

事業等のリスク情報に関する分析

渡 部 美紀子

はじめに

1. リスク情報開示拡充の必要性
2. 事業等のリスクについての記述内容
3. 事業等のリスクに関する質的分析の可能性
4. 事業等のリスクに関する分析
 - 4.1. 分析対象
 - 4.2. データの単純集計
 - 4.3. 数量化理論Ⅲ類によるグラフの解釈
5. 事業等のリスク情報の開示の方向性

むすび

はじめに

本稿の目的は、有価証券報告書などで企業が開示している「事業等のリスク」について分析し、今後求められていく可能性のあるリスク情報の開示内容を探ることである。

企業開示は、近年急速にかつダイナミックに変化しつつある。企業の情報開示は、財務的な過去情報が中心であったが、近年定量的情報だけでなく定性的情報、すなわち記述情報の重要性が増してきている。その中でリスク情報等の開示は投資家だけでなくすべての企業関係者にとって関心の項目であると考えられる。

金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告「資本市場における好循環の実現に向けて」（2018年6月28日）（以下、金融審議会WG報告と略称）の提言を受け、「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」が2019年1月31日に公布・施行された。これにより、事業等のリスクの開示に関わる改正は、2020年3月31日以後に終了する事業年度に係る有価証券報告書から適用されることとなった¹。

¹ 「企業内容等の開示に関する内閣府令」の最終改正（2019年10月31日現在）は2019年6月21日公布、7月1日から施行されているが、「事業等のリスク」に関しては2019年1月31日公布・施行された内閣府令以降、改正されていない。なお、改正された内容での事業等のリスク開示は、2019年3月31日以後に終了する事業年度から早期適用することも可能である。

当該改正により、事業等のリスクについては、顕在化する可能性の程度や時期、リスクの事業へ与える影響の内容、リスクの対応策の説明が求められることとなり、リスク情報の開示が拡充されることになる。

金融庁は「記述情報の開示の好事例集」(2019b)を公表している。この好事例集は、企業審議会WGの提言を踏まえ、「記述情報の開示に関する原則」(2019a)²の策定とともに公表されたものであり、随時更新を行う予定での提示となっている³。この中に事業等のリスクの開示例も含まれており、本稿においてはこの開示例に挙げられた企業の記述内容を分析対象とする。本稿においてこの好事例集に挙げられた企業を分析対象とする意味は、国が推奨するこれからのリスク開示の在り方をこれらの事例から読み取ることにある。

本稿における問いは、事業等のリスクに関し今後どのような開示が求められていくのかということであり、数量化理論Ⅲ類の手法を含め分析を行っていく。以下、1.においてリスク情報拡充の必要性について述べ、2.において、事業等のリスクについての記述内容を金融庁のガイドラインで確認する。3.においては、事業等のリスクに関する分析の系譜と質的分析の可能性について考察する。4.において多変量解析による分析を行う。5.の事業等のリスクの開示の方向性で問題点を指摘し、むすびで今後の課題について述べる。

1. リスク情報開示拡充の必要性

企業を運営するうえで、自社のビジネスに関するリスクを認識しこれに事前に対処すべきであることは、今日当然のように受け止められている感がある。アメリカでは1929年の大恐慌後、1930年代に企業危機管理としてリスクマネジメントが発達してきたが⁴、わが国においてリスクマネジメント論が紹介されたのは60年余り前のことである⁵。有価証券報告書に「事業等のリスク」を開示することが義務化されたのは、2003年4月1日以後に開始する事業年度からであった。事業の状況、経理の状況等に関する事項のうち、投資家の判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項を一括して具体的に、分かりやすく、かつ、簡潔に記載することが求められた。

企業のリスク情報開示の経験値はまだ十数年であるところに、リスク情報のさらなる拡充が求められるようになったのはなぜなのであろうか。内閣府令改正の基となった金融審議会WG報告(2018)の中に、この疑問に対するいくつかの鍵がある。

² 実効的な開示の考え方、望ましい開示の内容や取り組み方について、有価証券報告書だけでなく、その他の開示においても踏まえることを期待すると説明されている。

³ 「経営方針、経営環境及び対処すべき課題等」、「事業等のリスク」、「MD&Aに共通する事項」、「キャッシュ・フローの状況の分析・検討内容等」、「重要な会計上の見積もり」の5項目についての開示例が示されている。また、この開示例は、そのすべてがそのまま有価証券報告書における開示に取り込まれることを意図しているものではなく、好事例のポイント(4.1.で示す)を参考に、開示例の要素を取り込んで記述されることを想定している、と金融庁(2019b)において説明されている。

⁴ 亀井(1992:11)

⁵ 亀井・亀井(2009:4)によれば、昭和30年代に、高木秀卓氏と、亀井利明氏によってリスクマネジメント論が紹介された。

日本企業のリスク情報の開示の問題点としては、一般的なリスクの羅列となっている記載が多いこと、外部環境の変化に関わらず数年間記載に変化がない開示例が多いこと、経営戦略や MD&A とリスクの関係が明確でなく、投資判断に影響を与えるリスクが読み取りにくい点が指摘されている⁶。

また、次の記述からも事業等のリスクの記述が重要視されていることが分かる。

「有価証券報告書では、公益又は投資家保護のため必要かつ適当な事項を記載することが求められており、個別に記載が求められている事項のほか、ガバナンスや社会・環境問題に関する事項（いわゆる ESG 要素）が発行体の事業や業績に重要な影響を与える場合には、有価証券報告書の経営方針、経営環境及び対処すべき課題等、MD&A、事業等のリスクの項目において、それらの事項についての開示が求められる。⁷」（下線は筆者加筆）

このように、重要性が増している記述情報の中の事業等のリスクについて開示を充実させることは、企業にとっても喫緊の課題である。また、企業情報を有用とする読者にとってもこのリスク情報の開示がどのように変化していくのかを見定めることは、セーフ・ハーバールールが存在しないわが国においては重要な視点である。

2. 事業等のリスクについての記述内容

リスク及びリスクマネジメントについては、さまざまな定義や解釈が存在する。経済産業省（2005）において、リスクは「組織の収益や損失に影響を与える不確実性⁸」と定義され、またリスクマネジメントは「収益の源泉としてリスクを捉え、リスクのマイナスの影響を抑えつつ、リターンの最大化を追求する活動⁹」とされている。本稿においては、この定義をもとに論を進めることとする。この経済産業省の捉え方で重要と思われる点の一つに、「リスク」をプラス・マイナス両面を含めた概念として捉えている点がある。リスクが必ずしも企業にとってマイナスを生じさせる項目ではなく、機会としても捉えられる用語だということである。

金融庁企業市場局（2019）の「事業等のリスク」に関する取扱いガイドラインの中には、「事業等のリスク」の記載例として以下、11 項目の記載例が挙げられている。

- (1) 会社グループがとっている特異な経営方針に係るもの
- (2) 財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の異常な変動に係るもの
- (3) 特定の取引先等で取引の継続性が不安定であるものへの高い依存性に係るもの
- (4) 特定の製品、技術等で将来性が不明確であるものへの高い依存性に係るもの

⁶ 金融審議会 WG 報告（2018: 6）

⁷ 金融審議会 WG 報告（2018: 7 脚注）

⁸ 経済産業省（2005: 21）

⁹ 経済産業省（2005: 23）

- (5) 特有の取引慣行に基づく取引に関する損害に係るもの
- (6) 新製品および新技術に係る長い企業化及び商品化期間に係るもの
- (7) 特有の法的規制に係るもの
- (8) 重要な訴訟事件の発生に係るもの
- (9) 役員、従業員、大株主、関係会社等に関する最重要事項に係るもの
- (10) 会社と役員または議決権の過半数を実質的に所有している株主との間の重要な取引関係等に係るもの
- (11) 将来に関する事項について

この 11 項目については金融庁企業市場局（2019）において、それぞれに文例があり説明されている¹⁰。ただし、本稿で取り扱う 13 企業においては、このようなガイドライン通りの順番だったり、文例に倣う記述はほとんどなされていない。金融審議会 WG 報告（2018）においても指摘されているように、「経営者視点からみたりスクの重要性の順に、発生可能性や時期・事業に与える影響・リスクへの対応策等を含め、企業固有の事情に応じたより実効的なリスク情報の開示」が求められている点からすれば、当然とも言えるであろう。つまり、ステレオタイプな記述ではない、企業の実情に即した記述が求められていることに対応しているということになる。

3. 事業等のリスクに関する質的分析の可能性

事業等のリスクについての開示要求が制度化されたのは、2. でも述べたようにまだ十数年前のことである。事業等のリスクの開示が投資家の意思決定に重要な情報源となり得ることは、首藤（2008: 66）でもすでに指摘されていることであり、このリスク情報の類似性も分析されている¹¹。また、廣瀬ほか（2017）は、日本企業の MD & A 情報¹²に関するテキストマイニング分析を行っており、将来業績への予測能力の分析結果からは総文字数と将来業績との関連が示されている。このように、有価証券報告書の質的情報である事業等のリスクや MD&A 情報に関し、テキストマイニング等を用いた質的分析が行われてきており、定量的情報だけでなく定性的情報が重要でかつ分析可能であることが示されてきている。

本稿においては、事業等のリスクの定性的情報を多変量解析の手法の一つである数量化理論Ⅲ類によって分析する。渡部（2003）では、この数量化Ⅲ類を用いて、世界的にインフレが顕著だった 1970 年代の米国において SEC が取り組んだ取替原価情報のルール化とその意義について考察して

¹⁰ 例えば、(1) a として、「当該グループ（当社及び連結子会社）は、過去 3 年間、一株当たり〇〇円、〇〇円、〇〇円の利益を計上しているが、当社グループは内部留保を充実するため配当を実施していない。当面はこの方針を継続することとしている。」という文例である。各項目 2 件から 5 件の文例がある。

¹¹ 例えば土屋（2018）は事業等のリスクを記載内容の類似度にもとづいてクラスタリング分析し、業種によって類似度の高い業種と低い業種があることを示している。

¹² MD&A とは、Management's Discussion and Analysis（経営者による財政状態および経営成績に関する討議と分析）の略であり、事業等のリスク同様 2003 年 4 月 1 日に開始する事業年度から記載が義務付けられている。

いる。SEC が取替原価の開示を要求した通帳の提案に寄せられたコメントレター 388 件を対象として分析を行い、①当該提案に対してはほとんどの会社が否定的見解を述べており、その理由は追加的コストと実務的煩雑さであること、②当該提案の有用性についての認識度が低いほど提案に対して否定的であることを読み取っている。

数量化理論Ⅲ類の手法を使うことによって、カテゴリーデータ（本稿においてはリスクのキーワード）とサンプルデータ（本稿においては企業 13 社）の類似性やポジショニングを明らかにすることが可能となる。また、変数項目間の関係性を可視化できる特性を有している。なお、数量化理論Ⅲ類は目的変数を設定しないため主成分分析と類似しているが、主成分分析が数量データを変数とするのに対し、数量化理論Ⅲ類はカテゴリーデータを変数とする点が異なる¹³。

4. 多変量解析による分析

4.1. 分析対象

図表 1. に分析対象となる 13 社¹⁴ の基本情報を示した。開示書類は、有価証券報告書だけでなく、統合報告書（東京海上ホールディングス(株)では統合レポートという名称になっている）も含まれている。カゴメ(株)も東京海上ホールディングス(株)も有価証券報告書の中で事業等のリスクを開示しているが、本稿においては、ここで掲げられている開示書類を分析対象とする。

業種、監査法人、上場企業および会計方式については、意図されているのかどうか不明であるが、なるべく偏らないよう網羅的な選考になっている。

図表 1. 分析対象 13 社の基本情報

企業名	報告の時期と開示書類	業種 (東証)	監査法人 ¹⁵	上場市場	会計方式
三菱商事(株)	2018 年 3 月期 有価証券報告書	卸売	トーマツ	東証一部、名証一部	IFRS
ソニー(株)	2018 年 3 月期 有価証券報告書	電気機器	PwC あらた	東証一部、名証一部	SEC (米国)
日本郵船(株)	2018 年 3 月期 有価証券報告書	海運業	トーマツ	東証一部、名証一部	日本基準
ANA ホールディングス(株)	2018 年 3 月期 有価証券報告書	空運業	トーマツ	東証一部	日本基準
日本航空(株)	2018 年 3 月期 有価証券報告書	空運業	あずさ	東証一部	日本基準
楽天(株)	2017 年 12 月期 有価証券報告書	サービス業	EY 新日本	東証一部	IFRS

¹³ 菅 (2001: 118)

¹⁴ 2019 年 4 月 1 日に更新された情報である。

¹⁵ 監査法人の正式名称は、有限責任監査法人トーマツ、RwC あらた有限責任監査法人、有限責任あずさ監査法人、EY 新日本有限責任監査法人である (記載順)。

企業名	報告の時期と 開示書類	業種 (東証)	監査法人	上場市場	会計方式
日本たばこ産業 (株)	2017年12月期 有価証券報告書	食料品	トーマツ	東証一部	IFRS
三井化学(株)	2018年3月期 有価証券報告書	化学	EY 新日本	東証一部	日本基準
住友化学(株)	2018年3月期 有価証券報告書	化学	あずさ	東証一部	IFRS
三井物産(株)	2018年3月期 有価証券報告書	卸売業	トーマツ	東証一部、名証 一部、札証、福 証	IFRS
カゴメ(株)	統合報告書 2018	食料品	あらた	東証一部、名証 一部	IFRS
東京海上ホール ディングス(株)	統合レポート 2018	保険業	あらた	東証一部	日本基準
キリンホール ディングス(株)	2018年12月期 有価証券報告書	食料品	あずさ	東証一部、名証 一部、札証、福 証	IFRS

(出所) 金融庁 (2019b) および eol により筆者作成

また、図表 2. に金融庁 (2019b) に提示されている好事例のポイントをすべて書き出している。ここであげられている評価ポイントには、「具体的に記載」、「対応策」、「分かりやすく」という言葉が散見される。東京海上ホールディングス(株)については、対応すべきリスクが「優先順位付け」されている点が特徴的である。

図表 2. 好事例集における評価ポイント

企業名	好事例のポイント
三菱商事(株)	<ul style="list-style-type: none"> ・エネルギー資源や金属資源における価格変動リスクについて、価格変動が損益に与える影響を示し具体的に記載 ・「⑥重要な投資案件に関するリスク」において、個々の重要な投資案件の潜在的なリスクについて、具体的に分かりやすく記載
ソニー(株)	<ul style="list-style-type: none"> ・経営戦略に関連する潜在的なリスクを具体的にわかりやすく記載
日本郵船(株)	<ul style="list-style-type: none"> ・安全航行のための人員確保など、経営課題に対する対応が十分に行われなかった場合のリスクについて、過去のリーマン・ショックの実例も踏まえ、具体的に記載
ANA ホール ディングス(株)	<ul style="list-style-type: none"> ・航空機の納入遅延や発着枠の割り当て数といった経営戦略に影響を与える外部要因に基づくリスクについて、それぞれのリスクを具体的に記載 ・原油価格変動によるリスクや運航リスクでは、リスク内容を具体的に記載するとともに、当該リスクの対応策についても記載
日本航空(株)	<ul style="list-style-type: none"> ・整備業者や空港職員のアウトソーシングやアライアンスといった経営戦略上のリスクについて、分かりやすく記載 ・市況変動に関するリスクにおいて、曾於性質ごとに分類し分かりやすく具体的に記載 ・燃料価格の変動および為替変動に関するリスクへの対応策について、具体的に記載

企業名	好事例のポイント
楽天(株)	<ul style="list-style-type: none"> ・事業等のリスクを性質ごとに分類し分かりやすく記載 ・各サービス固有の事業等のリスクを、サービスごとに分かりやすく記載 ・「直販型のサービス」について、事業等のリスクが顕在化した場合、財務諸表のどの勘定科目に影響が生じ得るか、具体的に記載
日本たばこ産業(株) 1/2 ¹⁶	<ul style="list-style-type: none"> ・事業等のリスクを性質ごとに分類し分かりやすく記載 ・事業等のリスクが顕在化した場合の影響を数値（のれん及び無形資産の連結総資産に占める割合）も用いて具体的に分かりやすく記載 ・経営戦略に関連する潜在的なリスクを分かりやすく記載
日本たばこ産業(株) 2/2	<ul style="list-style-type: none"> ・事業等のリスクを性質ごとに分類し分かりやすく記載 ・事業に関する規制の内容及び規制の改正状況について具体的に記載するとともに、規制が経営成績に与える影響を記載
三井化学(株)	<ul style="list-style-type: none"> ・有価証券報告書提出直前に生じた事象について具体的に記載
住友化学(株)	<ul style="list-style-type: none"> ・重要な海外投資案件に係る潜在的なリスクを具体的に分かりやすく記載し、当該リスクへの対応策についても分かりやすく記載
三井物産(株)	<ul style="list-style-type: none"> ・経営戦略に関連する潜在的なリスクを具体的に分かりやすく記載 ・財務諸表に影響を及ぼす可能性がある気候変動などの環境リスクを具体的に分かりやすく記載
カゴメ(株)	<ul style="list-style-type: none"> ・事業等のリスクを性質ごとに分類し分かりやすく記載 ・事業等のリスクへの対応策をわかりやすく記載 ・経営戦略に関連する潜在的なリスクを具体的に分かりやすく記載
東京海上ホールディングス(株)	<ul style="list-style-type: none"> ・事業等のリスクの把握及び管理方法（定量・訂正の両面から把握し、対処すべきリスクの優先順位付け）について記載 ・重要と選別された事業のリスクについて記載 ・選別した重要なリスクに対する資本の十分性について記載
キリンホールディングス(株)	<ul style="list-style-type: none"> ・事業等のリスクについて、発現する時期に分類して記載 ・経営戦略に関連する潜在的なリスクを具体的に記載 ・事業に係る法律や規制、その潜在的なリスクを記載 ・事業等のリスクを管理する体制・枠組みについて記載

（出所）金融庁（2019b）より抜粋

4.2. データの単純集計

4.1. で挙げた 13 社について、有価証券報告書および統合報告書に記載されている事業等のリスクの記述の中から、リスクとして説明されている項目をキーワードとして抜き出したところ、74 項目であった¹⁷。この項目について記載のある会社数を記載の多い順に示したのが図表 3. である。

¹⁶ 日本たばこ産業(株)については、金融庁（2019b）の事例紹介において 1/2 と 2/2 に分かれているのでそのまま掲載している。以後の分析においては 1 社として扱う。

¹⁷ リスク項目は、事業等のリスクの記述の中で見出しとして掲げているものだけでなく、文章の中身を検討して、筆者が選択した。「〇〇に関するリスク」、「〇〇リスク」の〇〇にあたる部分である。ただし、「コンダクトリスク」だけはリスクをとると意味が分からないのでそのまま記載している。なお、有価証券報告書および統合報告書は、金融庁（2019b）に記載されている年度のものを使用した。

図表3. リスクに関する項目¹⁸と会社数

自然災害・異常気象 (13)、世界経済 (11)、為替 (11)、法規制 (11)、品質・安全性 (11)、競合 (10)、人材確保・労働力不足 (10)、テロ・暴動 (10)、金利 (9)、情報セキュリティ (9)、訴訟 (9)、需要の減少 (9)、租税 (9)、国際情勢 (8)、事業投資 (8)、減損 (8)、重大な事故 (8)、事業環境 (8)、商品市況 (7)、信用 (7)、資金調達 (7)、商品価格 (6)、グローバル (6)、繰延税金資産 (6)、国内外景気 (6)、金融市況 (5)、カントリー (5)、法令改正 (5)、退職給付債務 (5)、投資有価証券 (5)、ストライキ (5)、感染症・パンデミック (5)、ブランド (5)、知的財産権 (5)、研究開発投資 (4)、製造物責任 (4)、格付け (4)、技術変化への対応 (4)、社内規定の遵守違反 (4)、エネルギー資源 (3)、株価 (3)、取引先 (3)、燃料油価格 (3)、提携戦略 (3)、システム開発 (3)、事業・販路拡大 (3)、無形資産 (3)、原材料調達 (3)、少子高齢化 (3)、内部統制 (3)、金属資源 (2)、石油化学製品 (2)、納期 (2)、関連会社 (2)、損益構造 (2)、財務報告 (2)、風評 (2)、マーケティング (2)、日本国債 (2)、契約違約金 (1)、経営戦略 (1)、サービス提供 (1)、資金流動性 (1)、リスク管理の有効性 (1)、委託契約 (1)、不法取引 (1)、事務・オペレーション (1)、商品寿命 (1)、日本国政府との関係 (1)、自然環境 (1)、消費者意識 (1)、流通変化 (1)、コンダクトリスク (1)、人権 (1)
--

(出所) 筆者作成。() 内は当該リスク項目を計上している企業数。

これらのリスクに関する項目の中で、最も記載会社数が多かったのは、「自然災害・異常気象」(13社)である。近年頻繁に報告されている自然災害等については、すべての会社はそのリスクについて記載している。数量化理論Ⅲ類は分散分析でもあるので、分散のない項目は分析対象にならない。よって、以後の分析は73項目となる。

「世界経済」(11)や「テロ・暴動」(10)、「国際情勢」(8)、グローバル(6)、カントリー(5)など国際的な企業活動のかかわりに関係する用語が多く見られた。分析対象である13社は、国際的な活動も多いことから、これらの用語が頻出することが頷ける。

また、1社のみが記載しているリスク項目も15項目存在した。「日本国政府との関係」リスクを記載しているのは日本たばこ産業(株)であり、企業の特異性が示されている。日本国政府はJT法により常時日本たばこ産業(株)の発行済み株式総数の3分の1を所有しており、災害復興の財源確保などのために保有株式を処分する可能性があることが記載されている。

「コンダクトリスク」を記載しているのは東京海上ホールディングス(株)である。同社の統合レポートの中では、「不正行為、不適切な対応、社内や業界慣行の世間との乖離等により、顧客保護、市場の健全性、有効な競争、公益等に対して悪影響を及ぼした結果、企業価値の毀損につながるリスク」と説明されている。今のところ13社の中でも1社だけの記載であるが、今後このようなリスクを考慮に入れる企業が増加していく可能性もある。

また、一番リスク項目が多く記載されていたのは楽天(株)で43件、三井化学(株)と三井物産(株)が33件、ソニー(株)とANAホールディングス(株)、日本たばこ産業(株)が32件、日本郵船(株)が30件というように、半数以上の企業が30件以上のリスク項目を記載している(付表参照)。

¹⁸ 必ずしも全く同じ用語ではなく、近似している表現を同じ用語の中に集約したものもある。例えば、「租税」には、「税金」や「公租公課」が含まれる。

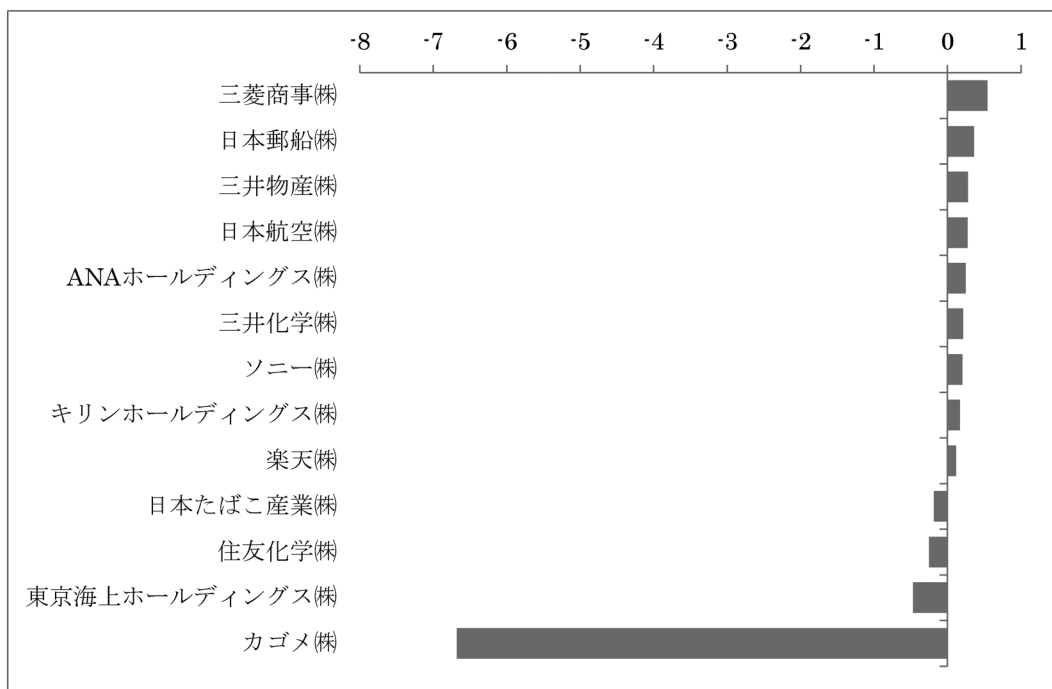
4.3. 数量化理論Ⅲ類によるグラフの解釈¹⁹

次に、13社（サンプルデータ）と73項目のリスクのキーワード（カテゴリーデータ）について、数量化理論Ⅲ類による分析を行う²⁰。

まず、13社の第1軸と第2軸の棒グラフを示す²¹（図表4. および図表5.）。第1軸では、三菱商事(株)が最も正の値であるが（0.5416）、カゴメ(株)の値が突出してマイナスになっている（-6.6779）点が大きく意味を持っているようである。

第2軸で最大値を取っているのは日本たばこ産業(株)（1.6083）で、最小値は東京海上ホールディングス(株)（-4.4304）となっている。

この第1軸と第2軸を点グラフで図示したのが図表6. である。対象企業が点で図示されるために、位置関係が確認できる。まず、中心部に固まっていない企業は、カゴメ(株)と東京海上ホールディングス(株)の2社である。この2社は、有価証券報告書ではなく統合報告書のデータであることがもともと特徴的ではあった。カゴメ(株)の元データで他の会社と異なっていた点は、他の会社が多く挙げているリスクの記載がほとんどなかったことと²²、「リスクと機会の認識」という捉え方でリスクの説明をしている点である。また、東京海上ホールディングス(株)のリスクの記載では、リス



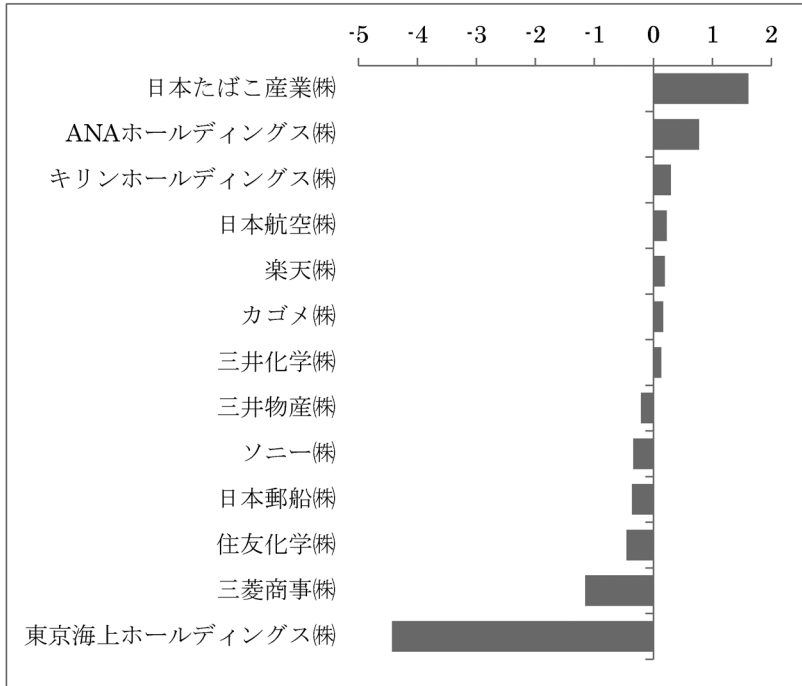
図表4. 分析対象企業の第1軸

¹⁹ 分析にあたっては、「エクセル統計（2019年）」を用いている。

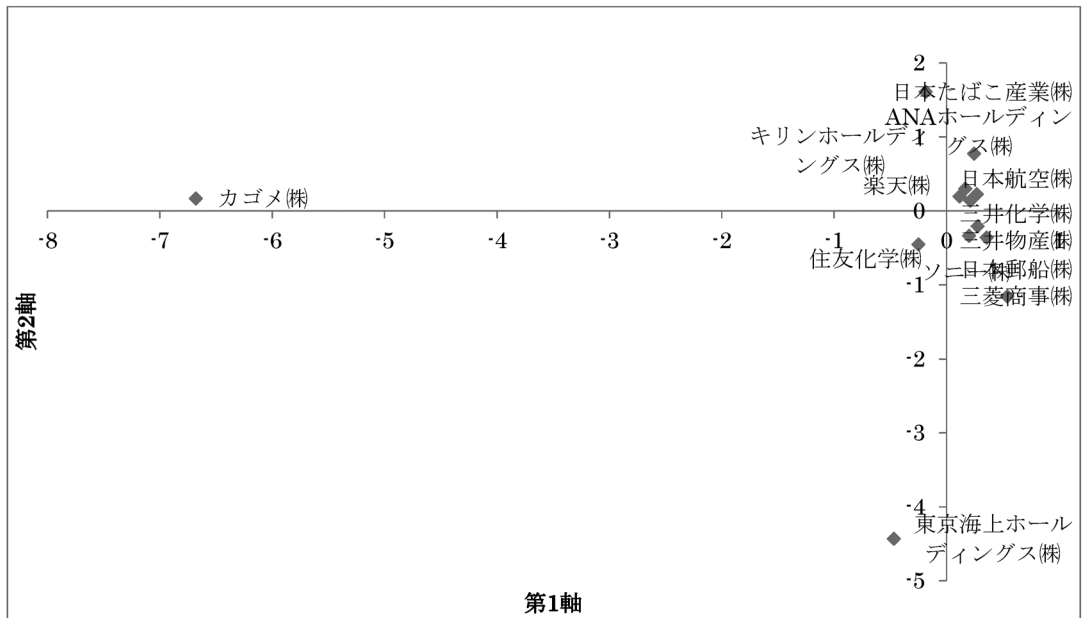
²⁰ サンプルデータとカテゴリーデータの元データについては、付表を参照のこと。

²¹ 第1軸の固有値は0.4102、相関係数は0.6404であり、第2軸の固有値は0.2697、相関係数は0.5193である。本稿においては、相関係数が0.5を超えた2軸で分析の解釈を行う。カテゴリーデータにおいて同じ。

²² 例えば、世界情勢、為替、法規制、競争、租税、テロ・暴動について、カゴメ(株)では記載がない。



図表 5. 分析対象企業の第 2 軸



図表 6. 対象分析企業の第 1 軸 × 第 2 軸

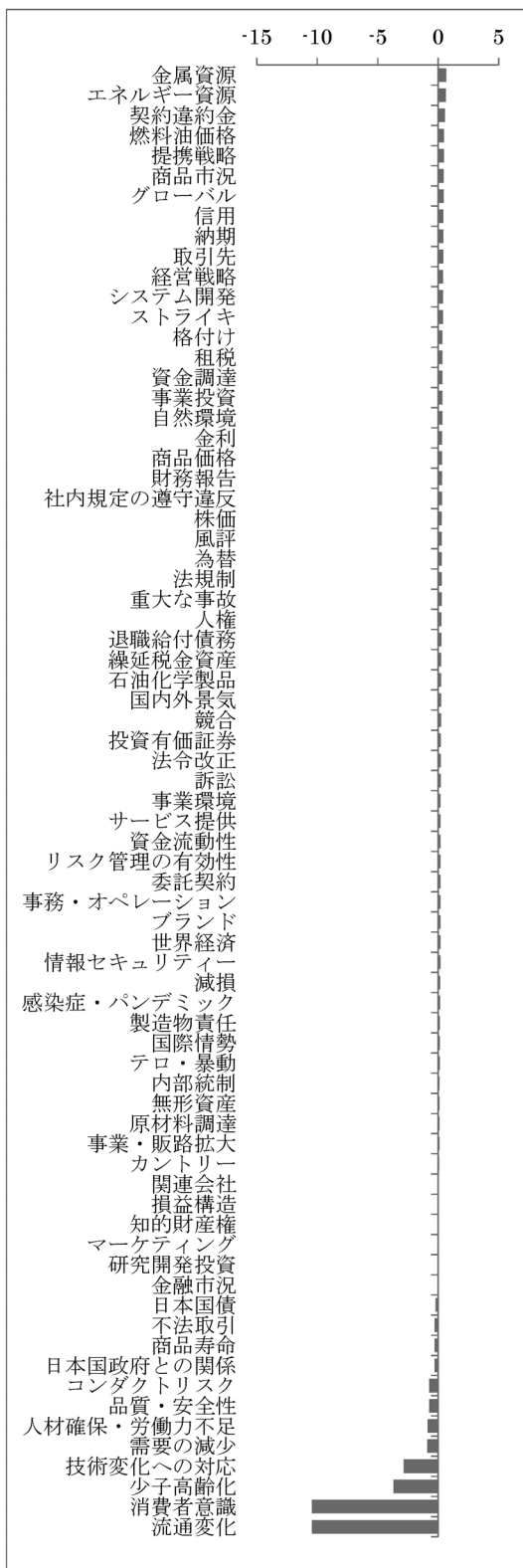
クに優先順位を付けていることが他の企業にはない記述であるが、順位付けした点ここでは反映されていない。他の多くの企業が挙げているリスクに触れていない点は、カゴメ(株)と共通している²³。

会社の分析で興味深かった点は、同一業界の会社が必ずしも近い位置関係にあるとは限らないことである。例えばANAホールディングス(株)と日本航空(株)は、第1軸では近い関係があるが、第2軸では3倍ほどの開きがある。三井化学(株)と住友化学(株)は、同じ化学の業種に分類されているが、三井化学(株)は、むしろ三井物産(株)との距離の方が近い。もちろん、少ない会社サンプルの中で断言できることではないが、同系列の会社は近似したリスクマネジメントをしている可能性がある。

また、カゴメ(株)と東京海上ホールディングス(株)のリスクの項目数それぞれ8と11で少ないのが特徴の一つであるが、それが必ずしも一つの軸の性格を形成してはいない。リスクを最多数記載しているのは楽天(株)で43であるが、中心近くに位置していることから理解できる。軸の解釈については、以下のリスク項目に関する分析とともに行うこととする。

次に、リスクに関する73項目についての分析を行う。図表7.および図表8.は、リスク項目についての第1軸と第2軸の棒グラフである。図表9.において2つの軸の相関の点グラフを示している。図表9.は、項目数が多く中心点は判読が難しいので、図表7.と図表8.の数値と、図表9.の中心点から外れている点から以下、軸の解釈を行っていく。

図表7.において第1軸の棒グラフの値が高



図表7. リスク項目の第1軸

²³ 為替、法規制、競合、人材確保・労働力不足、品質・安全性などについて、東京海上ホールディングス(株)では記載がない。

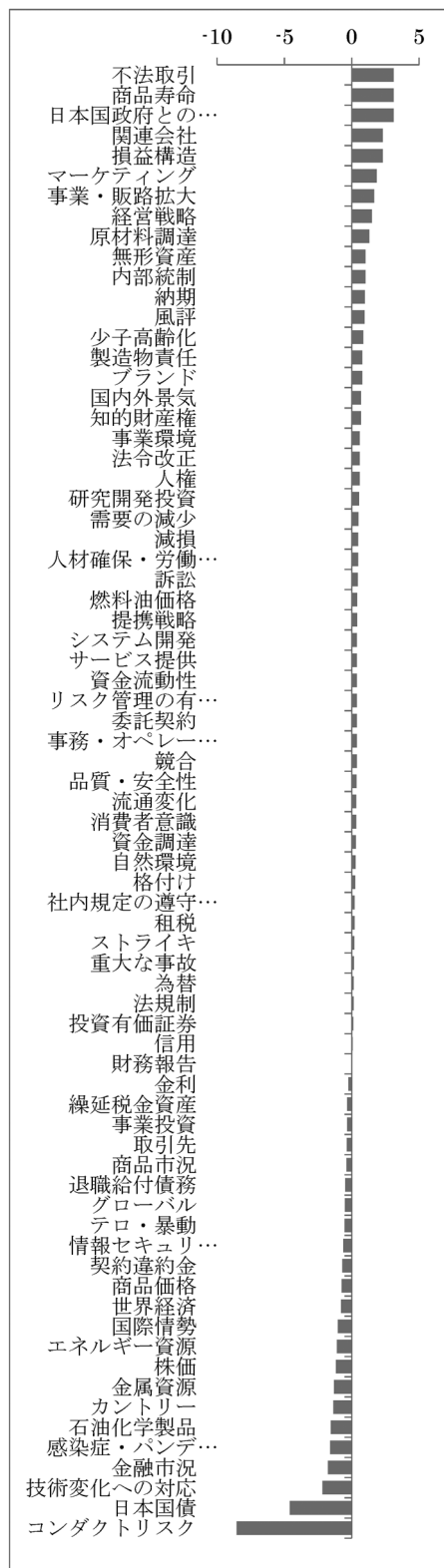
いのは、「金属資源」(06391)や「エネルギー資源」(0.6124)であり、これらの項目は三菱商事㈱と三井物産㈱に記載されている項目である。特筆すべきは「消費者意識」(-10.4270)と「流通変化」(-10.4270)の値の低さで、どちらもカゴメ㈱にしか出てこないリスクである。これらのことから第1軸は、プラスの部分は自然や天然の資源を表し、マイナスの部分はこれから起こりうる社会現象や社会変化の軸であると考えられる。

図表8.の第2軸において高い値を示しているのは、「不法取引」、「商品寿命」、「日本国政府との関係」(すべて3.0969)などであり、日本たばこ産業㈱の有価証券報告書にのみ表出しているリスクについてのキーワードである。反対に、低い値を示しているのは「コンダクトリスク」(-8.5312)、「日本国債」(-4.5919)、「技術変化への対応」(-2.1794)であり、東京海上ホールディングス㈱に特徴的に記載されているリスクである。これらのことから、第2軸は、プラスの部分が外部との直接的なかわりから生じるリスクであり、マイナスの部分は、さまざまな要因から間接的に生じるリスクであると考えられる。

5. 事業等のリスク情報の開示の方向性

4.の分析では、有価証券報告書の事業等のリスクに関する部分がかかなり近似しているのに対し、統合報告書の報告を用いた企業のリスク項目の特殊性が目立つ結果となった。

カゴメ㈱も東京海上ホールディングス㈱も、もちろん有価証券報告書において、事業の状況の中で事業等のリスクを記述し、開示を行っている。それらは、他の11社とそれほど変わらない記述内容になっている。有価証券報告書は、法定開示であるのに対し、統合報告書は自主開示である。異なる点はそれだけではない。法的規制がないだけあって、統合報告書は、写真や図示をふんだんに用いたカラフルなパンフレットの



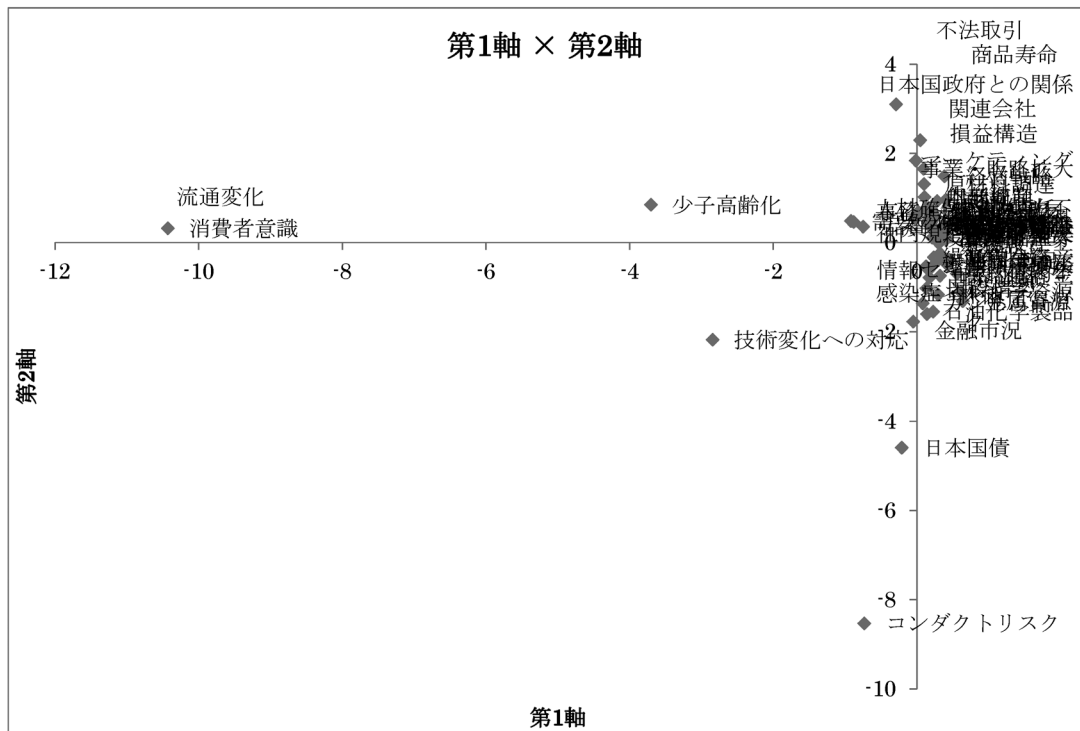
図表8. リスク項目の第2軸

ような作りになっている企業がほとんどである²⁴。

金融庁（2019b）は、リスク開示の在り方、説明の仕方の好事例として現時点でこの13社を挙げているので、有価証券報告書と統合報告書のリスク開示の方向性を異なるものと考えているのか、同質でもよいと考えているのかは定かではない。ただし、有価証券報告書と統合報告書における事業等のリスクに関する説明の情報量は、全く異なる。有価証券報告書においては、あらゆるリスクを網羅的に詳細に記載することが優先され、統合報告書においてはリスクを簡潔に分かりやすく説明することに注力しているように見受けられる。おそらく、この2つの報告書は想定している読者、利用者も異なる可能性がある。

また、監査の視点では別の問題が存在する。宮本（2016）においても指摘されているように、経営者が行った事業等のリスク情報の評価や開示は監査業務において意見表明の対象ではない。このことからリスク情報の開示が拡充されていくのであれば、その信頼性を担保する法的規制がどうなっていくのかにも留意していく必要がある。

金融庁（2019b）の好事例集には、図表2. で見たように「具体的に記載」、「対応策」、「分かりやすく」という言葉が数多く使われていた。有価証券報告書で報告された11社の事業等のリスクは、項目も多く、非常に詳細に記述されていた。他の企業も今までよりも詳細な記述が求められていく



図表9. リスク項目の第1軸×第2軸

²⁴ 今回分析した13社の有価証券報告書の事業の状況の説明も、図表やグラフなどを用いたり、多色刷りでカラフルな内容の会社が半数以上あり、統合報告書化していると言えるかもしれない。

可能性がある。今回分析した有価証券報告書記載のリスク項目に加え、2社の統合報告書にあったように、社会変化に対応していく項目や、間接的に生じるであろう項目にも、企業は対応していくことが要求される可能性があると考えられる。

むすび

本稿においては、事業等のリスクに関し今後どのような開示が求められていくのかについて、金融庁（2019b）の好事例集で取り上げられた13社をもとに分析を行った。

今後の課題としては、まず、2020年3月31日以後に終了する事業年度に係る有価証券報告書から適用される改正内閣府令のもとに、企業のリスク情報開示は変化していくのか、変化するとすればどのように変化するかを比較し検討することが挙げられる。また、法定開示の有価証券報告書と自主開示の統合報告書の記載内容がどれだけ乖離しているのかも今後注目していくべき視点である。統合報告書を報告している企業は500社にもなろうとしており、企業は情報利用者にどのような情報をどのように提供していくのか、報告書によって内容が異なっていないか、という視点で分析していく必要があると考える。さらに、事業等のリスクだけではなく、将来情報を含めたMD&Aについても、今後どのように規制されていくのか見定め、検討することも課題の一つである。

本稿の分析は、数量化理論Ⅲ類の手法を中心に行った。上述の課題を検討していくためには、テキストマイニング等のプロトコル分析も有効な手段になりうると考えている。

参考文献および参考 URL

亀井克之（2008）『経営研究』Vol.58, No.4（2008年2月）:35-55.

亀井利明（1992）『リスクマネジメント理論』中央経済社.

亀井利明・亀井克之（2009）『リスクマネジメント総論・増補版』同文館出版.

亀井利明原著、上田和勇編著（2017）『リスクマネジメントの本質』同文館出版.

菅民郎（2001）『多変量解析の実践（下）第2版』現代数学社.

経済産業省経済産業政策局産業資金課編（2005）『先進企業から学ぶ事業リスクマネジメント実践テキスト—企業価値の向上を目指して—』経済産業省.

金融庁（2019a）「記述情報の開示に関する原則」https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/2019_0319/01.pdf#search=%27%E8%A8%98%E8%BF%B0%E6%83%85%E5%A0%B1%E3%81%AE%E9%96%8B%E7%A4%BA%E3%81%AB%E9%96%A2%E3%81%99%E3%82%8B%E5%8E%9F%E5%89%87%27（2019年10月31日現在）.

金融庁（2019b）「記述情報の開示の好事例集」https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/2019_0319/02.pdf#search=%27%E9%87%91%E8%9E%8D%E5%BA%81+%E5%A5%BD%E4%BA%8B%E4%BE%8B%E9%9B%86%27（2019年10月31日現在）.

金融庁企業市場局（2019）「企業内容等の開示に関する留意事項について（企業内容等開示ガイドライン）」（2019年6月）https://www.fsa.go.jp/common/law/kaiji/01_20190621.pdf: 1-82（2019年10月31日現在）.

金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告「資本市場における好循環の実現に向けて」(2018年6月28日) https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20180628/01.pdf: 1-27 (2019年10月31日現在).

首藤昭信 (2008) 「リスク情報開示と企業価値」『専修ビジネス・レビュー』 Vol.3, No.1: 61-67.

土屋和之 (2018) 「事業等のリスクの分析—記載内容の類似度にもとづくアプローチ—」『千葉商大論集』 Vol.55, No.2: 113-133.

廣瀬喜貴・平井裕久・新井康平 (2017) 「MD&A情報の可読性が将来情報に及ぼす影響：テキストマイニングによる分析」『年報経営分析研究』 Vol. 33, 日本経営分析学会 (2017年3月): 87-101.

宮本京子 (2016) 「企業リスク情報に対する保証業務の実行可能性」『現代監査』 No.26 (2016年3月): 12-23.

渡部美紀子 (2003) 「取替原価情報開示にむけての U.S.SEC による積極的取り組みとその意義—1975年8月21日付 SEC 通称 33-5608 での SEC 提案、および、Comment File No.S7-579 の分析—」『経理研究所紀要』 Vol.11 東北学院大学 (2003年3月): 43-68.

渡部美紀子 (2007) 「金融商品に関する全面公正価値評価提案の意義—FASB の『予備的見解』[FASB 1999] に対する Comment Reference No.1100-204 [FASB 2000] についての分析—」『研究年報経済学』 Vol.68, No.4, 東北大学 (2007年3月): 171-182.

An Analysis of Business Risk Information

WATABE Mikiko

Disclosure of Corporate information is changing dynamically from quantitative past information to content that includes qualitative management's descriptive information. Among the information provided, disclosure of risk information is an item of interest to all stakeholders, not just to investors.

In this paper, I analyzed what kind of risk information will be required in the settlement of accounts after March 31, 2020, the revision of the Cabinet Office Ordinance. I used information from 13 companies recommended by the Financial Services Agency as good examples.

First employing the simple aggregation, all companies listed natural disasters, and many companies described the existence of risks in the world economy, foreign exchange, and legal regulations, to name a few. Based on analysis of the Mathematical quantification theory class III, I pointed out that companies may require the inclusion of future social phenomena and indirect risks in securities reports.