

学位論文及び審査結果の要旨

横浜国立大学

氏名	前川 南加子
学位の種類	博士（経営学）
学位記番号	国府博甲第2113号
学位授与年月日	令和2年3月24日
学位授与の根拠	学位規則（昭和28年4月1日文部省令第9号）第4条第1項及び 横浜国立大学学位規則第5条第1項
研究科(学府)・専攻名	国際社会科学府経営学専攻
学位論文題目	会計不正が投資家の意思決定にあたる影響 —不正着手から訂正完了後の期間を対象にして— The Effect of Accounting Fraud on Stock Price: An Empirical Evidence from its Pre-revelation to Post-restatement Periods
論文審査委員	主査 横浜国立大学 前山 政之 教授 横浜国立大学 木村 晃久 准教授 横浜国立大学 大雄 智 教授 横浜国立大学 原 俊雄 教授 横浜国立大学 高須 悠介 准教授

主題と背景

本論文の主題は、会計不正がその着手から訂正完了後の期間における投資家の意思決定にどのような影響をあたえるかを実証的に検証して、その全体像をあきらかにすることである。この主題に至った背景と動機は以下のとおりである。

投資意思決定にあたって企業の現状に関する情報は不可欠である。しかしながら、その情報を入手する機会について、投資家と経営者の間には一般に大きな格差がある。こうした情報の非対称性を緩和するための制度として、日本には、金融商品取引法にもとづく法定開示制度と金融商品取引所における適時開示制度がある。財務報告の目的は、これらの制度の一環として、投資のポジションとその成果を測定して開示することである。これらの制度のもとで、投資家は開示された情報を利用して、自己の責任で将来の企業成果を予想し、現在の企業価値を評価する。経営者には、投資家はその役割を果たすのに必要な情報を提供することが期待されている。監査人は、投資家の必要とする会計情報を経営者が適正に開示しているか否かを確かめる（企業会計基準委員会 2006）。

それにもかかわらず、経営者が虚偽の会計情報を作成して、それが監査によって是正されずに、市場に流通することはある。制度は、この可能性も考慮して設計されている。すなわち、こうした不祥事は適時に開示され、虚偽記載が重大であると判断されれば、財務諸表は訂正される。訂正後の財務諸表はふたたび監査され、監査が終わると訂正報告書が提出される。訂正が完了すれば、不正内容の不確実性は解消するため、不正に起因する市場の一連の混乱の収束と財務報告の信頼回復が期待できる。

近年の日本では、著名企業による会計不正がしばしば発覚しており、ディスクロージャー制度や会計監査の信頼失墜を懸念する市場関係者による一連の制度改革が進んでいる。こうした状況を背景に、日本の会計不正を題材とする研究は増えている（青淵 2011, Tanimura and Okamoto 2013, 稲葉 2016, Song *et al.* 2016, 一ノ宮 2016, 2017, 2018, 尾関 2018, 2019 ほか）。それでもなお、会計不正着手から訂正完了後の長期にわたる期間における不正に関連する一連のイベントが投資家の意思決定にあたる影響の全体像はあきらかになっていない。

このため、本論文は、統一したサンプルをもちいて、会計不正着手から訂正完了後の期間を3つ

にわけて、それぞれにおける会計不正に関連する一連のイベントを対象にして、利益(利益訂正額にかんする)情報と株価(株式リターン)の関係をみることにした。利益を対象としたのは、投資の成果を示す利益情報は、企業価値評価の基礎となる将来キャッシュフローの予測に広く用いられている(企業会計基準委員会 2006)と考えたためである。これによって、会計不正が投資家の意思決定にあたえる影響、すなわち、投資家は不正発覚まで利益の虚偽記載に気付かないか、発覚から訂正完了までの期間の利益訂正額にかんする開示情報にどのように反応するか、および、訂正完了後に利益情報の信頼性(credibility)は回復するかを実証的に検証して、その全体像あきらかにすることとした。

各章の発見事項と本論文の結論

第2章では、本論文の第3章から第5章の検証に使用するサンプルの選択方法を示して、その基本属性をあきらかにした。検証の結果、本論文が検証対象とする会計不正は、2004年から2016年をつうじて、やや偏りはあるが、毎年、相当数が発覚していること、東証1部上場以外の銘柄や非製造業に多いこと、その大部分は過年度利益過大計上であること、業績が悪い企業に多いこと、不正着手から訂正完了に至る期間は長期にわたることがあきらかになった。これらの結果は、本論文の検証対象の多くは、業績不振企業がその隠蔽のためにおこなった利益過大計上とみなせるものであり、こうした不正は、近年の一連の制度改革にかかわらず、少なからず存在し、長期にわたり投資家の意思決定に影響する可能性があることを示すものであった。

第3章では、会計不正発覚から訂正完了までの期間を対象にして、会計操作を示唆する最初のニュース公表日に投資家はどのように反応するか、投資家はその時点では未知または未確定の利益訂正額を予見した反応を示すか、利益訂正額にかんする情報の有無から利益訂正額を予見した反応を示すか、および、利益訂正額が投資家にあたえる影響は利益訂正額にかんする情報の有無によって違うか否かを検証した。最初のニュース公表日に開示がなかった利益訂正額にかんする情報の続報日と訂正内容の不確実性解消を示す訂正報告書提出日についても同様に検証した。なお、利益訂正額にかんする情報の続報日の検証対象は最初のニュースに利益訂正額にかんする情報開示がなかった場合であり、訂正報告書提出日の検証対象は訂正報告書の提出があるものである。

検証にはイベント・スタディを使用した。検証はまず、全サンプルを対象にして、最初のニュース公表日、利益訂正額にかんする情報の続報日、訂正報告書提出日の累積異常リターンは統計的に有意にゼロと異なるか否かをみることによっておこなった。累積異常リターンはニュース公表日前後3日間のコントロール企業株式リターン控除後リターンである。コントロール企業は、検証対象企業と決算日と業種が同じで、会計操作を示唆する最初のニュース公表日直前期末総資産がもっとも近似するサンプル以外の企業である。つぎに、サンプルを、それぞれ利益訂正額大小別または最初のニュースが利益訂正額にかんする情報を含むか否か別に分けて、各グループ間の累積異常リターンの差は統計的に有意にゼロと異なるか否かを検証した。最後に、上記の各グループをさらに、それぞれ最初のニュースが利益訂正額にかんする情報を含むか否か別または利益訂正額大小別に分けて、各サブグループ間の累積異常リターンの差は統計的に有意にゼロと異なるか否かを検証した。この検証をおこなったのは、利益訂正額大小と最初のニュースが利益訂正額にかんする情報を含むか否かとの間に統計的に有意な関係があることが確認されたためである。

検証の結果は、最初のニュース公表日と利益訂正額にかんする情報の続報日に株価は大きく下落すること、利益訂正額が大きく、利益訂正額にかんする情報開示に時間がかかった場合には、訂正報告書提出日に不確実性の解消を好感した株価の反発があること、および、利益訂正額と株価下落の大きさに関係があるといえるが、最初のニュース公表日に利益訂正額にかんする情報がないと投資家は一律に反応するため、利益訂正額大(小)の場合の反応は過小(過大)となるというものであった。これらの結果は、投資家は不正発覚まで虚偽記載に誤導されて将来キャッシュフローを過大に予測して意思決定していたため、発覚時に不測の損失をこうむること、不正発覚から訂正完了までの期間に開示される利益訂正額にかんする情報(その有無を含む)を利用して、適宜、期待を改定するものの、情報にノイズが多いため、その間の株価は乱高下することを示すものであった。これらの結果はまた、投資家は深刻でないにもかかわらずその旨を迅速に公表できない経営者にペナルティを課すことを示している。

第4章では、不正着手から発覚までの期間を対象にして、投資家は利益に含まれる虚偽記載に誤導されるか否か、および、誤導される（またはされない）とすれば、それはどのような場合かを検証した。

検証には会計情報を利用した企業価値評価モデルのひとつである利益資本化モデルにもとづく回帰式を使用した。検証はまず、株価を利益の構成要素(訂正後利益と虚偽記載額)に回帰して、虚偽記載額の係数の統計的有意性をみて、つぎに、虚偽記載額を、虚偽記載額によって利益ベンチマークを達成した場合とそれ以外の場合にわけて、それぞれの係数の差は統計的に有意にゼロと異なるか否かをみることによっておこなった。利益ベンチマークは、①損失回避、②減益回避、③利益予想未達回避である。なお、検証にあたっては、損失と利益過少計上をコントロールしている。

検証の結果は、利益ベンチマークを虚偽記載によって達成した場合に投資家は虚偽記載(による利益マネジメント)の存在に気づき、株価が低くなるような割引評価をおこなうが、その他の場合には虚偽記載に気付かないというものであった。追加検証によって、投資家が気付くのは虚偽記載累計額の増大にともなう財務数値の異常によるものではないことを確認した。これらの結果は、投資家は、経営者の動機があきらかな場合を除くほとんどの場合に、利益に含まれた虚偽記載とその他の利益を区別できずに、そのまま意思決定に使うことを示すものである。

第5章では、訂正報告書提出後、最初に提出された有価証券報告書の利益を対象にして、過去の会計不正はその後の利益情報の信頼性にどのような影響をあたえるかを検証した。

検証には、第4章と同様に、利益資本化モデルにもとづく回帰式を使用した。検証はまず、過去に不正があったが訂正が完了しているサンプル企業の利益(損失)の係数とコントロール企業の利益(損失)の係数の差は統計的に有意にゼロと異なるか否かをみて、つぎに、利益を、前期の利益符号を基準にして2つにわけて、それぞれの場合のサンプル企業とコントロール企業の利益の係数の差は統計的に有意にゼロと異なるか否かをみることによっておこなった。コントロール企業は、サンプル企業と決算日、業種、当期と前期の利益の符号が同じで、期首総資産がもっとも近似するサンプル企業以外の企業である。当期の利益を2つにわけたのは、前期損失の黒字化は特に **good news** とみなせると考えたためである。

検証の結果は、訂正完了直前直後年度いずれも利益であれば、過去に会計不正があっても、不正がなかった類似企業と同様に、利益は株価評価に利用されるが、損失がプラスに評価されることはないというものであった。追加検証によって、訂正完了直後年度が損失の場合に会計不正に伴う経営者交代などを契機とするビッグ・バスが生じている可能性があることを確認した。これらの結果は、訂正報告書によって利益情報の信頼性は回復するといえるが、経営者による利益マネジメントが疑われると、リストラなど、将来キャッシュフロー獲得能力の向上が期待できる損失であっても評価されないことを示すものであった。

本論文の検証があきらかにしたのは以下の事実である。すなわち、会計不正は、近年の一連の制度改革にかかわらず、上場企業全体に占める割合は僅かではあるものの、毎年、相当数が発覚していること、業績不振企業がその隠蔽のためにおこなった利益過大計上とみなせるものが多いこと、虚偽記載を含む情報は長期にわたり市場に流通することである。そして、利益ベンチマークを虚偽記載によって達成した場合に投資家は虚偽記載(による利益マネジメント¹⁾)の存在に気づき、株価が低くなるような割引評価をおこなうが、その他の場合には虚偽記載に気付かないということである。このため、大半の投資家は不正発覚に驚いて事前の期待を下方に改訂すること、そして、その改訂は利益虚偽記載額が大きいほど大きいといえるが、会計操作を示唆する最初のニュースはノイズを多く含むため、その後のニュースも使って、改訂を繰り返すことである。訂正完了後については、一部、利益情報が株価と関連しないという結果も得られたが、それは投資家が利益マネジメントを疑って株価を割引評価したと解釈できるものであり、その他の場合については、訂正が完了すれば利益情報の信頼性は回復することである。

上記の結果からえられる結論のひとつは、投資家は、会計不正着手から訂正完了後の全期間をつうじて、利益操作がある可能性を考慮したうえで、情報開示制度が提供する利益情報(利益訂正額

¹ 本論文においては、利益マネジメントを、「何らかの私的利得を得る意図を持った外部財務報告プロセスへの目的のある介入」(Schipper 1989)と定義する。このため、本論文における利益マネジメントは一般に認められた会計原則(GAAP)の枠内の利益調整と GAAP を逸脱した利益調整を含む。

にかんする情報も含む)を意思決定に利用するということである。ただし、利益操作の疑いが持てないような状況下においては、投資家は不正を見抜くことができず、誤導されることもあきらかになった。これが上記の結果からえられるもうひとつの結論である。

本論文のインプリケーション

財務諸表を作成し、適正に表示する責任は経営者にある。そのいっぽうで、経営者には、自己(または自社)の利益最大化を図るうえで、事実を歪めた会計情報を開示する誘因もある(企業会計基準委員会 2006)。こうした誘因による経営者の機会主義的行動を牽制する仕組みとして、金融商品取引法は公認会計士等による監査を、また、会社法は取締役会と監査役等²による監督と監査を定めている。

これらの仕組みにもかかわらず、会計不正はしばしば発覚している。そして、特にそれが著名企業によるものであれば、マスメディアをつうじて広く報道されて、社会の関心を集める。市場関係者は、これによるディスクロージャー制度や会計監査にたいする社会の信頼の失墜を懸念して、次々と不正対策を強化している。たとえば、金融庁は、2004年10月以降に相次いで判明した証券取引法上のディスクロージャーをめぐる不適正な事例をディスクロージャー制度にたいする国民の信頼を揺るがしかねない事態であると認識して、同年、「ディスクロージャー制度の信頼性確保に向けた対応について」を公表して、一連の不正対策を加速させた。それでもまた2015年に経営トップ主導の著名企業による会社ぐるみの不正が発覚した。金融庁は、これを契機に、改めて会計監査の信頼性が問われている状況にあると判断して、2016年に、「会計監査の在り方に関する懇談会」提言を公表して、さらなる不正対策を後押ししている。会社法の監査役等の権限や独立性についての改正も進んでおり、2019年には社外取締役が義務化されている。

こうした当局主導の画一的な不正対策にたいしては、反論もある。たとえば、日本経済団体連合会(2010)は、一部企業による不祥事のために、企業全体に一律に過剰な規制や義務を課すことは、経済全体の持続的な成長を阻害しかねないと批判している。米国における2000年代初頭の著名企業による会計スキャンダルの頻発を受けたSOX法³の制定や上場規程の改訂についてもまた、会計・開示の適切性ととの間の相関を示す一貫した実証的データがないという指摘(Clark 2005, Leuz and Wysocki 2016)や予期せぬ負の経済的帰結を報告する研究(Engel *et al.* 2007, Barger *et al.* 2010, Kang *et al.* 2010)がある。

本論文は不正対策(の強化)の是非をあきらかにするものではないが、近年の会計不正の発覚件数と不正が投資家の意思決定にあたる影響を示して、不正対策についての制度設計のための基礎となる情報を提供した。その意味で、本論文は制度的インプリケーションをもつといえるものである。

本論文の限界と貢献

本論文は利益情報と株価の関係をみることによって、発覚した不正が投資家の意思決定にあたる影響をあきらかにした。すなわち、本論文では、発覚していない不正(Dyck *et al.* 2017)の有無や影響、ある企業の不正が他の企業(Xu *et al.* 2006, Gleason *et al.* 2008, 奥村 2014)や市場(GAO 2002, 2006, Jain *et al.* 2008, Giannetti and Wang 2016)にあたる影響は検証対象外である。このため、本論文の結論が発覚していない不正に該当するか否か、検証に使用したコントロール企業に発覚していない不正があるか否か、ある企業の不正発覚がコントロール企業その他の企業の利益情報や市場の信頼性に影響するか否かはあきらかでない。また、本論文では、利益情報と株価の関係をみるにあたり、不正発覚に伴う経営者交代やガバナンス改革を含む企業実体の変化の有無や影響(Wilson 2008, Chen *et al.* 2014, 尾関 2019)を考慮していない。このため、本論文の結論がこれらの影響を受けているか否かはあきらかでない。本論文で検証できなかったこれらの影響をあきらかにすることは、今後の研究課題である。

² 監査役会、監査委員会を含む(以下同様)。

³ 上場企業会計改革および投資家保護法(Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002)。

上記のような限界はあるが、統一したサンプルをもちいて、会計不正着手から訂正完了後の期間における不正に関連する一連のイベントが投資家の意思決定にあたる影響の全体像についての日本における実証結果を蓄積したことは本論文の貢献である。

審査結果の要旨

本論文は、会計不正がその着手から訂正完了後の期間における投資家の意思決定にどのような影響をあたえるかについて、実証的に検証をおこない、その全体像をあきらかにすることを目的としている。

本論文では、第1章で目的と構成が記述され、第2章でサンプルの基本属性があきらかにされている。その後、第3章から第5章で、会計不正着手から訂正完了後の長期にわたる一連のイベントを3つの期間に分割したうえで、実証的に検証がおこなわれている。第6章は本論文のまとめである。

第2章では、本論文が検証対象とする2004年から2016年にかけて、会計不正は毎年相当数（年20件前後）発覚していること、その大部分は過年度利益過大計上であること、会計不正は業績不振企業がおこなう場合が多いことなどの特徴があきらかにされた。その後、第3章では、不正発覚から訂正完了までの期間を対象とし、イベント日の累積異常リターンを観察することで、また第4章と第5章では、それぞれ不正着手から発覚までの期間と訂正報告書提出後の期間を対象とし、利益資本化モデルを基礎とした回帰分析をおこなうことで、投資家は不正着手から訂正完了後の全期間をつうじて、利益操作がある可能性を考慮したうえで、利益情報（利益訂正額にかんする情報も含む）を意思決定に利用するものの、利益操作の疑いが持てないような状況下においては、投資家は不正を見抜くことができず、誤導されるという結論を導いている。

会計不正に関しては、データベースが存在しないなかで、手作業でデータを収集し、統一したサンプルをもちいてその全体像をあきらかにしている点で、本研究はこの分野における実証結果の蓄積に貢献している。また、不正発覚前の期間に投資家が不正を見抜く条件や、利益情報の信頼性が訂正完了後においても回復しない条件として、既存の利益マネジメント研究の知見を取り入れている点は、先行研究にはなかった視点からの検証であり、本論文には高い独創性が認められる。

なお、本論文の一部は、『横浜国際社会科学研究所』第22巻第4・5・6号に「会計不正に対する投資家の反応—不正発覚から訂正完了までを対象として—」として掲載されているほか、会計学領域において定評のある学術誌『産業経理』第79巻第4号に「会計不正が不正発覚前の株価形成にあたる影響—不正着手から発覚前の期間を対象にして—」として掲載されることが決定している。また、本論文の一部の内容については、日本会計研究学会と日本ファイナンス学会にて学会報告をおこなっている。これらの実績は、本論文の質の高さを保証するものと捉えることができる。

以上のことから、本論文審査委員一同は、本学府の博士号審査基準①に照らして、前川南加子氏の学位請求論文「会計不正が投資家の意思決定にあたる影響—不正着手から訂正完了後の期間を対象にして—」が博士（経営学）の学位を授与するに値するものとして、判断する。