

巨大災害と資本市場のディスクロージャー

1 大震災後に考えるリスク管理とディスクロージャー

—ディスクロージャーの適時性と信頼性—

本間基照（株式会社インターリスク総研）

2 震災後の経営者の業績予想開示行動と情報環境

浅野敬志（首都大学東京）

2015年6月20日（土）に明星大学において第11回研究大会が開催され、統一論題テーマは「巨大災害と資本市場のディスクロージャー」と設定されました。薄井彰氏（早稲田大学）を座長とし、報告者兼パネリストとして、実務の視点から本間基照氏（株式会社インターリスク総研）、研究者の視点から浅野敬志氏（首都大学東京）よりテーマにかかわる報告がなされ、会場から寄せられた意見を交えながらディスカッションが行われました。

特集（2）でも、当日配布された要旨集より、各報告者の報告要旨を再掲し、当日会場に来られなかった会員のために、討論の概要をお伝えすることにします。なお、特別プロジェクト中間報告の議論に加筆を行った本間氏の論文は「論稿」セクションに掲載されています。

統一論題：大震災後に考えるリスク管理と ディスクロージャー —ディスクロージャーの適時性と信頼性—

本 間 基 照(株式会社インターリスク総研)

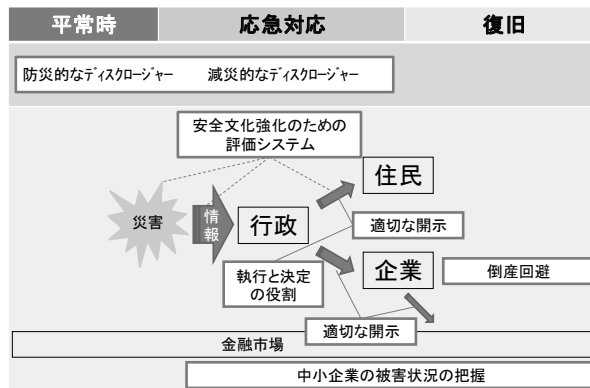
1. プロジェクトの概要

本プロジェクトは柴健次（関西大学）を代表とした7名で構成し、東日本大震災及び福島原発事故によって浮き彫りにされたリスク管理やディスクロージャーにおける課題を克明に検証し、アカデミックな立場から積極的に改善提案をすることを目的としたものである。

とりわけ、今回の震災によって、自然災害を引き金とする派生的な災害（社会災害）が極めて深刻であることを経験した。本プロジェクトにおいては、自然災害から社会災害を区別して考察することにより、我々人間が正しい情報を共有しないことから生ずる二次的災害である社会災害を防ぐ仕組みづくりについて、とりわけリスク管理とディスクロージャーの視点から研究を進めたものである。

2. プロジェクトの研究内容

災害発生時の「情報とディスクロージャー」を共通のテーマに（柴）、①行政から住民・企業に対する（本間）、また企業から金融市場に対する（円谷昭一、一橋大学）減災を目的とした適時性と信頼性のバランスを保った情報発信の在り方、②適時、適切に情報が発信されているかどうかの監視（中島真澄、千葉商科大学）、③災害時、情報統制の主体となる行政の意思決定の在り方（柴・佐藤綾子、富山国際大学）、④中小企業の被災状況の把握と問題点の抽出（金子友裕、東洋大学）、倒産回避（太田三郎、千葉商科大学）について、研究したものである。



3. ディスクロージャーの適時性と信頼性（本間研究）

災害時には情報爆発が起こり、住民や企業の被害を最小化するためには、適時性と信頼性を考慮したディスクロージャーが不可欠となる。

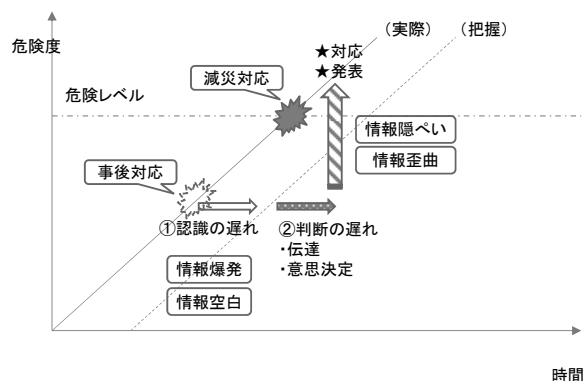
研究開始の契機は気象庁の津波警報である。東日本大震災発生後の3分後の14時49分、気象庁は大津波警報の第一報を発令した。その内容とは「宮城県6メートル、岩手県と福島県は3メートル」であった。その25分後の15時14分に「宮城県は10メートル以上、岩手県と福島県は6メートル」に上方修正、さらにその16分後の15時30分に「3県とも10メートル以上」に上方修正された。第一報を聞いた多くの住民は、堤防の高さを考慮したうえで安心と判断して避難しなかった。津波の高さが上方修正された第二報以降の情報は、通信回線の遮断により、住民には伝わらなかった。結果、多くの住民が被害にあった。

（1）「認識の遅れ」と「判断の遅れ」

行政からの情報発信で住民が誤判断し、被災することだけは少なくとも避けなければならない。このため、まずは行政が情報を取得するまでの時間と、判断・公表するまでの時間を、前者は「①認識の遅れ」、後者は「②判断の遅れ」と定義し、東日本大震災の対応状況で検証した。

①認識の遅れは、最短でも数分を要していたことが分かった。急速に変化する津波の場合では致命的である。

②判断の遅れは、2～3時間という長い時間を要していたことが分かった。緊急事態宣言や1号機爆発後の避難範囲拡大など、社会的な影響、すなわち多くの住民が一斉に行動しなければならないという判断を行う場合に、長引く傾向がみられた。同時に情報隠ぺいや歪曲も、この局面で発生する可能性への示唆も得られた。



（2）今後の課題

リアルタイムに情報を取得することはできない。更には判断に要する時間が長くなるほど被害は拡大する。情報や判断の「遅れ」と被害の関係を、東日本大震災以外の災害（風水害など）でも分析したうえで、情報の適時性と信頼性のバランスを検証、一般化することが、減災的なディスクロージャーを実現するためには不可欠であると考えられる。

《参考文献》

- ・内閣府「東日本大震災時の地震・津波避難に関する住民アンケート調査」H24.12
- ・福島原発事故記録チーム編「福島原発事故タイムライン2011-2012」岩波書店
- ・8.20豪雨災害における避難対策等検証部会「平成26.8.20の豪雨災害避難対策等に係わる検証結果」H27.1
- ・小滝晃「緊急災害対策本部の90日」ぎょうせいH25.8

震災後の経営者の業績予想開示行動と情報環境

浅野 敬 志(首都大学東京)

1. 問題の所在

本報告の目的は、東日本大震災の発生後における経営者の業績予想開示行動と、それが投資家の情報環境に及ぼす影響について明らかにすることにある。

東日本大震災は、地震、津波、そして原子力発電所の事故が重なり、わが国の戦後最大の人的・物的な被害をもたらした。企業の情報開示面に着目すれば、多くの企業は震災直後から被災状況をインターネットで報告するなど、積極的に情報開示を行っていた。2011年3月期の決算発表においても、決算実務上の困難にもかかわらず、前年(2010年3月期)とほぼ同様の日程で決算発表を行う企業が多く、投資家への情報開示に向けた企業の努力が垣間見られる結果となった。しかし、業績予想については、震災の直接の被害だけでなく、節電や風評被害など多方面に影響があり、将来業績を正確に見通せないとして、開示を見送る企業が多かった。

業績予想は、自社の状況および将来の経営方針に関して最も詳細かつ正確な情報を有する経営者自身が、業績見通しを投資家に伝達するコミュニケーション・ツールである。業績予想には、情報の非対称性の緩和、売り買いの価格差(Bid Ask Spread)の縮小、アナリスト間の利益予想の分散の縮小、証券自体の市場流動性の向上といった効果があることが知られている。それゆえに、業績予想の非開示に対して、仕方のない行為と前向きに捉える意見がある一方で、震災後の不確実性の高い状態だからこそ、情報優位な立場にある経営者が業績予想の開示を通じて将来の見通しを示し、株価形成を安定化させるべきだったと否定的に捉える意見もある。

本報告では、震災発生後という経営環境が不確実な状況下で、経営者がどのように業績予想の開示行動を行ったのか、またその行動が投資家の情報環境にどのような影響を及ぼしたのかについて実証分析を行う。

2. 情報開示モデルと業績予想の非開示

東日本大震災の発生直後に見られた業績予想の非開示について、本報告ではDye [1985]などが示した情報偏在モデル(uncertain information endowment model)に依拠して分析を行っている。

情報偏在モデルとは、完全開示モデル(full disclosure model)を前提に、そのモデルを支える仮定の一つである「投資家はすべての経営者が私的情報を持っていることを知っている」を緩めたうえで、完全開示とは異なる結果、具体的には、バッド・ニュースの非開示が選択されることを理論的に示した

モデルである（椎葉・高尾・上枝 [2010]）。震災発生後のような情報の不確実性が高い時、震災に関する情報（バッド・ニュース）を経営者が入手しているのかどうかを外部から判断することは困難であり、経営者が業績予想を開示しなかったとしても、経営者が将来の見通しに関する私的情報を有していないからか、それともその私的情報がバッド・ニュースだからかを投資家が判断することは難しい。このような状況のもとでは、情報偏在モデルに依拠すれば、業績見通しの悪い企業の経営者は、業績予想の非開示を選択すると考えられる。

本報告では、業績見通しの代理変数として、株式リターン（震災発生日から2011年3月期の決算発表日前日までの累積分）と連結純利益の期初予想値（2012年3月期）を用いて、2012年3月期の業績予想を対象に実証分析を行う。分析の結果、業績見通しの悪い企業の経営者ほど、業績予想の非開示を選択することが判明した。

3. 業績予想の開示と情報環境

業績予想は監査・保証の対象外であり、上方または下方バイアスが介在しやすいとはいえ、強制的に開示された監査済みの決算情報よりも投資家の期待値改訂に強い影響を及ぼすことが知られている（Beyer et al. [2011]）。そうであるとすれば、業績予想の開示により投資家の情報環境が改善した可能性がある。米国では、業績予想の開示中止後に、当該企業のアナリスト数が減少し、アナリスト予想の分散とアナリスト予想の誤差が大きくなるなど、投資家の情報環境が悪化したことが報告されている（Houston et al. [2011]、Chen et al. [2011]）。わが国でも同様の結果が観察されるかもしれない。

ただし、企業の多くは、震災からの復興状況を自社のホームページなどで報告するなど、IRの機会を増やして株主や投資家のニーズに応えようとしていた。そのようなIRが業績予想を代替していた可能性もあり、業績予想の非開示だけをもって投資家の情報環境が悪化したとは言えないかもしれない。業績予想は現在もなお市場で強く求められる一方で、廃止を求める実務界の声も少なからず聞かれるだけに、業績予想の開示が投資家の情報環境に及ぼす影響については、公平な視点で実証分析により明らかにされる必要がある。

本報告での分析の結果、震災後の業績予想の開示企業では、その開示直後においてアナリストの予想誤差が縮小しアナリスト数が増加する一方、業績予想の非開示企業では、アナリストの予想誤差やアナリスト数に変化が見られず、アナリストの予想分散が拡大することが判明した。これらの結果は、業績予想の開示は投資家の情報環境を改善する効果があることを示唆する。

《参考文献》

- Beyer, A., D.A. Cohen, T.Z. Lys, and B.R. Walther, "The financial reporting environment: Review of the recent literature," *Journal of Accounting and Economics* 50, 296-343, 2011.
- Chen, S., D. Matsumoto, and S. Rajgopal, "Is silence golden? An empirical analysis of firms that stop giving quarterly earnings guidance," *Journal of Accounting and Economics* 51 (1-2), 134-150, 2011.
- Dye, R.A., "Disclosure of nonproprietary information," *Journal of Accounting Research* 23 (1), 123-145, 1985.
- Houston, J.B., B. Lev, and J. Tucker, "To guide or not to guide? Causes and consequences of stopping quarterly earnings

guidance," *Contemporary Accounting Research* 27 (1), 143-185, 2011.

椎葉淳・高尾裕二・上枝正幸著『会計ディスクロージャーの経済分析』、同文館、2010年。