

# 自発的開示研究の概説と今後の展望

児 島 幸 治

## 要 旨

本稿の目的は、企業が自発的に行う開示（自発的開示）に関する研究の概説と、今後の研究の展望を明らかにすることにある。多くの企業が会計制度により企業に要求される必要最低限の水準以上の情報公開を行っている。また情報公開に伴っては、製品市場における競争力の低下を引き起こすといった別の費用が発生する可能性もある。企業が多額の費用をかけて自発的開示を行う理由が何かしら存在するはずである。本稿では、自発的開示に関する理論的、実証的な研究の概説を行い、将来の研究課題を明らかにすることを目的とする。

## I はじめに

本稿の目的は、企業が自発的に行う開示（自発的開示）に関する研究の概説と、今後の研究の展望を明らかにすることにある。多くの企業が会計制度により企業に要求される必要最低限の水準以上の情報公開を行っている。さらに多くの企業では、IR (Investors Relations) 専門の部署を設け、情報公開に取り組んでいる。これらの組織を維持・管理するには多額の費用が必要である。さらに、企業が事業計画や戦略に関して詳細な開示を行うことは、製品市場における競争力の低下を引き起こすといった別の費用をもたらす可能性がある。これらの費用を負担しても企業が自発的開示に取り組んでいる理由を説明するには、企業が自発的開示により費用以上の利益を得ている、もしくは利益を期待していると考えるのが合理的であろう。本稿では、自発的開示に関する理論的、実証的な研究の概説を行い、将来の研究課題を明らかにすることを目的とする。自発的開示の定義、役割、経済的効果に関して検討し、自発的開示に係るわが国と諸外国の研究を概説した上でこれらの研究における課題および将来の研究が有望な分野に関して検討する。

## II 自発的開示

企業経営者と投資家、証券アナリストといった外部利用者との間には情報の非対称性が

存在する。資本市場が効率的に機能するための根幹（Akerlof 1970）として経営者の情報公開は必須であり、経営者は法的な要請に基づく財務報告に基づいて情報の公開を行う。報告される財務報告は第三者による監査を受けるが、経営者の主観や裁量を含んでいる。しかし、経営者は企業情報の外部利用者よりも優れた情報を有しているため、財務報告を行うことで、経営者と市場間の情報の非対称性の問題は軽減される。

ただし、法的に要請された必要最低限の情報の公開は、市場が必要とする企業の将来（ないしは企業が将来生み出すキャッシュ・フロー）に関する情報を常に含んでいるわけではない。経営者が公表する情報を市場参加者が意思決定に用いるのであれば、経営者は法的な要請に基づく情報の公開以外にIR活動の一環として、自社の経営状況を自発的に伝えることにより、情報の非対称性の問題を軽減し、自社の株式の流動性の向上や自己資本や負債の調達コストの低減といった効果が期待される。

このような IR 活動に対する基本方針として例えば、三菱 UFJ フィナンシャルグループは、「IR に対する基本方針」として、下記のように述べている（<http://www.mufg.jp/ir-policy/>）。

1. 基本姿勢—当社は、財務状況や経営戦略などに関する正確な情報を、株主・投資家・証券アナリスト・格付機関などの皆さま（以下、「市場」）に、公平かつ迅速に提供し、また、当社に関する市場の評価を経営プロセスに還元することを通じて、株主価値の向上に資する IR 活動をめざしてまいります。
2. 開示する情報について—当社をより良く理解していただくため、法令および制度により義務付けられている範囲の情報開示にとどまらず、自発的な開示に努めてまいります。情報開示にあたっては、継続性・一貫性などにも配慮しながら、分かりやすい内容となるよう努めてまいります。
3. 情報開示の方法について—情報開示にあたっては、ホームページの活用などにより、国内のみならず、海外の市場にも十分に配慮しながら、公平かつ迅速に情報を開示するよう努めてまいります。
4. 将来の予測に関する事項について—当社が開示する情報の中には、将来の予測に関する事項が含まれている場合があります。このような将来情報に関しては、その予測の前提条件や不確定要素などを十分説明し、市場に誤解を与えないよう努めてまいります。

法的に企業に要求される最低限の水準である財務情報を補完する自発的な開示の例としては、インターネットによる適時的な情報開示、決算説明会の実施、企業の長期投資計画に関する詳細な記述、証券アナリスト、機関投資家、ファンド・マネージャー、格付機関等に対する企業説明会の実施、非財務指標の公開、パンフレットの請求、施設見学会、IR

室の設置による情報請求への応対、将来（予測）情報の公開といったものがある。換言すれば、企業が法的な要求に基づいて行われる以外の企業が任意に行う情報開示が自発的開示といえる。法的な要求に基づく財務情報の開示を補完する形でも自発的開示は行われることには注意が必要である。情報の早期開示、開示内容の質および量を充実させるといった行為も自発的開示と考えることができる。法的な要請による定期的な開示に加えて、IR活動を積極的に行うことにより、株価の変動率を低くし、結果として資本コストが下がるといった効果にも注目する必要がある。

経営者が自発的に情報を公開することによって、市場参加者は例えば経営者が行った新規投資に対する評価をより正確に行うことができる。製薬会社が革新的な新製品を開発した場合を例にしてみよう。経営者は、自社の株価が過小評価されていると考えている。さらに、新製品の効果、期待される売上高、予想される副作用といった情報に関して、経営者は市場参加者が知り得ない情報を有している。経営者は追加的な情報を公開することにより、投資家はその企業の評価を見直し、その結果として過小評価されている株価が（経営者が信じる）適正な株価へ上昇するというメリットを得る。株価が上昇することにより、追加的な資本調達のコストが引き下げられ、また敵対的買収による経営者の立場への脅威の可能性も減じられる。

他方、経営者が現時点の株価は過大評価されていると考えている場合はどうだろうか？自動車の製造会社の経営者が、市場に出回っている自動車の重大な欠陥を恣意的に伏せている場合を例にしてみよう。経営者は将来起こりうる訴訟リスクと現時点で情報を公開することにより発生する費用を検討する。経営者は、自発的に情報を公開することにより、将来のリスクを減じることができるが、現時点で多額の告知費用・取替費用が発生することも知っている。そういった状況では、経営者は自社の株価が過大評価されることを必ずしも望まないであろう。

また、自発的開示が市場に与える影響としては、資本コストの低減以外にも、株式の流動性の向上、その企業をカバーする証券アナリスト数の増加などがある（Healy and Palepu 2001）。経営者は、自発的開示以外にも、配当政策や自社株買いなどの行動により、市場に対して情報を効率的に公開（シグナル）することがあるが、これらの行動に関する研究は本稿では論じない。

### III 自発的開示に関する研究

本節ではこのような自発的開示に係るわが国と諸外国の実務慣行および研究を概説することを目的とする。最初に、研究の蓄積が多い米国における研究、次にわが国の研究、最

後に米国・日本以外の研究に関して検討する。

### 3.1 米国における研究

2001年に公表された米国財務会計基準審議会（FASB）の事業報告書研究プロジェクトが発表した報告書として「事業報告書の改善：自発的開示促進のための洞察」がある。この報告書は米国における企業の自発的開示の実態を明らかにすると共に、それらの開示例を示している。自発的開示がもたらす企業および株主に対するベネフィットとしてはより低い資本コスト、信頼性の向上およびIRの改善、より良い投資意思決定、不十分な情報しか開示しなかったことに対する訴訟リスクの低減などが指摘されている。経済社会に与える利点としてはより効率的な資本配分、資本コストの低減による投資効果、より流動的な資本市場などが指摘されている。一方、自発的開示がもたらすコストとして、企業および株主にとって、情報開示による競合上の不利益、取引先、顧客および従業員に対する交渉上の不利益、訴訟リスクの増加、そして、経済社会のコストとして、追加的開示を利用する追加コスト、訴訟による成長性への悪影響が指摘されている。

同報告書では、自発的開示の重要性が将来さらに増していくことが予想されることが指摘され、特に無形資産、将来情報、事業戦略に関する自発的開示の有用性に関しても指摘されている。また、自発的開示が自己資本コストに与える影響（Botosan 1997）、負債コストに与える影響（Sengupta 1998）、株式市場に与える影響（Healy et al. 1999）が紹介されている。

米国における自発的開示に関する研究では、自発的開示によって、経営者と外部投資家の情報非対称性問題が軽減され、逆選択コストが減じられるという主張がある（Healy and Palepu 2001, Verrecchia 2001）。開示水準と企業の外部資金調達への依存度には正の関係があり、開示手段の拡充により外部資金調達コストが下がる（Verrecchia 1983）ことが予想され、様々な研究においてその関係が調査されている。また、Skinner（1994）は、経営者が訴訟リスクを軽減するために自発的開示を行うインセンティブを持つことを明らかにしている。

自発的開示と資本コストの関係を検証した研究としては、Lang and Lundholm（1993, 1996）、Botosan（1997）、Sengupta（1998）、Botosan and Plumlee（2000）等がある。Lang and Lundholm（1993, 1996）は、開示水準の高い企業ほど、多くの証券アナリストにフォローされており、利益予測の誤差が少ないことを明らかにした。Botosan（1997）は、フォローしている証券アナリストが少ない企業に関しては、自発的開示と資本コストの間に負の関係があることを示した。つまり、自発的開示の水準が高い企業ほど、低いコストで資本が調達できることを示した。Sengupta（1998）は、証券アナリストの評価と発行する

社債の利息の間には負の関係があることを示した。つまり、証券アナリストの評価が高い企業ほど低いコストで負債が調達できることを示した。Botosan and Plumlee (2000) は、証券アナリストの年次報告書の評価と資本コストは負の関係を有していることを示した。ただ、四半期開示の水準と資本コストが正の関係を示していることも同時に明らかにした。その理由としては、短期的な投資目的の投資家の参加によって株価変動率が大きくなることを挙げている。

さらに、株式の流動性に与える影響を検証した研究としては、Welker (1995), Healy et al. (1999), Gelb and Zarowin (2002) 等がある。Welker (1995) は、証券アナリストの開示に対する評価と株価のビッド・アスク・スプレッドの間に負の関係があることを示した。Healy et al. (1999) は、証券アナリストによる開示水準評価が高まった企業の株価がその利益水準とは無関係に上昇し、株式の流動性が高まり、評価を行う証券アナリストの数が増加し、機関投資家の数も増加することを示した。さらに、開示水準を向上させた企業が、改善後に外部資本調達を行い、経営者がストックオプションの権利を行使するなどして利益を獲得していることを明らかにした。Gelb and Zarowin (2002) は、証券アナリストによって開示水準の評価が高まった企業のうち、利益業績も伴って上がっている企業が、開示水準の評価が低い企業と比較して、相対的に高い株価上昇がもたらされることを示した。Hossain and Marks (2005) は、多国籍企業が四半期業績の開示の際に自発的に開示する海外売上高がその企業の株価と正の関係を有することを明らかにした。

### 3.2 わが国における研究

音川 (2000) は、日本証券アナリスト協会が1995年度から毎年公表している「リサーチ・アナリストによるディスクロージャー優良企業選定」制度 (<http://www.saa.or.jp/research/yksentei.html>) の1998年度、1999年度において優れたディスクロージャーを行っているとして評価された合計210社を対象に、総合評価点と株式資本コストとの関係を分析した。株式資本コストは、Botosan and Plumlee (2000) と同様、Ohlson (1995) による企業評価モデルを用いて推定が行われた。2年間のデータを合計して行った分析では、ディスクロージャー評価が高い企業ほど、資本コストが低いことが明らかになったが、1年毎のデータの分析では、統計的に有意な結果は出ていない。

須田 (2002, 2003, 2004) では、自発的情報開示の水準と資本コストの負の関係が確認されている。さらに、中間連結財務諸表制度が導入される前に自発的に公開を行った企業が行わなかった企業と比較して相対的に低い資本コストを享受し、株式の流動性が高く、証券アナリストによる利益予測の精度が高いことを明らかにした。

### 3.3 諸外国の研究

Francis et al. (2005) は34カ国の672社のサンプル企業を用いて、1. 企業の外部資金調達の必要性の役割を満たすために、自発的開示動機が存在しているか？ 2. 企業の開示手段が低い外部資金調達コストと関連しているか？ を実証した。米国における実証研究の蓄積により、企業の開示水準と資本コストとの間には負の関係が明らかになっているが、米国は外部資金調達の利用も比較的容易であり、投資家保護に熱心で、流動的な金融市場を有している (La Porta et al. 1998)。米国で発見されたこれらの関係が、諸外国においても同様に発見されるかどうかに関して Francis et al. (2005) は、投資家保護が弱い国においては開示に対する信頼性が低い可能性、そして主として銀行中心の金融システムを有する国においては自発的な「公的」開示の必要性が少ないという理由を挙げ、必ずしも米国と同様の実証結果が発見できない可能性を述べている。しかし、検証結果により、企業が各国の規制の相違とは独立して、より低い外部資金調達コストを得るために自発的開示を活用していることが明らかになった。各国間の規制の相違にも関わらず、より多くの外部資金調達を必要としている企業の自発的開示水準はより高く、これらの企業の拡充された開示手段により、資本コストだけでなく負債コストも低く導かれていることが明らかになった。

Ismail (2002) は、湾岸諸国の128社をサンプル企業として、インターネットでの自発的開示の発信を行う企業の属性に関する調査を行った。企業規模、利益率、レバレッジ等が自発的開示の意思決定と関連している証拠が明らかにされた。さらに、サンプル企業の属する産業、国によっても意思決定に違いがあることが明らかになった。

## IV 将来の研究の展望

前節で検討した自発的開示に関する諸研究に関しては多くの課題が残されている。まず、Healy et al. (1999) が述べるように、企業業績と開示（水準）の関係が必ずしも明らかになっていないため、開示水準と、株価、フォローする証券アナリスト数等の関係を調べる際に、利益に関するコントロールがうまくいっていない可能性がある。さらに、開示水準の代理変数として用いられている証券アナリストのランキングや、研究毎によって独自に開発されている変数が開示水準を十分に捉えていない恐れがある。さらに、Core (2001) の指摘にもあるように、自発的開示をどういった水準でどのような形で行うかといったことに関しては、内生的にコーポレートガバナンス体制や経営者のインセンティブと関連して経営者によって決定されるが、これを外生的として扱っている研究も数多い。また、経営者と市場の間に存在している情報の非対称性が資本コストに及ぼす影響に関しては、理

論的な研究においても実証研究においてもある程度明らかにされているが、情報の非対称性が期待利益に与える影響、情報の非対称性をより正確に捉える変数と資本コストの関係に関しては必ずしも十分に明らかにされているとは言えない。ただ、以上の問題に関して取り組んだ最近の研究がいくつか存在する。

Cheng and Lo (2006) の研究は、自発的開示を外生的ではなく内生的に捉え、経営者のベネフィットと、自発的開示の直接的な関係を調査している。具体的には、経営者が自ら自発的に公表する予測情報の頻度を調整することにより、インサイダー取引による利益を獲得していることを示す証拠が明らかにされている。さらに、自発的開示とインサイダー取引に関する意思決定は経営者によって同時期に行われていることが明らかにされている。Ertimur et al. (2007) は、経営者が IPO 後に自らの保有株式を売却できる期間になるまで悪いニュースの開示を遅らせ、より楽観的な予測情報を公開する傾向があることを明らかにした。

Graham et al. (2005) は、400人以上の企業の財務担当役員を対象にしたインタビュー調査を含むアンケート調査を行った。経営者は自発的開示について、投資家に対する「透明性と理解」を促進するために行っていると述べている。経営者は自社の開示が透明性を欠く、または、そういった評判が立つことで株価が悪影響を受けることを恐れている。Healy and Palepu (2001) は、経営者が自発的開示を行う理由に関する調査が不十分であることを指摘したが、Graham et al. (2005) はその間に答える調査を行っている。調査の結果、経営者は自発的開示によって、外部利用者がより正確に業績予測が行えるようにすることで、その企業の株式を保有する際のリスク・プレミアムを低減することを考慮している。さらに、悪いニュースに関して出来るだけ早く開示することにより、適時に正確な情報を開示する企業であるとの評判を勝ち取り、将来の資金調達の際のコスト（資本コスト）を低くすることに強い関心を有する。さらに、フォローする証券アナリストの数を増やすことにも経営者は強い関心があり、調査対象の約半数が、低評価の株価をてこ入れするために自発的開示は有用な手段であると考えている。調査対象の3/4以上が自発的開示は規制により要求される情報開示を補完する存在であることを強調している。経営者がいったん始めた自発的開示を取りやめることによる悪影響から逃れるために、もしくは競争相手に情報を与えることを避けるために、一部の項目に関して自発的開示を避ける傾向についても明らかにされている。この研究は、企業の自発的開示を測定する代理変数の開発に有益な示唆を与えてくれる。わが国においても自発的開示の動機に関するこのような調査の必要性を感じる。

Francis et al. (2005) の研究結果は、開示がどこまで強制的に規制で行われるべきか、企業の自発性に基づいて行われるべきかという論争に対しても示唆を与えるものである。

例えば、Kothari (2001) は、企業に自発的に開示量を決めさせることを提唱し、経営者が判断する開示の費用対効果により最適な開示水準が実現することを提案している。対照的に、La Porta et al. (2002) は、投資家が必要とする最小限の情報に関しては、強制的な開示制度を支持している。Francis et. al (2005) の34カ国のデータを用いた実証結果により、各国の規制に関わらず企業が自発的に判断して行う開示水準が資本コストに影響を与えていることが明らかになった。音川・村宮 (2006) は、開示内容を公的情報と私的情報に区別して、それぞれが資本コストに与える影響を検証している。古市 (2003) は、自発的开示と開示規制のあり方に関する検討を行っている。自発的開示の帰結に伴い企業に何らかのペナルティを課す可能性に言及しているが、このような政策が実際に行われた場合には経営者の自発的開示への意欲が大きく減じられることが予想されるため慎重に検討するべきであろう。

企業の行う自発的開示に大きな影響を及ぼすマクロ経済要因として Healy and Palepu (2001) は、技術革新およびグローバル化を挙げている。技術革新に関しては、費用化される先端的な研究を行っている企業の評価が強制開示による情報だけでは難しくなっていることを指摘している (Lev and Zarowin 1999)。コンファレンス・コールやインターネットを通じた新しい形態の適時的な情報公開を行う企業が増え、これらが企業評価に与える影響が注目されている。経済のグローバル化、ボーダーレス化により、国際間の投資が盛んになり、会計基準のコンバージェンスが検討されている。インターネットを通じた証券投資も国境を越えて行われるようになり、これらのマクロ経済要因が企業の開示行動に対して及ぼす影響に関する研究が求められている。

#### 参 考 文 献

- 音川和久, 2000. 「IR 活動の資本コスト低減効果」『会計』158 (49), 543-555.
- 音川和久・村宮克彦, 2006. 「企業情報の開示と株主資本コストの関連性——アナリストの情報精度の観点から——」『会計』169 (1), 79-93.
- 須田一幸・乙政正太・松本祥尚・首藤昭信・太田浩司, 2002, 2003. 「ディスクロージャーの戦略と効果」『会計』162 (1), (2), (3), (4), (5), (6), 163 (1), 121-134, 105-116, 124-136, 113-124, 131-144, 139-153, 119-134.
- 須田一幸編, 2004. 『ディスクロージャーの戦略と効果』森山書店.
- 藤原博彦, 2005. 『企業情報ディスクロージャーの変容』日本評論社.
- 古市峰子, 2003. 「非会計情報の開示の意義と開示規制のあり方」『金融研究』2003年3月号, 41-75.
- 善積康夫, 1998. 「会計ディスクロージャーと経営者の選択行動」『産業経理』58 (2), 51-60.
- Akerlof, G., 1970. The market for 'lemons': quality uncertainty and the market mechanism, *Quarterly Journal of Economics* 90, 629-650.

- Botosan, C. A., 1997. Disclosure level and the cost of equity capital, *The Accounting Review* 72 (3), 323-350.
- Botosan, C. A., and M. A. Plumlee, 2002. A re-examination of disclosure level and expected cost of equity capital, *Journal of Accounting Research* 40, 21-40.
- Cheng Q, and K. Lo, 2006. Insider trading and voluntary disclosure, Working Paper.
- Core, J. E., 2001, A review of the empirical disclosure literature: Discussion, *Journal of Accounting and Economics* 31, 441-456.
- Ertimur, Y., E. Sletten, and J. Sunder, 2007. Voluntary disclosure strategy around IPO lockup expirations, Working Paper.
- Francis, J. R., I. K. Khurana, and R. Pereira, 2005. Disclosure incentives and effects on cost of capital around the world, *The Accounting Review* 80, 1125-1162.
- Gelb, D., and P. Zarowin, 2002. Corporate disclosure policy and the informativeness of stock prices, *Review of Accounting Studies* 7, 33-52.
- Graham J. R., C. R. Harvey and S. Rajgopal, 2005. The economic implications of corporate financial reporting, Working Paper.
- Healy, P., A. Hutton, and K. Palepu, 1999. Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure, *Contemporary Accounting Research* 16, 485-520.
- Healy P. M., and K. G. Palepu, 2001. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature, *Journal of Accounting and Economics* 31, 405-440.
- Hossain, M., and B. R. Marks, 2005. The value-relevance of voluntarily disclosed quarterly foreign sales data of U.S. multinational corporations, *Journal of International Accounting Research* 4, 75-88.
- Ismail, T. H., 2002, An empirical investigation of factors influencing voluntary disclosure of financial information on the Internet in the GCC countries, Working Paper.
- Kato, K., D. J. Skinner, and M. Kunimura, 2006. When voluntary disclosure isn't voluntary: Management forecasts in Japan, Working Paper (Osaka University).
- Lang, M., and R. Lundholm, 1993. Cross-sectional determinants of analysts ratings of corporate disclosures, *Journal of Accounting Research* 31, 246-271.
- Lang, M., and R. Lundholm, 1996. Corporate disclosure policy and analyst behavior, *The Accounting Review* 71, 467-493.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silantes, A. Shleifer, and R. Vishny, 1998. Law and finance, *Journal of Political Economy* 106, 1113-1155.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silantes, A. Shleifer, and R. Vishny, 2002. Investor protection and corporate valuation, *Journal of Finance* 57, 1147-1170.
- Lev, B., and P. Zarowin, 1999. The boundaries of financial reporting and how to extend them, *Journal of Accounting Research* 37, 353-386.
- Ohlson, J.A., 1995. Earnings, book values, and dividends in equity valuation, *Contemporary Accounting Research* 11(2), 661-687.
- Palepu, K.G., P. M. Healy, and V. L. Bernard, 2004. *Business analysis and valuation—Using financial*

- statements, Text and cases, 3<sup>rd</sup> ed.*, Thomson/South-Western Publishing (斎藤静樹監訳, 2001『企業分析入門 (第2版)』東京大学出版会).
- Sengupta, P., 1998. Corporate disclosure quality and the cost of debt, *The Accounting Review* 73(4), 459-474.
- Skinner, D., 1994. Why firms voluntarily disclose bad news, *Journal of Accounting Research* 32, 38-61.
- Verrecchia, R., 1983. Discretionary disclosure, *Journal of Accounting and Economics* 5, 179-194.
- Verrecchia, R., 2001. Essays on disclosure, *Journal of Accounting and Economics* 32, 97-180.
- Welker, M., 1995. Disclosure policy, information asymmetry and liquidity in equity markets, *Contemporary Accounting Research* 11, 801-828.