 ソフトの不正使用・コピー 3 不正アクセス 4 ホームページの不正書込 5 機密情報の漏洩 6 機密情報の紛失 7 コンピュータウイルス、ハッカー	システムダウン 不正使用 不正アクセス 機密情報 ウイルス ウィルス ハッカー ハッキング
環境問題	1 土壌汚染 2 大気汚染 3 水質汚染 4 放射能汚染 5 騒音 6 異臭 7 グリーン調達違反 8 不法投棄 9 廃棄物対応の失敗	土壌 大気 水質 放射能 汚染 騒音 異臭 グリーン 不法投棄
労働安全衛生	1 労働災害 2 伝染病 3 感染症 4 ウィルス 5 食中毒 6 交通事故 7 飛行機事故 8 海難事故 9 過労、ストレス 10 職業病 11 メンタルヘルス障害	労働災害 労災 伝染病 感染症 健康 食中毒 交通事故 過労 ストレス 職業病 メンタルヘルス
雇用	1 キーマン、有能な人材の流出 2 人材の過不足 3 従業員の士気・モラル低下 4 人権侵害、人種差別 5 雇用差別 6 外国人の不法就労 7 セクシャルハラスメント 8 スキャンダル 9 プライバシー侵害 10 従業員の個人情報漏洩 11 就業規則違反 12 労使問題、ストライキ	人材 モラル モラル 人権 差別 不法就労 セクハラ セクシャルハラスメント パワハラ パワーハラスメント スキャンダル プライバシー 個人情報 就業規則違反 ストライキ

図表 10 がリスクカテゴリー記載企業数、図表 11 が各リスクカテゴリー記載企業の割合の推移である。この 10 年間で増加比率が高いカテゴリーは自然現象、情報セキュリティ、環境問題などであり、社会・経済といった事業活動に伴う経済リスク以外の分野を開示する企業が増加していることがわかる。

(図表 10) リスクカテゴリー記載企業数

(年度)

Category	Keyword	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2012-2003
取引及び法的問題	倒産	43	57	63	65	68	84	90	94	94	97	54
	遅延	135	162	193	203	218	229	245	273	271	282	147
	法令	169	233	277	326	360	402	434	456	482	501	332
	慣習	15	20	22	28	29	29	29	31	35	39	24
	規制	566	663	731	771	800	834	855	869	883	900	334
	禁止	104	118	139	156	156	159	169	170	175	177	73
社会・経済	売上、販売、収入	943	979	1007	1015	1020	1035	1049	1059	1062	1067	124
	費用、コスト、支出	634	716	761	802	832	847	876	883	897	906	272
	景気	305	345	362	373	383	434	453	457	457	450	145
	市況	256	292	320	333	341	364	375	378	383	389	133
	消費者	117	125	138	149	152	160	166	168	170	172	55
	輸送	68	74	80	88	88	97	99	106	105	105	37
	金利	299	337	367	394	393	398	415	413	419	429	130
	為替	622	657	697	723	738	751	763	775	791	820	198
	地価	50	69	68	64	62	61	59	58	58	60	10
	株価	285	283	287	281	289	299	304	310	306	306	21
原油、燃料	174	223	289	310	345	321	325	344	350	359	185	
	原材料、原料、資源	461	532	579	605	644	646	667	686	695	704	243
自然現象	地震	204	318	380	420	459	488	506	640	685	696	492
	津波	3	10	12	13	13	13	17	74	93	95	92
	台風	32	83	104	119	132	145	157	205	221	226	194
	洪水	19	33	42	47	52	59	64	90	127	125	106
	天候不順	28	41	47	45	50	52	54	55	56	56	28
政治	戦争	178	213	225	240	245	254	261	277	283	293	115
	テロ、革命	266	329	369	394	407	424	434	457	470	484	218
	暴動	5	16	21	23	27	32	34	40	45	49	44
	反社会的	1	1	2	2	3	4	5	5	5	6	5
技術	ライフライン、電力、水道	95	103	111	115	114	121	127	259	260	256	161
	情報通信、ICT、IT	77	77	82	88	85	96	104	107	111	114	37
	技術革新、イノベーション	117	139	156	158	161	167	173	177	179	187	70
	陳腐	60	67	72	75	81	80	86	88	84	94	34
	情報流出、漏えい	105	190	249	279	297	316	339	354	371	384	279
経営及び内部統制	事実	41	51	54	58	64	67	65	62	66	62	21
	虚偽	3	4	4	5	7	9	9	9	9	10	7
	合併	37	42	45	48	40	44	46	45	42	43	6
	買収	44	59	82	86	85	88	94	101	113	125	81
	知財	2	3	4	3	3	4	4	4	4	5	3
	侵害	145	174	200	219	233	245	254	269	279	288	143
	リスク情報	4	5	6	6	7	8	8	9	8	8	4
財務	改ざん	4	9	14	16	15	17	23	29	29	33	29
	詐欺	2	4	3	4	5	4	4	5	5	5	3
製品・サービス	欠陥	181	216	246	261	274	289	294	300	307	314	133
	瑕疵	53	66	82	90	98	103	106	108	111	110	57
	ミス	23	31	35	39	45	45	47	47	50	52	29
	事故	192	296	354	399	439	476	492	565	587	597	405
	過誤	5	8	11	12	17	20	20	21	23	23	18
	失敗	11	8	9	12	12	13	14	14	15	16	5
	情報セキュリティ	システムダウン	4	4	8	9	12	13	12	13	13	16
不正使用		3	9	10	14	15	16	18	18	18	18	15
不正アクセス		12	27	41	53	59	63	66	73	80	89	77
機密情報		13	34	45	56	71	85	99	105	115	122	109
ウイルス、ウィルス		86	113	139	164	178	196	202	219	223	230	144
	ハッカー、ハッキング	13	20	26	30	33	33	34	38	39	39	26
環境問題	土壌	24	31	33	39	45	51	54	57	56	56	32
	大気	24	29	37	45	48	51	52	53	54	56	32
	水質	18	21	28	34	37	40	42	46	46	50	32
	放射能	0	0	0	0	0	0	0	20	18	18	18
	汚染	66	81	101	114	119	126	131	149	152	157	91
	騒音	30	33	33	31	30	29	28	28	28	30	0
	廃棄物	56	65	73	80	83	86	93	96	99	103	47
労働安全衛生	労働災害	10	19	21	22	27	31	32	36	38	38	28
	伝染病	48	55	60	60	62	70	74	79	81	83	35
	感染症	14	13	22	25	34	77	101	126	141	155	141
	食中毒	17	22	26	29	29	29	30	33	33	35	18
	健康	41	50	73	77	84	88	90	94	97	96	55
雇用	人材	181	208	238	251	265	279	283	280	283	286	105
	差別	91	102	112	117	123	121	126	126	126	127	36
	プライバシー	29	47	50	59	63	67	69	73	75	76	47
	個人情報	90	217	270	300	326	344	363	379	395	402	312
	ストライキ	34	47	54	49	49	48	52	50	51	57	23

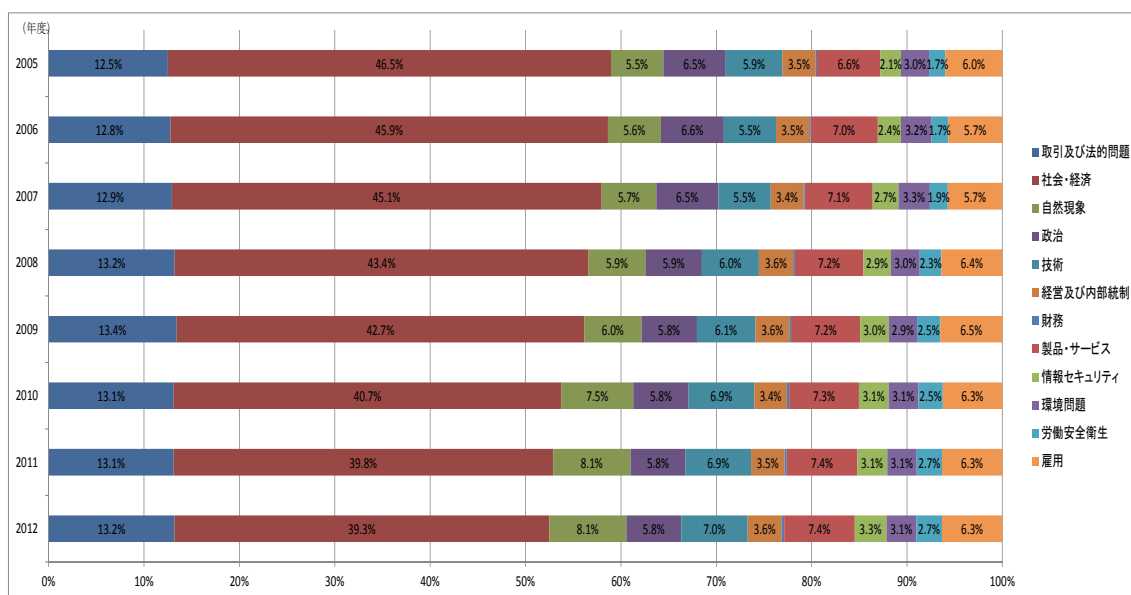
(図表 11) リスクカテゴリー記載企業の割合

(年度)

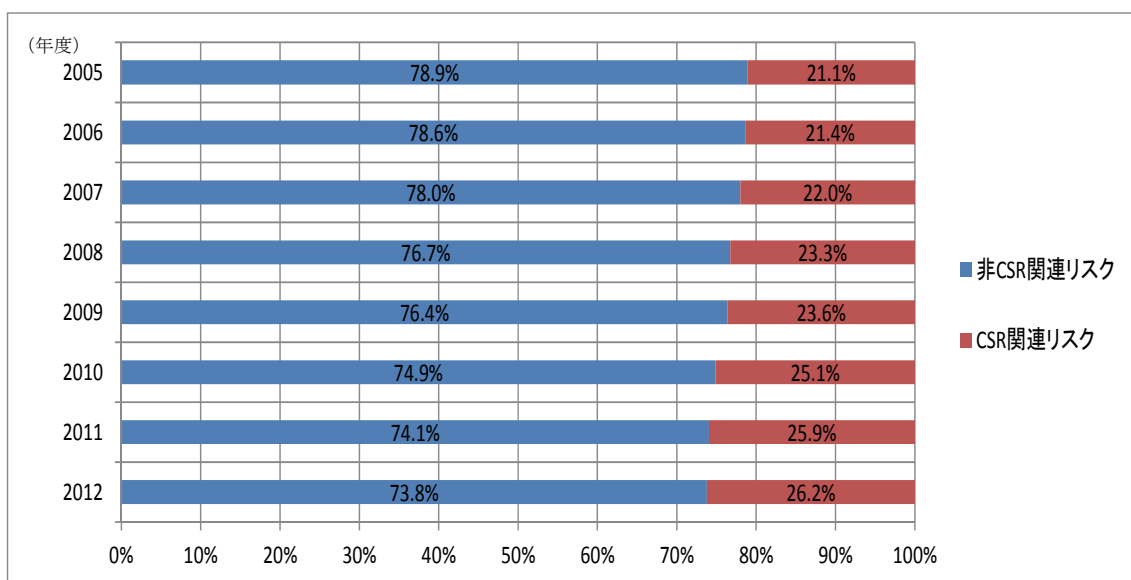
Category	Keyword	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2012/2003
取引及び法的問題	倒産	3.7%	4.9%	5.3%	5.4%	5.6%	6.9%	7.3%	7.6%	7.6%	7.8%	2.09
	遅延	11.7%	13.8%	16.3%	16.9%	18.0%	18.7%	19.9%	22.1%	21.8%	22.6%	1.93
	法令	14.7%	19.9%	23.3%	27.1%	29.8%	32.9%	35.2%	36.9%	38.8%	40.2%	2.74
	慣習	1.3%	1.7%	1.9%	2.3%	2.4%	2.4%	2.4%	2.5%	2.8%	3.1%	2.40
	規制	49.1%	56.6%	61.6%	64.1%	66.2%	68.2%	69.3%	70.3%	71.1%	72.2%	1.47
	禁止	9.0%	10.1%	11.7%	13.0%	12.9%	13.0%	13.7%	13.8%	14.1%	14.2%	1.57
社会・経済	売上、販売、収入	81.9%	83.5%	84.8%	84.4%	84.4%	84.7%	85.1%	85.7%	85.5%	85.6%	1.05
	費用、コスト、支出	55.0%	61.1%	64.1%	66.7%	68.9%	69.3%	71.0%	71.4%	72.2%	72.7%	1.32
	景気	26.5%	29.4%	30.5%	31.0%	31.7%	35.5%	36.7%	37.0%	36.8%	36.1%	1.36
	市況	22.2%	24.9%	27.0%	27.7%	28.2%	29.8%	30.4%	30.6%	30.8%	31.2%	1.40
	消費者	10.2%	10.7%	11.6%	12.4%	12.6%	13.1%	13.5%	13.6%	13.7%	13.8%	1.36
	輸送	5.9%	6.3%	6.7%	7.3%	7.3%	7.9%	8.0%	8.6%	8.5%	8.4%	1.43
	金利	26.0%	28.8%	30.9%	32.8%	32.5%	32.6%	33.7%	33.4%	33.7%	34.4%	1.33
	為替	54.0%	56.1%	58.7%	60.1%	61.1%	61.5%	61.9%	62.7%	63.7%	65.8%	1.22
	地価	4.3%	5.9%	5.7%	5.3%	5.1%	5.0%	4.8%	4.7%	4.7%	4.8%	1.11
	株価	24.7%	24.1%	24.2%	23.4%	23.9%	24.5%	24.7%	25.1%	24.6%	24.6%	0.99
原油、燃料	原油、燃料	15.1%	19.0%	24.3%	25.8%	28.6%	26.3%	26.4%	27.8%	28.2%	28.8%	1.91
	原材料、原料、資源	40.0%	45.4%	48.8%	50.3%	53.3%	52.9%	54.1%	55.5%	56.0%	56.5%	1.41
自然現象	地震	17.7%	27.1%	32.0%	34.9%	38.0%	39.9%	41.0%	51.8%	55.2%	55.9%	3.15
	津波	0.3%	0.9%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.4%	6.0%	7.5%	7.6%	29.28
	台風	2.8%	7.1%	8.8%	8.8%	9.9%	11.9%	12.7%	16.6%	17.8%	18.1%	6.53
	洪水	1.6%	2.8%	3.5%	3.9%	4.3%	4.8%	5.2%	7.3%	10.2%	10.0%	6.08
	天候不順	2.4%	3.5%	4.0%	3.7%	4.1%	4.3%	4.4%	4.4%	4.5%	4.5%	1.85
政治	戦争	15.5%	18.2%	19.0%	20.0%	20.3%	20.8%	21.2%	22.4%	22.8%	23.5%	1.52
	テロ、革命	23.1%	28.1%	31.1%	32.8%	33.7%	34.7%	35.2%	37.0%	37.8%	38.8%	1.68
	暴動	0.4%	1.4%	1.8%	1.9%	2.2%	2.6%	2.8%	3.2%	3.6%	3.9%	9.06
	反社会的	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	5.55
技術	ライフライン、電力、水道	8.2%	8.8%	9.4%	9.6%	9.4%	9.9%	10.3%	21.0%	20.9%	20.5%	2.49
	情報通信、ICT、IT	6.7%	6.6%	6.9%	7.3%	7.0%	7.9%	8.4%	8.7%	8.9%	9.1%	1.37
	技術革新、イノベーション	10.2%	11.9%	13.1%	13.1%	13.3%	13.7%	14.0%	14.3%	14.4%	15.0%	1.48
	陳腐	5.2%	5.7%	6.1%	6.2%	6.7%	6.5%	7.0%	7.1%	6.8%	7.5%	1.45
	情報流出、漏えい	9.1%	16.2%	21.0%	23.2%	24.6%	25.9%	27.5%	28.6%	29.9%	30.8%	3.38
経営及び内部統制	事実	3.6%	4.4%	4.5%	4.8%	5.3%	5.5%	5.3%	5.0%	5.3%	5.0%	1.40
	虚偽	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	3.08
	合併	3.2%	3.6%	3.8%	4.0%	3.3%	3.6%	3.7%	3.6%	3.4%	3.5%	1.07
	買収	3.8%	5.0%	6.9%	7.2%	7.0%	7.2%	7.6%	8.2%	9.1%	10.0%	2.63
	知財	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	2.31
	侵害	12.6%	14.8%	16.8%	18.2%	19.3%	20.0%	20.6%	21.8%	22.5%	23.1%	1.84
	リスク情報	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	1.85
財務	改ざん	0.3%	0.8%	1.2%	1.3%	1.2%	1.4%	1.9%	2.3%	2.3%	2.6%	7.63
	詐欺	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	2.31
製品・サービス	欠陥	15.7%	18.4%	20.7%	21.7%	22.7%	23.6%	23.8%	24.3%	24.7%	25.2%	1.60
	瑕疵	4.6%	5.6%	6.9%	7.5%	8.1%	8.4%	8.6%	8.7%	8.9%	8.8%	1.92
	ミス	2.0%	2.6%	2.9%	3.2%	3.7%	3.7%	3.8%	3.8%	4.0%	4.2%	2.09
	事故	16.7%	25.3%	29.8%	33.2%	36.3%	39.0%	39.9%	45.7%	47.3%	47.9%	2.87
	過誤	0.4%	0.7%	0.9%	1.0%	1.4%	1.6%	1.6%	1.7%	1.9%	1.8%	4.25
	失敗	1.0%	0.7%	0.8%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%	1.3%	1.34
情報セキュリティ	システムダウン	0.3%	0.3%	0.7%	0.7%	1.0%	1.1%	1.0%	1.1%	1.0%	1.3%	3.70
	不正使用	0.3%	0.8%	0.8%	1.2%	1.2%	1.3%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%	5.55
	不正アクセス	1.0%	2.3%	3.5%	4.4%	4.9%	5.2%	5.4%	5.9%	6.4%	7.1%	6.86
	機密情報	1.1%	2.9%	3.8%	4.7%	5.9%	7.0%	8.0%	8.5%	9.3%	9.8%	8.68
	ウイルス、ウィルス	7.5%	9.6%	11.7%	13.6%	14.7%	16.0%	16.4%	17.7%	18.0%	18.5%	2.47
	ハッカー、ハッキング	1.1%	1.7%	2.2%	2.5%	2.7%	2.7%	2.8%	3.1%	3.1%	3.1%	2.77
環境問題	土壌	2.1%	2.6%	2.8%	3.2%	3.7%	4.2%	4.4%	4.6%	4.5%	4.5%	2.16
	大気	2.1%	2.5%	3.1%	3.7%	4.0%	4.2%	4.2%	4.3%	4.3%	4.5%	2.16
	水質	1.6%	1.8%	2.4%	2.8%	3.1%	3.3%	3.4%	3.7%	3.7%	4.0%	2.57
	放射能	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	1.4%	1.4%	-
	汚染	5.7%	6.9%	8.5%	9.5%	9.9%	10.3%	10.6%	12.1%	12.2%	12.6%	2.20
	騒音	2.6%	2.8%	2.8%	2.6%	2.5%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%	2.4%	0.92
廃棄物	廃棄物	4.9%	5.5%	6.1%	6.7%	6.9%	7.0%	7.5%	7.8%	8.0%	8.3%	1.70
	労働安全衛生	0.9%	1.6%	1.8%	1.8%	2.2%	2.5%	2.6%	2.9%	3.1%	3.0%	3.51
雇用	伝染病	4.2%	4.7%	5.1%	5.0%	5.1%	5.7%	6.0%	6.4%	6.5%	6.7%	1.60
	感染症	1.2%	1.1%	1.9%	2.1%	2.8%	6.3%	8.2%	10.2%	11.4%	12.4%	10.24
	食中毒	1.5%	1.9%	2.2%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.7%	2.7%	2.8%	1.90
	健康	3.6%	4.3%	6.1%	6.4%	7.0%	7.2%	7.3%	7.6%	7.8%	7.7%	2.16
	人材	15.7%	17.7%	20.1%	20.9%	21.9%	22.8%	23.0%	22.7%	22.8%	23.0%	1.46
雇用	差別	7.9%	8.7%	9.4%	9.7%	10.2%	9.9%	10.2%	10.2%	10.1%	10.2%	1.29
	プライバシー	2.5%	4.0%	4.2%	4.9%	5.2%	5.5%	5.6%	5.9%	6.0%	6.1%	2.42
	個人情報	7.8%	18.5%	22.7%	25.0%	27.0%	28.2%	29.4%	30.7%	31.8%	32.3%	4.13
	ストライキ	3.0%	4.0%	4.5%	4.1%	4.1%	3.9%	4.2%	4.0%	4.1%	4.6%	1.55

図表 12 はリスク開示分野の比率を示したものである。社会経済リスクの開示比率が減少している反面、自然災害、情報セキュリティ、労働安全衛生などの比率が増加している。リスクを CSR 関連リスクと非 CSR 関連リスク、システムリスクと個別リスクに分類した結果は図表 13、図表 14 のとおりである。CSR 関連リスクと個別リスクの比率が増加している。

(図表 12) リスク開示分野

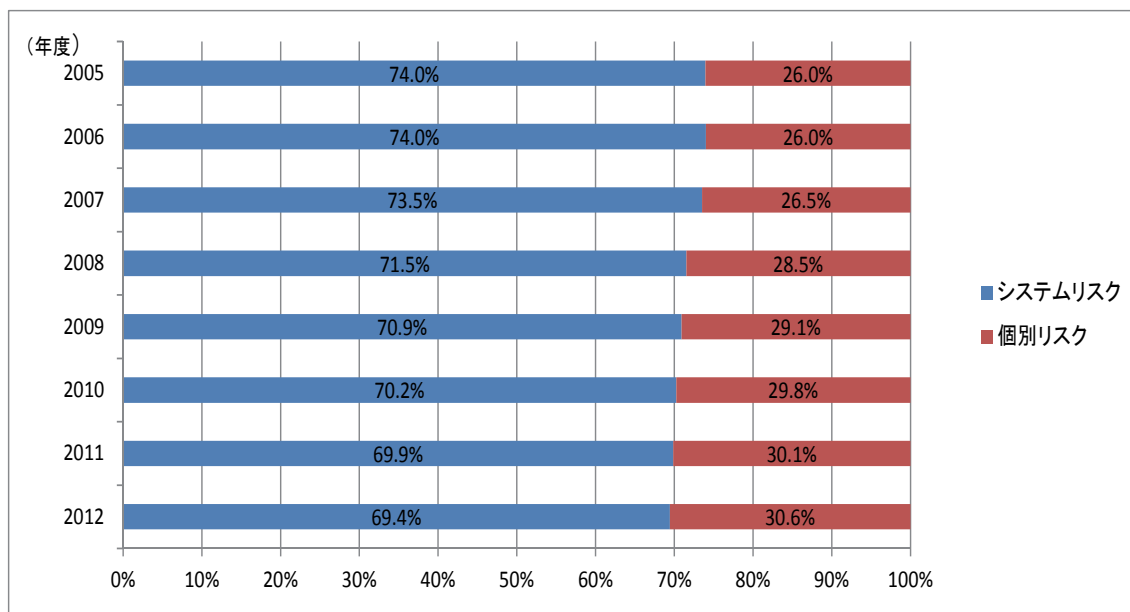


(図表 13) リスク開示分野 (CSR 関連リスク・非 CSR 関連リスク)



(注) CSR 関連リスク：環境、自然災害、労働、雇用、内部統制、セキュリティ、非 CSR 関連リスク:CSR リスク以外

(図表 14) リスク開示分野 (システムリスク・個別リスク)



(注) システムリスク：取引及び法的問題、社会経済、政治、個別リスク：上記以外

次に、リスク情報の開示と企業評価についてみることにしたい。リスク情報に情報的な価値を認め、株価や資本コストの面などでプラスの効果を持つのかマイナスの効果を持つのかについて検討している研究が存在する。例えば Li (2008) はリスク情報がネガティブな情報としてとらえられていることを明らかにしている。Lang and Lundholm (1996) や Nichols and Wieland (2009) は一般的な情報開示は予測誤差を減少させるが、リスク情報についてはアナリスト予想を分散させ、むしろ不確実性が増加することを示している。また、金 (2008) は有価証券報告書におけるリスク情報の開示に関して、「事業等のリスク」の開示が株主資本コストの低下につながることを実証した。一方で Campbell et al. (2011) ではリスク情報はビッド・アスク・スプレッドを代理変数とした場合、投資家と経営者の情報の非対称性を減少させるが、ベータや株式のボラティリティを代理変数とした場合は、情報の非対称性が増大すると解釈できる検証結果を導出している。さらに Leavy et al. (2010) は 10-k における可読性がアナリスト予想の分散や正確性に影響するとしている。同様に You and Zhang (2009) は 10-K において分量の長い文章には市場は反応しないとしている。以上のように開示効果の研究の中で、リスク情報についての情報的価値がプラスの効果をもつかマイナスの効果をもつかについては必ずしも結論がでていない (Campbell et al 2011)。

本稿では、リスクキーワード記載企業と企業価値 (PBR) の関係がこの 10 年でどのように推移しているかを概観する (図表 15)。キーワード記載の有無と PBR の相関を記載した。2003 年度はプラスの最大は 0.059、マイナスの最大は -0.062 である、2012 年度はプラスの最大は 0.112、マイナスの最大は -0.054 である。また PBR とプラスの相関を持



つキーワードの比率が 2003 年度の 21.4%から 2012 年度は 55.7%に上昇している。

単純相関であるため、解釈の余地が残るものの、従来、リスク情報の開示はマイナスに評価される傾向が強かったが、2009 年度以降、特にプラスに評価される場面が増えていると考えることができる（プラスの項目の全体の項目に対する比率 2008 年度 20.0% →2009 年度 52.9%）。

(図表 15) リスク情報開示と企業価値の関係

(年度)

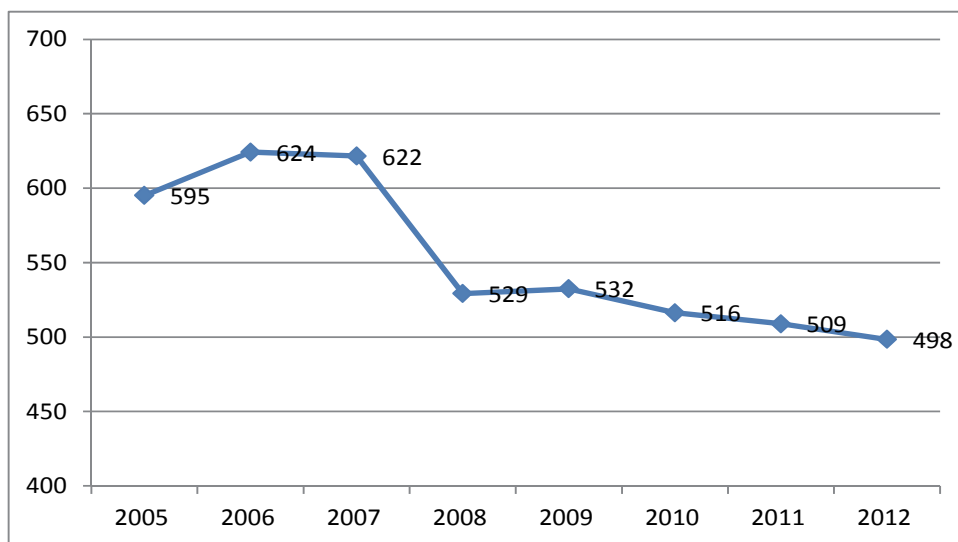
大項目	中項目	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
取引及び法的問題	倒産	-0.01	-0.01	-0.02	-0.01	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.01
	遅延	0.01	0.02	-0.01	-0.02	-0.02	-0.01	0.00	-0.01	-0.01	-0.01
	法令	0.00	0.05	0.03	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	0.00	0.03
	慣習	0.00	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	0.01	0.00	0.00	0.00
	規制	-0.03	-0.08	-0.07	-0.03	-0.03	-0.03	-0.02	-0.01	-0.01	-0.01
	禁止	-0.01	0.03	0.05	0.06	0.07	0.06	0.06	0.06	0.07	0.05
社会・経済	売上、販売、収入	-0.06	-0.03	0.01	0.01	0.02	0.02	0.03	0.00	0.03	0.04
	費用、コスト、支出	-0.03	-0.01	-0.01	0.02	0.02	0.02	0.04	0.03	0.05	0.02
	景気	-0.01	0.02	0.03	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03	0.02	-0.01
	市況	-0.02	0.00	0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.02	-0.02	-0.05
	消費者	0.00	0.03	0.05	0.08	0.08	0.08	0.09	0.08	0.10	0.10
	輸送	0.00	-0.02	-0.02	-0.01	-0.01	0.00	0.00	0.00	-0.01	-0.01
	金利	0.06	0.07	0.08	0.06	0.06	0.06	0.07	0.02	0.02	0.01
	為替	-0.04	-0.04	-0.04	-0.02	-0.02	-0.03	0.00	0.00	0.00	-0.04
	地価	0.02	0.04	0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.03	-0.03	-0.03
	株価	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.01	0.00	-0.01	-0.01	-0.03
	原油、燃料	-0.01	0.00	0.00	-0.01	-0.01	0.00	0.00	-0.01	-0.02	-0.05
	原材料、原料、資源	-0.03	-0.05	-0.04	-0.03	-0.03	-0.02	0.06	0.00	-0.01	-0.05
自然現象	地震	-0.01	-0.04	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	0.02	0.00	0.01	0.00
	津波	0.00	-0.01	-0.01	-0.01	0.00	0.00	0.03	0.03	0.03	0.00
	台風	0.00	-0.02	0.02	0.01	0.01	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03
	洪水	0.01	-0.01	-0.01	-0.01	0.00	0.00	0.02	0.00	0.01	0.00
	天候不順	-0.01	-0.02	-0.02	0.00	-0.01	0.00	0.00	-0.01	0.00	0.00
政治	戦争	-0.02	-0.02	-0.03	-0.01	-0.01	-0.02	0.01	0.01	0.02	-0.01
	テロ、革命	-0.01	0.01	-0.02	-0.01	-0.01	-0.02	0.01	0.01	0.01	-0.01
	暴動	0.00	-0.01	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.01	0.01	0.00
	反社会的	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.01	-0.01	-0.01	-0.02	-0.01
技術	ライフライン	-0.01	-0.02	-0.02	-0.01	-0.01	0.00	0.01	-0.01	-0.03	-0.03
	情報通信、ICT	-0.01	-0.02	-0.02	-0.01	-0.01	-0.02	0.01	-0.02	0.00	-0.01
	技術革新	-0.01	-0.01	-0.02	-0.01	-0.01	-0.02	0.00	0.00	-0.01	-0.02
	陳腐	-0.01	-0.01	-0.01	0.00	0.01	-0.01	0.00	-0.01	-0.01	0.01
	情報流出、漏えい	-0.01	-0.04	-0.04	0.00	-0.01	-0.01	-0.02	-0.02	0.01	0.03
経営及び内部統制	事実	0.02	0.08	0.02	-0.01	-0.01	0.00	-0.01	0.01	0.02	0.11
	虚偽	0.03	-0.01	0.00	0.00	-0.02	-0.02	-0.02	0.05	0.06	0.05
	合併	-0.01	-0.02	-0.03	0.03	-0.01	0.00	-0.01	-0.01	0.01	0.11
	買収	-0.01	-0.03	-0.01	-0.02	-0.02	-0.02	-0.01	0.00	0.00	0.01
	知財	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01	0.00
	侵害	-0.01	-0.03	-0.02	-0.01	-0.01	-0.02	0.01	0.09	0.09	0.10
	リスク情報	0.00	-0.01	0.00	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.03	0.04	0.03
	改ざん	0.00	0.00	-0.01	0.00	-0.01	-0.01	0.00	0.03	0.04	0.03
製品・サービス	詐欺	0.00	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	0.04	-0.01	-0.01
	欠陥	-0.01	-0.01	-0.04	-0.02	-0.02	-0.03	0.00	0.00	0.00	-0.02
	瑕疵	0.02	0.10	0.03	0.00	0.00	-0.01	-0.01	0.01	0.00	-0.02
	ミス	-0.01	-0.03	-0.02	-0.01	0.00	-0.01	0.00	0.02	0.04	0.06
	事故	0.00	0.04	0.00	-0.01	-0.01	0.00	0.01	0.01	0.03	0.01
	過誤	0.00	-0.01	-0.01	0.00	0.00	-0.01	-0.01	0.03	0.03	0.05
	失敗	0.00	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	0.01	0.00	0.00	-0.01
情報セキュリティ	システムダウン	0.00	-0.01	-0.01	0.00	-0.01	-0.01	-0.02	-0.02	0.00	-0.01
	不正使用	0.00	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	0.00	0.02
	不正アクセス	-0.01	-0.02	-0.02	-0.01	-0.01	-0.01	-0.02	0.01	0.01	0.03
	機密情報	0.00	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	0.01	0.03
	ウイルス	-0.01	-0.02	-0.02	0.00	0.02	0.01	0.01	0.00	0.01	0.04
	ハッカー、ハッキング	-0.01	-0.02	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	0.00	0.00	0.01
環境問題	土壌	0.03	0.10	0.00	-0.01	-0.01	0.00	0.03	0.01	0.01	0.01
	大気	-0.01	0.01	0.03	0.02	-0.01	0.00	0.01	0.00	0.01	0.00
	水質	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	0.00	0.02	0.00	0.00	0.00
	放射能							0.01	0.00	-0.01	-0.01
	汚染	0.02	0.07	0.02	0.02	0.00	-0.01	0.02	0.01	0.00	0.02
	騒音	0.00	-0.03	-0.02	-0.01	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02
	廃棄物	-0.01	-0.02	-0.02	-0.01	-0.01	-0.01	0.01	-0.01	0.00	-0.02
労働安全衛生	労働災害	0.01	-0.03	0.01	-0.01	0.01	0.00	0.01	0.00	0.00	-0.01
	伝染病	-0.01	0.00	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.02
	感染症	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.01	0.03	0.03	0.03
	食中毒	-0.01	-0.02	-0.01	-0.01	-0.01	0.01	-0.01	-0.01	0.02	0.03
	健康	-0.01	0.00	0.02	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.06
	人材	-0.01	-0.04	-0.04	-0.02	-0.02	-0.03	-0.02	-0.02	-0.01	0.04
雇用	差別	-0.01	-0.04	-0.01	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	0.03	0.05	0.10
	プライバシー	-0.01	-0.02	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.02	0.00	0.00	0.06
	個人情報	-0.01	0.01	0.02	0.05	0.05	0.05	0.05	0.03	0.06	0.11
	ストライキ	0.00	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	0.00	-0.01	-0.02	-0.02
	MAX	0.06	0.10	0.08	0.08	0.08	0.08	0.09	0.09	0.10	0.11
MIN	-0.06	-0.08	-0.07	-0.03	-0.03	-0.03	-0.02	-0.03	-0.03	-0.05	
比率	21.4	28.6	24.3	27.1	25.7	20.0	52.9	50.0	62.9	55.7	

「事業等のリスク」の記載については、説明が必ずしも十分にされていないという批判がある。図表 16 は各キーワードに対して文字数の平均の推移を示したものである。キーワードあたりの文字数が減少しており、リスクの増大に伴い説明が簡素になってきていることがわかる。

(図表 16) リスクあたりの開示文字数

(文字数)

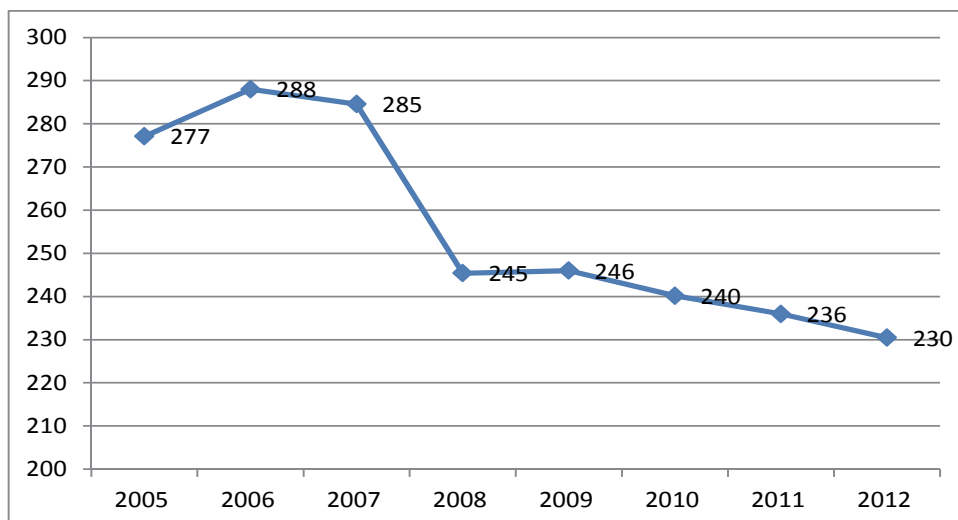
リスク文字数／リスク分類数



(年度)

(文字数)

リスク文字数／リスクキーワード

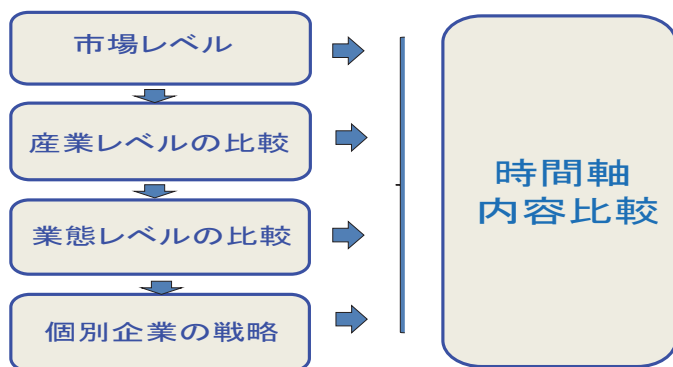


(年度)

### 3. 定性情報の活用

本節では、「事業等のリスク」が、事業環境の実態や変化を反映したものになっているか、さらにはその変化を見ることで企業行動や戦略の変化を読み解く材料があるかをみていくこととしたい（図表 17）。

（図表 17） リスク開示情報から読み取れること

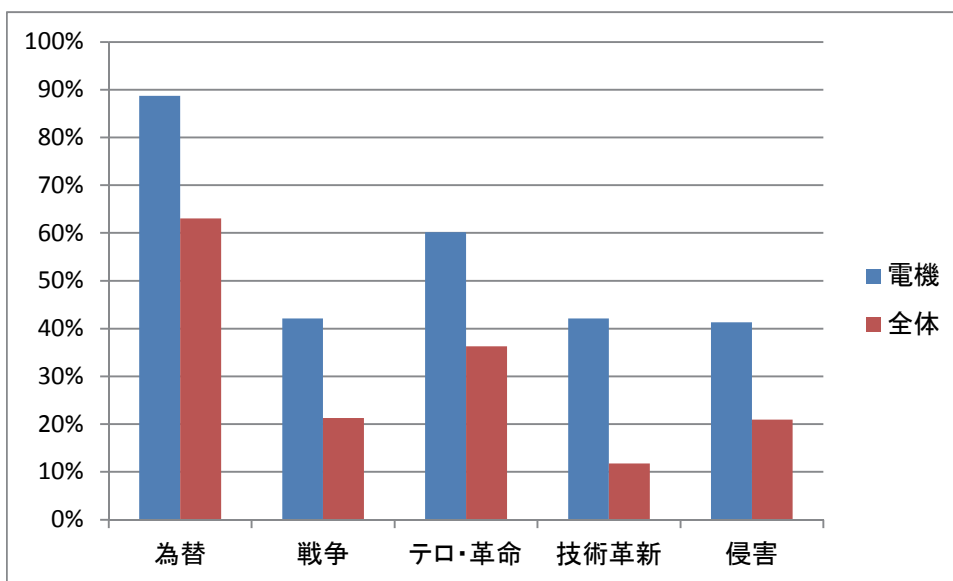


#### 3-1 産業別の開示効果

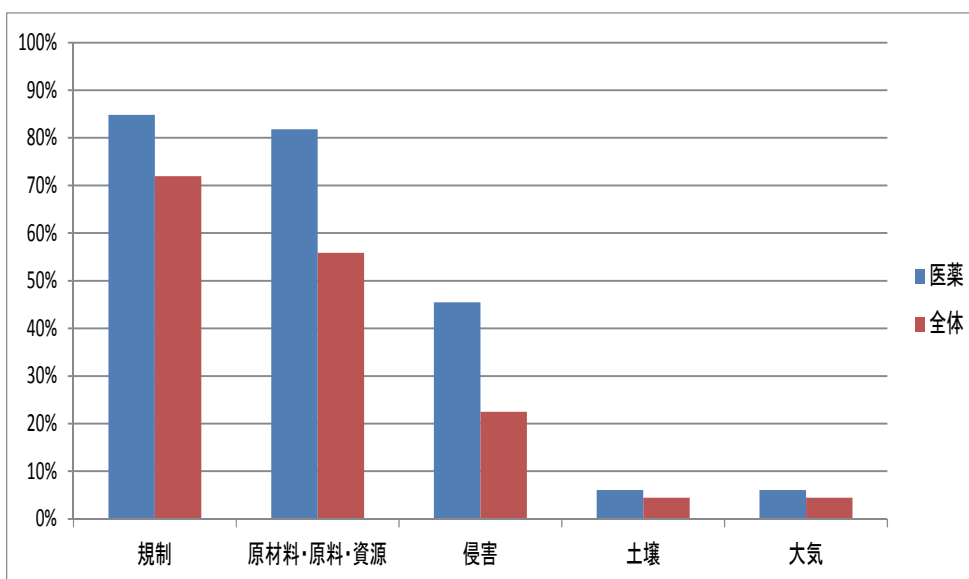
最初に産業間でリスク情報の開示内容に相違があるかを確認したい。

図表 18 は電機産業とその他全産業におけるリスク別開示比率（2012 年度）を、図表 19 は医薬品産業とその他全産業におけるリスク別開示比率（2012 年度）を記載している。電機産業については、為替、戦争、テロ・革命に加えて技術革新、侵害などの項目がその他全産業を上回っている。技術革新、侵害などは特許権や様々な技術関連のリスクが記載されたことが考えられる。医薬品産業については、規制、原材料・原料・資源、侵害、土壌、大気などの項目がその他全産業を上回っている。医薬品関連の規制や特許侵害などの問題が影響していると考えられる。

(図表 18) 電機産業に属する企業とその他全産業におけるリスク別開示比率

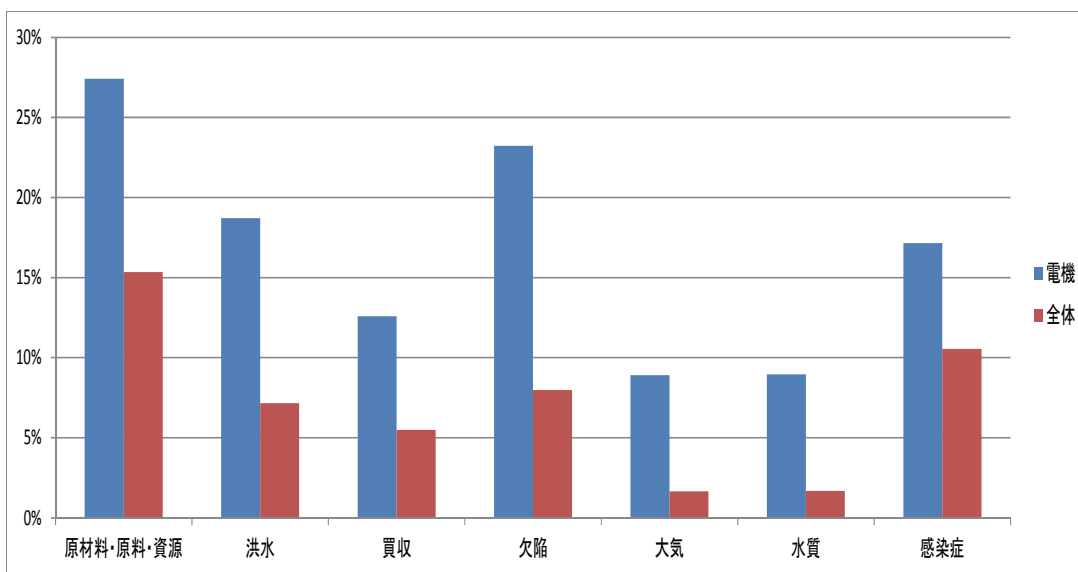


(図表 19) 医薬品産業に属する企業とその他全産業におけるリスク別開示比率

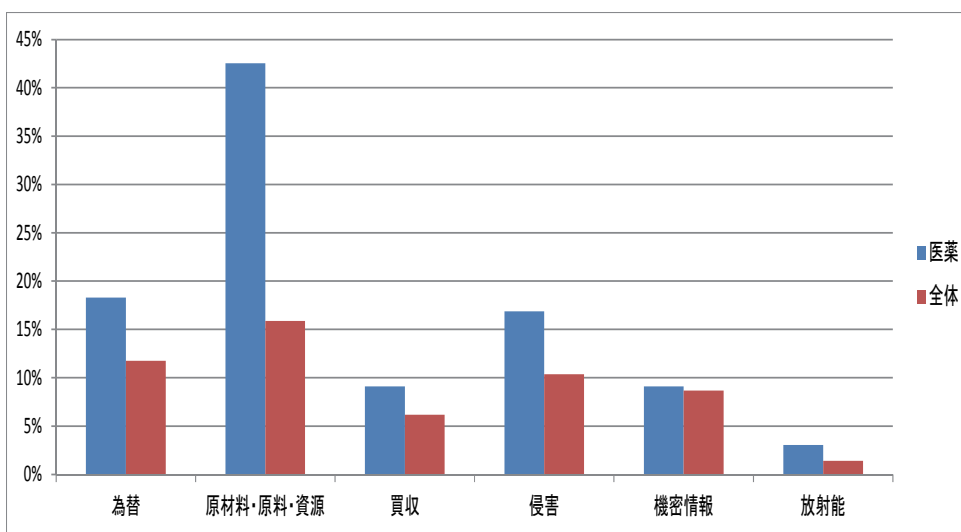


次に図表 20 は電機産業とその他全産業、図表 21 は医薬品産業とその他全産業におけるリスク別開示比率の変化（2003 年度→2012 年度）を示している。電機産業では、原材料・原料・資源、洪水、買収、欠陥、大気、水質、感染症などの項目がその他全産業の増加率を上回った。タイの洪水やメキシコでの新型インフルエンザなどの影響が考えられる。医薬品産業については為替、原材料・原料・資源、買収、侵害、機密情報、放射能などがその他全産業の増加率を上回った。医薬品業界では大きな M&A が続いたことなどが影響していると思われる。

(図表 20) 電機産業に属する企業とその他全産業におけるリスク別開示比率の変化

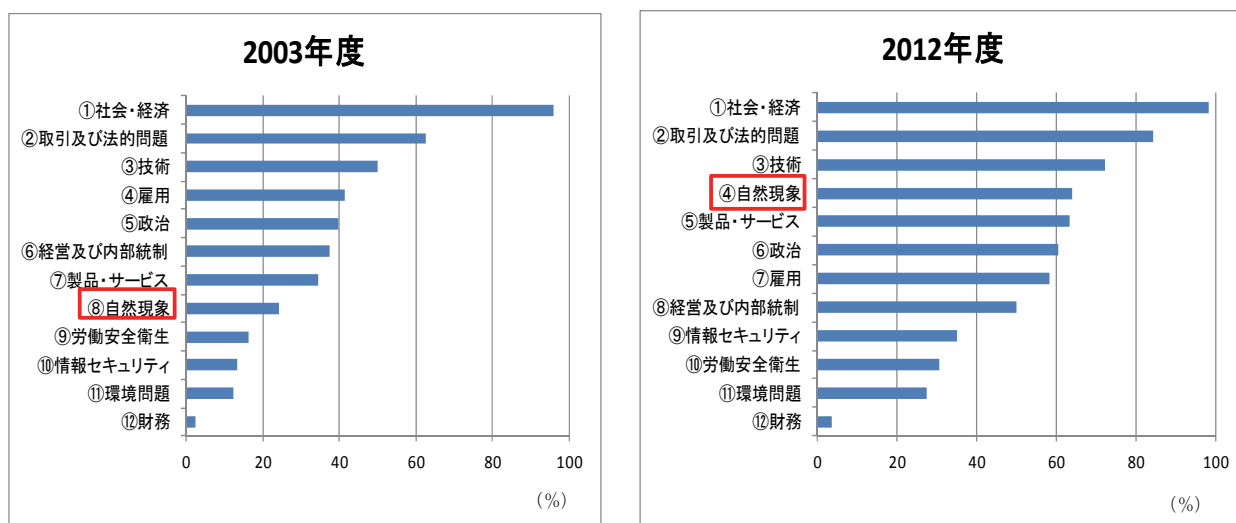


(図表 21) 医薬品産業に属する企業とその他全産業におけるリスク別開示比率の変化



次に電機産業において開示されたリスクの変化をリスク分類で整理したものが図表 22 である。2003 年度と 2012 年度を比較している。自然災害リスクは 2003 年度には全体で 8 番目であったが、2012 年度では 4 番目に順位をあげている。2012 年度では製品・サービス、政治、雇用に関するリスクを上回った。近時、度重なる地震、津波などの自然災害の発生を踏まえて開示が増加している。姚俊（2013）では、非伝統的リスクの拡大が主張され、Doran and Quinn（2009）では、現在のビジネス界では、伝統的、経済的、金融的リスクが、新しい自然災害リスクとつながっていることがすでに認識されているとしている。本稿の結果はこうした主張につながるものと思われる。

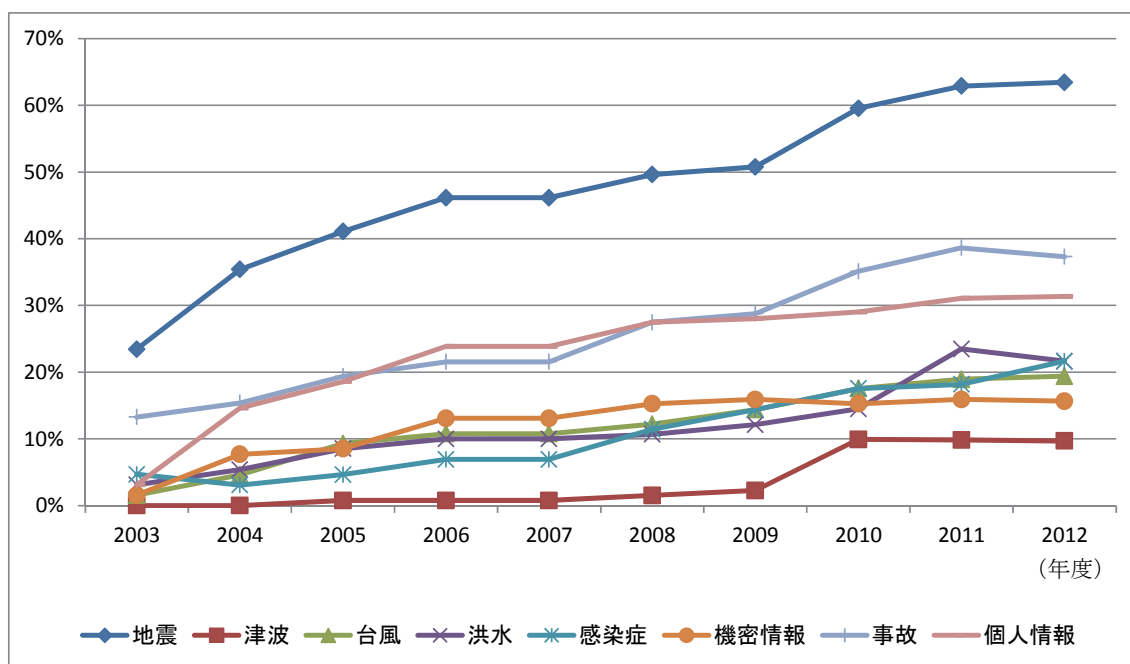
(図表 22) 電機産業におけるリスクの変化



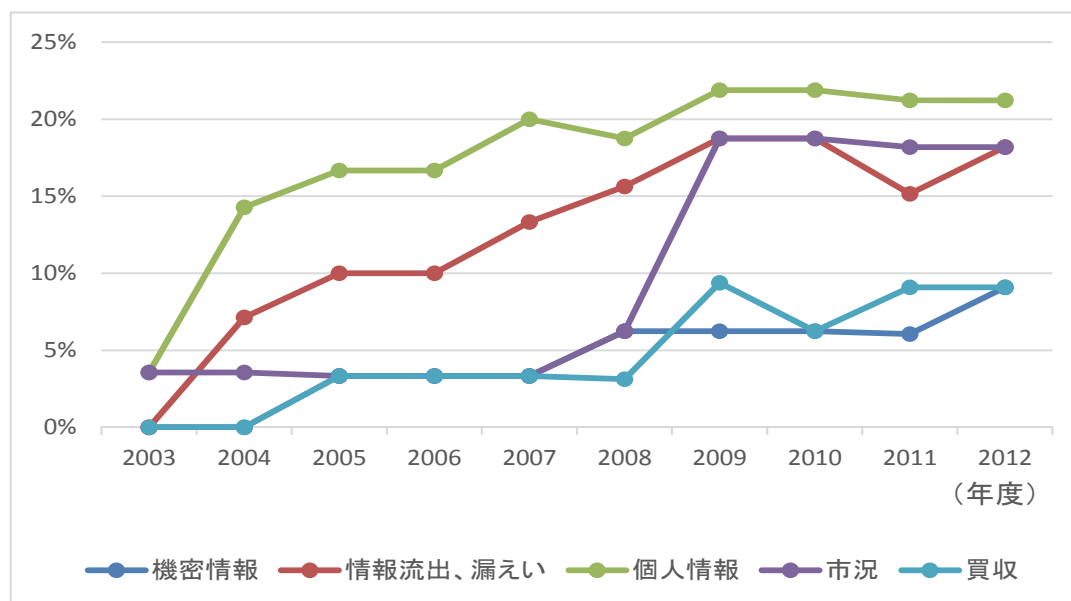
図表 23 は電機産業における各リスクの時系列変化を示したものである。2003 年度に対して 2012 年度開示順位が上昇したキーワードとして、地震、津波、台風、洪水などの自然災害や感染症さらに機密情報、事故、個人情報など情報関連のキーワードがあげられる。

図表 24 医薬品産業における各リスクの時系列変化を示したものである。2003 年度に対して 2012 年度開示順位が上昇したのものとして、機密情報、情報流失・漏えい、個人情報など情報関連のキーワード、加えて市況、さらに近時の業界再編の状況を反映して買収があがっている。

(図表 23) 電機産業における各リスクの時系列変化



(図表 24) 医薬品産業における各リスクの時系列変化



### 3-2 業態間の比較

次に業態間の比較についてみていく。図表 25 は自動車産業における完成車メーカーと部品メーカーの開示率の推移について、2003 年度と 2012 年度で開示率の差が縮まった項目である（逆転した項目を含む）。こうした項目については、完成車メーカーから部品メーカーに対してリスク管理の要請が強まる項目と考えることができる。



(図表 25) 完成車メーカーと部品メーカーの開示率の推移 (%)

	年度	規制	消費者	テロ・革命	欠陥	ストライキ
完成車	2003	90.0	60.0	70.0	40.0	50.0
	2004	90.0	50.0	80.0	60.0	60.0
	2005	100.0	50.0	80.0	50.0	60.0
	2006	100.0	50.0	80.0	50.0	60.0
	2007	100.0	50.0	80.0	50.0	60.0
	2008	100.0	40.0	80.0	40.0	60.0
	2009	90.9	36.4	72.7	45.5	54.5
	2010	90.9	36.4	72.7	45.5	54.5
	2011	90.9	36.4	72.7	45.5	54.5
	2012	90.9	36.4	72.7	45.5	54.5
部品	2003	46.9	3.1	40.6	34.4	9.4
	2004	65.6	3.1	62.5	46.9	18.8
	2005	68.8	3.1	59.4	50.0	18.8
	2006	69.7	6.1	69.7	54.5	18.2
	2007	69.7	9.1	66.7	54.5	18.2
	2008	69.7	6.1	66.7	54.5	18.2
	2009	69.7	6.1	72.7	54.5	21.2
	2010	69.7	9.1	69.7	54.5	18.2
	2011	72.7	9.1	69.7	60.6	18.2
	2012	75.8	9.1	72.7	60.6	21.2
完成車-部品	2003	43.1	56.9	29.4	5.6	40.6
	2004	24.4	46.9	17.5	13.1	41.3
	2005	31.3	46.9	20.6	0.0	41.3
	2006	30.3	43.9	10.3	-4.5	41.8
	2007	30.3	40.9	13.3	-4.5	41.8
	2008	30.3	33.9	13.3	-14.5	41.8
	2009	21.2	30.3	0.0	-9.1	33.3
	2010	21.2	27.3	3.0	-9.1	36.4
	2011	18.2	27.3	3.0	-15.2	36.4
	2012	15.2	27.3	0.0	-15.2	33.3
完成車-部品	2003-2012	28.0	29.6	29.4	20.8	7.3

図表 26 は電機産業の業態ごとに 2003 年度と 2012 年度の開示率の変化をみたものである。業態は日経業種コードの細分類で分類した。自然災害の分野で開示率が最も上昇したのは電子部品である。東日本大震災の際に部品供給に大きな問題が発生したことが反映していると考えられる。技術分野では重電が上昇している。これは災害時にライフラインが寸断したことが影響していると考えられる。以上の点から有価証券報告書の「事業等のリスク」は企業の様々なリスクを概ね反映していると考えられる。また、その変化などから企業の戦略を示唆する内容が含まれている可能性がある。

(図表 26) 電機産業業態別開示率の変化

		(%)											
年度	業態	取引及び法的問題	社会・経済	自然現象	政治	技術	経営及び内部統制	財務	製品・サービス	情報セキュリティ	環境問題	労働安全衛生	雇用
2003年度	重電	22.2	88.9	11.1	11.1	44.4	11.1	0.0	11.1	0.0	22.2	0.0	11.1
	家庭電器(含音響機器)	73.7	94.7	36.8	52.6	63.2	42.1	5.3	36.8	15.8	10.5	36.8	42.1
	通信機(含通信機部品)	72.0	96.0	20.0	36.0	52.0	36.0	4.0	36.0	28.0	24.0	4.0	40.0
	電子部品	55.2	100.0	24.1	44.8	62.1	41.4	0.0	31.0	3.4	10.3	20.7	58.6
	制御機器	41.7	91.7	50.0	33.3	33.3	33.3	0.0	50.0	0.0	8.3	0.0	33.3
2012年度	重電	50.0	100.0	50.0	20.0	70.0	50.0	0.0	30.0	10.0	30.0	20.0	20.0
	家庭電器(含音響機器)	85.7	95.2	71.4	71.4	81.0	61.9	0.0	66.7	47.6	33.3	33.3	76.2
	通信機(含通信機部品)	80.0	96.0	60.0	60.0	76.0	44.0	4.0	60.0	48.0	24.0	24.0	56.0
	電子部品	89.7	100.0	69.0	62.1	86.2	51.7	6.9	72.4	34.5	34.5	44.8	65.5
	制御機器	75.0	100.0	66.7	66.7	50.0	50.0	8.3	58.3	25.0	16.7	25.0	58.3
2012年度-2003年度	重電	27.8	11.1	38.9	8.9	25.6	38.9	0.0	18.9	10.0	7.8	20.0	8.9
	家庭電器(含音響機器)	12.0	0.5	34.6	18.8	17.8	19.8	-5.3	29.8	31.8	22.8	-3.5	34.1
	通信機(含通信機部品)	8.0	0.0	40.0	24.0	24.0	8.0	0.0	24.0	20.0	0.0	20.0	16.0
	電子部品	34.5	0.0	44.8	17.2	24.1	10.3	6.9	41.4	31.0	24.1	24.1	6.9
	制御機器	33.3	8.3	16.7	33.3	16.7	16.7	8.3	8.3	25.0	8.3	25.0	25.0

### 3-3 個別企業の開示効果

業界別、業態別に続いて個々の企業についてのリスク開示をみていくこととしたい。図表 27 は 2011 年度の主要医薬品メーカーについて「事業等のリスク」に記載のあるリスク内容を整理したものである（図表 7 と図表 9 の項目）。掲載企業中リスク開示項目数が最も多い大塚製薬が 2012 年 8 月に国際規格「ISO22301」認証を取得した。リスク開示項目は沢井製薬や第一三共における二重化の実施についても具体的な管理行動と整合性がとれた内容となっている（薬事医療業界ニュース 東日本大震災から 2 年 製薬各社の対応をアンケート 2013 年 03 月 11 日参照）。こうした点をみると「事業等のリスク」の内容を比較してみることで企業戦略などに関する一定の情報が得られる可能性がある。

(図表 27) 主要医薬品メーカーにおける 2011 年度「事業等のリスク」記載内容

会社名	代替	戦争	テロ・革命	放射能	その他含む開示 リスク項目合計
田辺三菱製薬	0	0	0	0	13
あすか製薬	0	0	0	1	9
科研製薬	0	0	0	0	2
小野薬品工業	0	0	0	0	11
扶桑薬品工業	0	0	0	0	5
キッセイ薬品工業	0	0	0	0	7
沢井製薬	1	0	0	0	7
第一三共	1	1	1	0	22
大塚ホールディングス	0	1	1	0	23

(1:開示有り、0:開示なし)

以上の通り、リスク情報にはリスクの内容だけでなく、産業間、産業内で比較を行うことで、企業の戦略や行動に関する情報が含まれている可能性が示された。こうした情報は同業他社との比較によって企業分析や企業向けコンサルティングの材料として活用することができるものと思われる。

## 4. 定性情報開示企業の特徴

### 4-1 分析の背景

情報開示の要因として、経営者と株主の間にはエージェンシー問題があり、その主因は情報の非対称性であると考えられる。それを解消するための手段として情報開示を行うことで経営者は投資家との間の情報の非対称性を解消しようとする。開示を基礎づける理論としてエージェンシー理論やステークホルダー理論などがあげられる(古賀, 2012, Yi and Howard, 2011)。

エージェンシー理論の枠組みはもともと経済学上、リスクに対する態度が異なる主体の間でどのようにリスクをシェアするかという観点から生まれてきた(Arrow, 1963)。当初、投資家と経営者の間の関係であった理論が拡張され、会計情報の開示を説明する点でも有効になった(Morris, 1987)。しかしながらエージェンシー理論における経営者と投資家の関係においては、1期間であれば金額の測定は容易であるが長期間となる場合、金額の算定が難しくなる。さらに量的に予測が難しいまたはコントロールできないリスクに対しては金額の算定は容易ではないため両者の関係を規律することが難しくなる(Subramaniam, 2006)。こうした観点から、エージェンシー理論の中で異なるタイプのリスク情報が開示効果の点で、どのような違いを持つのかを整理することが有用であると思われる(野田, 2013)。

ステークホルダー理論においては、幅広いステークホルダーとの関係を考慮し、従業員や地域社会など投資家とは違った観点で利害関係を調整する必要がある。そのため、様々なタイプのリスクへ対応する機会が増加すると考えられる(野田, 2013)。従って、本節においては定性情報に関して日本企業がどのような情報を開示しているか、開示に積極的な企業はどのような特徴を持つのかを分析する。

### 4-2 先行研究

日本における定性情報に関して、開示企業の特徴を分析した先行研究としては、財務会計基準機構(2005)、小西(2008)、張替(2008)、中野(2010)などがある。小西(2008)では、リスク情報に関して、東証1部上場企業100社を抽出し、2004年及び2005年3月期決算の企業における金融リスク及び経営リスク等に該当する記述数をカウントした。その結果、当該リスク総数と総資産、総売上高の間に正の相関関係を発見した。張替(2008)では、大規模で事業リスクの高い企業ほどリスク情報の開示に積極的であるとの結論を得ている。さらに中野(2010)においては、以下の点が主張されている。「事業等のリスク」及び「MD&A」に関して、規模が大きく、市場からの注目度が高く、事業構造が複雑な企業ほどリスク情報を積極的に開示している。事業リスクが高い場合は、「事業等のリスク」に反映させるといえるが、「MD&A」に関しては開示量が多いという傾向を示している。

以上の先行研究を踏まえつつ、本稿においては「事業等のリスク」、「MD&A」に加え、

「対処すべき課題」「コーポレート・ガバナンスの状況」も分析対象に加えた。分析項目について、株主構成、取締役会規模、社外取締役などのガバナンス項目についても併せて分析を実施している。

#### 4-3 分析手法

##### (1) 予想される結果

前記の先行研究で実証されている点も踏まえ予想される結果は以下のとおりである。企業の規模が大きく、事業セグメントが多いなど事業構造が複雑な企業は開示量が多いことが予想される。事業リスクが高いまたは負債の依存度が高い場合は、それだけリスク要因が増加するため開示量が増加するものと思われる。さらに収益性や成長性が高い場合は、自社の取り組みに自信があるため開示に積極的であることが考えられる。また、社外取締役や外国人株主など株主構成によってガバナンス効果が働く場合は開示に積極的になることが予想される。

##### (2) 手法

開示に積極的な企業の特徴を分析するため、被説明変数を開示量「対処すべき課題 (Problem)」、「事業等のリスク (RISK)」、「経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析 (MD&A)」、「コーポレート・ガバナンスに関する状況 (Governance)」の該当箇所における文字数の対数値、説明変数に収益性、成長性、事業リスク、事業構造、ガバナンスに関連する変数を入れた多変量回帰分析を行う。説明変数は中野 (2010) を参考に、事業構造の観点で資産合計 (ASSET)、事業セグメント数 (BUSINESS-SEGMENT)、地域セグメント数 (AREA-SEGMENT)、海外売上高比率 (FRGN-SALE)、収益性指標として総資産利益率 (ROA)、成長性指標として成長率 (GROWTH)、事業リスクとして、ROA 標準偏差 (ROAVOL)、負債比率 (LEVERAGE)、株価純資産倍率 (PBR)、ガバナンスに関連する変数として、外国人持株比率 (FRGN)、安定保有比率 (ANTEI)、取締役人数 (BOARD)、社外取締役比率 (IDRTO)、BCP 開示企業 (BCP) をあげている。分析では年次及び業種ダミーを入れている。

$$\begin{aligned} & \text{Disclosure (Problem, RISK, MD\&A, Governance)}_{it} \\ & = \beta_0 + \beta_1 \text{ASSET}_{it} + \beta_2 \text{ROA}_{it} + \beta_3 \text{ROAVOL}_{it} + \beta_4 \text{GROWTH}_{it} + \beta_5 \text{PBR}_{it} + \beta_6 \text{LEVERAGE}_{it} + \beta_7 \text{BUSINESS-SEGMENT}_{it} \\ & \quad + \beta_8 \text{AREA-SEGMENT}_{it} + \beta_9 \text{FRGN-SALE}_{it} + \beta_{10} \text{FRGN}_{it} \\ & \quad + \beta_{11} \text{ANTEI}_{it} + \beta_{12} \text{BOARD}_{it} + \beta_{13} \text{IDRTO}_{it} + \beta_{14} \text{BCP}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

##### (3) サンプル

本稿では金融等を除く東証一部上場企業 3 月期決算企業で 2005 年度から 2012 年度の決算数値がすべてそろった 6,852 社・年を対象とした。変数が 0.5% タイル値を下回るものにつ

いては 0.5%タイル値に修正している (99.5%タイル値を上回るものについては 99.5%値に修正している)。財務数値、ガバナンスに関する数値は日経 NEEDS Financial Quest、日経 Cags から取得した。

本分析における基本統計量は図表 28、変数間の相関係数は図表 29、各変数の定義は図表 30 のとおりである。

(図表 28) 基本統計量

	度数	最小値	最大値	平均値	標準偏差
ASSET	6852	3.833	7.060	5.127	0.609
ROA	6852	-8.340	27.100	5.323	4.498
ROAVOL	6852	0.201	15.288	2.339	2.042
PROFIT	6852	-0.231	0.247	0.026	0.052
GROWTH	6852	0.595	2.229	1.020	0.142
PBR	6852	0.233	12.306	1.366	1.277
LEVERAGE	6852	10.280	1220.130	167.236	171.318
BUSINESS-SEGMENT	6852	0.000	0.903	0.407	0.248
AREA-SEGMENT	6852	0.000	0.778	0.279	0.260
FRGN-SALE	6852	0.000	86.460	23.055	24.302
FRGN	6852	0.220	50.850	13.723	11.108
ANTEI	6852	1.460	73.410	36.223	15.365
BOARD	6852	0.314	1.878	0.815	0.283
IDRTO	6852	0.000	60.000	8.690	12.272
BCP	6852	0.000	1.000	0.108	0.310
Problem	6852	2.188	4.280	3.145	0.453
RISK	6852	2.494	4.181	3.222	0.291
MD&A	6852	2.602	4.423	3.337	0.269
Governance	6852	3.074	4.166	3.686	0.232

(図表 29) 変数間の相関係数

	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	⑩	⑪	⑫	⑬	⑭	⑮	⑯	⑰	⑱	
① ASSET		0.09	-0.17	0.07	0.03	0.05	0.18	0.29	0.16	0.24	0.55	-0.30	0.22	0.14	0.14	0.22	0.38	0.25	0.24
② ROA	0.05		0.10	0.73	0.40	0.43	-0.24	-0.12	0.07	0.11	0.20	-0.13	0.09	0.08	-0.02	-0.02	0.05	0.08	-0.07
③ ROAVOL	-0.19	0.10		-0.09	0.06	0.23	-0.12	-0.17	0.27	0.37	0.04	-0.08	-0.14	0.06	-0.05	-0.04	0.12	0.05	0.00
④ GROWTH	0.06	0.72	0.05		0.37	0.34	-0.23	-0.06	-0.06	0.17	0.24	-0.05	0.07	0.05	-0.07	-0.01	0.02	0.19	-0.04
⑤ PROFIT	0.08	0.42	-0.04	0.34		0.25	-0.03	0.00	-0.03	0.09	0.04	0.02	0.05	-0.02	-0.03	-0.04	0.02	0.04	-0.12
⑥ PBR	0.21	0.54	0.10	0.47	0.34		0.17	-0.06	0.02	0.00	0.15	-0.01	0.03	0.01	-0.02	-0.02	0.12	0.05	-0.12
⑦ LEVERAGE	0.22	-0.38	-0.14	-0.42	-0.09	0.07		0.20	-0.05	-0.12	-0.18	-0.04	0.04	0.02	0.04	0.09	0.06	-0.02	0.05
⑧ BUSINESS-SEGMENT	0.20	-0.13	-0.10	-0.08	-0.02	0.05	0.20		-0.14	-0.13	0.04	-0.12	0.07	0.01	0.08	0.12	0.13	0.08	0.04
⑨ AREA-SEGMENT	0.17	0.09	0.31	0.07	0.02	0.10	-0.09	-0.15		0.78	0.27	-0.17	0.00	0.04	0.13	0.09	0.10	0.07	0.06
⑩ FRGN-SALE	0.22	0.11	0.37	0.06	0.04	0.14	-0.12	-0.14	0.87		0.35	-0.24	-0.02	0.00	0.04	0.04	0.17	0.12	0.06
⑪ FRGN	0.62	0.28	0.03	0.22	0.07	0.13	-0.18	0.08	0.30	0.36		-0.45	0.00	0.19	0.07	0.13	0.28	0.25	0.14
⑫ ANTEI	-0.23	-0.07	-0.07	-0.04	0.02	-0.15	-0.07	-0.17	-0.15	-0.20	-0.40		0.03	-0.07	-0.03	-0.16	-0.16	-0.14	-0.02
⑬ BOARD	0.24	0.02	-0.14	0.02	0.04	0.05	0.07	0.06	-0.04	-0.00	0.06	0.07		-0.02	-0.02	0.02	0.07	0.04	-0.06
⑭ IDRTO	0.14	0.03	0.03	0.08	-0.09	0.10	0.01	0.15	0.02	0.05	0.14	-0.09	-0.03		0.01	0.15	0.25	0.13	0.24
⑮ BCP	0.13	-0.07	0.00	-0.03	-0.08	0.01	0.02	0.09	0.04	0.15	0.07	-0.00	-0.07	0.02		0.01	0.14	0.02	0.23
⑯ Problem	0.27	-0.05	-0.08	0.03	-0.07	0.08	0.05	0.17	0.04	0.04	0.17	-0.12	0.05	0.20	0.08		0.22	0.07	0.23
⑰ RISK	0.29	0.08	0.12	0.04	0.08	0.16	0.07	0.12	0.12	0.18	0.29	-0.17	0.03	0.24	0.14	0.28		0.42	0.37
⑱ MD&A	0.14	0.07	0.05	0.05	0.02	0.11	-0.08	0.05	0.07	0.09	0.18	-0.14	0.04	0.09	0.09	0.05	0.38		0.13
Governance	0.24	-0.09	0.07	-0.06	-0.12	-0.12	0.06	0.09	0.05	0.05	0.13	-0.05	-0.08	0.27	0.24	0.26	0.29	0.10	

(注) 上段 Pearson 下段 Spearman

(図表 30) 各変数の定義

	変数	定義
ASSET	資産合計	資産合計(対数)
ROA	ROA	総資産利益率
ROAVOL	ROA標準偏差	ROA5年間の標準偏差
PROFIT	最終利益率	最終利益/売上高
GROWTH	成長率	売上前年比
LEVERAGE	負債比率	負債/資本*100
PBR	株価純資産倍率	期末時価総額/期末自己資本
BUSINESS-SEGMENT	事業セグメント数	事業セグメント(対数)
AREA-SEGMENT	地域セグメント数	地域セグメント(対数)
FRGN-SALE	海外売上高	海外売上高/売上
FRGN	外国人持株比率(%)	外国人持株数/株式総数*100
ANTEI	安定保有比率(%)	安定保有株式数/株式総数*100
BOARD	取締役人数	取締役人数(対数)
IDRTO	社外取締役比率	社外取締役人数/取締役人数
BCP	BCP開示企業	有価証券報告書にBCP記載あり:1、なし:0
Problem	対処すべき課題	文字数_対処すべき課題(対数)
RISK	事業等のリスク	文字数_事業等のリスク(対数)
MD&A	財政状態及び経営成績の分析	文字数_財政状態及び経営成績の分析(対数)
Governance	コーポレート・ガバナンスの状況	文字数_コーポレート・ガバナンスの状況(対数)

#### 4-4 分析結果（図表 31）

##### （1） 「対処すべき課題」

ASSET が 1%水準でプラスに有意であり、規模の大きい企業が開示に積極的である。AREA-SEGMENT が 1%水準でプラスに有意。LEVERAGE は 1%水準でマイナス有意となった。ROAVOL は 1%でマイナス有意な結果である。ROA は 5%水準でマイナス有意、GROWTH は明確な結果はでていない。

株主構成では ANTEI が 1%水準でマイナス有意となり、安定株主が多い場合は開示に積極的でない。FRGN は 1%水準でマイナス有意となり、予想と反対の結果となった。

IDRTO は 1%水準でプラスに有意であり、社外取締役の効果が示唆される。また BCP は 1%水準でプラス有意であり、ガバナンスの観点から開示に積極的である結果となった。

##### （2） 「事業等のリスク」

ASSET が「対処すべき課題」と同様に 1%水準でプラスに有意である。BUSINESS-SEGMENT が 5%水準でプラスに有意、FRGN-SALE が 1%水準でプラスに有意となった。ROAVOL は 1%水準でプラス有意な結果となった。リスク要因が多い企業は開示に積極的であると解釈できる。GROWTH は明確な結果はでていない。PBR が 1%水準でプラスに有意となった。PBR の高い企業は相対的に無形資産が多く、無形資産の多い企業は企業特有のリスクが多いため、開示量が増加することが考えられる。

株主構成では ANTEI が 1%水準でマイナス有意となり、安定株主がいる場合は必ずしも開示の必要性が少ないことが考えられる。FRGN は 1%水準でマイナス有意となった。IDRTO は 1%水準でプラスに有意であり、社外取締役の効果が示唆される。また BCP は 1%水準でプラスに有意であり、この点は「対処すべき課題」と同様である。

##### （3） 「MD&A」

ASSET が「対処すべき課題」、「事業等のリスク」と同様に 1%水準でプラスに有意である。LEVERAGE は 1%水準でマイナス有意となった。負債比率が高い企業は金融機関への説明をすれば足りるため開示に消極的である。

FRGN-SALE が 1%水準でプラスに有意となった。ROA、GROWTH については明確な結果はでていない。

株主構成では ANTEI、FRGN がそれぞれ 1%、5%水準でマイナス有意となり、安定株主や外国人投資家の存在は必ずしも開示につながっていない。

IDRTO は 1%水準でプラスに有意であり、社外取締役の効果が示唆される。また BCP は 1%水準でプラスに有意であり、この点は「対処すべき課題」、「事業等のリスク」と同様である。



(4) 「コーポレート・ガバナンスの状況」

ASSET が他の開示箇所と同様に1%水準でプラスに有意である。PBR が1%水準でプラス有意となった。ガバナンス関連の取り組みが無形資産として位置づけられていることが影響していると思われる。LEVERAGE は5%水準でマイナス有意となった。負債比率が高い企業は金融機関への説明をすれば足りるため開示に消極的である。FRGN-SALE が1%水準でプラスに有意となった。ビジネスモデルが複雑になるため説明が必要になるためと思われる。

株主構成では ANTEI が1%水準でマイナス有意となり、安定株主がいる場合は必ずしも開示の必要が少ないことが考えられる。FRGN は10%水準でマイナス有意である。

IDRTO は1%水準でプラスに有意であり、社外取締役の効果が示唆される。また BCP は1%水準でプラスに有意であり、この点は他の開示箇所と同様である。

各箇所の共通する特徴として、経営者サイドの視点からは、資産規模が大きい企業が開示に積極的である。PBR が高い企業は無形資産の構築を進めており定性情報の開示に積極的、部門や海外売上比率が高いなど事業が複雑な企業は開示に積極的である。さらにガバナンスの点では、社外取締役比率が高い企業、BCP 開示企業は開示に積極的である結果となった。

投資家サイドの視点からは、負債比率が高い企業は銀行との関係を構築すれば足りるため開示に消極的、安定持株比率が高い企業も開示に消極的となった。

定性情報の開示に関しては、規模が大きく、組織構造が複雑な企業は開示に積極的である企業が多い。ガバナンス点が充実している企業は開示に積極的である。一方で機関投資家は必ずしも開示につながっていない可能性もある。

(図表 31) 分析結果

	Problem			RISK			MD&A			Governance		
	B	t 値	有意確率	B	t 値	有意確率	B	t 値	有意確率	B	t 値	有意確率
定数	2.414	33.060	0.000 ***	2.285	53.099	0.000 ***	2.822	63.129	0.000 ***	3.395	144.496	0.000 ***
ASSET	0.183	13.956	0.000 ***	0.178	23.056	0.000 ***	0.119	14.812	0.000 ***	0.095	22.638	0.000 ***
ROA	-0.004	-2.398	0.017 **	0.001	0.657	0.511	0.001	1.471	0.141	0.000	-0.418	0.676
ROAVOL	-0.010	-3.260	0.001 ***	0.017	9.910	0.000 ***	0.002	1.182	0.237	0.001	0.738	0.460
GROWTH	0.014	0.337	0.736	0.010	0.413	0.679	-0.030	-1.160	0.246	-0.034	-2.492	0.013 **
PBR	0.024	4.333	0.000 ***	0.015	4.707	0.000 ***	0.000	-0.146	0.884	0.007	3.946	0.000 ***
LEVERAGE	0.000	-3.164	0.002 ***	0.000	1.203	0.229	0.000	-4.308	0.000 ***	0.000	-2.199	0.028 **
BUSINESS-SEGMENT	-0.017	-0.742	0.458	0.028	2.065	0.039 **	0.003	0.214	0.831	0.015	2.063	0.039 **
AREA-SEGMENT	0.088	2.669	0.008 ***	-0.023	-1.167	0.243	-0.050	-2.497	0.013 **	0.008	0.744	0.457
FRGN-SALE	0.000	-0.212	0.832	0.002	7.103	0.000 ***	0.001	4.197	0.000 ***	0.001	4.057	0.000 ***
FRGN	-0.005	-6.738	0.000 ***	-0.002	-4.309	0.000 ***	-0.001	-2.504	0.012 **	0.000	-1.648	0.099 *
ANTEI	-0.005	-12.237	0.000 ***	-0.001	-5.925	0.000 ***	-0.002	-7.357	0.000 ***	0.000	-3.088	0.002 ***
BOARD	0.032	1.700	0.089 *	0.011	1.046	0.296	0.010	0.884	0.377	-0.013	-2.109	0.035 **
IDRTO	0.004	9.430	0.000 ***	0.003	12.015	0.000 ***	0.002	6.431	0.000 ***	0.002	12.357	0.000 ***
BCP	0.060	3.628	0.000 ***	0.068	7.034	0.000 ***	0.045	4.497	0.000 ***	0.059	11.127	0.000 ***
N		6852			6852			6852			6852	
R2		0.209			0.335			0.161			0.689	

(注) \*\*\*1%有意、\*\*5%有意、\*10%有意

## 5. 定性情報に対する開示行動

### 5-1 問題意識

定性情報は投資家に企業の情報を伝達する手段であり、財務的な数字と企業の基礎的な状況をつなぐ機能を持つ。定性情報を活用することで、経営者は損益状況の変化と投資家のニーズの変化を修正しようとする。すなわち経営者は業績の変化に対して定性情報で調整する可能性がある。

「事業等のリスク」などの定性情報は事後の検証可能性が少ないことから、一般的な内容を幅広く開示することで、開示が不十分であるという批判をかわしつつ、企業の根幹にかかわる内容には踏み込まないボイラープレートな内容で効果をあげる意図が考えられる。

### 5-2 先行研究

定性情報は既述の通り、財務的な数字と企業の基礎的な状況をつなぐ機能を持つ。経営者は業績の変化に対して定性情報を調整する可能性がある。特に検証可能性が低い定性情報の部分で、業績悪化時に開示を積極的に行うことが考えられる。Skinner (1994) では業績の悪い企業は、なぜ業績が悪いかを説明するために多くのネガティブなリスク情報を提供する可能性がある。それは企業に訴訟リスクとレピュテーション・コストを削減するとしている。Merkley (2014) では業績が悪い企業ほど R&D に関する開示量が多いことを指摘した。業績の悪い企業は定性情報をいっそう開示することで、投資家との情報の非対称性を緩和しようとするのが考えられる。また、筆者がインタビューしたある IR 担当者は「業績悪化時には説明を手厚くする。有価証券報告書は制約が多いのも事実だが、その中で調整を行う」と語っている。

こうした点を踏まえ以下の仮説を設定する。

(仮説) 業績悪化企業はパフォーマンスをカバーするために定性情報をより多く開示する。

### 5-3 分析方法

4 節で扱った多変量回帰分析に最終利益率を変数として加える。最終利益率以外に営業利益率、経常利益率さらに赤字企業の場合に 1、それ以外に 0 をとるダミー変数を入れたケースを実施した。

### 5-4 分析結果 (図表 32)

最終利益率では、「対処すべき課題」が 1%水準で、「事業等のリスク」、「コーポレート・ガバナンスの状況」5%水準でマイナス有意となっている。最終利益の赤字企業においては、「事業等のリスク」において 1%水準でプラスに有意となっている。

上記の結果、パフォーマンスを補うため開示を積極的に実施していることが考えられる。「事業等のリスク」では、「投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項」を説明することが本来の要請趣旨であるが、短期的な業績悪化時の説明にも使われている可能性

がある。

(図表 32) 分析結果

	Problem			RISK			MD&A			Governance		
	B	t 値	有意 確率	B	t 値	有意 確率	B	t 値	有意 確率	B	t 値	有意 確率
定数	2.390	32.756	0.000 ***	2.273	52.860	0.000 ***	2.798	62.612	0.000 ***	3.390	144.411	0.000 ***
ASSET	0.185	14.122	0.000 ***	0.178	23.057	0.000 ***	0.118	14.744	0.000 ***	0.096	22.707	0.000 ***
ROAVOL	-0.010	-3.481	0.001 ***	0.017	9.408	0.000 ***	0.002	0.847	0.397	0.000	0.327	0.744
GROWTH	0.009	0.220	0.825	0.025	1.025	0.305	-0.013	-0.533	0.594	-0.028	-2.136	0.033 **
PBR	0.023	4.404	0.000 ***	0.018	5.947	0.000 ***	0.003	0.916	0.360	0.008	4.855	0.000 ***
LEVERAGE	0.000	-3.284	0.001 ***	0.000	0.368	0.713	0.000	-5.137	0.000 ***	0.000	-2.890	0.004 ***
BUSINESS-SEGMENT	-0.016	-0.688	0.492	0.026	1.915	0.056 *	0.001	0.038	0.969	0.015	1.972	0.049 **
AREA-SEGMENT	0.088	2.687	0.007 ***	-0.023	-1.193	0.233	-0.051	-2.529	0.011 **	0.008	0.731	0.465
FRGN-SALE	0.000	-0.354	0.723	0.002	7.065	0.000 ***	0.001	4.204	0.000 ***	0.000	3.974	0.000 ***
FRGN	-0.005	-6.788	0.000 ***	-0.002	-3.940	0.000 ***	-0.001	-2.115	0.034 **	0.000	-1.365	0.172
ANTEI	-0.005	-12.173	0.000 ***	-0.001	-5.843	0.000 ***	-0.002	-7.291	0.000 ***	0.000	-3.003	0.003 ***
BOARD	0.031	1.642	0.101	0.012	1.059	0.290	0.010	0.917	0.359	-0.013	-2.124	0.034 **
IDRTO	0.004	9.355	0.000 ***	0.003	11.971	0.000 ***	0.002	6.410	0.000 ***	0.002	12.298	0.000 ***
BCP	0.059	3.592	0.000 ***	0.068	7.034	0.000 ***	0.045	4.507	0.000 ***	0.059	11.117	0.000 ***
PROFIT(最終)	-0.338	-2.817	0.005 ***	-0.139	-1.961	0.050 **	-0.077	0.297	0.616	-0.099	-2.576	0.010 **
N		6852			6852			6852			6852	
R2		0.210			0.336			0.161			0.689	
PROFIT(営業)	-0.220	-2.079	0.038 **	-0.049	-0.783	0.433	-0.198	-3.063	0.022 **	-0.150	-4.431	0.000 ***
PROFIT(経常)	-0.246	-2.392	0.017 **	-0.118	-1.948	0.051 *	-0.141	-2.233	0.026 **	-0.128	-3.869	0.000 ***
赤字(最終)	0.000	-0.473	0.636	0.030	3.118	0.002 ***	0.009	0.875	0.381	-0.002	-0.387	0.698

(注) \*\*\*1%有意、\*\*5%有意、\*10%有意

## 6. 定性情報開示に対する市場の評価

### 6-1 問題意識

定性情報がマーケットに与える影響については、様々な先行研究がある。MD&A の記述に関しては Frazier et.al. (1984)、継続企業の前提に関する注記に関しては Jones (1996)、浦山・村宮 (2013) などがあげられる。

Bryan (1997) は株式リターンを従属変数、MD&A に関する情報を独立変数とする分析を行い、一部の情報が将来株式リターンと有意に正の関係を持つことを実証した。

定性情報を市場が十分に織り込んでいないならば、定性情報の開示と株式リターンの間に有意に正（負）の関係が観察される。定性情報は一般的にボイラープレートと批判がある一方で、MD&A などの箇所で業績についての説明がなされ、かつ業績悪化などマーケットに対する説明がいっそう要求される局面においては、定性情報の有用性が高まる。よって以下の仮説を設定する。

(仮説) 定性情報を積極的に開示する企業の将来リターンはプラスである。

### 6-2 分析方法

定性情報開示がマーケットから評価させるかを見るため、開示企業の開示後のバイ・アンド・ホールド・アブノーマル・リターン (BHAR) を用いる。企業規模 (時価総額) と簿価時価比率で 25 のポートフォリオを作成し、6 月末から 30 日間、60 日間、90 日間の BHAR を計算する。定性情報の開示量が平均より多い企業と少ない企業で平均の差の検定を実施した。定性情報の開示をマーケットが評価している場合は BHAR の値はプラスが予想される。本分析における基本統計量は図表 33、各変数の定義は図表 34 のとおりである。

(図表 33) 基本統計量

	度数	最小値	最大値	平均値	標準偏差
Problem	6853	2.188	4.280	3.145	0.453
RISK	6853	2.494	4.181	3.222	0.291
MD&A	6853	2.602	4.423	3.337	0.269
Governance	6853	3.074	4.166	3.686	0.232
Return (30days)	6853	-0.236	0.334	0.000	0.087
Return (60days)	6853	-0.340	0.568	-0.001	0.132
Return (90days)	6853	-0.371	0.686	-0.002	0.159

(図表 34) 各変数の定義

変数	定義
Return (30days)	バイ・アンド・ホールド・リターン (30日) 6月末から30日間の株式バイ・アンド・ホールド・リターン
Return (60days)	バイ・アンド・ホールド・リターン (60日) 6月末から60日間の株式バイ・アンド・ホールド・リターン
Return (90days)	バイ・アンド・ホールド・リターン (90日) 6月末から90日間の株式バイ・アンド・ホールド・リターン

### 6-3 分析結果（図表 35、図表 36）

「MD&A」では定性情報の開示に対して 30、60、90 日間の BHAR は 5%水準でプラスに有意の値をとった。それ以外の箇所では明確な傾向はみられない（図表 35）。次に増益サンプルと減益サンプルに分けて同様に差の検定を実施した。「MD&A」の減益サンプルでは有意にプラスであるが、増益サンプルでは有意な結果とならなかった（図表 36）。

定性情報の開示箇所では、業績の内容に直接言及している「MD&A」に開示効果が認められた。中でも業績が悪化している状況において、開示に積極的である点がマーケットからプラスに評価されている。一方で業績が好調の場合にはこうした傾向はみられない。定性情報は、業績が悪い場合により有用性が高まることが考えられる。

（図表 35）分析結果（全サンプル）

			N	平均値	標準偏差	t 値	有意確率 (両側)
Problem	Return (30days)	多	3426	0.001	0.086	1.155	0.248
		少	3427	-0.001	0.087		
	Return (60days)	多	3426	0.002	0.131	1.553	0.120
		少	3427	-0.003	0.133		
	Return (90days)	多	3426	-0.001	0.160	0.396	0.692
		少	3427	-0.003	0.158		
RISK	Return (30days)	多	3426	0.001	0.089	0.736	0.462
		少	3427	-0.001	0.084		
	Return (60days)	多	3426	0.000	0.134	0.218	0.827
		少	3427	-0.001	0.129		
	Return (90days)	多	3426	-0.002	0.163	-0.242	0.809
		少	3427	-0.001	0.154		
MD&A	Return (30days)	多	3426	0.002	0.087	2.029	0.043 **
		少	3427	-0.002	0.086		
	Return (60days)	多	3426	0.003	0.130	2.488	0.013 **
		少	3427	-0.005	0.133		
	Return (90days)	多	3426	0.002	0.158	2.192	0.028 **
		少	3427	-0.006	0.159		
Governance	Return (30days)	多	3426	0.001	0.083	0.568	0.570
		少	3427	-0.001	0.090		
	Return (60days)	多	3426	0.001	0.131	0.969	0.332
		少	3427	-0.002	0.132		
	Return (90days)	多	3426	-0.002	0.160	0.073	0.942
		少	3427	-0.002	0.157		

（注）\*\*\*1%有意、\*\*5%有意、\*10%有意

(图表 36) 分析結果 (MD&amp;A 增益・減益)

			N	平均值	標準偏差	t 值	有意確率 (兩側)
MD&A(增益)	Return	多	1761	0.000	0.085		
	(30days)	少	1761	0.001	0.085	-0.161	0.872
	Return	多	1761	-0.001	0.127		
	(60days)	少	1761	-0.003	0.129	0.682	0.495
	Return	多	1761	0.000	0.154		
	(90days)	少	1761	-0.003	0.159	0.578	0.564
MD&A(減益)	Return	多	1665	0.003	0.089		
	(30days)	少	1666	-0.005	0.088	2.808	0.005 ***
	Return	多	1665	0.007	0.133		
	(60days)	少	1666	-0.006	0.138	2.669	0.008 ***
	Return	多	1665	0.004	0.162		
	(90days)	少	1666	-0.009	0.159	2.300	0.021 **

(注) \*\*\*1%有意、\*\*5%有意、\*10%有意

## 7. 定性情報開示はアナリスト予想精度に影響を与えるか

### 7-1 問題意識

定性情報は投資家に企業の情報を伝達する手段であり、財務的な数字と企業の基礎的な状況をつなぐ機能を持つ。洗練された投資家にとって有用な情報であると考えられる一方で、多様な情報や分析コストの点でむしろ混乱を引き起こす可能性がある。定性情報が有用であるならば、アナリスト予想精度に影響があり、予想の散らばりが小さくなることが予想させる。

Kravet and Muslu (2011) ではリスク情報開示量の変化とアナリスト予想の標準偏差にプラスの関係があり、リスク情報の開示はアナリストの企業の見かたを不確実にしていることを主張している。Merkley (2014) では R&D に関する定性情報はアナリスト予想精度を上げるが、それ以外の定性情報はアナリスト予想精度を悪化させるとしている。北川 (2013) ではアナリストの 1 期先から 3 期先までの経常予想利益及び売上高予想は、特別損失計上頻度が高い企業ほど相対的に悲観的になる。アナリストは特別損失の計上頻度を将来予想に反映できていないとしている。以上を踏まえ、有価証券報告書の定性情報がアナリスト予想に影響を与えることが考えられ以下の仮説を設定する。

(仮説) 定性情報の積極的な開示はアナリスト予想精度に影響を与える。

### 7-2 分析方法

#### ① 手法

被説明変数にアナリスト予想精度、説明変数に開示量 (Problem、Risk、MD&A、Governance の 4 か所 (対数) をとり、収益性、成長性、事業リスク、事業構造、ガバナンスに関連する変数を入れた多変量回帰分析を行う。説明変数は開示企業の特徴分析と同様の変数を用いている。分析では年次及び業種ダミーを入れている。

次にリスク数 (対数) を説明変数とした分析を実施した。次にリスク項目を CSR リスク、非 CSR リスク、システムリスク、個別リスク、さらにリスク項目ごとに分けて検証した。

$$\begin{aligned} & \text{Anaryst (Sales, Profit)}_{i,t+1} \\ & = \beta + \beta_1 \text{ASSET}_{it} + \beta_2 \text{ROA}_{it} + \beta_3 \text{ROAVOL}_{it} + \beta_4 \text{GROWTH}_{it} + \beta_5 \text{PBR}_{it} + \beta_6 \text{LEVERAGE}_{it} + \beta_7 \text{BUSIN} \\ & \text{ESS-SEGMENT}_{it} + \beta_8 \text{AREA-SEGMENT}_{it} + \beta_9 \text{FRGN-SALE}_{it} + \beta_{10} \text{FRGN}_{it} + \beta_{11} \text{ANTEI}_{it} \\ & + \beta_{12} \text{BOARD}_{it} + \beta_{13} \text{IDRTO}_{it} + \beta_{14} \text{BCP}_{it} + \beta_{15} \text{Disclosure (Problem、RISK、MD\&A、} \\ & \text{Governance)}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

#### ② サンプル

金融等を除く東証一部上場企業 3 月期決算企業で 2005 年度から 2012 年度の決算数値がすべてそろった 4025 社・年に対応する企業を対象とした。財務数値、ガバナンスに関する数値は日経 NEEDS Financial Quest、日経 Cags から、アナリスト予想数値はアイフィス

ジャパンのアナリスト業績予想データから取得した。

本分析における基本統計量は図表 37、変数間の相関係数は図表 38、各変数の定義は図表 39 のとおりである。

(図表 37) 基本統計量

	度数	最小値	最大値	平均値	標準偏差
ASSET	4025	3.833	7.060	5.377	0.596
ROA	4025	-8.340	27.100	6.368	4.713
ROAVOL	4025	0.201	15.288	2.512	2.143
GROWTH	4025	0.595	1.724	1.031	0.140
PBR	4025	0.233	12.306	1.554	1.322
LEVERAGE	4025	10.280	1220.130	148.125	146.794
BUSINESS-SEGMENT	4025	0.000	0.903	0.410	0.258
AREA-SEGMENT	4025	0.000	0.778	0.333	0.257
FRGN-SALE	4025	0.000	86.460	29.002	25.611
FRGN	4025	0.290	50.850	18.412	10.923
ANTEI	4025	1.460	73.410	33.503	15.044
BOARD	4025	0.314	1.878	0.845	0.297
IDRTO	4025	0.000	60.000	9.834	12.897
BCP	4025	0.000	1.000	0.133	0.340
Problem	4025	2.188	4.280	3.208	0.450
RISK	4025	2.494	4.181	3.284	0.297
MD&A	4025	2.602	4.423	3.380	0.283
Governance	4025	3.074	4.166	3.708	0.236
Anaryst(Sales)	4025	0.000	1.570	0.065	0.092
Anaryst(profit)	4025	0.000	0.780	0.018	0.030

(図表 38) 変数間の相関係数

	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	⑩	⑪	⑫	⑬	⑭	⑮	⑯	⑰	⑱	⑳	
① ASSET		-0.200	-0.257	-0.051	-0.041	0.353	0.379	0.099	0.128	0.505	-0.294	0.197	0.170	0.128	0.152	0.331	0.245	0.251	-0.132	-0.101
② ROA	-0.201		0.145	0.426	0.530	-0.318	-0.172	-0.018	0.037	0.153	0.017	-0.012	0.002	-0.081	-0.106	0.009	-0.001	-0.169	0.108	0.061
③ ROAVOL	-0.258	0.126		0.037	0.239	-0.160	-0.190	0.209	0.319	0.019	0.008	-0.147	0.041	-0.032	-0.075	0.054	-0.014	0.049	0.129	0.186
④ GROWTH	-0.045	0.427	-0.017		0.344	-0.038	-0.029	-0.034	-0.011	-0.004	0.031	0.007	-0.029	-0.036	-0.084	0.009	-0.020	-0.152	0.073	0.022
⑤ LEVERAGE	0.083	0.561	0.080	0.375		0.100	-0.008	-0.008	0.051	0.056	-0.014	0.018	0.023	-0.062	-0.099	0.111	0.022	-0.210	-0.014	-0.024
⑥ PBR	0.373	-0.386	-0.208	0.006	0.057		0.294	-0.059	-0.096	-0.115	-0.130	0.071	0.032	0.079	0.066	0.155	0.058	0.079	0.007	-0.039
⑦ BUSINESS-SEGMENT	0.391	-0.170	-0.197	-0.029	0.036	0.364		-0.140	-0.189	0.073	-0.193	0.087	0.125	0.092	0.165	0.175	0.096	0.130	-0.124	-0.097
⑧ AREA-SEGMENT	0.112	0.003	0.321	-0.006	0.064	-0.052	-0.114		0.787	0.215	-0.176	-0.030	0.045	-0.009	0.011	0.011	0.078	0.036	0.100	0.136
⑨ FRGN-SALE	0.125	0.040	0.410	0.012	0.106	-0.101	-0.167	0.798		0.311	-0.186	-0.049	0.048	-0.005	-0.025	0.096	0.136	0.069	0.145	0.185
⑩ FRGN	0.521	0.141	0.029	0.001	0.118	-0.133	0.099	0.225	0.295		-0.467	-0.007	0.195	0.070	0.030	0.183	0.161	0.135	-0.036	0.043
⑪ ANTEI	-0.317	0.009	-0.003	0.033	-0.108	-0.095	-0.218	-0.171	-0.179	-0.473		0.066	-0.109	-0.035	-0.197	-0.116	-0.136	-0.093	0.033	-0.034
⑫ BOARD	0.179	-0.021	-0.157	0.007	0.029	0.119	0.085	-0.034	-0.062	-0.014	0.062		-0.143	-0.035	-0.007	0.028	-0.007	-0.090	-0.041	-0.053
⑬ IDRTO	0.183	-0.047	0.007	-0.065	0.015	0.032	0.149	0.022	0.016	0.171	-0.120	-0.077		0.077	0.212	0.299	0.181	0.293	-0.017	0.001
⑭ BCP	0.123	-0.086	-0.018	-0.060	-0.046	0.074	0.077	-0.005	-0.010	0.074	-0.047	-0.030	0.095		0.082	0.139	0.074	0.251	-0.034	-0.038
⑮ Problem	0.175	-0.124	-0.078	-0.118	-0.103	0.072	0.176	0.016	-0.016	0.063	-0.189	0.003	0.250	0.088		0.182	0.047	0.291	-0.053	0.006
⑯ RISK	0.305	-0.014	0.053	-0.018	0.087	0.126	0.160	0.041	0.111	0.177	-0.120	0.022	0.294	0.142	0.197		0.464	0.323	-0.008	0.006
⑰ MD&A	0.155	0.036	0.015	-0.007	0.077	0.015	0.066	0.087	0.105	0.127	-0.115	-0.014	0.143	0.050	0.074	0.401		0.139	0.021	0.010
⑱ Governance	0.247	-0.186	0.066	-0.179	-0.201	0.064	0.127	0.037	0.050	0.135	-0.104	-0.077	0.315	0.258	0.297	0.321	0.119		-0.094	-0.076
⑲ Anaryst(Sales)	-0.163	0.070	0.224	0.057	-0.084	0.001	-0.104	0.153	0.206	-0.042	0.042	-0.054	-0.049	-0.019	-0.059	-0.005	0.013	-0.109		0.523
⑳ Anaryst(profit)	-0.154	0.087	0.280	0.006	-0.052	-0.086	-0.134	0.198	0.253	0.034	-0.025	-0.061	-0.009	-0.057	0.002	0.010	0.021	-0.093	0.453	

(注) 上段 Pearson 下段 Spearman



(図表 39) 各変数の定義

	変数	定義
Anaryst (Sales)	アナリスト売上予想精度	(翌期の売上実績ー当期6月末時点での翌期の売上アナリスト予想の中央値)の絶対値/期末資産
Anaryst (Profit)	アナリスト最終利益予想精度	(翌期の最終利益実績ー当期6月末時点での翌期の最終利益アナリスト予想の中央値)の絶対値/期末資産

## 7-3 分析結果 (図表 40~43)

「事業等のリスク」では開示量に対して、アナリスト予想精度は売上高で1%水準で有意にプラス、最終利益では5%水準で有意にプラスとなった。「MD&A」では売上高で10%水準でプラスとなった。その他の開示箇所では有意な結果とはならなかった(図表 40、41)。リスク項目数でも1%水準でプラスに有意な結果となっている。CSR リスク、非 CSR リスクに分けて検証した結果は、非 CSR リスクは影響を与えているが、CSR リスクはその効果が見えない(図表 42)。システムリスク、個別リスクはいずれもプラスに有意となった(図表 42)。リスク項目ごとに検証した結果では、取引及び法的問題、社会・経済、政治、技術が有意にプラスである。一方、労働安全衛生ではマイナスに有意となった(図表 43)。

「事業等のリスク」の開示はアナリスト予想精度に影響を与えており、加えて開示内容によってアナリスト予想精度に与える効果が違う点が指摘できる<sup>2)</sup>。

(図表 40) 分析結果 (売上高)

Anaryst(Sales)												
	B	t 値	有意 確率	B	t 値	有意 確率	B	t 値	有意 確率	B	t 値	有意 確率
定数	0.104	4.736	0.000 ***	0.064	2.796	0.005 ***	0.072	3.022	0.003 ***	0.064	1.690	0.091 *
ASSET	-0.014	-4.102	0.000 ***	-0.017	-4.814	0.000 ***	-0.015	-4.424	0.000 ***	-0.015	-4.272	0.000 ***
ROA	0.002	5.090	0.000 ***	0.002	5.030	0.000 ***	0.002	5.051	0.000 ***	0.002	5.123	0.000 ***
ROAVOL	0.004	5.807	0.000 ***	0.004	5.524	0.000 ***	0.004	5.878	0.000 ***	0.004	5.849	0.000 ***
GROWTH	0.022	1.970	0.049 **	0.022	1.970	0.049 **	0.022	2.006	0.045 **	0.023	2.010	0.045 **
PBR	-0.006	-4.546	0.000 ***	-0.007	-4.754	0.000 ***	-0.006	-4.568	0.000 ***	-0.006	-4.612	0.000 ***
LEVERAGE	0.000	4.755	0.000 ***	0.000	4.609	0.000 ***	0.000	4.808	0.000 ***	0.000	4.761	0.000 ***
BUSINESS-SEGMENT	-0.022	-3.758	0.000 ***	-0.023	-3.908	0.000 ***	-0.023	-3.795	0.000 ***	-0.023	-3.838	0.000 ***
AREA-SEGMENT	-0.014	-1.612	0.107	-0.012	-1.464	0.143	-0.013	-1.549	0.121	-0.013	-1.586	0.113
FRGN-SALE	0.000	5.280	0.000 ***	0.000	5.031	0.000 ***	0.000	5.129	0.000 ***	0.000	5.179	0.000 ***
FRGN	0.000	-2.144	0.032 **	0.000	-1.927	0.054 *	0.000	-1.995	0.046 **	0.000	-2.067	0.039 **
ANTEI	0.000	-0.569	0.570	0.000	-0.438	0.661	0.000	-0.368	0.713	0.000	-0.442	0.659
BOARD	-0.007	-1.620	0.105	-0.007	-1.659	0.097 *	-0.007	-1.542	0.123	-0.007	-1.581	0.114
IDRTO	0.000	1.775	0.076 *	0.000	1.174	0.240	0.000	1.493	0.135	0.000	1.507	0.132
BCP	-0.003	-0.835	0.404	-0.004	-1.127	0.260	-0.004	-0.954	0.340	-0.004	-0.982	0.326
Problem	-0.002	-0.623	0.533									
RISK				0.015	2.943	0.003 ***						
MD&A							0.008	1.709	0.087 *			
Governance										0.009	0.929	0.353
N		4025		4025			4025			4025		
R2		0.272		0.273			0.272			0.272		

(注) \*\*\*1%有意、\*\*5%有意、\*10%有意

2) ベータ (1年間) のよって4分位ごとに分析したが、ベータが最も低いサンプルにおいても同様の結果となった。業種を絞って (電機産業) 分析したところ全産業とほぼ同様の結果となった。しかしながら企業固有のリスクをすべて除去できていない可能性もあり、この点はさらなる検討が必要である。

(図表 41) 分析結果 (最終利益)

Anaryst(Profit)												
	B	t 値	有意 確率	B	t 値	有意 確率	B	t 値	有意 確率	B	t 値	有意 確率
定数	0.043	5.709	0.000 ***	0.037	4.779	0.000 ***	0.044	5.345	0.000 ***	0.046	3.565	0.000 ***
ASSET	-0.005	-4.548	0.000 ***	-0.006	-4.932	0.000 ***	-0.005	-4.399	0.000 ***	-0.005	-4.309	0.000 ***
ROA	0.000	0.764	0.445	0.000	0.632	0.527	0.000	0.704	0.482	0.000	0.709	0.478
ROAVOL	0.002	8.301	0.000 ***	0.002	7.953	0.000 ***	0.002	8.239	0.000 ***	0.002	8.241	0.000 ***
GROWTH	-0.003	-0.752	0.452	-0.003	-0.757	0.449	-0.003	-0.751	0.453	-0.003	-0.762	0.446
PBR	-0.001	-3.017	0.003 ***	-0.001	-3.082	0.002 ***	-0.001	-2.950	0.003 ***	-0.001	-2.945	0.003 ***
LEVERAGE	0.000	2.982	0.003 ***	0.000	2.813	0.005 ***	0.000	2.948	0.003 ***	0.000	2.950	0.003 ***
BUSINESS-SEGMENT	-0.004	-1.945	0.052 *	-0.004	-1.997	0.046 **	-0.004	-1.901	0.057 *	-0.004	-1.882	0.060 *
AREA-SEGMENT	-0.003	-1.067	0.286	-0.003	-0.931	0.352	-0.003	-1.049	0.294	-0.003	-1.061	0.289
FRGN-SALE	0.000	4.164	0.000 ***	0.000	3.975	0.000 ***	0.000	4.150	0.000 ***	0.000	4.175	0.000 ***
FRGN	0.000	0.712	0.476	0.000	0.702	0.483	0.000	0.582	0.561	0.000	0.573	0.567
ANTEI	0.000	-1.910	0.056 *	0.000	-2.117	0.034 **	0.000	-2.132	0.033 **	0.000	-2.148	0.032 **
BOARD	-0.001	-0.737	0.461	-0.001	-0.753	0.451	-0.001	-0.721	0.471	-0.001	-0.736	0.462
IDRTO	0.000	0.812	0.417	0.000	0.592	0.554	0.000	0.986	0.324	0.000	1.028	0.304
BCP	-0.002	-1.181	0.238	-0.002	-1.342	0.180	-0.001	-1.137	0.256	-0.001	-1.092	0.275
Problem	0.001	1.206	0.228									
RISK				0.004	2.344	0.019 **						
MD&A							0.000	0.116	0.908			
Governance										-0.001	-0.215	0.830
N		4025		4025			4025			4025		
R2		0.228		0.228			0.227			0.227		

(注) \*\*\*1%有意、\*\*5%有意、\*10%有意

(図表 42) 分析結果 (リスク項目数、リスク分類)

Anaryst(Sales)										
	リスク数		CSRリスク		非CSRリスク		システムリスク		個別リスク	
	t 値	有意確率	t 値	有意確率	t 値	有意確率	t 値	有意確率	t 値	有意確率
定数	4.611	0.000 ***	5.028	0.000 ***	4.437	0.000 ***	4.686	0.000 ***	4.877	0.000 ***
ASSET	-4.839	0.000 ***	-4.376	0.000 ***	-4.962	0.000 ***	-4.648	0.000 ***	-4.621	0.000 ***
ROA	5.112	0.000 ***	5.116	0.000 ***	5.103	0.000 ***	5.125	0.000 ***	5.134	0.000 ***
ROAVOL	5.741	0.000 ***	5.820	0.000 ***	5.681	0.000 ***	5.835	0.000 ***	5.664	0.000 ***
GROWTH	2.006	0.045 **	2.011	0.044 **	1.982	0.048 **	1.990	0.047 **	2.016	0.044 **
PBR	-4.728	0.000 ***	-4.662	0.000 ***	-4.684	0.000 ***	-4.637	0.000 ***	-4.725	0.000 ***
LEVERAGE	4.549	0.000 ***	4.720	0.000 ***	4.474	0.000 ***	4.546	0.000 ***	4.743	0.000 ***
BUSINESS-SEGMENT	-3.872	0.000 ***	-3.808	0.000 ***	-3.912	0.000 ***	-3.904	0.000 ***	-3.729	0.000 ***
AREA-SEGMENT	-1.700	0.089 *	-1.518	0.129	-1.875	0.061 *	-1.743	0.081 *	-1.534	0.125
FRGN-SALE	5.023	0.000 ***	5.141	0.000 ***	5.060	0.000 ***	5.004	0.000 ***	5.254	0.000 ***
FRGN	-1.969	0.049 **	-2.093	0.036 **	-1.854	0.064 *	-1.925	0.054 *	-2.142	0.032 **
ANTEI	-0.570	0.569	-0.564	0.573	-0.494	0.621	-0.496	0.620	-0.570	0.568
BOARD	-1.566	0.117	-1.572	0.116	-1.604	0.109	-1.601	0.110	-1.551	0.121
IDRTO	1.363	0.173	1.546	0.122	1.343	0.179	1.437	0.151	1.444	0.149
BCP	-1.227	0.220	-1.037	0.300	-1.190	0.234	-1.075	0.283	-1.185	0.236
RISK	3.071	0.002 ***	1.441	0.150	3.525	0.000 ***	2.330	0.020 **	2.677	0.007 ***
N		4025		4025		4025		4025		4025
R2		0.273		0.272		0.274		0.273		0.273

(注) \*\*\*1%有意、\*\*5%有意、\*10%有意

(図表 43) 分析結果 (リスク項目別)

Anaryst(Sales)												
	取引及び法的問題		社会・経済		自然現象		政治		技術		経営及び内部統制	
	t 値	有意確率	t 値	有意確率	t 値	有意確率	t 値	有意確率	t 値	有意確率	t 値	有意確率
定数	5.038	0.000 ***	4.703	0.000 ***	4.871	0.000 ***	4.982	0.000 ***	4.962	0.000 ***	5.118	0.000 ***
ASSET	-4.484	0.000 ***	-4.896	0.000 ***	-3.936	0.000 ***	-4.239	0.000 ***	-4.323	0.000 ***	-4.297	0.000 ***
ROA	5.081	0.000 ***	5.079	0.000 ***	5.085	0.000 ***	5.136	0.000 ***	5.119	0.000 ***	5.055	0.000 ***
ROAVOL	5.787	0.000 ***	5.836	0.000 ***	5.893	0.000 ***	5.855	0.000 ***	5.677	0.000 ***	5.810	0.000 ***
GROWTH	1.943	0.052 *	1.984	0.047 **	1.944	0.052 *	1.986	0.047 **	1.937	0.053 *	1.996	0.046 **
PBR	-4.594	0.000 ***	-4.678	0.000 ***	-4.581	0.000 ***	-4.593	0.000 ***	-4.536	0.000 ***	-4.624	0.000 ***
LEVERAGE	4.673	0.000 ***	4.432	0.000 ***	4.815	0.000 ***	4.760	0.000 ***	4.757	0.000 ***	4.767	0.000 ***
BUSINESS-SEGMENT	-3.843	0.000 ***	-3.945	0.000 ***	-3.749	0.000 ***	-3.817	0.000 ***	-3.834	0.000 ***	-3.806	0.000 ***
AREA-SEGMENT	-1.641	0.101	-1.878	0.060 *	-1.652	0.099 *	-1.702	0.089 *	-1.630	0.103	-1.492	0.136
FRGN-SALE	5.195	0.000 ***	5.033	0.000 ***	5.323	0.000 ***	5.162	0.000 ***	5.299	0.000 ***	5.072	0.000 ***
FRGN	-1.942	0.052 *	-1.761	0.078 *	-2.083	0.037 **	-2.089	0.037 **	-2.202	0.028 **	-2.081	0.037 **
ANTEI	-0.284	0.777	-0.558	0.577	-0.393	0.695	-0.491	0.623	-0.591	0.555	-0.566	0.572
BOARD	-1.556	0.120	-1.654	0.098 *	-1.644	0.100	-1.606	0.108	-1.623	0.105	-1.642	0.101
IDRTO	1.597	0.110	1.378	0.168	1.783	0.075 *	1.661	0.097 *	1.513	0.130	1.594	0.111
BCP	-1.043	0.297	-0.957	0.339	-0.754	0.451	-0.906	0.365	-1.045	0.296	-0.907	0.364
RISK	2.059	0.040 **	3.487	0.000 ***	-1.237	0.216	0.943	0.346 **	2.095	0.036 **	1.262	0.207
N	4025		4025		4025		4025		4025		4025	
R2	0.272		0.272		0.272		0.273		0.273		0.273	

(注) \*\*\*1%有意、\*\*5%有意、\*10%有意

Anaryst(Sales)												
	財務		製品・サービス		情報セキュリティ		環境問題		労働安全衛生		雇用	
	t 値	有意確率	t 値	有意確率	t 値	有意確率	t 値	有意確率	t 値	有意確率	t 値	有意確率
定数	4.788	0.000 ***	5.007	0.000 ***	4.860	0.000 ***	4.981	0.000 ***	4.880	0.000 ***	4.856	0.000 ***
ASSET	-3.926	0.000 ***	-4.284	0.000 ***	-4.259	0.000 ***	-4.208	0.000 ***	-3.908	0.000 ***	-4.329	0.000 ***
ROA	5.163	0.000 ***	5.131	0.000 ***	5.123	0.000 ***	5.127	0.000 ***	5.116	0.000 ***	5.110	0.000 ***
ROAVOL	5.915	0.000 ***	5.777	0.000 ***	5.785	0.000 ***	5.869	0.000 ***	5.811	0.000 ***	5.798	0.000 ***
GROWTH	1.965	0.050 **	2.003	0.045 **	1.964	0.050 **	1.978	0.048 **	1.921	0.055 *	1.999	0.046 **
PBR	-4.585	0.000 ***	-4.641	0.000 ***	-4.635	0.000 ***	-4.593	0.000 ***	-4.491	0.000 ***	-4.622	0.000 ***
LEVERAGE	4.668	0.000 ***	4.726	0.000 ***	4.758	0.000 ***	4.747	0.000 ***	4.798	0.000 ***	4.759	0.000 ***
BUSINESS-SEGMENT	-3.774	0.000 ***	-3.742	0.000 ***	-3.786	0.000 ***	-3.812	0.000 ***	-3.826	0.000 ***	-3.761	0.000 ***
AREA-SEGMENT	-1.673	0.094 *	-1.636	0.102	-1.612	0.107	-1.599	0.110	-1.707	0.088 *	-1.571	0.116
FRGN-SALE	5.333	0.000 ***	5.339	0.000 ***	5.292	0.000 ***	5.223	0.000 ***	5.322	0.000 ***	5.222	0.000 ***
FRGN	-2.161	0.031 **	-2.070	0.038 **	-2.110	0.035 **	-2.101	0.036 **	-2.146	0.032 **	-2.130	0.033 **
ANTEI	-0.506	0.613	-0.468	0.640	-0.491	0.624	-0.492	0.623	-0.569	0.569	-0.541	0.588
BOARD	-1.694	0.090 *	-1.621	0.105	-1.579	0.114	-1.626	0.104	-1.630	0.103	-1.519	0.129
IDRTO	1.759	0.079 *	1.650	0.099 *	1.631	0.103	1.664	0.096 *	1.818	0.069 *	1.544	0.123
BCP	-0.857	0.391	-0.925	0.355	-0.936	0.349	-0.897	0.370	-0.626	0.531	-0.995	0.320
RISK	-1.035	0.301	0.996	0.319	0.916	0.360	0.569	0.569	-2.025	0.043 **	1.468	0.142
N	4025		4025		4025		4025		4025		4025	
R2	0.272		0.272		0.272		0.273		0.273		0.273	

(注) \*\*\*1%有意、\*\*5%有意、\*10%有意

## 8. まとめ

本稿では有価証券報告書の定性情報の内容を分析することで、開示企業の特徴の把握、開示効果ついて分析を行った。その結果、以下の点が示唆された。

第 1 に、定性情報の開示に積極的な企業は社外取締役比率が高いなどガバナンスの項目が大きな影響を持つ。事業構造が複雑、成長性が高い企業が開示に積極的である。一方で、負債比率が高い企業や安定持株比率が高い企業は開示に消極的であった。パフォーマンスと定性情報の開示にはマイナスの関係があり、パフォーマンスを補うため開示を積極的に実施している可能性がある。

第 2 に、「MD&A」における定性情報開示は、マーケットからプラスに評価される。中でも業績が悪化している状況において、積極的に開示を行う点がマーケットからプラスに評価されている。一方で業績が好調な場合はこうした傾向はみられない。定性情報は、業績悪化時に有用性が高まることが考えられる。

第 3 に、「事業等のリスク」の開示量はアナリスト予想精度に影響を与えている。加えて開示内容によってアナリスト予想精度に与える効果が異なる。

本稿では、有価証券報告書 10 年分について、「対処すべき課題」、「事業等のリスク」、「MD&A」、「コーポレート・ガバナンスに関する状況」の 4 箇所について分析を行った。本稿では先行研究に比べ分析対象が広げた一方で、開示量（文字数）やキーワードの分析にとどまっている部分も多く、今後は、他の開示媒体などとの比較によって、望ましい開示水準とのかい離などを測定することが考えられる。さらに企業の開示内容を実証分析だけでなく個別企業へのインタビューを含めて、より具体的に開示水準を確認していくことが必要である。これらの点については今後の研究課題としたい。

## 参考文献

- Arrow,K.J.1963. Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care. *The American Economic Review*. 53(5 ):941-973.
- Beretta,S. and S. Bozzolan. 2004 .A framework for the analysis of firm risk communication. *The International Journal of Accounting*.39:265-288.
- Brimble,M. and A.Hodgson. 2007. Assessing and risk relevance of accounting variables in diverse economic conditions, *Managerial Finance*33:553-573.
- Bryan, H. S. (1997) Incremental Information Content of Required Disclosures Contained in Management Discussion and Analysis,*The Accounting Review* 72 : 285-301.
- Campbell,J.L.,H.Chen.,D.S.Dhaliwal.,H.Lu,and L.B.Steele. 2011.The Information Content of Mandatory Risk Factor Disclosure in Corporate Filings. American Accounting Association Annual Meeting 2011.
- Doran, K. L. and E.L.Quinn.2009. Climate Change Risk Disclosure: A Sector by Sector Analysis of SEC 10-K Filings from 1995-2008. *North Carolina Journal of International Law and Commercial* .34:101-147.
- Ferreira, M.A. and P.A.Laux. 2007. Corporate Governance,Idiosyncratic Risk, and Information Flow.*Journal of Finance*. 47(2):427-466.
- Foerster,S.R.,S.G.Sapp,and Y.Shi.2010. The impact of management earnings forecasts on firm risk and firm value. Working paper, University of Western Ontario.
- Frazier, K.B., Ingram, R.W. and Tennyson, B.M. 1984. A methodology for the analysis of narrative accounting disclosures *Journal of Accounting Research* .22 (1):318-331 .
- Guo, H. and R.Savickas. 2008.Average Idiosyncratic Volatility in G7 Countries. *The Review of Financial Studies*. 21(3) : 1259-1296.
- Jones,F.,L. 1996. The information content of the auditor's going concern evaluation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 15(1): 1-27.
- Johnson,K. 2010. New SEC Finance Chief Will Stress Internal Controls. CFO.com.
- Kravet, T., Mulsu, V., 2011. Informativeness of risk disclosure in corporate annual reports. Paper presented at the 2011American Accounting Association Annual Meeting.
- Lang, M. H.and R. J. Lundholm.1996. Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior. *The Accounting Review*. 71:467-492.
- Lehavy, R.,F.LI,and K.Merkley. 2011. The Effect of Annual Report Readability on Analyst Following and the Properties of Their Earnings Forecasts. *The Accounting Review*86(3) : 1087-1115.
- Li,F. 2008. Do Stock Market Investors Understand the Risk Sentiment of Corporate Annual Reports? Unpublished paper, University of Michigan.
- Merkley,K.J.2014. Narrative Disclosure and Earnigns Performamce: Evidence from R&D

- Disclosure. *The Accounting Review*. 89:725-757.
- Morris, R.D. 1987. Signalling, agency theory and accounting policy choice. *Accounting and Business Research*. 18: 47-56.
- Nichols, D.C. and M.M. Wieland. 2009. Do Firms' Nonfinancial Disclosures Enhance the Value of Analyst Services? Unpublished paper, Cornell University.
- Okuda and Kitagawa. 2013. management Forecasts, Idiosyncratic Risk and Information Environment KOBE UNIVERSITY Discussion Paper Series.
- Rajgopal, S. and M. Venkatachalam. 2011. Financial reporting quality and idiosyncratic return volatility. *Journal of Accounting and Economics* 51(1-2):435-480.
- Ramanna, K. 2012. A Framework for Research on Corporate Accountability Reporting. Harvard Business School Accounting & Management Unit Working Paper 12-021.
- Skinner, D.J. 1994. Why Firms Voluntarily Disclose Bad News. *Journal of Accounting Research*. 32(1):38-60.
- Solomon, J., Solomon, A., Norton, S. D., and Joseph, N. L. (2000). A Conceptual framework for Corporate Risk Disclosure Emerging from Corporate Governance Reform. *The British Accounting Review*, 32, (4), 337- 478.
- Subramaniam, N. 2006. Agency theory and accounting research: An overview of some conceptual and empirical issues. In: Hoque, Z. (eds.). *Methodological Issues in Accounting Research: theories and methods* :55-81.
- Yi, A. and D. Howard. 2011. Intellectual capital disclosure in Chinese (mainland) companies. [www.deepdyve.com](http://www.deepdyve.com).
- You, H. and X. Zhang. 2009. Financial reporting complexity and investor underreaction to 10-K information. *Review of Accounting Studies* 14 (4): 559-586.

- 浅野敬志. 2013 「Confirmation 仮説に基づく将来予測情報の信頼性の検証」日本会計研究学会スタディ・グループ報告.
- 池田健一・北川教央・小谷学. 2013. 「特別損失の計上頻度と将来業績の関連性」『会計情報のファンダメンタル分析』 125-148.
- 伊藤邦雄. 2010. 「IFRS と日本基準の違いを把握し「説明能力」を磨くことが経営者の責務」『NIKKEI 特集 IFRS NAVI 国際会計特集』.
- 浦山剛史・村宮克彦. 2013. 「GC 予測と将来リターンの関連性」『会計情報のファンダメンタル分析』 175-197.
- 奥田真也・北川教央. 2011. 「わが国の会計制度改革期における利益の質と個別リスクの關係について」『証券アナリストジャーナル』 49(8):91-108.
- 小野慎一郎・村宮克彦. 2013. 「受注残高情報と将来業績の関連性」『会計情報のファンダメンタル分析』 199-227. 中央経済社 桜井久勝. 音川和久編著

- 加賀谷哲之. 2011. 「BCM の開示が株式市場からの評価に与える影響」『伊藤邦雄 還暦記念シンポジウム』 77-94.
- 北川教央. 2013. 「特別損失計上頻度による将来業績の予測可能性」『証券アナリストジャーナル』 51(12):27-36.
- 金鉉玉. 2007. 「リスク情報の事前開示が投資家の意思決定に与える影響・情報流出リスクの顕在化ケースを用いて」『一橋商学論叢』 2 (2) : 102-113.
- 金鉉玉. 2008. 「リスク情報開示と株主資本コスト」『一橋商学論叢』 3 (2):55-68.
- 金鉉玉・安田行宏. 2012. 「リスク情報開示とリスクマネジメント体制整備に向けた新たな視点—ディスクロージャー制度の次なるステップへの展望—」『プロネクサス総合研究所 研究所レポート』 6 : 5-16.
- 金鉉玉. 2013. 「財務情報評価における非財務情報の役割」日本会計研究学会 第 71 回大会.
- 金鉉玉・安田行宏. 2013. 「ディスクロージャーの経済効果に関する新たなアプローチ」日本会計研究学会 第 72 回大会.
- 経済産業省.2012. 「持続的な企業価値創造に資する非財務情報開示のあり方に関する調査」
- 古賀智敏. 2012. 「統合レポート時代における会計研究に認識基点」『企業会計』 64(10) : 17-23.
- 小西範幸. 2008. 「財務報告におけるリスク情報開示の基本的枠組み」『会社法におけるコーポレート・ガバナンスと監査』日本監査研究学会リサーチ・シリーズⅣ. 同文館出版.
- 小西範幸. 2011. 「リスク情報開示の意義とあり方」古賀智敏編著『IFRS 時代の最適開示制度』千倉書房.
- 小西範幸. 2012. 「統合報告の特徴とわが国への適用」『企業会計』 64 (6) : 18-27.
- 財務会計基準機構. 2005. 「有価証券報告書における『事業等のリスク』等の開示実態調査」.
- 桜井久勝・音川和久.2013. 『会計情報のファンダメンタル分析』.中央経済社.
- 首藤昭信. 2004. 「リスク情報開示の目的と効果」『ディスクロージャーの戦略と効果』 151-168.
- 中野貴之. 2010. 「財務諸表外情報の開示実態—事業等のリスクおよび MD&A の分析」『財務諸表外情報の開示と保証』 133-150.
- 野田健太郎. 2013. 『BCP による企業分析』中央経済社.
- 張替一彰. 2008. 「有価証券報告書事業リスク情報を活用したリスク IR の定量評価」『証券アナリストジャーナル』 46(4):32-44.
- みやぎ企業 BCP 策定ガイドライン.2014.  
<http://www.pref.miyagi.jp/soshiki/syokeisi/bcp001.html>
- 姚俊. 2013. 『グローバル化時代におけるリスク会計の探求』千倉書房.
- 薬事医療業界ニュース. 2013. 「東日本大震災から 2 年 製薬各社の対応をアンケート」.
- 若杉明.1999. 『会計ディスクロージャーと企業倫理』 税務経理協会.