

日本のADR企業のマーケットリスク開示

Market Risk Disclosures by Japanese Corporation Traded as American Depository Receipts

鎌 田 信 夫

Nobuo KAMATA

サミール・ニッサン

Samir NISSAN

要 約

証券取引委員会（SEC）は株式がU.S.証券取引所で取引されている会社には、マーケットリスクに関する数量的情報および質的情報を開示することを求めている。これには、株価、利率、為替レートおよび商品価格の変動が含まれる。この研究は、株式がU.S.証券取引所で取引されている日本の金融機関以外の会社で、SECによりファイル20 Fの提出を求められている会社の開示について検討する。これらの会社はいろいろな認められた形式（format）を用いているが、調査の結果、大部分の会社は損失の測定の開示を求めない一覧表形式（tabular format）を用いていることが明らかになった。感度分析（sensitivity analysis）形式とVaR形式を用いている会社は、会社が用いたモデルの仮定についての記述は、簡略すぎて十分でない。また、リスクの潜在的損失は、主として、公正価値および利益の減少によるもので、キャッシュフローで説明している会社は、全くなかった。一部の会社は、リスクはデリバティブによりヘッジされていないという理由で、リスクを開示していない。そのため、ファイル20 Fに基づくリスク分析能力は限定的である。

1. はじめに

証券取引委員会（SEC）は、1997年に財務報告通達（Financial Reporting Release）第48号（FRR48）「量的質的マーケットリスクの開示」を公表した。これは、利率、

為替レート，商品価格および株価という4種のマーケットリスクの開示を要求している。これらの開示は，証券取引所で取引されている株式に対してはファイル10 K第7項で，また米国預託証券（American Depository Reciepts, ADR）では，20 F第11項で，「経営者の説明と分析」（MDA）の区分で示される。FRR48は，次の3つの形式のうち1つを用いて，会社が潜在的損失を開示することを要求している。すなわち，一覧表による開示，感度分析およびバリュー・アト・リスク（VaR）である。感度分析およびVaRについては，会社の潜在的損失を利益，キャッシュフロー，あるいは公正価値で報告することを認めている。

したがって，会社は，リスクの表示について，7つの異なる形式と尺度のなかから，どれか1つを選択することができる。そのような報告の多様性は比較可能性の低下をもたらしている。たとえば，アメリカの会社，インテル（Intel Corporation）は，3種のマーケットリスクについて感度分析を行っている。しかし，為替レートの潜在的損失を税引前利益で，利率の変動および市場性ある有価証券の価格の変動は，公正価値で測定している。

SECのファイル10 Kによる報告に対するアメリカ国内の会社のマーケットリスク要因の報告については，すでにいくつかの研究がある。本稿では，アメリカの証券取引所において取引されていて，SECのファイル20 Fによる報告が要求されている，日本の金融会社以外の会社について検討する。本研究の対象となった日本の会社22社のリストは表1に示すとおりである。

ADR会社はスポンサー付といわれている。それは，これらの会社は，アメリカの証券取引所における上場を申請し，アメリカの銀行を預託会社として選択しているからである。スポンサー付ADR会社は，レベルⅠ，レベルⅡ，およびレベルⅢまで，3つに分類されている。これらのレベルは，会社が証券市場で行っている活動範囲と，開示すべき内容の違いを示している。スポンサー付ADRのレベルⅡは，アメリカの証券取引所に上場されていて，SECのファイル20 Fによる開示が要求されている。ファイル20 Fの第11項はマーケットリスクの開示に関係している。この研究はレベルⅡのスポンサー付ADRの会社を対象としている。

この研究の第2節では，FRR48の数量的情報について述べた。これには，日本の金融会社以外の会社が，ファイル20 F報告書において，マーケットリスクを開示する場合に用いている形式，感度分析で用いている損失の測定およびバリューアトリスク（VaR）の分散が含まれる。この研究の対象である日本の会社の会計年度は，2005年3月31日あるいは2005年12月31日に終了する。第3節では，発見と分析について述べる。第4節は結論である。

表1 調査対象会社

	英語名	英語略称	日本語名	日本語略称
1	Advantest Corporation	Advantest	株式会社アドバンテスト	アドバンテスト
2	Canon Inc.	Canon	キヤノン株式会社	キヤノン
3	Hitachi Limited	Hitachi	株式会社日立製作所	日立
4	Honda Motors Co.,Ltd.	Honda	本田技研工業株式会社	本田
5	Internet Initiative Japan Inc.	IJJ	株式会社インターネットイニシアティブ	IJJ
6	Komatsu Ltd.	Komatsu	株式会社 小松製作所	小松
7	Konami Corp.	Konami	コナミ株式会社	コナミ
8	Kubota Ltd.	Kubota	株式会社クボタ	クボタ
9	Kyocera Corp.	Kyocera	京セラ株式会社	京セラ
10	Makita Corp.	Makita	株式会社マキタ	マキタ
11	Matsushita Electric Industrial Co., Ltd.	Matsushita	松下電器産業株式会社	松下
12	Mitsui & Company Ltd.	Mitsui	三井物産株式会社	三井物産
13	NEC Corp.	NEC	日本電気株式会社	NEC
14	NIDEC Corp.	NIDEC	日本電産株式会社	日本電産
15	Nippon Telegraph and Telephone Corp.	NTT	日本電信電話株式会社	NTT
16	NTT Docomo Inc.	Docomo	株式会社エヌ・ティ・ティ・ドコモ	ドコモ
17	Pioneer Corp.	Pioneer	パイオニア株式会社	パイオニア
18	Sony Corp.	Sony	ソニー株式会社	ソニー
19	TDK Corp.	TDK	TDK株式会社	TDK
20	Toyota Motor Corp.	Toyota	トヨタ自動車株式会社	トヨタ
21	Trend Micro Inc.	Trend Micro	トレンドマイクロ株式会社	トレンドマイクロ
22	Wacoal Corp.	Wacoal	ワコールホールディングス	ワコール

2. 数量的マーケットリスクの開示

SECが定めるマーケットリスク開示には、数量的情報および質的信息が含まれ、これらは10 Kおよび20 Fによる報告書のMDAで記述される。SECは、マーケットリスクを「マーケットおよび価格の不利な変動から生じる損失のリスク、たとえば、利率、為替レート、商品価格およびその他の関連するマーケットレート、あるいは価格変動（例、株価）の不利な変動から生じるリスク」と定義している（SEC 1997, p.5）。

表2 (日立)

2005年3月31日における年度の長期負債

	予 定 満 期 日					合 計	見積り 公正価値
	2006	2007	2008	2009	2010		
固定金利（手形および無担保社債）							
円 社債	292,090	63,410	79,964	88,953	65,000	135,135	724,552
平均利率	1.97%	1.35%	1.29%	1.33%	1.42%	1.14%	1.54%
円 転換社債	—	—	—	—	100,000	—	100,000
平均利率	—	—	—	—	—	—	—
円 中期手形	57,532	30,935	29,925	19,763	43,976	25,004	207,135
平均利率	0.76%	0.97%	1.13%	1.17%	1.18%	1.61%	1.01%
US \$ 中期手形	—	4,286	—	—	—	—	4,286
平均利率	—	3.21%	—	—	—	—	3.21%
変動利率率（手形および無担保社債）							
円 社債	—	—	—	3,000	—	—	3,000
平均利率	—	—	—	1.99%	—	—	1.99%
円 中期手形	12,599	3,003	4,516	—	2,004	25,300	47,422
平均利率	0.63%	0.81%	0.82%	—	0.85%	0.90%	0.79%
US \$ 中期手形	—	1,282	2,677	537	3,206	—	7,702
平均利率	—	3.63%	3.59%	3.90%	3.94%	—	3.69%
固定および変動利率率（借入金）							
借入金、主として銀行から	141,073	107,823	122,584	84,550	122,147	140,470	718,647
平均利率	2.15%	1.32%	1.22%	1.11%	1.01%	1.37%	1.26%

加重平均変動利率率は、2005年3月31日現在の契約上の利率率に基づいている。

表3 (日立)

中期手形

2005年3月31日における年度の金利スワップ

		予 定 満 期 日					合 計	見積り 公正価値
		2006	2007	2008	2009	2010		
想定金額 (円)								
変動を固定へ	12,800	33,606	15,420	21,200	102,448	—	185,474	(2,121)
平均支払利率	1.21%	1.19%	1.03%	1.03%	0.89%	—	1.09%	
平均受取利率	0.39%	0.39%	0.32%	0.29%	0.13%	—	0.32%	
固定を変動へ	76,000	38,000	9,000	64,000	15,000	23,600	225,600	(1,946)
平均支払利率	1.95%	0.72%	0.35%	0.33%	0.68%	0.03%	1.00%	
平均受取利率	2.00%	1.34%	1.16%	1.16%	1.53%	1.19%	1.51%	
変動を変動へ	4,500	5,000	—	—	—	19,000	28,500	(248)
平均支払利率	0.47%	0.42%	—	—	—	0.00%	0.18%	
平均受取利率	1.33%	1.00%	—	—	—	0.91%	1.02%	
想定金額 (US\$)								
変動を固定へ	8,377	644	752	—	537	—	10,310	20
平均支払利率	3.21%	3.48%	3.80%	—	4.12%	—	3.37%	
平均受取利率	2.89%	2.80%	2.82%	—	2.71%	—	2.86%	
固定を変動へ	2,573	—	—	—	—	—	2,573	18
平均支払利率	2.66%	—	—	—	—	—	2.66%	
平均受取利率	1.41%	—	—	—	—	—	1.41%	
変動を変動へ	—	—	—	537	—	—	537	4
平均支払利率	—	—	—	2.79%	—	—	2.79%	
平均受取利率	—	—	—	2.91%	—	—	2.91%	
想定金額 (ST £)								
変動を固定へ	34,925	44,284	28,358	—	—	—	107,567	(66)
平均支払利率	5.05%	5.07%	5.08%	—	—	—	5.06%	
平均受取利率	4.90%	4.88%	4.90%	—	—	—	4.89%	

加重平均支払/受取利率は、2005年3月31日現在の契約上の利率に基づいている。

SECは、報告企業が、どのリスクに対しても、3つの形式、すなわち、一覧表、感度分析、あるいはVaRによる形式のなかから1つを選択することを認めている。また、各リスクに、それぞれ異なる形式を用いることもできる。またSECは、感度分析あるいはVaRの場合は、潜在的損失を公正価値、キャッシュフローあるいは利益で測定することを認めている。そのため、会社は、開示すべき各種のリスクに対して、異なる測定値を用いることができる。その結果、会社はマーケットリスクを開示するためには7つの方法のなかから1つを用いることができる。

質的情報については、FRR48は、各種のリスクについての情報、デリバティブに対する会計方針、リスクマネジメントコントロール、およびその目標に関する説明、また、リスク管理のための一般的方法および、デリバティブの種類の説明を求めている。

(1) 一覧表形式

一覧表形式を用いた場合、会社は各マーケットリスクに反応する資産および負債およびヘッジするために用いたデリバティブを記載した表を作成する。

日立は、2005年3月31日の金利リスクに対する影響を記述するために、表2に示すように、長期負債の情報を開示している。負債に関する情報は、SECが定めているように、2006年から2010年までの各年度について、また2011年度以降についてそれぞれ1つのコラムを用意して示している。これらの年度ごとに、用いている通貨ごとに、負債および平均利率を示している。表3に示すように、日立は負債の分類で用いた期間と同様の期間を用いて、各種の金利スワップの想定価額と見積公正価値を開示している。

表4 マキタ：契約価額および市場性のある有価証券と投資有価証券の公正価値

【株価リスク】	(百万円)			
	2004年3月31日		2005年3月31日	
	契約価額	公正価値	契約価額	公正価値
1年未満	¥58,523	¥58,530	¥53,581	¥53,581
1年以上5年未満	2,268	2,267	2,610	2,615
5年以上	3,182	3,180	2,150	2,144
不定期	1,600	1,600	1,614	1,614
持分証券	20,556	20,556	20,433	20,433
合 計	¥86,129	¥86,134	¥80,388	¥80,387

マキタは、株価リスクを示すとき、市場性ある有価証券に、当期の営業活動に関連する負債証券を含めている。マキタは、表4に示すように、持分証券および満期日までの負債証券の契約価額および公正価値を示している。

松下は、商品価格リスクに対して、表5に示すように、市場価格の変動の影響を相殺するために、商品先物契約に関する情報を示している。

表5 松下：商品先物の契約価額および公正価値

【商品先物】	(百万円)			
	2004年3月31日		2005年3月31日	
	契約価額	公正価値	契約価額	公正価値
売 り	¥31,978	(¥2,832)	¥14,915	(¥1,223)
買 い	¥75,824	¥12,554	¥52,888	¥5,709

アドバンテストは、表6に示すように、為替リスクについて示している。同社は、ヘッジングのため用いたデリバティブおよび為替などリスクの影響を受ける資産および負債を開示している。このような会社はほとんどない。多くの会社は、デリバティブに関する情報だけを開示している。

表6 アドバンテスト：
為替レートの変動と敏感に反応する資産・負債・外貨為替先物契約

パネルA：為替レートの変動と敏感に反応する資産および負債

【機能通貨 円】	2005年3月31日現在 使用通貨別資産および負債 (百万円)			
	U.S.\$	ユーロ	新台幣\$	シンガポール\$
現金・現金同等物	30,413	8,086	679	355
売 掛 金	7,942	347	956	0
買掛金・見越負債	(791)	(324)	(426)	(1)

パネルB：外貨為替先物契約

	2005年3月31日現在 (百万円)		
	契約金額	公正価値	平均契約為替レート
U.S.ドル売り／円受取り	2,470	(49)	105.09
ユーロ売り／円受取り	2,097	3	138.31
円売り／ユーロ受取り（円換算）	3,036	(2)	137.99
合 計	7,603	(48)	

一覧表形式は、会社の資産リスクを評価するための情報をアナリストに提供する。アナリストは、仮定を設定して要約的なリスクを計算するためのモデルを作らなければならないが、一覧表形式はこれに役立っている。

ホッダー・マッカナリー (Hodder and McAnally, 2001) は、感度尺度と VaR 尺度を計算するとき、一覧表形式の情報を利用するための方法を示した。しかし、彼らは、会社は複雑なポートフォリオをもつため、あるいは適切な情報を開示していないため、アナリストは一覧表形式を要約的なリスク指標に転換するために、多くの困難な問題に当面するであろうと述べている。

表 7 ソニー：2005年3月31日に終わる会計年度の20 F に報告された VaR

【連 結】	(十億円)			
	6月30日(04年)	9月30日(04年)	12月30日(04年)	3月31日(05年)
正味 VaR	3.5	1.7	2.3	1.9
為替リスク VaR	1.1	0.8	0.7	0.6
利率リスク VaR	0.2	0.1	0.1	0.1
株価リスク VaR	3.1	1.5	2.1	1.7

【財務サービス部門】	(十億円)			
	6月30日(04年)	9月30日(04年)	12月30日(04年)	3月31日(05年)
正味 VaR	3.2	1.4	2.1	1.7
為替リスク VaR	0.2	0.2	0.2	0.2
利率リスク VaR	0.2	0.1	0.1	0.1
株価リスク VaR	3.1	1.5	2.1	1.7

【財務サービス部門以外のその他すべてのセグメント】	(十億円)			
	6月30日(04年)	9月30日(04年)	12月30日(04年)	3月31日(05年)
正味 VaR	1.0	0.8	0.6	0.5
為替リスク VaR	1.0	0.8	0.6	0.5
利率リスク VaR	0.0	0.0	0.0	0.0
株価リスク VaR	0.0	0.0	0.0	0.0

(2) バリュアットリスク (VaR)

VaRは、特定の確率のもとで、特定の期間に金融商品から生じる最大の損失を示す。ソニーは、為替レートリスク、利率リスク、株価リスクおよび正味 VaR に対する潜在的な損失を測定するために、VaRを用いている。3つ1組の VaR が示されている。1つは、連結経営の VaR、もう1つは財務部門の VaR、最後は、財務部門を除くその他のすべての部門に対する VaR である。ソニーの VaR は、特定の日と 95% の信頼度における、1日の時価の変動から生じる公正価値の最大の潜在的損失を予測している。3つ

の種類リスクは互いに関連しているから、正味VaRは3種のリスクのVaRの合計額と等しくはない。またVaRを計算するとき用いたモデルおよび設定した仮説についての情報を提供していない。表7は連結経営、財務サービス部門、および財務部門を除くすべての部門に対して、4期間にわたるVaRを示したものである。

三井は、利率リスク、為替リスクおよび商品リスクを測定するために、VaRを用いている。ただし、同社は株価リスクに対しては一覧表形式を用いている。同社は、2005年3月31日に終わる年度に対する20 F p.176において、VaRを見積もる場合、分散共分散 (variance-covariance) 法と信頼度97.7%で、ヒストリカル・シミュレーション法を用いたと述べている。同社は期末のVaRの数字を示すとともに、最高、最低および平均値を示している。

(3) 感度分析

感度分析は、ふつう、利率、為替レート、株価および商品価格の特定の変動により、通常、1年以内に生じる潜在的な損失をあらわす。NECは為替、利率に対して感度分析を用いている。また、株価リスクについて一覧表形式で情報を示している。2004年3月31日あるいは2005年3月31日の日本円の為替レートが、外貨に対して10%上昇すれば、デリバティブの公正価値は65億円あるいは93億円増加する、と述べている。同じページで、同社は、2004年3月31日あるいは2005年3月31日の利率が10%だけ減少すれば、そのときのデリバティブの公正価値は、20億円と20億円それぞれ減少したと思われる、と述べている。

VaRおよび感度分析情報は会社間で比較可能でない。これは、これらの数字の計算のために用いた仮定およびモデルが、通常、開示されていないからである。

3. 発見と分析

本研究では、会社のマーケットリスクの開示は一様でないことを具体的に示した。ある会社は、デリバティブを用いてヘッジしていないという理由で、マーケットリスクに関する情報を全く開示していなかった。また他の会社は、デリバティブで商品をヘッジしていないという理由で、商品に対するマーケットリスクの情報を開示していなかった。

表8は、表示形式に関する情報と、各種のマーケットリスクに対して用いた潜在的な損失の尺度に関する情報を示している。表8に示すように、大部分の会社は、商品価格以外は一覧表形式を用いている。一覧表形式を用いている会社は、デリバティブ

に関する情報がある会社とない会社に分類できる。一覧表形式を用いた会社の一部は、マーケットリスクに反応するすべての項目を開示していたが、他の会社は、マーケットリスクに反応すると考えられる一部の項目だけを開示していた。

表 8-1 マーケットリスクを報告している会社数

表 示 法		種 類	通常のマーケットリスク			商品価格 の変動
			為替	利率	株価	
一覧表形式		デリバティブに対する情報のないものも含む	15	16	13	1
VaR		公正価値	2	2	1	1
		税引前利益	1			
感 度 分 析		公正価値	1	2	2	
そ の 他	言 及 有 り	公正価値の合計	1		2	
		重要性がない	1	1	1	
		デリバティブが用いられていないため開示がない	1	1	1	2
		財務諸表の注記参照			1	
	言 及 無 し	開示なし			1	
合 計			22	22	22	4

4. 結 論

本研究は、SEC に対するマーケットリスクの開示の多様性について検討した。調査対象会社はすべて日本の会社である。会社が用いた感度分析尺度と VaR の尺度は、アナリストが用いている尺度より多くのデータに基づいているという点で、すぐれているが、会社は、会社が用いたモデルに関する十分な情報を、提供していない。一覧表形式は、リスクの尺度を示していないが、アナリストがいくつかのリスクの尺度を評価することを可能にする。これらの発見は、日本の会社だけに特有のものかもしれない。これを確認するためには、他の諸国の ADR 会社について検討してみなければならない。また、アナリストがリスク要因を評価するために、マーケットリスク開示をどのように利用しているかについて、調査してみる必要がある。

表8-2 マーケットリスクの開示方法

表 示 法		種 類	通常のマーケットリスク			商品価格 の変動
			為 替	利 率	株 価	
一覧表形式	デリバティブに対する 情報のないものも含む	15 アドバンテスト キャノン 日立 本田 IIJ 小松 コナミ クボタ 京セラ マキタ	16 アドバンテスト キャノン 日立 本田 IIJ 小松 コナミ クボタ 京セラ マキタ	13 キャノン 日立 コナミ 京セラ マキタ 三井物産 松下 NEC	1 松下	
		松下 日本電産 NTT パイオニア TDK	松下 日本電産 NTT ドコモ パイオニア ワコール	ワコール ワコール NTT ドコモ パイオニア TDK		
VaR	公正価値	2 ソニー 三井物産	2 ソニー 三井物産	1 ソニー	1 三井物産	
	税引前利益	1 トヨタ	—	—		
感 度 分 析	公正価値	1 NEC	2 NEC トヨタ	2 IIJ 日本電産		
小 計 A		19	20	16	2	
言及あり	公正価値の合計	1 ワコール	—	2 本田 トヨタ		
	重要性がない	1 ドコモ	1 TDK	1 アドバンテスト		
	デリバティブが用い られていないため 開示がない	1 トレンドマイクロ	1 トレンドマイクロ	1 トレンドマイクロ	2 コナミ トヨタ	
	財務諸表の注記参照	—	—	1 クボタ		
言及なし	開示なし	—	—	1 小松		
小 計 B		3	2	6	2	
合 計 (A+B)		22	22	22	4	

References

- Hodder, Leslie and Mary Lea McAnally. 2001. SEC Market-Risk Disclosure: Enhancing Comparability. *Financial Analysts Journal*, V.57, no.2 (March/April), 62-78
- LeGuyader, Louis P. and Heico Wesselius. 2005. Self-Selection: How Treasurers Report Derivatives to the SEC. *Journal of Corporate Accounting and Finance*, V.17, no.1 (Nov./Dec.), 51-56
- Roulstone, Darren T. 1999. Effect of SEC Financial Reporting Release No.48 on Derivatives and Market Risk Disclosures. *Accounting Horizon*, V.13, no.4 (Dec.), 343-363
- Securities and Exchange Commission (SEC). 1997. *Disclosure of Accounting Policies for Derivative Financial Instruments, and Derivative Commodity Instruments and Disclosure of Quantitative and Qualitative Information about Market Risk Inherent in Derivative Financial Instruments, Other Financial Instruments, and Derivative Commodity Instruments*. Release Nos.33-7386; 34-38223; IC-22487 FR 48; International Series No.1047; File No.27-35-95. Washington, D.C.: Securities and Exchange Commission.
- Velli, Joseph. 1994. American Depositary Receipts: An Overview. *Fordham International Law Journal*, V.17, 38