

「事業継続計画の開示が株主資本コストに与える影響」に関するディスカッション*

Discussion of "The Impact of BCP Disclosure on Cost of Equity Capital"

音 川 和 久(神戸大学 教授)
Kazuhisa Otagawa, Kobe University

要 約

日本企業の多くは、より効率的なサプライチェーンを構築してきた。しかし、東日本大震災やタイの大洪水はそれらを寸断し、日本経済に大きな影響を与えた。事業継続計画（BCP）は、災害または事故による損害を最小限にするための企業の取組みである。野田（2012）は、BCP情報の開示が株主資本コストに及ぼす影響を実証的に調査しており、ディスクロージャー研究に対して有意な貢献がある。以下のディスカッションでは、野田（2012）の内容を簡潔に要約した後で、その特徴および課題について指摘する。

Summary

Many Japanese firms have established more efficient supply-chains. But the Great East Japan Earthquake and heavy flood in Thailand disrupted them, and had huge impact on the Japanese economy. The business continuity plan (BCP) is the firm's effort to minimize the damage caused by disasters or accidents. Noda (2012) empirically examines the impact of disclosing BCP information on the cost of equity capital, which makes a significant contribution to research in disclosure. In the following discussion, I briefly summarize his paper, and then indicate its characteristics and some points to be addressed.

1. 野田論文の概要

野田（2012）は、災害や事故などが起きても、その被害や損失を最小限に食い止める事業継続計画（以下、BCP）に焦点を当て、有価証券報告書におけるBCP情報のディスクロージャーが株主資本コストに与える影響について実証的に調査している。

分析結果によれば、制定されたBCPに従って不測の事態に対処できるマネジメント体制をすでに構築している旨を有価証券報告書の「コーポレート・ガバナンスの状況」において開示している企業は、そうでない非開示企業に比べて株主資本コストが有意に小さい。しかし、BCPを今後制

定または整備する必要性を認識している旨を「事業等のリスク」または「対処すべき課題」において開示している企業では、そのような効果は観察されなかった。

さらに、メキシコにおいて新型インフルエンザが発生した事例や日本において東日本大震災が発生した事例を取り上げて、その前後の株主資本コストの変化を計測し、「コーポレート・ガバナンスの状況」においてBCPを開示している企業は、そうでない非開示企業に比べて株主資本コストの上昇が有意に抑制されたことを例証している。

*連絡住所：音川和久 〒657-8501 神戸市灘区六甲台町2-1 神戸大学大学院経営学研究科

2. 野田論文の特徴

野田 (2012) の特徴は、大きく 2 つある。1 番目は、インプライド資本コスト (implied cost of capital) を用いた点である。Lee (1999) によれば、インプライド資本コストとは、残余利益モデル (RIM) などの企業価値評価モデルと現在の株価水準を前提にして計算されるものであり、市場 (参加者) がその企業の期待将来キャッシュフローを割り引くため暗黙裡に使用している資本コストのことである。そして、Lee (1999) は、こうしたインプライド資本コストを用いた実証研究の可能性に言及し、初期の研究として Botosan (1997), Gebhardt et al. (2001), Claus and Thomas (2001) を挙げた。その後、インプライド資本コストを用いた研究手法は様々な課題に応用されるようになった。後藤・北川 (2010) によれば、その範囲は、IR 情報・環境情報、利益属性、アナリストの情報精度、経営者予想利益の精度、財務諸表の修正再表示、国際財務報告基準 (IFRS) の採用、投資家保護の法整備、税務上の諸要因、監査人の経済的独立性、大手監査法人と非大手監査法人の相違、企業のガバナンス構造、株式の種類や議決権、投資戦略への活用などに広がっている。いまでは標準的になった研究手法といっても過言ではない。

2 番目の特徴は、BCP 情報のディスクロージャーに焦点を当てた点である。日本企業の多くは、トヨタ自動車のジャスト・イン・タイム生産方式に代表されるように、サプライチェーンの効率化を積極的に推進してきた。しかし、2011年に発生した東日本大震災やタイの大洪水などによってサプライチェーンが寸断され、日本企業の経営に大きな打撃を与えたことは記憶に新しい。BCP とは、災害や事故で被害を受けても、重要な業務を中断せず、または中断したとしても可能なかぎ

り短期間で業務を再開することにより、顧客の他社への流出、マーケットシェアや企業評価の低下を防ぐための企業の取組みである。

野田 (2012) は、各企業のインプライド資本コストを推計した上で、BCP 情報のディスクロージャーが各企業の株主資本コストに与える影響を実証的に調査している。

3. 野田論文の課題

2012年 1 月に日本大学において開催された第 5 回現代ディスクロージャー研究カンファレンスにおいて、私は野田論文に対する討論者として、5 つのポイントを指摘した。

1 番目に、「コーポレート・ガバナンスの状況」、「事業等のリスク」または「対処すべき課題」という有価証券報告書の開示箇所によって開示効果に有意な差があるというのが、野田 (2012) の主たる結論である。しかし、その開示内容にどの様な実質的な差異があるのか明確ではないので、実際の開示事例を挙げながら仮説展開するべきである。

2 番目に、インプライド資本コストの推計には多様な方法があり、その優劣を比較した実証研究の結果も首尾一貫しているわけではない (後藤・北川, 2010)。したがって、インプライド資本コストの推計方法に対して、分析結果が頑健であるかどうかを確認するべきである。

3 番目に、BCP 情報開示企業と非開示企業の株主資本コストの差は、BCP 情報を開示している年度のみならず、それ以前から存在していた可能性を否定できない。したがって、BCP 情報開示以前に、そのような差異が存在していたかどうかを確認する必要がある。

4 番目に、コントロール企業は、規模と業種の類似性に基づいて選択されているが、BCP 情報

開示企業と非開示企業では、その他の要因が有意に異なるかもしれない。また、BCP情報開示企業と非開示企業の株主資本コストの変化の差は統計的に有意であるが、経済的には有意でないかもしれない。したがって、リサーチ・デザインの設計や分析結果の提示にあたっては、そのような点が考慮されるべきである。

最後に、野田（2012）の主たる焦点は、BCP情報開示企業と非開示企業の比較である。しかし、たとえ有価証券報告書の同じ箇所にBCP情報が開示されていても、その内容は企業間または通時的に均一でないかもしれない。もしそうであるならば、その開示内容の差を計量化することによって、実証分析はよりいっそう精緻化されるはずである。

こうした5つのポイントのうち、1番目から4番目のポイントは短期的な課題であり、残る1つは長期的な課題であることをコメントした。数回にわたる査読プロセスを経て、短期的な課題については一定の改善がなされたものとする。

4. 最後に

野田（2012）は、インプライド資本コストを用いた実証研究であり、その手法は最近の多くの実証研究で採用されている標準的なものである。しかし、BCP情報の開示という研究課題およびその発見事項は、前述したような日本企業を取り巻く状況を踏まえれば、まさに時宜を得たものであり、わが国のディスクロージャー研究に対して有意な貢献がある。

《参考文献》

- Botosan, C. A., 1997. Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review* 72 (3), 323-349.
- Claus, J., Thomas, J., 2001. Equity premia as low as three percent? Evidence from analysts' earnings forecasts for domestic and international stock markets. *Journal of Finance* 56 (5), 1629-1666.
- Gebhardt, W. R., Lee, C. M. C., Swaminathan, B., 2001. Toward an implied cost of capital. *Journal of Accounting Research* 39 (1), 135-176.
- 後藤雅敏・北川教央, 2010. 「資本コストの推計」, 桜井久勝（編著）『企業価値評価の実証分析－モデルと会計情報の有用性検証』中央経済社, 407-442.
- Lee, C. M. C., 1999. Accounting-based valuation: Impact on business practices and research. *Accounting Horizons* 13 (4), 413-425.
- 野田健太郎, 2012. 「事業継続計画の開示が株主資本コストに与える影響」『現代ディスクロージャー研究』第12号, 1-16.