

コーポレート・リスク・ディスクロージャー： 類似性と相違点

日米上場企業(製造業)の比較分析



ST. JOHN'S
UNIVERSITY

Center for Excellence in Enterprise Risk Management

St. John's University

The Peter J. Tobin College of Business

ポール・L・ウォーカー博士(博士号、公認会計士)

James J. Schiro / Zurich Chair in Enterprise Risk Management

Executive Director, Center for Excellence in Enterprise Risk Management

St. John's University

The Peter J. Tobin College of Business

研究スポンサー：



はじめに

私達を取り巻くリスクを特定し、対応しなければならないリスクに優先順位を付けられるようにすることは、効果的なリスクマネジメントに欠かせないステップです。リスク特定の鍵は、自社のリスク要因や、それらが日常の業務における意思決定に及ぼす影響について率直かつ明確に伝えることにあります。

AIGは、St. John's University、Center for Excellence in Enterprise Risk Managementのポール・L・ウォーカー博士による本調査への後援を光栄に思っております。

本調査では、ニューヨーク証券取引所や東京証券取引所に上場している企業が開示しているリスクを比較するとともに、開示の動機となる要因も考察しています。日米各企業が開示する各種リスクの類似点や相違点を明確にすることは、世界における企業リスクについて理解を深めるのに役立つほか、エンタープライズ・リスクを評価する際の見落としを防ぐ視点を得ることにもつながります。

ウォーカー博士の調査結果は、より包括的で成熟したエンタープライズ・リスク・マネジメント(ERM)の態勢を整えることや、取締役会がリスク特定の後押しに重きを置くことの必要性を提示しています。その必要性は、弊社クライアントのみならず弊社自身にとっても当てはまるものと思います。また本調査は、今後は情報セキュリティやM&Aなどに関する特定のリスクに対してサイバー保険やM&A保険で対処しなければならない可能性がより高まることも示唆しています。

さらに本調査には効果的なリスク・マネジメントに関する議論に有益な情報も記載されており、長年にわたり北米や日本の企業に保険ソリューションを提供してきたリーディング・カンパニーである弊社も本調査に協力しました。



Lex Baugh, CEO North America, AIG General Insurance



Ken Reilly, AIG損害保険株式会社、代表取締役社長兼CEO

1. エグゼクティブ・サマリー

企業の年次報告書には、各社の事業や直面しているリスクの説明が記載されています。リスク開示は当該報告書の重要な部分であり、重要なリスクに関する価値ある情報を社外の利害関係者に提供するものでなければなりません。

本調査では、東京証券取引所(以下、東証)やニューヨーク証券取引所(以下、NY証取)に上場している大手製造業企業によるリスク開示について分析しています。各社のリスクの内容や開示のパターンを分析したところ、以下の5つの結果が明らかになりました。

- NY証取上場企業と東証上場企業では、開示頻度が高いリスクに違いがあります。NY証取上場企業は、情報セキュリティや、M&Aおよび競争といった戦略に関するリスクを頻繁に開示する傾向にある一方、東証上場企業は外国為替、災害そして製品に関するリスクをより多く開示する傾向が見られます。景気やコンプライアンスに関するリスクは、どちらの取引所に上場している企業も頻繁に開示されています。
- 興味深いことに、特にNY証取上場企業に関しては、最も頻繁に開示されているリスクが最重要リスクとは限らないという結果が得られました。東証上場企業では、より多く開示されているリスクが記載順の上位3つ以内にある最重要リスクでもある場合が多く、その点で開示の整合性が高い傾向にあります。NY証取上場企業に関してはその整合性が低くなっています。NY証取上場企業が開示しているリスクのうち、この整合性が低い(頻繁に開示されているが上位3つ以内に記載されていない)リスクには、情報セキュリティ・リスク、M&Aリスク、訴訟リスクおよび税務リスクが含まれています。
- リスク要因の平均記載ページ数と、年次報告書に占める当該平均ページ数の割合は、NY証取上場企業のほうが東証上場企業よりも高くなっています。また、当該ページ数や割合の各社間の分散度合いは、東証上場企業よりNY証取上場企業のほうが大きいという結果も得られました。
- より広範な観点でリスクを分類をしたところ、最重要リスクに関する各社の考え方は東証上場企業とNY証取上場企業でかなり異なるという結果が得られました。最も大きな差異が生じた点は、マクロ/外的リスクとコンプライアンス・リスクの分類で見られました。コンプライアンス・リスクについて懸念している企業はNY証取上場企業のほうが東証上場企業より多く、マクロ/外的リスクについて懸念している企業は東証上場企業のほうがNY証取上場企業より多いという結果となりました。
- 開示パターンの違いを生む内外の要因として考えられるのは、ERMの実務や成熟度、取締役会の関与状況、リスクの認知度や知識の水準、規制や訴訟制度の違いおよび投資家からの期待などです。



2. リスク開示：開示におけるグッドプラクティスとは？

米国証券取引委員会(以下、SEC)は、各企業に対し、自社にとって最も重要なリスク要因を開示し、一般的なリスク要因を単に開示することを控えることを求めています。言うまでもなく、リスク開示は重要です。具体例を挙げると、SECは2018年度のリスク調査報告書レビューにおいて、リスク開示は情報コンテンツでもあり資本市場参加者に影響を及ぼす要素でもあると指摘しています。¹ また過去には、SEC指針のなかにリスクの例示も盛り込みました(付表A参照)。SECは、2017年にリスク開示の修正を提案しました。その提案のひとつは、リスク要因に関するよりよい優れたリスク情報例を盛り込む案が含まれています。SECに対する評者は、リスク要因の影響や可能性の開示を義務付けるようSECに求めています。またある評者は、トップ10リスクの一覧作成を各企業に義務付けるようSECに提案しました。

米国におけるコーポレート・ガバナンスは着実に進化しており、州法や連邦法に基づく関連法令により管理監督されています。それらには、リスク開示に関するSECの規則や、最近公表された、取締役会によるリスク監視の開示を義務付けるSECの規則が含まれています。NY証券も、リスク・マネジメント業務に関する開示を求めています。このほかにも、コーポレート・ガバナンスや取締役会によるリスク監視に影響を及ぼす動きがあります。例えば全米取締役協会(NACD)は、2009年に、取締役会によるリスク監視の10原則を公表し、その指針を更新し続けています。一例を挙げると、NACDは、2018年に、取締役会はディスラプティブなリスクへの対応により多くの時間を割くべきであると提案しました。

日米両国のある業界ではより進んだ対応が採られており、ERMの枠組み(銀行に適用されるドット・フランク法や、保険会社に適用されるリスクとソルベンシーの自己評価など)もしくはそれと似たバージョンに従うことが義務付けられています。



日本の金融庁(FSA)は、東証上場企業に適用されるリスク開示に関する指針を公表しており、起こり得るリスクの例もこの指針に盛り込まれています(付表A参照)。この指針では、企業におけるビジネス・リスクの例について説明しているだけでなく、この例とは異なるリスクの開示も可能である旨も明確にしています。FSAは、「将来のリスク」も開示事項として提案しています。「将来のリスク」とは会社の存続に疑義を投げかけるリスクをいい、その例として、過剰な債務、売上げの減少および業務上重大な制約などを挙げています。

日本では、リスク・マネジメントの強化を後押しする取組みが実施されています。具体例を挙げると、2015年公表の日本版コーポレートガバナンス・コード(以下、コード)では、情報開示に対処しており、開示に関する法令に従うだけでなく、法が求めている以外の情報も主体的に開示するよう各企業に促しています。このコードでは、「企業は、関連法令に従い適切に情報を開示しなければならず、法が求めている以外の情報も主体的に開示できるよう努める必要がある。その情報には、財政状態や経営成績といった財務情報や、事業戦略ならびに業務上の課題、リスクおよびガバナンスといった非財務情報が含まれる」と定めています。またこのコードでは、この開示が「株主との建設的な対話」の基礎となる点も指摘しています。

またこのコードでは、情報開示以外にも内部統制やリスク・マネジメント・システムを確保し、効果的かつ積極的なリスク・テイクの支援を取締役に推奨しています。また取締役会に対しては、経営陣による適切なリスク・テイクを促す環境整備の支援も奨励されています。

日本取引所グループ(JPX)は、前掲の開示に熱心に取り組んでいる日本企業の一例です。証券取引所を管理しているJPXは、多くの会社から、年次報告の模範として見られているのかもしれませんが、JPXの2016年度版年次報告書には、「弊社は、リスクを的確に分析・把握し...投資家からの信頼を万全にする必要があります」と記載されています。JPXは、グローバルな成長を遂げるにはリスクに立ち向かっていかなければならないと付け加えており、取締役会によるレビューのなかに「リスク・マネジメントの強化が必要である」旨の言及があったことも述べています。さらにJPXは、その年次報告書にリスク・マネジメント・セクションを設け、リスク・マネジメントにおけるCEOの役割、リスク・マネジメント委員会およびリスク・マネジメント・システムについて説明しています。世界の各地域において、多くの企業に対するリスク・マネジメントに関する期待は、明らかに高まっています。

¹ Elshandidy et al. 2018 (Journal of Accounting Literature).



3. リスク開示の分析アプローチ

東証とNY証取の製造業界それぞれから、2018年2月1日時点の時価総額上位100社を選んでリスク開示分析の対象としました。東証についていえば、第一部上場会社で製造業として分類されており、また日本の証券コード協議会で定義されている製造業企業が含まれています。NY証取の選定企業は、東証と同様の業種で、製造業界の各業種(付表B参照)に属する企業です。

これら計200社の直近の事業年度におけるリスク開示をレビューし、各社のリスク要因を分類法によりコード化しました。リスク要因のコード化に加え、年次報告書に開示されているリスク数、リスク開示に要したページ数およびリスク要因の記載順序といったデータも収集しました。図表1は、両証券取引所の上場企業に関するいくつかの基本情報を示したものです。

図表1 - リスク開示状況の比較

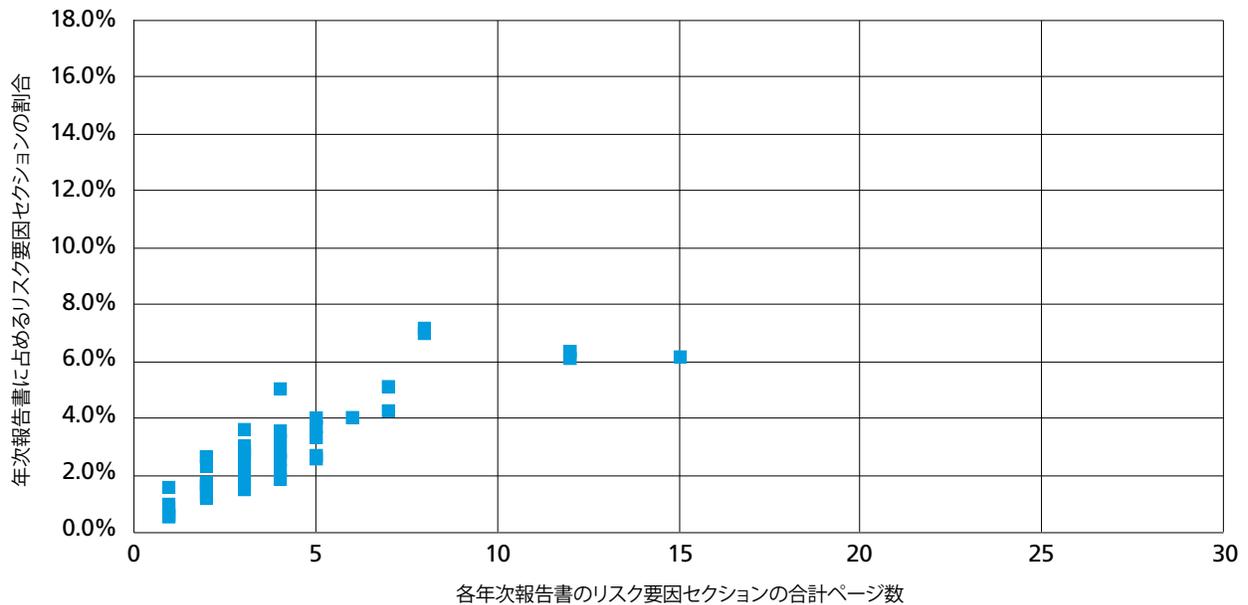
平均	東証	NY証取
リスク要因数	17	24
年次報告書のリスク要因のページ数	3	10
年次報告書の合計ページ数	136	176

東証上場企業は平均で、17のリスク要因を開示し、年次報告書の3ページをその説明に割いています。NY証取上場企業は平均で、24のリスク要因を開示し、年次報告書の10ページをその説明に割いています。

3.1 日米企業のリスク要因フォーカス度

図表2および3は、各取引所の上場企業によるリスク要因の重視度を示したものです。横軸は、各年次報告書におけるリスク開示セクションのページ数を示しており、縦軸は、年次報告書に占める当該ページ数の割合を示しています。

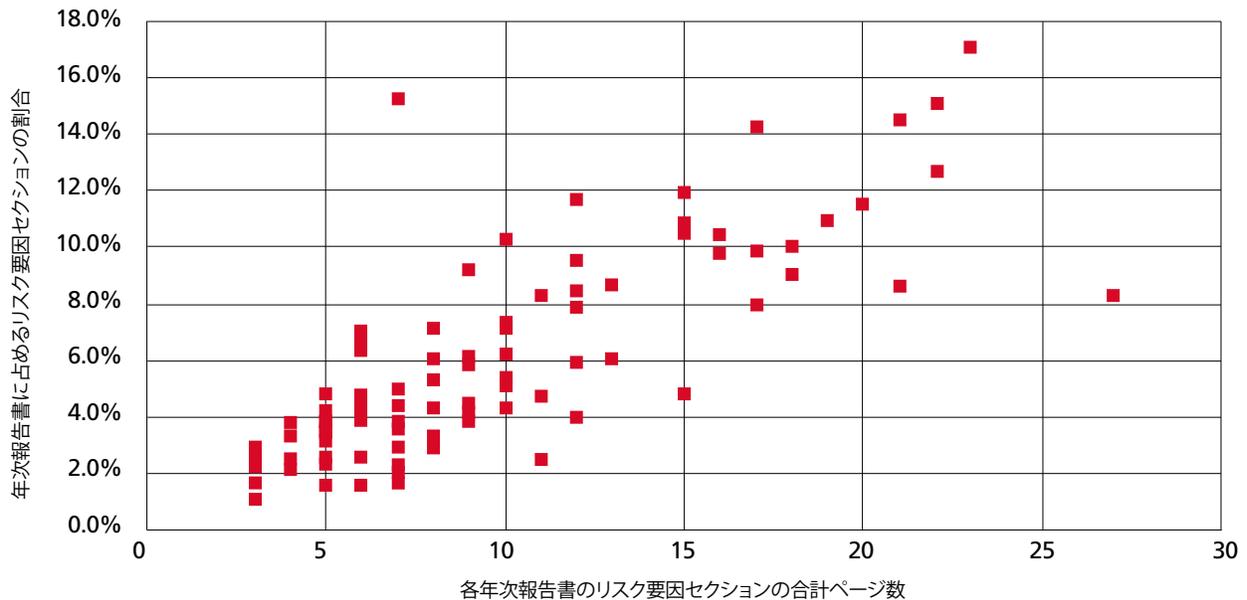
図表2 – 東証上場企業のリスク要因フォーカス度



図表2が示す通り、東証上場企業の大多数は図表左下にあるため、当該企業の年次報告書におけるリスク開示のページ数およびその割合は比較的少ないことが分かります。大半の東証上場企業の当該ページ数は5ページ未満です。加えて、年次報告書に占める当該ページ数の割合が4%超の東証上場企業はごくわずかです。



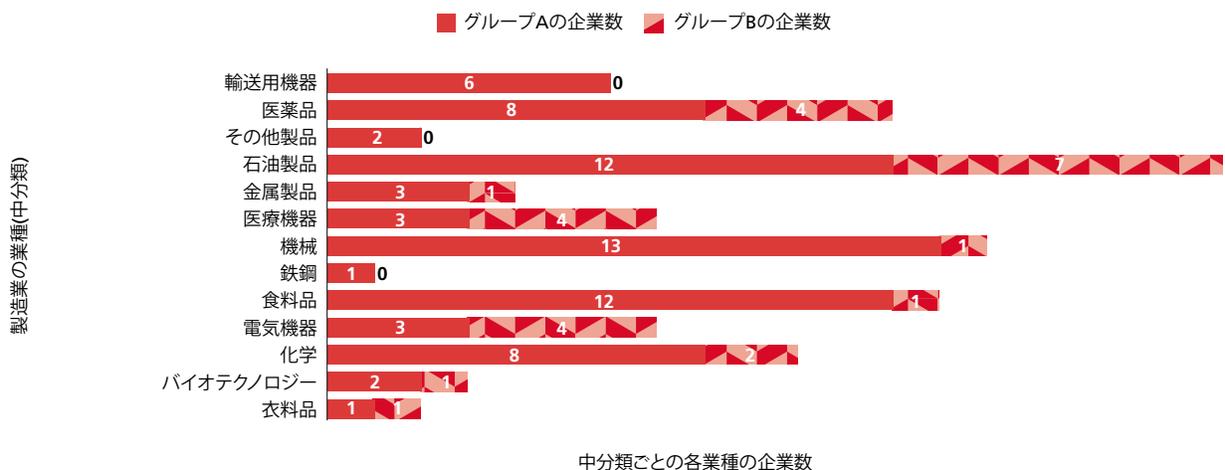
図表3 – NY証券上場企業のリスク要因フォーカス度



NY証券上場企業の多くは東証上場企業とほぼ同じ傾向にあるものの、一部は、リスク要因の説明により多くのページを割いており、またリスク開示状況の各社間でのばらつきもより大きくなっています(図表3参照)。この図表が示す通り、NY証券上場企業の18%はリスク開示に15ページ超を割いています。またNY証券上場企業の43%は、年次報告書の6%超をリスク開示に割いており、このうちの1社は約17%という数値を示しています。

この相違についてより詳しく調査するため、NY証券上場企業を2つのグループに分け、各グループのなかでの業種別の特徴を詳しく調査しました。グループAは、NY証券上場企業のうち、年次報告書に占めるリスク開示のページ数の割合が8%以下で、ページ数が15ページ以下の会社で構成されています。グループAには74社が含まれています。グループBには、前掲以外の26社が含まれています。念のため記載しておく、グループAは図表3の左下にある会社です。図表4は各グループの結果を業種別にまとめたものです。

図表4 – グループAおよびBのNY証券上場企業の業種別分析



図表4が示す通り、年次報告書に占めるリスク開示のページ数および割合がより高い企業で構成されるグループBのほうが、グループに占める比較的高い規制を課される業種に属する企業の割合が高くなっています。例えばグループBには、26社の中に(その42%に相当する)11社の規制業種に属する企業(4社の製薬会社と7社の石油製品製造会社)が含まれています。一方、グループAには、74社の中に(その27%に相当する)20社の規制業種に属する企業(8社の製薬会社と12社の石油製品製造会社)が含まれています。これらの結果は、業種の違いが図表2および図表3にあるリスク開示のばらつきを生むひとつの理由である可能性を示しています。

3.2 頻繁に開示されているリスク

図表5と図表6は、NY証券上場企業と東証上場企業が各々頻繁に開示している上位40位のリスクを示したもので、各リスクを開示している会社があるかを示しています。例えば図表5は、NY証券上場企業100社のうち96社が情報セキュリティをリスク要因として開示していることを示しています。分析対象企業は各々100社であるため、下記の結果は、各リスクを開示している企業の割合でもあります。下記の数値は、各リスクに対する業界全体の懸念をよく表している、つまり、各取引所の会社の大半が特定のリスクを開示している場合、当該リスクは業界のより多くの会社が懸念しているリスク(すなわち、開示が必要なリスク)に相当します。²

図5 - NY証券上場企業が開示しているリスク要因

リスク	順位	開示社数
情報セキュリティ・リスク	1	96
コンプライアンス・リスク	2	88
M&Aリスク	3	85
競合リスク	4	80
景気リスク	5	73
国際業務リスク	T6	68
訴訟リスク	T6	68
金融リスク	8	64
税務リスク	9	63
イノベーション・リスク	10	54
知財リスク	11	51
原材料調達リスク	T12	49
業務混乱リスク	T12	49
人材リスク	14	48
為替リスク	15	42
第三者依存リスク	16	40
製品リスク	T17	39
業務リスク(全般)	T17	39
毀損リスク	19	36
金融リスク(全般)	20	34
年金リスク	21	33
主要製品/顧客リスク	22	32
災害リスク	23	28
地政学的リスク	24	26
市場性有価証券リスク	T25	25
トレンド・リスク	T25	25
保険リスク	T27	24
戦略リスク(全般)	T27	24
評価リスク	T27	24
一次産品リスク	30	22
主要サプライヤー・リスク	T31	18
労務問題リスク	T31	18
気象リスク	T31	18
リストラ・リスク	T31	18
オペレーショナル・インプット・リスク	35	17
信用リスク	T36	16
業界再編リスク	T36	16
信用市場リスク	38	15
実行リスク	39	13
環境問題対応費用リスク	40	13

図6 - 東証上場企業が開示しているリスク要因

リスク	順位	開示社数
為替リスク	1	92
災害リスク	2	86
コンプライアンス・リスク	3	83
製品リスク	4	81
景気リスク	5	75
知財リスク	6	69
原材料調達リスク	7	68
情報セキュリティ・リスク	8	67
訴訟リスク	9	53
競合リスク	10	52
国際業務リスク	11	47
M&Aリスク	12	43
イノベーション・リスク	13	41
年金リスク	14	36
人材リスク	15	35
市場性有価証券リスク	16	32
金利リスク	17	29
第三者依存リスク	18	28
税務リスク	19	26
地政学的リスク	T19	26
研究開発リスク	21	25
毀損リスク	22	23
環境/保全リスク	23	22
金融リスク	24	20
業務リスク(全般)	T25	18
主要製品/顧客リスク	T25	18
トレンド・リスク	27	17
信用リスク	28	16
金融リスク(全般)	29	15
主要サプライヤー・リスク	T30	14
業務混乱リスク	T30	14
戦略リスク(全般)	32	13
リストラ・リスク	T33	9
拡大リスク	T33	9
内部統制リスク	T33	9
オペレーショナル・インプット・リスク	T33	9
ブランド・リスク	T33	9
労務問題リスク	T38	8
サプライチェーン・リスク(全般)	T38	8
テロ・リスク	T38	8

² 必要なリスク開示例(付表A参照)と実際の開示状況の比較によれば、どちらの証券取引所の上場会社も規則で提示されたリスク項目のすべてについて開示しているわけではないことがわかります。



3.3 頻繁に開示されているリスクの比較

以下の図表7は、NY証取と東証上場企業各社がより多く開示している上位5つのリスクを比較したもので、各取引所上場企業が懸念しているリスクの類似点と相違点を示しています。

図表7 – NY証取および東証上場企業各社が開示している上位5つのリスク

最もよく開示されているリスク要因の順位	NY証取	東証
1	情報セキュリティ・リスク	為替リスク
2	コンプライアンス・リスク	災害リスク
3	M&Aリスク	コンプライアンス・リスク
4	競争リスク	製品リスク
5	景気リスク	景気リスク

上位5つのうち2つは同じリスク(コンプライアンス・リスクと景気リスク)で、経済の先行きが不透明で複雑な規制が多い現在の世の中で成功を収めるのが難しい状況を示しています。景気リスクには、世界経済に関する懸念、景気の不透明感または減速、事業環境の変化、需要全般の変化、マクロ的な価格変動および景気後退が含まれます。コンプライアンス・リスクには、企業が直面する規制の量とともに、環境や医療に関連する特定の規制への懸念が含まれます。加えて多くの企業は、事業に影響を及ぼす規制が今後増加する可能性についても懸念しています。

他の上位リスクについては、国や企業によるリスクや見通しに大きな相違があります。例えば、東証上場企業は外国為替、災害および製品に関するリスクをより多く開示している一方、NY証取上場企業での開示頻度が高いのは、情報セキュリティ、M&Aおよび競争に関するリスクです。為替リスクは、東証上場企業にとって重大なリスクとなっています。世界銀行によると、日本の2016年度GDPに占める輸入および輸出の割合はそれぞれ15%および16%となっています。³ またいくつかの調査が示しているように、日本の2015年における輸出および輸入のうち円建て取引はそれぞれ35.9%および25.0%に過ぎず、残りは外貨建てであるという状況も、東証上場企業における為替リスクの重要性を示しています。⁴ 東証上場企業が災害リスクを重視している理由は、地震が多い日本の環境を踏まえると理解できます。最後に、製品リスクは、東証上場企業にとっては上位5つに入るリスクに含まれる関心の高いリスクですが、NY証取上場企業にとっては17番目に開示が多いリスクにすぎなかった事は意外でした。製品リスク開示には、製品の質、安全性およびリコールに関するリスクが含まれます。

一方、NY証取上場企業による開示の上位を占めるリスクについては、情報セキュリティ・リスクが最上位となっています。SECがサイバー・セキュリティに対応するための規則を設けているため、NY証取上場会社の多く(100社中96社)が情報セキュリティ・リスクを開示しています。M&Aと競争に関するリスクはある意味、戦略的なタイプのリスクです。競争リスクは対外的で制御しきれない可能性のあるものであり、M&Aはそのような競争や既存のビジネスモデルを打ち砕くような勢力への戦略的な対応といえます。これらのリスクは、会社の長期的な存続の可否を劇的に変える可能性を持つものです。これらのリスクは業界の動向を反映しており、(両証券取引所に関する)付表Aにはリスク例として戦略的リスクが表示されていないにもかかわらず、なぜNY証取上場会社は戦略的リスクを開示する可能性が高いのかという問いを提起しています。

³ <https://data.worldbank.org/indicator/NE.IMP.GNFS.ZS?locations=JP>

⁴ 伊藤隆敏 et al., 「日本の貿易におけるインボイス通貨の選択: 産業別・品目別分析」(独立行政法人経済産業研究所ディスカッション・ペーパー、シリーズ16-E-301) 参照

3.4 開示頻度が高い他のリスク

以下の図表8は残りのリスクの比較結果であり、各証券取引所の上場各社が懸念しているリスクを示しています。

最もよく開示されているリスク要因の順位	NY証取	東証
T6	国際業務リスク	知財リスク
T6	訴訟リスク	原材料調達リスク
8	金融リスク	情報セキュリティ・リスク
9	税務リスク	訴訟リスク
10	イノベーション・リスク	競合リスク
11	知財リスク	国際業務リスク
T12	原材料調達リスク	M&Aリスク
T12 (13)	業務混乱リスク	イノベーション・リスク
14	人材リスク	年金リスク
15	為替リスク	人材リスク

以下は、この図表からわかる主要なトレンドをまとめたものです：

- 両国の企業の大半は、ともに訴訟エクスポージャーをリスク (NY証取上場企業は6位、東証は 9位) として懸念しています。より具体的に言えば、図表5および6でも示している通り、NY証取上場企業の68%と東証上場企業の53%がこのリスク要因を開示しています。
- 両国ともに、国際業務の困難さを説明する共通のリスクとして国際業務リスクを開示しています (NY証取上場企業の68%と東証上場企業の47%が当該リスクを開示)。このリスクの開示割合の高さは、本調査の対象とした企業が明らかに世界各地で事業を営んでいる企業であることを示しています。
- NY証取上場企業の49%と東証上場企業の68%が原材料調達リスクを開示していることから、両国の企業は、このリスクについても懸念していることがわかります。原材料調達リスクは業務リスク (ある意味では外的リスク) で、製品製造に必要な原材料の調達、新たな原材料調達元の開拓、また主要原材料の価格高騰に関する懸念について説明する場合に開示されます。
- 人材リスクも開示されており、両国の企業は、社内の多くのレベルで起こり得る人材不足について懸念している点では一致していますが⁵、当該リスクを開示している会社は、NY証取上場企業のほうが東証上場企業より多くなっています (NY証取：48%、東証：35%)。東証上場企業のいくつかは、自社における人材不足を、出生率の低下や高齢化に関連する可能性がある現象であると示唆しています。
- 情報セキュリティ・リスクは、東証上場企業が開示しているリスクの中では8番目に多いですが (当該会社の67%が開示)、NY証取上場企業においては上位5位に含まれるリスクです (当該会社の96%が開示)。このリスクは、いずれの国でも頻繁に開示されていますが、適用されている規則やアプローチは異なっています。日本では、情報の漏洩もしくは紛失の防止または他のセキュリティ対策に関する要件を含む個人情報保護に関する規制を設けています。SECの規制はより広範なものであるため、NY証取上場企業は日本と異なる考え方やアプローチを推進しなければならない場合があります。例えば、株式公開企業によるサイバーセキュリティ開示に関するSECの指針では、「サイバーセキュリティ」を、他人に属する情報のセキュリティ確保と情報の盗難防止の両方を含む取組みとして定めています。またSECは、「重大なサイバーセキュリティ・リスクおよびインシデントについて適時に投資家へ伝達するのに必要なあらゆる措置を講じることは株式公開企業にとって不可欠であり、この株式公開企業には、重大なサイバーセキュリティ・リスクを抱えているもののサイバー攻撃の対象とされたことがまだない企業も含まれる」と述べています。SECは、リスク開示に関して、各企業に対し、過去に起きたインシデントの影響度や頻度、インシデントの発生可能性やその大小、予防措置、事業面での影響、起こり得る評判の低下ならびに法務上の観点での影響を検討するよう求めています。

⁵ Walker et al. 「We Have Faced the Risk... and it is Us!」 (2013年5月、Financial Executive掲載) 参照。この記事では、人材や労働力をめぐる競争は米国経済が直面している最重要リスクであると述べています。



- 知財リスクやイノベーション・リスクは、NY証券上場企業と東証上場企業の双方がリスクとして開示しています。知財リスクは、東証上場企業の69%とNY証券上場企業の51%が開示しています。両国ともに、新たな知的財産の保護や創出に関して真に懸念しているようです。いくつかの企業は、訴訟リスクの原因として知的財産を挙げています。イノベーションをリスクとして開示しているのは、NY証券上場企業の54%と東証上場企業の41%です。イノベーションおよび知財リスクの開示割合が高い事実は、ディストラクションやイノベーションなどが進んでいるというさまざまなニュースの内容とも一致しており、これらのリスクは、今後も各社の報告書にリスクとして開示されると思われる。
- 今日、多くの企業が企業文化や企業行動について懸念を示し、協議を重ねている状況を踏まえると、それらのリスクを開示している会社が極めて少ないという結果は少し意外でした。2017年度版のCOSO ERMフレームワークには、企業カルチャーへの対応に関する2つの原則が盛り込まれています。1つ目の原則は、会社は自社にとって望ましいカルチャーを定めることを検討すべきであると述べており、2つ目は、会社はリスク、カルチャーおよび業績をセットで報告することを検討すべきであるとしています。実際、COSO ERMフレームワークがカルチャーについて触れている回数は100回を超えており、当該フレームワークでは、企業組織のカルチャー、能力およびプロセスはERMの一部として定められています。

3.5 最重要リスクの比較

前掲の分析においては、開示頻度の観点からリスクについて論じました。企業は重要なリスクから順番に開示するものであり、ゆえに最初に記載されているリスクは最重要リスクであると示唆していると多くの人が考えています。この考えについては、裏付けとなる指針があります。SECは、10-Kの読み方に関する指針において、「リスク要因には、企業またはその有価証券にとって最も重要なリスクに関する情報が含まれる。企業は概して、重要なリスク要因から順番に記載する。」と記しています。東証上場企業に適用される同様の指針は存在しないようですが、今回の分析においては、東証上場企業も自社にとって重要なリスクから順番に記載するものという仮定を置きました。

このセクションでは、リスク要因の記載順が大きな意味を持つという前提に立ち、各社が最初に開示している3つのリスク(各社の最重要リスクとみなす)に焦点を当てて分析しています。以下の図表9はNY証券上場企業につき、リスク開示社数ベースの順位、開示社数および各リスクを上位3位内に記載している社数(最重要リスクとみなす)を示しています。

図9 - NY証券上場企業のリスク別開示社数とトップ3(最重要)リスクとして開示している社数

リスク	順位	開示社数	トップ3リスクとして開示した社数
情報セキュリティ・リスク	1	96	1
コンプライアンス・リスク	2	88	24
M&Aリスク	3	85	9
競合リスク	4	80	25
景気リスク	5	73	40
国際業務リスク	T6	68	15
訴訟リスク	T6	68	4
金融リスク	8	64	5
税務リスク	9	63	2
イノベーション・リスク	10	54	19
知財リスク	11	51	8
原材料調達リスク	T12	49	11
業務混乱リスク	T12	49	6
人材リスク	14	48	1
為替リスク	15	42	4



最もよく開示されているリスクと、上位3位の最重要リスクの間には、興味深い差異があります。当該図表が示す通り、いくつかの会社が開示している最重要リスクの中には、最もよく開示されているリスクでもあるものが3つあります。それは、景気リスク(40社がトップ3リスクとして開示)、競合リスク(同25社)およびコンプライアンス・リスク(同24社)の3つです。これらのリスクは、影響範囲が広いリスクといえます。

リスクの中には、開示社数ベースでは上位15位内でも、トップ3として開示している社数が10社未満というものもいくつかあります。それらは、情報セキュリティ・リスク、M&Aリスク、訴訟リスク、金融リスク、税務リスク、知財リスク、業務混乱リスク、人材リスクおよび為替リスクといったものです。実際、情報セキュリティ・リスクは、NY証取上場会社の96%が開示していますが、重要なリスクであると考えている会社は1社しかありません。

東証上場企業の結果は、以下の図表10のとおりです。

図表10 - 東証上場企業のリスク別開示社数とトップ3(最重要)リスクとして開示している社数

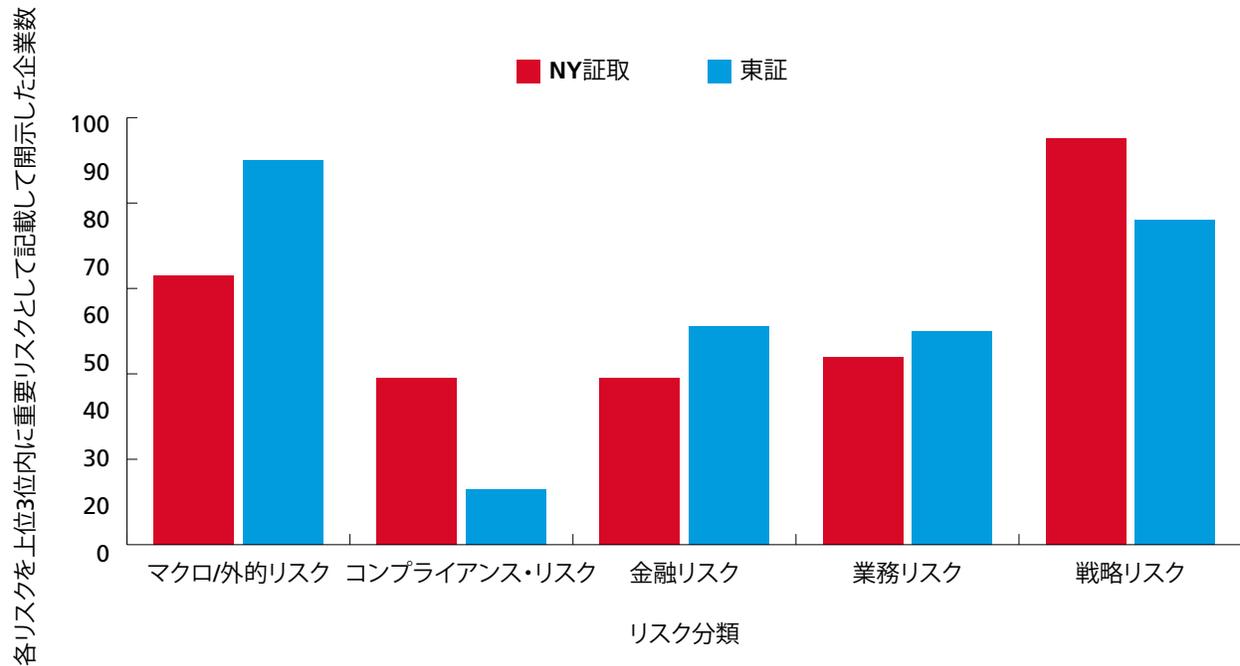
リスク	順位	開示社数	トップ3リスクとして開示した社数
為替リスク	1	92	42
災害リスク	2	86	11
コンプライアンス・リスク	3	83	13
製品リスク	4	81	5
景気リスク	5	75	68
知財リスク	6	69	6
原材料調達リスク	7	68	16
情報セキュリティ・リスク	8	67	1
訴訟リスク	9	53	4
競合リスク	10	52	24
国際業務リスク	11	47	11
M&Aリスク	12	43	7
イノベーション・リスク	13	41	16
年金リスク	14	36	0
人材リスク	15	35	1

東証上場企業が開示している最重要リスクは、景気リスク(68社がトップ3リスクとして開示)、為替リスク(同42社)および競合リスク(同24社)です。景気リスクと競合リスクは、NY証取上場企業も最重要リスクとして開示しています。これら3つのリスクは、開示社数の点でも上位10位内のリスクに含まれています。為替リスクは、最もよく開示されているリスク(100社中92社が開示)であるだけでなく、トップ3リスクとして開示している社数が2番目に多いリスクでもあります。興味深いのは、よく開示されているリスクが最重要リスクでもある場合が多いという点で、東証上場企業のほうが開示の整合性がより高い傾向にあるということです。繰り返しになりますが、この分析では、重要なリスクから順に開示されると仮定しています。NY証取上場企業と同様、東証上場企業の場合も、多くの企業が開示しているリスクでも最重要リスクとしている社数が10社未満のものがいくつかあります。それに該当するのは、製品リスク、知財リスク、情報セキュリティ・リスク、訴訟リスク、M&Aリスク、年金リスクおよび人材リスクです。

3.6 リスク分類

リスクを分類すると、別の見方も可能になります。リスク分類は、各社が最重要リスクだと考えているリスクの種類を明確にするのに役立ちます。COSOの2004年度版ERMフレームワークでは、リスクを戦略、コンプライアンス、レポーティングおよびオペレーションといった領域に分類しています。加えて、The Center for Excellence in ERMの調査結果も、各社が今なお自社リスクの分類に努めていることを述べています。以下の図表11は、上位3位内の最重要リスクとして開示した会社の数をリスク分類別に比較したものです。

図11 - NY証券および東証上場企業のリスク分類



「マクロ/外的リスク」には、景気リスク、国際業務リスクおよび災害リスクが含まれます。「戦略リスク」には、競争リスク、トレンド・リスク、戦略リスク(全般)、知財リスク、イノベーション・リスクおよび研究開発リスクが含まれます。このリスク分類により、日米上場会社のリスク開示における主要な相違点や整合性を明確にすることができます。

日米ともに、「マクロ・リスク」と「戦略リスク」に分類されるリスクの開示が最も多くなっています。東証上場企業は、「マクロ・リスク」に分類されるリスクの開示が最も多くなっていますが、その理由の一端は災害の多さと経済状況にあります。NY証券上場企業が最も多く開示しているのは「戦略リスク」です。繰り返しになりますが、この「戦略リスク」の開示が多いという事実は、The Center for Excellence in ERMが以前実施した調査の結果一企業の最重要リスクの半数は戦略的リスクと一致しています。⁶

各社が戦略リスクの特定強化に力を入れているのには多くの理由があります。多くの研究結果は、戦略リスクは価値破壊の最大要因の1つであることを示しています。またThe Center for Excellence in ERMが最近実施した調査によれば、北米の会社は戦略的リスク関連を最も改善したい領域として開示しているとのこと。加えて、戦略リスクは2017年度版のCOSO ERMフレームワークでも強調されており、多くの企業はCOSOのフレームワークを指針として使用しています。

NY証券上場企業と東証上場企業の差が最も大きいのは、「マクロ・リスク」と「コンプライアンス・リスク」の2つです。東証上場企業は、「マクロ・リスク」の数が他のリスク分類に比べて最も多いだけでなく、NY証券上場企業との比較でもかなり多くなっています。この差の主な原因は、両国の経済をめぐる経済政策や政府の政策の違いにあると考えられますが、どのように「マクロ・リスク」に対処すれば業績を高め自社の事業モデルを改善できるかについて理解することは、どの会社にとっても賢明な取組みといえます。⁷ 両国の差が2番目に大きい分類は「コンプライアンス・リスク」で、この分類に属するリスクを開示しているNY証券上場企業数は東証上場企業より多くなっています。

⁶ このホワイト・ペーパーは、<https://static1.squarespace.com/static/57ea5fde44024321bc154b7/t/5aeaf3c72b6a283a9f96b25c/1525347298817/CEERM+White+Paper+Series+Dr+Walker.pdf>に掲載されています。

⁷ プレスマンズ(Presmanes)氏およびウォーカー氏のレポートである「Improving Strategic Risk Management Using Macro Risk Analysis」(RIMS Professional Report series)では、企業がマクロ・リスクの見方を理解することの重要性が強調されています。

4. リスク開示の差異原因

リスク開示の違いをもたらす原因を説明する理由や理論はさまざまありますし、またそれらは将来においての経験をもとに確認できる問いかけにもなります。

- この差が生じる外的な理由は、実在する規制の差である場合があります。言い換えると、規制が(大幅にはなく)若干異なる(付表A参照) 事実上、リスク開示に差を生む主要な原因となる場合があります。他方で、企業が規制をどのように解釈するかという点も、規制の実施や最終的な開示に影響を及ぼす可能性があります。前掲の開示差の原因となる理論には、投資家の期待も含まれています。例えば、ある国の投資家が、リスクのマネジメントや監視について他国の投資家より厳しく要求している場合、経営陣がより充実した開示を行うようになる可能性があります。最後に、訴訟に関する違いも問題となる場合があります。ある国の企業が訴訟エクスポージャーに関してより懸念している場合、訴訟関連リスクを軽減しようとしてリスク要因の開示内容や分量を慎重に検討する可能性があります。
- リスク開示に差が生じるその他の理由には、社内要因も含まれます。例えば、自社のリスクにより精通している経営陣や会社は、当該リスクについてより詳しく調べ開示することができます。言い換えると、経営陣がリスクについてより多くの知識を持っている場合、それは開示の差となって表れる可能性があります。加えて、各国経営陣ごとの文化の差も、開示規則の解釈や開示内容に影響を及ぼす可能性があります。
- ERMの実務や成熟度も、リスク開示に差をもたらす要素となる場合があります。より優れたERMプロセスを構築している会社ほど、より多くのリスクを特定し、各リスクがどのように関連しているか理解し、リスクをより良い形でマネジする計画を設け、そしてリスク開示に好影響を及ぼすERM活動を実施することができるはずですが、ERMを確立し実務で活用している会社が増えてきていることを示すデータもいくつか存在します。例えば、RIMS (Risk and Insurance Management Society) が実施した2017 ERM Benchmark Surveyによると、調査対象会社の約75% (2013年の調査結果である約50%から上昇) は完全なまたは部分的なERMプログラムを設けています。これらのERM実務の成熟度が上がると、会社はより詳しくリスクを理解できるようになるため、投資家を満足させ規制当局の期待に応えることができる、より質の高いリスク開示ができるようになります。

5. まとめ

リスク・マネジメントは企業価値創出に不可欠な取り組みです。リスクを特定し理解しなければ、リスクをマネジメントするのはほぼ不可能です。ベンチマーキングや自社のERM実務の改善に加えて、自社のリスク開示と他社の開示の比較を行うことは賢明な取り組みといえます。そのような比較は、最も重要な一連のリスクを完全に特定するのに役立ちます。また未特定のリスクの発見にも役立ちます。同様に、現在のグローバル競争のレベルやペースを踏まえると、自社のリスク・ランキングを他のグローバル企業と比較する

- ERMの成熟に関しては、ERMプログラムがトップダウン型かボトムアップ型かという点も考慮すべき場合があります。トップダウン型のERMプログラムは、経営戦略を設定、監視、測定および実行する経営陣や取締役会が関与するため、戦略リスクを特定できる可能性がより高いプログラムです。ボトムアップ型のERMプログラムでは、戦略リスクよりも業務リスクを特定できる可能性が高いです。会社は、トップダウン型とボトムアップ型のどちらの(または両方の) ERMを使うと自社で対処すべきあらゆるリスクの特定に役立つか検討する必要があります。すべてのリスクを特定しようとするのであれば、どちらのアプローチも考慮しなければいけません。2017年度版のCOSO ERMフレームワークでは、ERMは会社のミッション、ビジョンおよびバリューを含むものであることを強調しています。
- 取締役会メンバーによるERMやリスク開示への関与も、その結果に影響を及ぼす可能性があります。例えば、取締役会によるリスク監視の歴史は、日本より米国のほうが長いです (SECの関連規則は2009年施行、日本版コーポレート・ガバナンス・コードの施行は2015年)。学術機関による初期の調査ではコーポレート・ガバナンスの重要性が示されており、最近実施された、取締役会のリスク監視に関する予備調査の結果も、当該監視を改善することと会社の価値の間には関係があることを裏付けています。⁸

現状では、リスク開示差の原因をはっきりさせることはできないものの、以下については相当数の証左があります。

- ERMは価値を高める。
- 取締役会のリスク監視は必要。
- ERMの重要性は高まっている。

投資家は、優れたリスク・マネジメント、リスク監視そしてリスク開示を期待しています。

⁸ 具体例を挙げると、ラーカー (Larcker) 氏が2007年に著述した「Corporate Governance, Accounting Outcomes and Organizational Performance (Accounting Review 第82号4訂版) には、コーポレート・ガバナンスと将来の業績の間には関係がいくらかはあると記載されています。加えて、バールス (Barrese) 氏、ポージー (Pooser) 氏およびウォーカー氏が2018年に共著したホワイトペーパー (Value Relevance of Proxy Disclosure Enhancements) も、取締役会のリスク監視は業績評価向上と関係がある事実を示しています。

とも賢明な取組みといえます。例えば、同業他社の多くがあるリスクを最重要リスクに掲げている状況で自社における当該リスクのランクが低い場合、自社の評価が正しいかどうかという、合理的な問いが生まれます。あらゆるリスク開示差を検証することで実際のリスク・マネジメントの改良点を洗い出すことができるならば、その取組みは、企業やその株主の価値を高めることにつながります。

付表A

法規制に明示されているリスク例の日米比較

金融庁	米国証券取引委員会
1. 経営方針	1. 業務履歴の不備
2. 財政状態	2. 過去数期における業務損失
3. 特定取引	3. 財政状態
4. 特定製品	4. 事業または事業案
5. 特定の取引慣行	5. 普通株式の需要不在
6. 新しい製品や技術	
7. 法的制約	
8. 法的事件・訴訟	
9. 役員や従業員に関する問題	
10. 会社と役員または株主の間での取引	
11. 将来のリスク	

付表B

製造会社 - 業界/業種

東京証券取引所(東証)第一部上場会社:

業界	業種
1. 製造業界	食品製造業
2. 製造業界	繊維製品
3. 製造業界	ハルブ・紙
4. 製造業界	化学
5. 製造業界	医薬品
6. 製造業界	石油・石炭製品
7. 製造業界	ゴム製品
8. 製造業界	ガラス・土石製品
9. 製造業界	鉄鋼
10. 製造業界	非鉄金属
11. 製造業界	金属製品
12. 製造業界	機械
13. 製造業界	電子機器
14. 製造業界	輸送用機器
15. 製造業界	精密機器
16. 製造業界	その他製品

付表B

製造会社 - 業界/業種

ニューヨーク証券取引所上場会社:

1. 航空宇宙製造業
2. 農業製造業
3. 衣料
4. 自動車製造業
5. 自動車部品相手先ブランド製造業
6. 飲料製造/流通業
7. バイオテクノロジー: 医療用電気機器および電気療法人器製造業
8. バイオテクノロジー: 研究室用分析装置製造業
9. 建材製造業
10. 建築製品製造業
11. コンピューター通信機器製造業
12. コンピューター製造業
13. コンピューター周辺機器製造業
14. 建設/農業用機械/トラック製造業
15. 家庭用電化製品/電子機器製造業
16. 特殊民生品製造業
17. 民生品: グリーティング・カード製造業
18. 電気製品製造業
19. 電子部品製造業
20. 農業用品/種/製粉製品
21. 流体制御装置製造業
22. 林業製品製造業
23. 工業用機械/部品製造業
24. 特殊工業用品製造業
25. 総合石油会社
26. 主要化学製品製造業
27. 主要製菓業
28. 獣肉/鶏肉/魚食品製造業
29. 医療/歯科治療機器製造業
30. 金属捏造業
31. その他製造業
32. 自動車製造業
33. 多業種会社
34. 石油およびガス製造業
35. 眼科用品製造業
36. 軍需品および付属品製造業
37. その他製菓業
38. パッケージ品/化粧品製造業
39. パッケージ食品製造業
40. 塗装/コーティング用品製造業
41. 製紙業
42. プラスチック製品製造業
43. 汚染制御装置製造業
44. 娯楽用品/玩具製造業
45. 半導体製造業
46. 製靴業
47. 特殊化学製品製造業
48. 特殊食品製造業
49. 製鉄/鉄鉱石業
50. 織物製造業
51. たばこ製造業
52. ツール/ハードウェア製造業



ST. JOHN'S
UNIVERSITY



St. John's University
The Peter J. Tobin College of Business
ポール・L・ウォーカー博士 (博士号、公認会計士)

研究スポンサー:

