

博士論文

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—

The Effect of Accounting Fraud on Stock Price:
An Empirical Evidence from its Pre-revelation to Post-restatement Periods

横浜国立大学大学院
国際社会科学府

前川 南加子
MAEKAWA, MIKAKO

2020年3月
March 2020

目次(1/3)

第1章 本論文の目的と構成.....	1
第2章 本論文が対象とする会計不正の概要.....	4
1 はじめに.....	4
2 虚偽記載に関連する制度の概要.....	5
3 サンプルの選択.....	6
4 サンプルの基本属性.....	7
4.1 発覚数の暦年推移.....	7
4.2 企業属性.....	8
4.3 訂正属性.....	10
4.4 まとめ.....	13
第3章 会計不正発覚時の投資家の反応.....	14
—不正発覚から訂正完了までを対象として—.....	14
1 はじめに.....	14
2 先行研究.....	16
2.1 訂正を示唆するニュースにたいする投資家の反応についての研究.....	17
2.2 利益訂正額(MIS)にたいする投資家の反応についての研究.....	17
2.3 訂正についての続報にたいする投資家の反応.....	18
2.4 訂正完了にたいする投資家の反応にかんする研究.....	18
2.5 先行研究における本章の位置づけ.....	18
3 仮説.....	19
3.1 CAR1にかんする仮説.....	20
3.2 CAR2にかんする仮説.....	21
3.3 CAR3にかんする仮説.....	22
4 サンプルの選択とその基本的特徴.....	22
4.1 サンプル選択.....	22
4.2 記述統計量.....	23
4.3 date1 ニュース内容と利益訂正額(MIS)大小の発生頻度のクロス集計表.....	25

5	検証モデルおよび検証結果.....	25
5.1	CAR1の検証結果.....	26
5.2	CAR2の検証結果.....	27
5.3	CAR3の検証結果.....	27
5.4	小括.....	28
6	追加検証および頑健性検証.....	30
6.1	追加検証.....	30
6.2	頑健性検証.....	33
7	おわりに.....	38
第4章 会計不正がその発覚前の株価形成にあたる影響..... 40		
-不正着手から発覚までの期間を対象にして-..... 40		
1	はじめに.....	40
2	先行研究.....	41
2.1	虚偽記載(MIS)を含む利益にたいする投資家の反応についての研究.....	42
2.2	虚偽記載(MIS)を含む会計情報の株価説明力についての研究.....	44
2.3	先行研究における本章の位置づけ.....	45
3	仮説.....	46
4	サンプルの選択とその基本的特徴.....	48
4.1	サンプル選択.....	48
4.2	記述統計量.....	48
5	検証モデルおよび検証結果.....	50
6	追加検証.....	53
6.1	利益ベンチマークの種類別検証.....	53
6.2	四半期データを使用した検証.....	54
6.3	虚偽記載(MIS)累計額大小があたる影響の検証.....	57
7	おわりに.....	60
第5章 会計不正が訂正完了後の公表利益の信頼性にあたる影響..... 62		
-訂正報告書提出後の期間を対象として-..... 62		
1	はじめに.....	62
2	先行研究.....	63

2.1	訂正公表後の利益発表にたいする投資家の反応についての研究	64
2.2	先行研究における本章の位置づけ	66
3	仮説	67
4	サンプルの選択とその基本的特徴	69
4.1	サンプル選択	69
4.2	記述統計量	70
5	検証モデルおよび検証結果	71
6	追加検証	75
6.1	利益マネジメントの影響	75
6.2	同等性の検証	76
7	おわりに	77
第6章	本論文のまとめ	78
1.	各章の発見事項	78
2.	本論文の結論	79
3.	本論文のインプリケーション	80
4.	本論文の限界と貢献	81
	参考文献	83

添付資料：サンプル企業明細

第1章 本論文の目的と構成

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認する（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え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。

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、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本論文の結論のひとつは、会計不正着手から訂正完了後の全期間をつうじて、投資家は、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。

本論文の構成は次のとおりである。第2章において本論文が対象とする会計不正の概要を示したのち、会計不正が投資家の意思決定にあたる影響を、それぞれ、第3章では不正発覚から訂正完了までの期間、第4章では不正着手から発覚前の期間、第5章では訂正完了

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。

後の期間について検証する。第6章は本論文のまとめである。

第2章 本論文が対象とする会計不正の概要

1 はじめに

投資家は、将来の企業成果を予想し、現在の企業価値を評価するにあたり、金融商品取引法にもとづく法定開示制度や証券取引所における適時開示制度が提供する情報を利用すると考えられている（企業会計基準委員会 2006）。投資家は会計情報を重視すると経営者が考えれば、自己（または自社）の利益最大化を図るためにそれを虚偽表示して、投資家の意思決定を操作しようとするかもしれない。本論文の主題はこうした不正が投資家の意思決定にあたる影響を実証的にあきらかにすることである。

監査基準委員会報告書 240「財務諸表監査における不正」（監基報 240）は、「財務諸表の虚偽表示は、不正又は誤謬から生ずる。不正と誤謬は、財務諸表の虚偽表示の原因となる行為が、意図的であるか否かにより区別する。（中略）本報告書では、監査人が財務諸表監査において対象とする重要な虚偽表示の原因となる不正について取り扱う。不正には、不正な財務報告（いわゆる粉飾）と資産の流用がある(p.1)。（中略）不正な財務報告とは、財務諸表の利用者を欺くために財務諸表に意図的な虚偽表示を行うこと(p.10)」であると述べている。監基報 240 に従えば本論文の検証対象は経営者による不正な財務報告に起因する重要な虚偽表示となるが、その発生原因や重要性は多様であり、日本の会計不正についての研究における不正の定義や識別方法も多様である(青淵 2011, Tanimura and Okamoto 2013, 稲葉 2016, Song *et al.* 2016, 一ノ宮 2016, 2017, 2018, 尾関 2018, 2019)。このため、本論文では、会計不正を、財務諸表の虚偽記載に関連する制度の趣旨から、投資家の意思決定に重要な影響をあたえるとみなせるものと定義して、経営者の意図(の有無)や質的・量的重要性の判断における恣意性を回避することとした。

本章の構成は次のとおりである。第 2 節において虚偽記載に関連する制度を概観する。第 3 節ではサンプルの選択方法を示して、第 4 節においてサンプルの基本属性をあきらかにする。

2 虚偽記載に関連する制度の概要

本節では、財務諸表の虚偽記載に関連する法定および適時情報開示制度を概観して、制度の趣旨から、投資家の意思決定に重要な影響をあたえると判断したとみなせるものをあきらかにする。

金融商品取引法(金商法)と証券取引所の上場規程は、開示情報の虚偽記載の自発的訂正²を求めている(金商法第7第1項, 第24条の2第1項, 東証上場規程第416条)。自発的訂正は企業自身が虚偽記載を認めたことを示すが、近年、軽微な誤謬に起因する訂正が増えている(監査委員会研究報告書 2017, 奥村 2014)。このため、すべての訂正を企業自身が投資家の意思決定に重要な影響をあたえると判断した虚偽記載に起因するとみなすことはできない。上場規程はまた、上場会社に、「その運営、業務若しくは財産又は当該上場株券等に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」が発生した場合に、直ちにその内容を開示することを求めている(東証上場規程第402条2号x)。重大な法令違反その他の不正・不適切な行為等については、「その必要に即し、把握の段階から再発防止策実施の段階に至るまで迅速かつ的確」な開示を要請している(日本証券取引所 2016)。ここから、これらの開示対象は企業自身が投資者の投資判断に著しい影響をおよぼすと判断したものであるとみなしえる。

証券取引所は、適時開示に係る審査をおこなっている。審査の結果、上場会社に上場規程違反があると、投資判断情報としての重要性や違反行為の内容、違反がおこなわれた経緯、原因およびその他の事情などを総合的に勘案して、必要に応じて、証券取引所は上場会社にたいして措置(改善報告書の徴収、公表措置、上場違約金制度、特設注意市場銘柄制度)を決定する(東証上場規程 501条から 509条)。ここから、これらの措置対象は証券取引所が投資家の意思決定に重要な影響をあたえると判断したものとみなしえる。

金商法の主要な執行機関である証券取引等監視委員会(SESC)は、上場企業のディスクロージャー違反にたいする開示検査(2005年)と犯則調査(1992年)をおこなっている。開示検査の結果、開示書類の重要な事項の虚偽記載が認められると、SESCは金融庁長官等にたいして課徴金納付命令勧告をおこなう。犯則調査の結果、特に重大・悪質と認めれば、犯則

² 企業会計基準第24号『会計上の変更及び誤謬の訂正に関する会計基準』適用前において前期損益修正として処理される虚偽記載と同基準が適用される虚偽記載を除く。

容疑者を検察官に告発する。ここから、これらの虚偽記載は、当局が投資家の意思決定に重要な影響をあたえると判断したものであるとみなしえる。ただし、犯則容疑者は、課徴金納付命令勧告対象となった1社を除き、告発前後に破たんまたは上場廃止³しているため、告発対象は除外することとした。

上記から、本論文の検証対象とする会計不正をおこなった企業は、(i)財務諸表の虚偽記載に関連して課徴金納付命令勧告が出された企業、(ii)証券取引所の措置対象となった企業、(iii)会計操作を示唆するプレス・リリースを公表した企業となる。

3 サンプルの選択

本論文の検証対象は、2004年1月1日から2016年12月31日の間に会計不正が発覚した企業の不正着手から訂正完了後の期間である。会計不正が発覚した企業は、(i)財務諸表の虚偽記載に関連して課徴金納付命令勧告が出された企業、(ii)証券取引所の措置対象となった企業、(iii)会計操作を示唆するプレス・リリースを公表した企業である(稲葉 2016)⁴。(ii)の措置は、改善報告書の徴収、公表措置、上場違約金制度、特設注意市場銘柄制度である。(iii)は「不適切な会計」などのキーワードによって検索して特定した。(i)から(iii)は「財務諸表の利用者を欺く」意図を問うものではないが、これらを選択基準としたのは、それぞれ、当局、証券取引所、企業自身が、制度の趣旨から、投資家の意思決定に重要な影響をあたえると判断したとみなせるものであり、監査によっても是正できなかったもの(監査の失敗)であること、および、その内容が事後的にあきらかにされているためである。選択は、まず(i)に該当する企業、つぎに(i)以外で(ii)に該当する企業、最後に(i)または(ii)以外で(iii)に該当する企業という順番でおこなった。(i)から(iii)いずれかに2度以上該当する企業については、最初に該当した期間を選択した。検証対象からは、金融業に属する企業、訂正報告書提出前に破たんまたは上場廃止した企業は除外している。(i)から(iii)の内訳は図表1の

³ 1999年に告発された1社を除く。

⁴ 稲葉(2016)は、本論文と同様に(i)から(iii)を条件として、2004年から2015年の間に公表された不正238件を特定している。本論文とサンプル抽出期間が類似する他の不正の研究も、資産の流用を含めた尾関(2018)と利益訂正に限定した(Song *et al.* 2016)を除き、類似の件数を抽出している(一ノ宮 2016)。

とおりである。なお、第 3 章の検証対象は下記のうち検証に必要なデータが入手できるものである。第 4 章と第 5 章の検証対象は、下記のうち過年度有価証券報告書の主要な経営指標等の推移の訂正があり、かつ、それぞれの検証に必要なデータが入手できるものである。

図表 1：(i)から(iii)の内訳

(i)課徴金		(ii)取引所措置		(iii)その他		Total	
79 社	33.05%	57 社	23.85%	103 社	43.10%	239 社	100.00%

4 サンプルの基本属性

本節では、前節で選択した会計不正が発覚した企業(Sample)の属性、および、Sampleのうち、有価証券報告書の訂正があり、かつ、第 4 章の不正着手から発覚前の期間の検証に必要なデータが入手できるものの訂正属性をあきらかにする。

4.1 発覚数の暦年推移

本論文のサンプル抽出期間には、著名企業による会計不祥事や、それを受けたディスクロージャー制度や監査制度の信頼回復のための一連の制度改革があった。これらの改革は、財務諸表の虚偽記載にたいする課徴金制度の導入、内部統制報告制度の実施やコーポレート・ガバナンスの状況の開示の充実(金融商品取引法)、1 名以上の独立役員⁵の確保やコーポレート・ガバナンス・コードの設定とその実施状況報告制度の実施(上場規程)、監査のリスク・アプローチの徹底、当局による監査人の監視の強化、監査基準の改訂と監査における不正リスク対応基準の設定を含む。これらの改革は Sample の発生/発覚や属性に影響する可能性があるため、暦年の Sample 発生頻度を確認する。

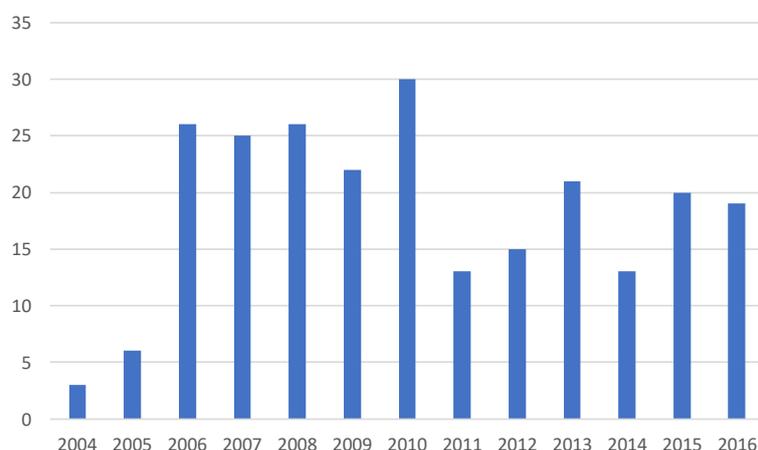
図表 2 に、会計操作を示唆する最初のニュース公表日の暦年分布をまとめてある。図表 2 をみると、2004 年と 2005 年を除き、毎年、相当数の不正が発覚しているが、2011 年以降、やや減少していることがわかる⁶。図表は作成していないが、カイ二乗検定の結果、2004 年

⁵ 取締役または監査役。

⁶ 本論文とサンプル抽出期間が類似する不正の研究も類似の傾向を示している(一ノ宮

から 2016 年の Sample とその他の上場企業(Other)⁷それぞれの暦年の発生頻度には統計的に有意な差があった。Other 発生頻度は 2004 年から 2016 年の上場企業累計数である(以下同様)。2004 年と 2005 年の発覚数が少ない理由はあるが、その後の期間を対象にして同様の検証をおこなうと、統計的有意水準は 10%となった。これらの結果は、暦年の Sample 発生頻度にやや偏りはあるが、一連の制度改革にかかわらず、毎年、相当数の不正が発覚していることを示すものである。ただし、毎年の不正発覚頻度は上場企業約 3,000 社の 1%未満であり、極めて稀であるといえる。

図表 2：暦年の Sample 発生頻度



4.2 企業属性

コーポレート・ガバナンスや内部統制の質、業種や事業特性、組織構造は不正な財務報告にかかわる機会となる可能性がある(監基報 240)。たとえば、上場審査基準によってコーポレート・ガバナンスや内部統制の質は違う可能性があり、業種によって業種特有の不正の手口の有無、無形資産の多寡やビジネス・モデルの複雑性/新規性は違う可能性がある。企業規模は、組織構造の複雑化さや海外展開の程度に影響する可能性があるいっぽうで、コーポレート・ガバナンスや内部統制の質にも影響する可能性がある。これらの要因は不正にかか

2016, 尾関 2018)

⁷ 2016 年版日経財務データ (DVD 版) から証券コードを入手できる企業である(以下同様)。

わる機会を提供したり、その発覚を遅らせたりするかもしれない。このため、以下において、Sample の上場市場、業種、企業規模に重要な偏りがあるか否かをあきらかにする。

4.2.1 上場市場

図表 3 に、Sample と Other それぞれの市場区分別発生頻度をまとめてある。市場区分は東証 1 部、マザーズ&JASDAQ、その他である。図表 3 をみると、Sample 発生頻度は、Other 発生頻度とくらべて、東証 1 部で低い(マザーズ&JASDAQ とその他で高い)ことがわかる。カイ二乗検定の結果、Sample と Other それぞれの市場区分別発生頻度には統計的に(10%水準で)有意な差があった。この結果は、Sample の上場市場にやや偏りはあるが、重要な集中はないことを示すものである。

図表 3：取引所区分別頻度

	Sample		Other		Total	
東証 1 部	113	47.28%	22,046	55.11%	22,159	55.06%
マザーズ&JASDAQ	71	29.71%	10,198	25.49%	10,269	25.52%
その他	55	23.01%	7,759	19.40%	7,814	19.42%
Total	239	100.00%	40,003	100.00%	40,242	100.00%

Pearson chi2(2) = 5.8992 Pr = 0.052

4.2.2 業種

図表 4 に、Sample と Other それぞれの業種区分別発生頻度をまとめてある。業種区分は製造業と非製造業である。図表 4 をみると、Sample 発生頻度は、Other 発生頻度とくらべて、製造業で低い(非製造業で高い)ことがわかる。カイ二乗検定の結果、Sample と Other それぞれの業種区分別発生頻度には統計的に有意な差があった。この結果は、Sample の業種に偏りがあることを示すものであり、サービス業、商社、小売業、建設業に Sample 発生頻度が高かった。

図表 4：業種区分別頻度

	Sample		Other		Total	
製造業	74	30.96%	17,856	44.64%	17,930	44.56%
非製造業	165	69.04%	22,147	55.36%	22,312	55.44%
Total	239	100.00%	40,003	100.00%	40,242	100.00%

Pearson chi2(1) = 17.9830 Pr = 0.000

4.2.3 企業規模

図表 5 に、Sample と Other それぞれの規模区分別発生頻度をまとめてある。規模区分は総資産を基準にして 3 分位にわけたものである。総資産は会計操作を示唆する最初のニュース公表日直前年度末のものであり、Sample の総資産は訂正後のものである。なお、総資産が入手できない企業は除外している。図表 5 をみると、Sample は各規模区分にほぼ均等に発生していることがわかる。カイ二乗検定の結果、Sample と Other それぞれの規模区分別発生頻度には統計的に有意な差はなかった。この結果は、Sample の企業規模は多様であることを示すものである。

図表 5：規模区分別頻度

	Sample		Other		Total	
小	76	31.93%	13,327	33.35%	13,403	33.34%
中	82	34.45%	13,379	33.48%	13,461	33.49%
大	80	33.61%	13,254	33.17%	13,334	33.17%
Total	238	100.00%	39,960	100.00%	40,198	100.00%

Pearson chi2(2) = 0.2237 Pr = 0.894

4.3 訂正属性

業績不振は企業や経営者に好ましくない経済的帰結をもたらす(Kaplan 1994 ほか)ものであり、不正な財務報告の動機やプレッシャーになりうるものである(監基報 240)。これと整合するように、稲葉(2016)は、不正会計をおこなう経営者の動機として、赤字回避・損失回避・利益計上のため(16.3%)、債務超過回避(8.2%)、倒産回避・上場維持(3.1%)など、業績不振に起因するものが多いことを示している。そして、不正は、発覚すれば企業や経営者に深刻なペナルティが課される(Karpoff *et al.* 2008b ほか)ため、巧妙かつ念入りに仕組まれた

スキームによって隠蔽されることがある(監基報 240)。ここから、Sample の業績は悪く、利益過大計上が多く、その発覚に至る時間は長いと考えられる。このため、以下において Sample の不正着手から訂正完了までの期間、および、収益性と訂正符号をあきらかにする。

以下の Sample は、会計不正が発覚して過年度有価証券報告書の主要な経営指標等の推移を訂正した 185 社のうち、第 4 章の不正着手から発覚前の期間の検証に必要なデータが入手できる 180 社の 639 企業・年である。なお、ここから、前節で選択したサンプル 238 社のうち約 2 割は、当初は「投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす」(上場規定 402 条 2 号 x)と判断されて開示されたが、その後の調査等によって、有価証券報告書の訂正を要しないと判断されたものであることがわかる⁸。

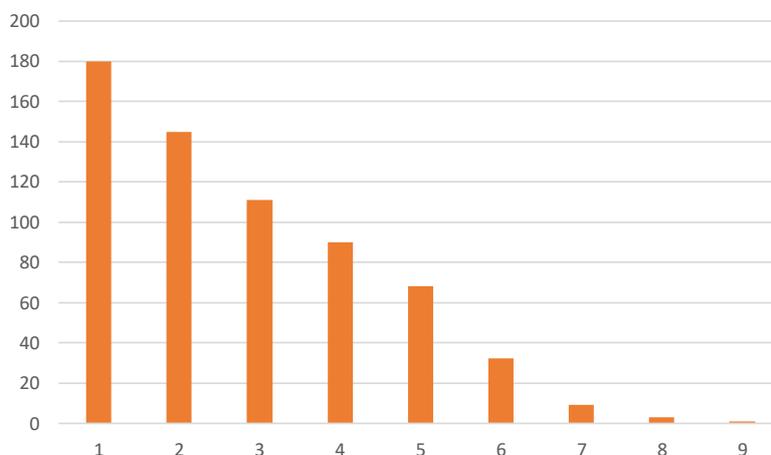
4.3.1 不正着手から訂正完了までの期間

図表 6 に訂正年数別発生頻度をまとめてある。図表 6 をみると、7 割強は長期(1 年超)であり、最長は 9 年であることがわかる。訂正年数の平均値(中央値)は 3.7 年(4.0 年)である⁹。これに、訂正対象年度末から発覚まで、および、その後の調査や監査に要した期間を加えた不正着手から訂正完了までの期間の平均値(中央値)は 4.8 年(4.8 年)である。これらの結果は、長期にわたり重大な虚偽記載を含む財務報告が市場に流通することを示すものである。

⁸ 尾関(2018, 2019)は資産の流用を含むため、訂正がないものの割合が 5 割弱と高い。

⁹ 奥村(2014)は利益訂正対象期間の平均値は 1.87 年であるが、訂正理由別(意図的な操作、内部的な誤り、取引の複雑性、会計基準の性質)にみると、意図的な操作に起因する訂正の平均値は 3.36 年で、最長であることを示している。

図表 6：訂正年数別発生頻度



4.3.2 収益性と訂正符号

図表 7 と図表 8 に Sample と Other それぞれの各年の総資産利益率(ROA)と利益符号 (PROFIT と LOSS)別発生頻度を、図表 9 と図表 10 に Sample のそれぞれ各年と累計の利益訂正額符号別発生頻度をまとめてある。図表 7 をみると Sample の ROA は、Other の ROA とくらべて、かなり悪いことがわかる。図表には記載していないが、両者の差は、分散不均一を考慮した t 検定および U 検定いずれによっても、統計的に有意であった。Sample の利益は訂正後である。なお、ROA が計算できないものは除外してある。図表 8 をみると、Sample 発生頻度は、Other 発生頻度とくらべて、LOSS で高い(PROFIT で低い)ことがわかる。カイ二乗検定の結果、Sample と Other それぞれの利益符号別発生頻度には統計的に有意な差があった。図表 9 をみると、不正着手から発覚に至る全期間の約 7 割の年度に利益過大計上¹⁰があるが、利益過少計上や利益訂正なしの期もあることがわかる。訂正対象全期間の累計額を示す図表 10 をみると、利益過大計上は 8 割超である。これらの結果は、Sample の業績は悪く、利益過大計上が多いことを示すものである。

¹⁰ Song *et al.* (2016)は、訂正対象年度中の不正企業の会計発生高と裁量的会計発生高は、他の上場企業より、高いことを示している。

図表 7：不正着手から発覚前の総資産利益率(ROA)

	N	mean	sd	p25	p50	p75
Sample	638	-0.0446	0.1854	-0.0379	0.0044	0.0197
Other	46,759	0.0220	0.1406	0.0061	0.0219	0.0452

図表 8：不正着手から発覚前の利益符号別発生頻度

	Sample		Other		Total	
PROFIT	364	56.96%	38,764	82.73%	39,128	82.39%
LOSS	275	43.04%	8,091	17.27%	8,366	17.61%
Total	639	100.00%	46,855	100.00%	47,494	100.00%

Pearson chi2(1) = 288.4334 Pr = 0.000

図表 9：訂正額符号別発生頻度(各年)

利益過大		利益過少		利益訂正なし		Total	
451 社	70.58%	139 社	21.75%	49 社	7.67%	639 社	100.00%

図表 10：訂正額符号別発生頻度(累計)

利益過大		利益過少		利益訂正なし		Total	
148 社	82.22%	14 社	7.78%	18 社	10.00%	180 社	100.00%

4.4 まとめ

本節の検証の結果、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、相当数、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 会計不正発覚時の投資家の反応

—不正発覚から訂正完了までを対象として—

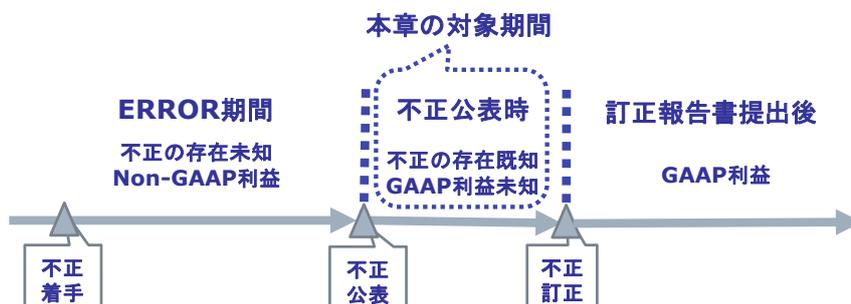
1 はじめに

財務報告に重大な虚偽記載があることを知れば、経営者や開示情報を信頼して投資意思決定に使っていた投資家はそれまでの企業価値についての期待を改める可能性が高い。そのため、こうした事実は、適時に、投資家に開示する必要がある。上場会社には、「その運営、業務若しくは財産又は当該上場株券等に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」が発生した場合に、直ちにその内容を開示することが求められている(東証上場規程第402条2号x)。重大な法令違反その他の不正・不適切な行為等については、「その必要に即し、把握の段階から再発防止策実施の段階に至るまで迅速かつ的確」な開示が要請されている(日本証券取引所 2016)。

しかしながら、情報開示の迅速性と的確性のバランスの判断は企業によって多様である。たとえば、第一報は兆候を把握した段階で開示されることもあれば、概要や財務への影響等の事実関係があきらかになってから開示されることもある。そして、その後の調査等の結果、重要でないと判断されて訂正に至らないことがあるいっぽうで、訂正報告書提出前に破たんや上場廃止する企業もある。こうした状況を勘案すると、不正発覚後に投資家が直面する不確実性は相当に高いと考えられる。こうした不確実性のうち、少なくとも訂正内容についてのものは、監査を経た訂正報告書の提出によって解消するはずである。

このため、本章では、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、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、訂正報告書提出日における投資家の反応を検証することとした。なお、図表1に、会計不正着手から訂正報告書提出後の期間の時系列と、そのうちの本論文の対象期間を示している。

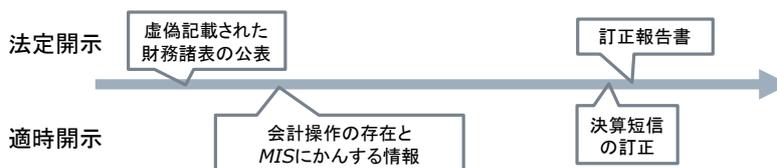
図表 1：会計不正着手から訂正報告書提出後の期間の時系列



検証は、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、最初のニュース公表日における利益訂正額にかんする情報の有無から深刻度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最初のニュース公表日における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みることによっておこなった。利益訂正額にかんする情報の続報日と訂正報告書提出日についての検証も同様である。検証課題を上記のようにわけた理由は、最初のニュース公表日から訂正報告書提出日に至る時系列には典型的には以下の図表 2 の 2 つのケースがあり、速報と訂正報告書は、量的（利益訂正額にかんする情報の有無や開示情報の精度と範囲）、質的（監査の有無）に違うと考えたためである。

図表 2：最初のニュースから訂正完了に至る時系列

ケース1：最初のニュースが利益訂正額(MIS)にかんする情報を含む



ケース2：最初のニュースが利益訂正額(MIS)にかんする情報を含まない



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。

本章の構成は次のとおりである。第2節において関連する先行研究を要約して本章の位置付けを確認したのち、第3節では仮説を提示する。第4節でサンプルの選択方法とその基本的特徴をあきらかにして、第5節で検証モデルと検証結果を記述する。そして、第6節において追加検証と頑健性検証をおこなう。第7節は本章のまとめとして、本章の貢献と限界を指摘する。

2 先行研究

本章のテーマは、会計操作を示唆する最初のニュース公表日(date1)、date1に開示がなかった利益訂正額(MIS)にかんする情報の続報日(date2)、訂正報告書提出日(date3)の投資家の反応を検証することである。このテーマに関連する初期の研究として Kinney and McDaniel (1989)がある。彼らは、年度財務諸表注記において四半期利益を訂正した米国企業を対象に、株価は監査報告書発行日前（date1前）に下落すること、および、四半期利益を過大計上した年度業績悪化企業の株価下落が大きいことをあきらかにした。この結果は、date1に投資家は反応しないことを示すものであるが、彼らは、監査人のインセンティブの観点から、株価下落と業績悪化を知る監査人が監査を厳格化したことで、新たに虚偽記載を発見したか、または、既知の利益過大計上の訴訟リスクは高いと判断して、経営者に訂正を促した結果であると解釈している。

2.1 訂正を示唆するニュースにたいする投資家の反応についての研究

Kinney and McDaniel (1989)は、投資家は *date1* に反応しないことを示したが、このテーマにかんするその後の研究は、*date1* の累積異常リターン(*CAR*)は統計的に有意なマイナスであることを示している。たとえば、GAO (2002)と GAO (2006)は、それぞれ、1997年1月から2002年6月までの919件(845社)と2002年7月から2005年9月までの1,390件(1,121社)の *date1* ニュースを対象にした検証で、ほぼすべての年度の *CAR* は統計的に有意なマイナスであること、および、2000年代初頭以降は経済的に重要でない訂正が大幅に増加して、*CAR* のマイナスは縮小していることを報告している。Scholz (2008)と Scholz (2014)は、それぞれ、1997年1月から2006年12月までの6,633件(4,786社)と2003年1月から2012年12月までの10,479件(6,799社)について類似の結果を報告している。これらの結果は、投資家は虚偽記載に気付かず、*date1* にそれを知って株価を下方修正することを示している。

重大な虚偽記載や不正に検証対象を絞った研究もある。たとえば、Griffin *et al.* (2004)はクラス・アクション提訴対象を、Karpoff *et al.* (2008a)および Beasley *et al.* (2010)は当局の法執行対象を検証している。日本では、青淵 (2011)が不適切な会計処理の事実を開示した企業を、奥村 (2014)が当期純利益の訂正を、尾関 (2019)が不正な財務報告と資産の流用(不正会計)を対象に検証している。これらの研究は、重大な虚偽記載や不正は統計的にも経済的にも投資家に重要なマイナスの影響をあたえることを報告している。

2.2 利益訂正額(*MIS*)にたいする投資家の反応についての研究

このテーマに関連するその後の研究の多くは、*date1* の *CAR* と利益訂正額(*MIS*)との関係を検証して、*MIS*が大きいほど *CAR* のマイナスは大きいことを報告している(Wu 2002, Palmrose *et al.* 2004, Lev *et al.* 2008, 奥村 2014 ほか)。 *date1* に *MIS* は未知または未確定であることを考慮して、*date1* における *MIS* にかんする情報の有無による違いを検証した研究もある。たとえば、Wu (2002), Lev *et al.* (2008), 奥村 (2014)は、*date1* に *MIS* にかんする情報がないと、ある場合より、*CAR* のマイナスは統計的に有意に大きいことを示している。

2.3 訂正についての続報にたいする投資家の反応

date2 に初めて開示された *MIS* にかんする情報にたいする反応を検証した研究はみあたらないが、date1 後にあきらかになる関連事象にたいする投資家の反応を検証する研究は多い。たとえば、Karpoff *et al.* (2008a) および Beasley *et al.* (2010) は date1 後の当局の法執行の進展を、Griffin *et al.* (2004) は date1 後のクラス・アクション提訴を検証している。日本では、尾関(2019)が不正会計についての第一報から内容が確定する最終的な調査報告または短信訂正までの間の関連する各開示にたいする反応の合計を検証している。これらの研究は訂正に起因して date1 後に発生する事象に投資家は反応すること、すなわち、投資家は訂正に起因する経済的帰結のすべてを date1 に把握できないことを示している。

2.4 訂正完了にたいする投資家の反応にかんする研究

date3 の投資家の反応をみた研究はみあたらないが、奥村 (2014) は date3 に近似する決算短信訂正日の *CAR* を検証して、投資家は財務諸表本表および一部の注記の訂正にたいして、date1 における反応より小さいが、統計的に有意なマイナスの反応を示すことを報告している。

2.5 先行研究における本章の位置づけ

本章は、2.2 の利益訂正額(*MIS*)にたいする投資家の反応について検証した研究の成果をもとに、日本の株式市場を対象にして、対象期間を 2016 年まで拡大して同様の検証をおこなうものである。これらの先行研究のなかには、date1 における *MIS* にかんする情報の有無と *MIS* が *CAR* にあたえる影響を検証するものはあるが、date1 における *MIS* にかんする情報の有無による *MIS* が *CAR* にあたえる影響の違いを検証しているものは少ない。これらの研究はまた、続報として初めて開示された *MIS* にかんする情報や訂正内容の不確実性解消を示す訂正報告書にたいする投資家の反応を検証していない。

本章は、2.1 の訂正を示唆するニュースにたいする投資家の反応を検証した研究、2.3 の訂正についての続報にたいする投資家の反応を検証した研究、2.4 の訂正完了日に近似する決算短信訂正日の *CAR* を検証した研究にも関係する。これらの研究は date1 後の関連情報にたいする投資家の反応を検証しているが、*CAR* と、*MIS* や date1 における *MIS* にかんする情報の有無との間の関係を検証していない。そして、先行研究の多くは米国の株式市場を対象とするものであり、日本の株式市場にかんする研究は少ない。

このため、本章では、日本の株式市場を対象にして、会計不正の発覚が投資家の意思決定にあたる影響を包括的に捉えるために、date1, date2, date3 それぞれにおける投資家の反応を検証する。そして、ニュースを、会計操作の存在、MISにかんする情報、訂正完了にわけて、投資家はMISに誤導されていたといえるか、および、MISにかんする情報が適時に開示されるか否かによって投資家の反応に違いはあるか否かをあきらかにする。本章はまた、利益を操作した経営者に市場はどのようなペナルティを課すか、その重さは情報を適時に開示した場合とそうでない場合で違うか否かをあきらかにする。

3 仮説

前節では、先行研究における本章の位置づけを確認した。本節では、先行研究で得られた知見をもとに、仮説を設定する。設定にあたっては、以下のような市場の効率性と投資家の合理性を前提とする。

「投資家は、配当割引モデル、DCFモデル、オールソン・モデルなどの企業評価モデルにしたがって企業価値を推定すると、一般に考えられている」(大日方 2013, p.230)。いずれのモデルにおいても、重要なインプットは将来利益またはキャッシュフロー（将来フロー）と資本コスト（その達成リスク）である。そして、これらは経営者の誠実性と能力に依存するため、投資家は入手可能なすべての情報を利用して経営者を評価して、将来フローとその達成リスクを予想する。投資家はこれらに影響する未知の情報を入手すると速やかに期待を改訂するため、株価は変動する。Ball and Brown (1968) は予想外利益の符号が、Beaver *et al.* (1979) は予想外利益の金額が、株価に影響することをあきらかにした。

投資家が虚偽記載に気付かずに利益を将来キャッシュフローの予測に使って意思決定していたとすれば、利益訂正額(MIS)に応じて予測を下方修正すると考えられる。そして、重大で不正に起因するMISであれば、投資家、顧客、従業員などの利害関係者は、不誠実な経営者との取引を敬遠するため、売上は減少し、営業および財務コストは増大する。経営者交代を含むガバナンスや内部統制の見直しコスト、および、法執行や経営破たんリスクも増大して、これらへの対応のために経営者の時間は浪費される。投資家はこれらに起因する将来フローの減少やリスクの増大も勘案する。これと整合するように、多くの先行研究は、訂正公表時に株価はマイナスに反応すること、および、重大なMISや不正に起因するMISに

たいするマイナスの反応は特に大きいことを示している (Wu 2002, Palmrose *et al.* 2004, Lev *et al.* 2008, 奥村 2014, 尾関 2019 ほか). ここから, 投資家は訂正公表まで *MIS* に誤導されていたと推測できる.

そのいっぽうで, 投資家が訂正公表前に *MIS* を含む会計情報に不信をいだくことを示す研究もある (Dang *et al.* 2011). そして, 利益マネジメントの研究は, 投資家が利益マネジメントの存在や裁量額を推定できる場合があることを示している (Balsam *et al.* 2002, Marquardt and Wiedman 2004 ほか). これらの研究は, 投資家は経営者の動機があきらかな場合には会計操作を示唆するニュース公表前に, または, 巧みに隠蔽された不正であってもその存在を知れば, *MIS* を推定できる可能性を示すものである. ただし, 不正の発覚は, 名声毀損, 減俸, 失職など, 経営者にとってマイナスの帰結をもたらす (Beasley *et al.* 1999, Karpoff *et al.* 2008b, Beasley *et al.* 2010 ほか) ことから, 経営者には不正が外部からみえないように注意を払い, 情報漏えいを防ぐ強いインセンティブがある. このため, 投資家が会計操作の存在や *MIS* を推測できるとしても, 推定誤差は大きいと考えられる.

以上の議論を前提として, 以下において, 会計操作を示唆する最初のニュース公表日 (*date1*), *date1* に開示がなかった *MIS* にかんする情報の続報日 (*date2*), 不確実性解消を示す訂正報告書提出日 (*date3*) それぞれの累積異常リターン *CAR1*, *CAR2*, *CAR3* について, *MIS* 大小別, および, *date1* における *MIS* にかんする情報の有無 (*date1* ニュース内容) 別に, 仮説を設定する.

3.1 *CAR1* にかんする仮説

重大な *MIS* や不正についての先行研究は, *CAR1* は統計的にも経済的にも重要なマイナスであることを示している (Karpoff *et al.* 2008a, Beasley *et al.* 2010, 青淵 2011, 奥村 2014 ほか). これらの結果は, 投資家は *MIS* に気付かず, 会計操作の存在を知って事前の期待を訂正するという本節の冒頭の議論と整合している. ここから以下の帰無仮説を設定する.

帰無仮説 1-1 : *date1* ニュースは株価に影響しない.

MIS は予想外利益であると考えると, 本節の冒頭の議論から, *MIS* が大きいほど, *CAR1* のマイナスは大きいことになる. これと整合するように, ほぼすべての先行研究は, *MIS* が大きいほど, 株価下落は大きいことを報告している (Wu 2002, Palmrose *et al.* 2004, Lev

et al. 2008, 奥村 2014, 尾関 2019 ほか). ここから以下の帰無仮説を設定する.

帰無仮説 1-2 : *MIS* 大小によって株価への影響は異なる.

本節の冒頭の議論から, 投資家は, 会計操作の存在を知れば, *MIS* が未知であっても他の情報から虚偽記載の深刻度を評価できる可能性がある. たとえば, *date1* に *MIS* にかんする情報がなければ, 操作が複雑で広範である, または, 経営者の能力は低く不確実性は高いと考える. 多くの先行研究は, これと整合するように, *date1* に *MIS* にかんする情報がない場合の *CARI* のマイナスは大きいことを示している (Wu 2002, Lev *et al.* 2008, 奥村 2014 ほか). ここから以下の帰無仮説を設定する.

帰無仮説 1-3 : *date1* ニュース内容によって株価への影響は異なる.

3.2 *CAR2* にかんする仮説

date2 前に操作の内容を完全に予見できる場合を除き, 投資家は *date2* の続報を使って, 予測の精度を高めることができる. 不確実性が減れば株式投資リスクは小さくなるため, 株価は上がる. そのいっぽうで, *date2* の続報が操作は深刻であることを示せば, 株価は下がる. *date2* に初めて開示された *MIS* にかんする情報にたいする投資家の反応についての先行研究はみあたらないが, *date1* 後にあきらかになる当局の調査の進捗や提訴に株価は反応することを示す先行研究は多い (Karpoff *et al.* 2008a, Beasley *et al.* 2010, Griffin *et al.* 2004 ほか). ここから以下の帰無仮説を設定する.

帰無仮説 2-1 : *date2* ニュースは株価に影響しない.

内部情報を知る経営者であっても *date1* に開示できなかった *MIS* にかんする情報を投資家が *date2* 前に完全に予見できるとは考えられない. このため, 投資家は *date2* に開示された *MIS* にかんする情報に反応すると考えられる. ここから, 以下の帰無仮説を設定する.

帰無仮説 2-2 : *MIS* 大小によって株価への影響は異なる.

3.3 CAR3にかんする仮説

date3 についての先行研究はみあたらないが、奥村（2014）は決算短信訂正日におけるマイナスの CAR を報告している。決算短信の訂正によって訂正内容の不確実性の相当部分は解消すると考えられるが、複雑で広範な訂正についての不確実性は監査完了を示す date3 まで残る可能性がある。ここから以下の帰無仮説を設定する。

帰無仮説 3-1：date3 ニュースは株価に影響しない。

帰無仮説 3-2：MIS 大小によって株価への影響は異なる。

帰無仮説 3-3：date1 ニュース内容によって株価への影響は異なる。

4 サンプルの選択とその基本的特徴

本節では、検証の対象となるサンプルの選択方法を記述したのち、サンプルの基本的な特徴について、記述統計量とクロス集計表をみながら確認する。

4.1 サンプル選択

本章の検証対象は、第 2 章で選択した会計不正が発覚した企業による財務諸表の虚偽記載である。本章の検証にはコントロール企業株式リターン控除後リターンを使用する (Bardos *et al.* 2011, 廣瀬 2012)。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 (date1) 直前期末総資産がもっとも近似する検証対象以外の企業である¹¹。この条件を満たすコントロール企業その他の検証に必要なデータが入手できない企業を検証対象から除外した結果、検証対象企業とコントロール企業はそれぞれ 233 企業・年となった。

date1 と date1 に開示がなかった当期純利益¹²訂正累計額 (MIS) にかんする情報の続報日 (date2) はプレス・リリースから、訂正報告書提出日 (date3) は訂正報告書から特定した。

¹¹ データ収集と処理の便宜性から、コントロール企業は 2016 年版日経財務データ (DVD 版) から証券コードが入手できる企業から選択している。

¹² 連結財務諸表の作成がある場合は連結当期純利益である (以下、同様)。

date1 は、不適切な会計処理にかんする疑義、過年度決算訂正の可能性、調査委員会の設置など、会計操作を示唆する表現を含むプレス・リリース公表日である。訂正前後の当期純利益は有価証券報告書および訂正報告書から手集計した。また、株価は株式会社金融データソリューションズの 2016 年版 NPM から取得した。

4.2 記述統計量

本章では、date1, date2, date3 それぞれの累積異常リターン $CAR1$, $CAR2$, $CAR3$ を使用する。CAR はニュース公表日前後 3 日間 $day(-1,+1)$ 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。このリターンを使用するのは、規模と業種、および、類似企業への波及効果(Xu *et al.* 2006, Gleason *et al.* 2008, 奥村 2014 ほか)をコントロールするためである。この累積期間を使用するのは、事前の情報漏洩と株式市場取引時間終了後の情報公表を考慮したためである。MIS は訂正前利益から訂正後利益を控除した差額であり、分散不均一を緩和するために date1 直前年度末総資産でデフレートされている(Palmrose *et al.* 2004, 奥村 2014)。これらの変数は、異常値排除のため、上下各 2.5% でウインサー処理している。

$CAR1$, $CAR2$, $CAR3$ は MIS 大小 ($LARGE$ と $SMALL$) にわける。 $LARGE$ と $SMALL$ をわける基準は、MIS の中央値である。なお、有価証券報告書の訂正報告書の提出がない場合の MIS はゼロとしている。 $CAR1$ と $CAR3$ は、date1 における MIS にかんする情報の有無 (date1 ニュース内容) 別 ($NONUM$ と NUM) にもわける。

$CAR1$, $CAR2$, $CAR3$ と MIS の記述統計量は図表 3 に、 $LARGE$ と $SMALL$ 別および $NONUM$ と NUM 別に、まとめてある。図表 3 をみると、 $CAR1$ と $CAR2$ の平均値と中央値は、 $LARGE$ と $SMALL$, $NONUM$ と NUM , いずれについても、マイナスであり、 $LARGE$ の $CAR1$ のマイナスが最大である。ここから、date1 と date2 に、大半の場合、株価は下落することがわかる。また、 $NONUM$ が 4 割超を占めることがわかる。 $CAR3$ の平均値と中央値は、 $LARGE$ と $SMALL$, $NONUM$ と NUM , いずれについても、 $CAR1$ や $CAR2$ ほど重要ではなく、株価が大きく上昇する場合があることがわかる。つぎに MIS をみると、大半は利益過大計上であること、および、 $NONUM$ の MIS は、 NUM の MIS とくらべて、大きいこと、および、MIS がゼロに近似するもの (訂正報告書の提出がないものを含む) や利益過小計上があることがわかる。

図表 3：全サンプルならびに *MIS* 大小別および *date1* ニュース内容別の *CAR* と *MIS*

variable	Group	subGroup	N	mean	sd	p25	p50	p75
<i>CAR1</i>	<i>ALL</i>	<i>ALL</i>	233	-0.0777	0.1072	-0.1321	-0.0524	-0.0064
	<i>ALL</i>	<i>LARGE</i>	116	-0.0927	0.1073	-0.1739	-0.0675	-0.0162
		<i>SMALL</i>	117	-0.0629	0.1054	-0.0864	-0.0334	0.0016
	<i>ALL</i>	<i>NONUM</i>	96	-0.0900	0.1181	-0.1677	-0.0598	-0.0141
		<i>NUM</i>	137	-0.0691	0.0983	-0.1233	-0.0442	-0.0031
<i>CAR2</i>	<i>ALL</i>	<i>ALL</i>	96	-0.0548	0.1256	-0.1189	-0.0364	0.0098
	<i>ALL</i>	<i>LARGE</i>	59	-0.0577	0.1206	-0.1207	-0.0476	0.0013
		<i>SMALL</i>	37	-0.0501	0.1348	-0.1154	-0.0242	0.0108
<i>CAR3</i>	<i>ALL</i>	<i>ALL</i>	187	0.0114	0.1334	-0.0532	-0.0001	0.0431
	<i>ALL</i>	<i>LARGE</i>	116	0.0282	0.1519	-0.0525	0.0016	0.0643
		<i>SMALL</i>	71	-0.0162	0.0904	-0.0637	-0.0023	0.0202
	<i>ALL</i>	<i>NONUM</i>	88	0.0287	0.1684	-0.0545	-0.0080	0.0919
		<i>NUM</i>	99	-0.0041	0.0901	-0.0523	0.0031	0.0335
<i>MIS</i>	<i>ALL</i>	<i>ALL</i>	233	0.0441	0.1096	0.0000	0.0034	0.0281
	<i>ALL</i>	<i>LARGE</i>	116	0.0889	0.1421	0.0131	0.0285	0.0885
		<i>SMALL</i>	117	-0.0002	0.0030	0.0000	0.0000	0.0005
	<i>ALL</i>	<i>NONUM</i>	96	0.0671	0.1362	0.0000	0.0134	0.0461
		<i>NUM</i>	137	0.0280	0.0830	0.0000	0.0019	0.0170

CAR1: date1*CAR* (累積異常リターン)
CAR2: date2*CAR* (累積異常リターン)
CAR3: date3*CAR* (累積異常リターン)
MIS: 1株当たり連結当期純利益訂正累計額, 総資産でデフレート後
LARGE: 利益訂正額大
SMALL: 利益訂正額小
NONUM: date1に利益訂正額にかんする情報がない
NUM: date1に利益訂正額にかんする情報がある

4.3 date1 ニュース内容と利益訂正額(MIS)大小の発生頻度のクロス集計表

Lev *et al.* (2008) は, *NONUM*の利益過大計上額は, *NUM*のそれより, 統計的に有意に大きいことを報告している. 図表 3 が示すように本章の検証対象にも同様の関係がある可能性があり, その場合には互いの影響をコントロールすることが必要となる. このため, *NONUM*と *NUM*の発生頻度と *LARGE*と *SMALL*の発生頻度の関係を確認する. 両者の関係は図表 4 にまとめてある. 図表 4 をみると, *NUM* (*NONUM*) の *MIS*は *SMALL* (*LARGE*) である場合が多いことがわかる. この比率の差は, カイ二乗検定の結果, 統計的に有意であった.

図表 4 : date1 ニュース内容と *MIS*大小の発生頻度のクロス集計表

	<i>LARGE</i>	<i>SMALL</i>	Total
<i>NONUM</i>	59	37	96
	51%	32%	41%
<i>NUM</i>	57	80	137
	49%	68%	59%
Total	116	117	233
	100%	100%	100%

Pearson chi2(1) = 8.8989 Pr = 0.003

LARGE: 利益訂正額大
SMALL: 利益訂正額小
NONUM: date1 に利益訂正額にかんする情報がない
NUM: date1 に利益訂正額にかんする情報がある

5 検証モデルおよび検証結果

仮説の検証は, イベント・スタディによっておこなう. 本章における投資家の情報入手時点は, 会計操作を示唆する最初のニュース公表日 (date1), date1 に開示がなかった当期純利益訂正累計額(*MIS*)にかんする情報の続報日 (date2), 訂正報告書提出日 (date3) とする. 累積異常リターン (*CAR*) はニュース公表日前後 3 日間 day(-1,+1)のコントロール企業株式リターン控除後リターン (Bardos *et al.* 2011, 廣瀬 2012) である.

第 3 節の帰無仮説 1-1, 2-1, 3-1 の検証は, date1, date2, date3 それぞれの *CAR1*, *CAR2*,

*CAR3*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う。この検証には *t* 検定を使う。帰無仮説 1-2, 2-2, 3-2, および, 帰無仮説 1-3, 3-3 の検証は, *MIS* 大小 (*LARGE* と *SMALL*), および, *MIS* にかんする情報を含むか否か (*date1* ニュース内容) (*NONUM* と *NUM*), それぞれのグループ間の *CAR* に統計的に有意な差があるか否かをみることによっておこなう。*MIS* は訂正前利益から訂正後利益を控除した差額であり, 分散不均一を緩和するために *date1* 直前年度末総資産でデフレートされている (Palmrose *et al.* 2004, 奥村 2014)。 *LARGE* と *SMALL* をわける基準は, *MIS* の中央値である。なお, 有価証券報告書の訂正がない場合の *MIS* はゼロとしている。この検証には分散不均一を考慮した *t* 検定と *U* 検定を使う。さらに, 前節において, *MIS* 大小と *date1* ニュース内容との間に統計的に有意な関係があることが確認されているため, 互いの影響をコントロールして, 検証をおこなう。この検証は, 上記の各グループをさらに, *NONUM* と *NUM*, または, *LARGE* と *SMALL* のサブグループにわけて, グループ別の検証と同様に, おこなう。

検証の結果, 投資家が, 会計操作の存在, *MIS* にかんする情報, 訂正報告書提出に反応すれば, これらのニュースはサプライズであったと推定できる。そして *CAR* の符号と大きさから, 投資家は期待をどのように改訂したかを推定できる。グループ間 (サブグループ間) の *CAR* に差があれば, *MIS* または *date1* ニュース内容は, 投資家の意思決定に (互いの影響をコントロールした上で) 影響することがわかる。なお, *CAR2* の検証対象は *NONUM* であり, *CAR3* の検証対象は *date3* があるものである。

5.1 *CAR1* の検証結果

検証結果は図表 5 にまとめてある。まず全サンプル (*ALL*) をみると, *CAR1* は統計的に有意なマイナス約 8% であり, 経済的にも重要である。この結果は, *date1* ニュースは株価に影響しないという第 3 節の帰無仮説 1-1 を棄却するものであり, 投資家は会計操作に気付かないため, その存在を知って, 期待を下方修正することを示している。つぎに *ALL* のうちの *LARGE* と *SMALL* をみると, *CAR1* は, それぞれマイナス約 9% とマイナス約 6% であり, その差は統計的に有意であった。この結果は, *MIS* 大小は株価に影響しないという第 3 節の帰無仮説 1-2 を棄却するものであり, 投資家は *MIS* が大きいほど期待を大きく下方修正することを示している。ただし, その内訳をみると, 統計的に有意な差があるのは, *NUM* の場合であり, *LARGE* と *SMALL* の *CAR1* は, それぞれマイナス約 11% とマイナスは約 4% であった。最後に *ALL* のうちの *NONUM* と *NUM* をみると, *CAR1* は, それ

ぞれマイナス約 9%とマイナス約 7%であったが、統計的に有意な差はなかった。この結果は、date1 ニュース内容によって株価への影響は異ならないという第 3 節の帰無仮説 1-3 を棄却できないものである。ただし、その内訳をみると、SMALL のうちの NONUM と NUM の CAR1 は、それぞれマイナス 11%とマイナス 4%であり、統計的に有意な差があった。

これらの結果は、MIS と株価下落の間には関連があるといえるが、MIS にかんする情報がないと投資家は経営者の操作額を分解できずに一律に反応するため、MIS 小の場合の反応は過大となることを示している。

5.2 CAR2 の検証結果

検証結果は図表 5 にまとめてある。まず ALL をみると、CAR2 は統計的に有意なマイナス約 5%であり、経済的にも重要である。この結果は、date2 ニュースは株価に影響しないという第 3 節の帰無仮説 2-1 を棄却するものである。つぎに ALL のうちの LARGE と SMALL をみると、いずれの CAR2 も統計的に有意なマイナス約 5%であり、統計的に有意な差はなかった。この結果は、MIS 大小によって株価への影響は異ならないという第 3 節の帰無仮説 2-2 を棄却できないものである。ただし、NONUM の株価下落は、CAR1 の結果を加味すると、NUM より、大きいといえることになる。

5.3 CAR3 の検証結果

検証結果は図表 5 にまとめてある。まず ALL をみると、CAR3 は統計的に有意にゼロと異ならなかった。この結果は、date3 ニュースは株価に影響しないという第 3 節の帰無仮説 3-1 を棄却できないものである。つぎに ALL のうちの LARGE と SMALL をみると、CAR3 の差は、t 検定では統計的に有意であるが、U 検定では統計的に有意ではないという弱いものである。ALL のうちの NONUM と NUM の CAR3 には統計的に有意な差はなかった。これらの結果は、MIS 大小によって株価への影響は異ならないという第 3 節の帰無仮説 3-2、および、date1 ニュース内容によって株価への影響は異ならないという第 3 節の帰無仮説 3-3 を棄却できないものである。しかしながら、NONUM のうちの LARGE と SMALL の CAR3 の差は、t 検定と U 検定、いずれによっても、統計的に有意なプラスであった。NONUM かつ LARGE の CAR3 は統計的に有意なプラス 6%であり、経済的にも重要である。SMALL のうちの NONUM と NUM の CAR3 の差は、U 検定で統計的に有意なマイナスであった。これらの結果は、LARGE かつ NONUM の場合には、投資家の懸念は date3

まで残り，市場は訂正完了による不確実性解消を好感することを示している。

5.4 小括

検証の結果は，date1 と date2 に株価は大きく下落すること，*MIS*が大きく，*MIS*にかんする情報開示に時間がかかった場合には，date3 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，*MIS*と株価下落の大きさに関係があるといえるが，date1 に *MIS*にかんする情報がないと投資家は一律に反応するため，*MIS*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 *MIS*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 *MIS*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。

図表 5 : CAR1, CAR2, CAR3 の検証結果

Variable	Group	sbGroup	Obs	Mean	Std. Err.	t値	z値
CAR1	ALL	ALL	233	-0.08	0.01	-11.07 ***	
	ALL	LARGE	116	-0.09	0.01	-9.31 ***	
		SMALL	117	-0.06	0.01	-6.45 ***	
		diff		-0.03	0.01	-2.14 **	-2.80 ***
	NONUM	LARGE	59	-0.08	0.01	-5.81 ***	
		SMALL	37	-0.11	0.02	-4.77 ***	
		diff		0.03	0.03	1.07	0.38
	NUM	LARGE	57	-0.11	0.01	-7.38 ***	
		SMALL	80	-0.04	0.01	-4.71 ***	
		diff		-0.06	0.02	-3.79 ***	-3.57 ***
	ALL	NONUM	96	-0.09	0.01	-7.47 ***	
		NUM	137	-0.07	0.01	-8.23 ***	
		diff		-0.02	0.01	-1.42	-1.58
	LARGE	NONUM	59	-0.08	0.01	-5.81 ***	
		NUM	57	-0.11	0.01	-7.38 ***	
	diff		0.03	0.02	1.39	1.11	
SMALL	NONUM	37	-0.11	0.02	-4.77 ***		
	NUM	80	-0.04	0.01	-4.71 ***		
	diff		-0.06	0.02	-2.68 ***	-2.44 **	
CAR2	ALL	ALL	96	-0.05	0.01	-4.27 ***	
	ALL	LARGE	59	-0.06	0.02	-3.68 ***	
		SMALL	37	-0.05	0.02	-2.26 **	
		diff		-0.01	0.03	-0.28	-0.62
CAR3	ALL	ALL	187	0.01	0.01	1.16	
	ALL	LARGE	116	0.03	0.01	2.00 **	
		SMALL	71	-0.02	0.01	-1.51	
		diff		0.04	0.02	2.50 **	1.21
	NONUM	LARGE	59	0.06	0.02	2.58 **	
		SMALL	29	-0.04	0.02	-1.72 *	
		diff		0.10	0.03	3.07 ***	2.25 **
	NUM	LARGE	57	-0.01	0.01	-0.41	
		SMALL	42	0.00	0.01	-0.19	
		diff		0.00	0.02	-0.22	-0.72
	ALL	NONUM	88	0.03	0.02	1.60	
		NUM	99	0.00	0.01	-0.45	
		diff		0.03	0.02	1.63	0.15
	LARGE	NONUM	59	0.06	0.02	2.58 **	
		NUM	57	-0.01	0.01	-0.41	
	diff		0.07	0.03	2.43 **	1.41	
SMALL	NONUM	29	-0.04	0.02	-1.72 *		
	NUM	42	0.00	0.01	-0.19		
	diff		-0.03	0.02	-1.47	-2.05 **	

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

CAR1: date1CAR (累積異常リターン)
 CAR2: date2CAR (累積異常リターン)
 CAR3: date3CAR (累積異常リターン)
 LARGE: 利益訂正額大
 SMALL: 利益訂正額小
 NONUM: date1 に利益訂正額にかんする情報がない
 NUM: date1 に利益訂正額にかんする情報がある

6 追加検証および頑健性検証

前節の検証の結果は、会計操作を示唆する最初のニュース公表日 (date1), date1 に開示がなかった当期純利益訂正累計額(MIS)にかんする情報の続報日 (date2) に株価は大きく下落すること、および、MIS 大小と株価下落の大きさに関係があるといえるが、MIS にかんする情報がないと投資家は一律に反応するため、MIS 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。前節の検証の結果はまた、MIS が大きく、MIS 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 (date3) に不確実性の解消を好感した株価の反発があることをあきらかにした。これらの結果は、MIS を大小 (LARGE と SMALL) に二分したものであることから、それによって重要な情報が失われていないことを確認するために、本節において MIS 大小を MIS にかえて追加検証をおこなう。前節の検証はまた、累積異常リターン(CAR)として、コントロール企業株式リターン控除後リターンを使用した。コントロール企業の選択には主観的判断が介入する余地があるため、本節において、CAR の計測方法をかえて、前節の結果の頑健性を検証する。

6.1 追加検証

本項の検証には、以下のモデル(1)とモデル(2)を使用する。

$$CAR = a_0 + b_1 MIS + \varepsilon \quad (1)$$

$$CAR = a_0 + a_1 d_NONUM + b_1 MIS + b_2 MIS * d_NONUM + \varepsilon \quad (2)$$

MIS は訂正前利益から訂正後利益を控除した差額であり、分散不均一を緩和するために date1 直前年度末総資産でデフレートされている (Palmrose *et al.* 2004, 奥村 2014)。d_NONUM は date1 に MIS にかんする情報がない場合を 1、それ以外の場合をゼロとするダミー変数である。ダミー変数を除く変数は、異常値排除のため、上下各 2.5% でウインサー処理している。その他の変数は前節と同様である。分散不均一に対処するためにロバスト推定をおこなう。

モデル(1)の検証は、 b_1 が統計的に有意なマイナスであれば MIS が大きいほど株価下落が大きいといえるため、 b_1 の統計的有意性と符号をみることによっておこなう。モデル(2)の検証は、 b_2 が統計的に有意にゼロと異なる場合、および、 b_1 と $b_1 + b_2$ のいずれか一方が

統計的に有意にゼロと異なり、他方がそうでない場合には、date1 ニュース内容によって *MIS* が株価に与える影響は違うといえるため、 b_1 、 b_2 、 b_1+b_2 、それぞれの統計的有意性をみることによっておこなう。なお、*CAR2*の検証対象は d_NONUM が 1 のものであり、*CAR3*の検証対象は date3 があるものである。

検証結果は図表 6 にまとめてある。まずモデル(1)の結果をみると、*CAR1*と *CAR2*の b_1 は統計的に（10%水準で）有意なマイナスであった。*CAR3*の b_1 は統計的に有意なプラスであった。これらの結果は、*MIS*が大きいほど、date1 と date2 の株価下落は大きく、date3 の株価反発は大きいことを示している。つぎにモデル(2)の結果をみると、*CAR1*の $b_1(b_2)$ は統計的に有意なマイナス(プラス)であり、 b_1+b_2 は統計的に有意にゼロと異ならなかった。なお、 d_NONUM の係数は統計的に有意なマイナスであった。これらの結果は、投資家は *MIS*にかんする情報の開示があれば *MIS*に応じて期待を下方修正するが、ないと *MIS*に応じた反応ができないこと、および、*MIS*にかんする情報を開示できないこと自体にペナルティを課すことを示している。*CAR3*の b_1 と b_2 は統計的に有意ではなかったが、 b_1+b_2 は統計的に有意なプラスであった。この結果は、*MIS*が大きく、かつ、date1 に *MIS*にかんする情報がなかった場合に、投資家は訂正完了を好感することを示している。

以上の結果をまとめると、本項の結果は、date2 においても *MIS*は株価に影響することが示されたことを除き、第 5 節の結果と同様であった。

図表 6：回帰結果

$$CAR = a_0 + b_1MIS + \varepsilon \quad (1)$$

$$CAR = a_0 + a_1d_NONUM + b_1MIS + b_2MIS * d_NONUM + \varepsilon \quad (2)$$

モデル(1)		<i>CAR1</i>	<i>CAR2</i>	<i>CAR3</i>
変数		係数/[t値]	係数/[t値]	係数/[t値]
<i>b1</i>	<i>MIS</i>	-0.147 [-1.81]*	-0.1686 [-1.82]*	0.3599 [2.92]***
	Constant	-0.0712 [-9.81]***	-0.0435 [-3.13]***	-0.0084 [-0.91]
Adj-R-squared		0.0184	0.0231	0.0997
N		233	96	187

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

モデル(2)		<i>CAR1</i>	<i>CAR3</i>
変数		係数/[t値]	係数/[t値]
<i>b1</i>	<i>MIS</i>	-0.4587 [-5.74]***	0.2478 [0.95]
<i>b2</i>	<i>MIS_NONUM</i>	0.4963 [3.92]***	0.1512 [0.52]
	<i>d_NONUM</i>	-0.0363 [-2.35]**	0.0132 [0.66]
	Constant	-0.0562 [-7.01]***	-0.0137 [-1.42]
線形制約		係数/[F値]	係数/[F値]
<i>b1+b2</i>	<i>MIS+MIS*d_NONUM</i>	0.0376 [0.15]	0.399 [9.16]***
Adj-R-squared		0.0722	0.1001
N		233	187

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

CAR1: date1CAR (異常リターン)

CAR2: date2CAR (異常リターン)

CAR3: date3CAR (異常リターン)

MIS: 1株当たり連結当期純利益訂正累計額, 総資産でデフレート後

d_NONUM: date1に利益訂正額にかんする情報がない場合を1, それ以外の場合をゼロとするダミー変数

6.2 頑健性検証

本項の検証ではまず、*CAR*として東証1部リターン控除後リターンを使用する。この検証対象は、コントロール企業が特定できないために前節の検証対象から除外されたものを含む239社である。検証の結果は、図表7と図表8にまとめてある。つぎに、*CAR*として前節の選択基準に上場市場をくわえて選択したコントロール企業株式リターン控除後リターンを使用する。選択基準に上場市場をくわえるのは、検証対象に東証第1部銘柄以外が多く含まれているためである。この検証対象は、コントロール企業が特定できないものを除外した205社である。検証の結果は、図表9および図表10にまとめてある。いずれの結果も第5節の主要な結果に影響する違いはなく、第5節の結果は*CAR*の計測方法にかかわらず頑健であることが確認された。

図表7: CAR1, CAR2, CAR3の検証結果(東証1部リターン控除後)

Variable	Group	sbGroup	Obs	Mean	Std. Err.	t	z		
CAR1	ALL	ALL	239	-0.0686	0.0060	-11.35 ***			
	ALL	LARGE	119	-0.0924	0.0085	-10.82 ***			
		SMALL	120	-0.0450	0.0080	-5.61 ***			
			diff			-0.0474	0.0117	-4.04 ***	-4.70 ***
	NONUM	LARGE	63	-0.0772	0.0102	-7.58 ***			
		SMALL	39	-0.0754	0.0178	-4.23 ***			
			diff			-0.0018	0.0205	-0.09	-0.99
	NUM	LARGE	56	-0.1095	0.0138	-7.93 ***			
		SMALL	81	-0.0304	0.0078	-3.88 ***			
			diff			-0.0791	0.0159	-4.98 ***	-4.78 ***
	ALL	NONUM	102	-0.0765	0.0092	-8.30 ***			
		NUM	137	-0.0628	0.0080	-7.85 ***			
			diff			-0.0137	0.0122	-1.12	-1.55
	LARGE	NONUM	63	-0.0772	0.0102	-7.58 ***			
		NUM	56	-0.1095	0.0138	-7.93 ***			
		diff			0.0324	0.0172	1.89 *	1.61	
SMALL	NONUM	39	-0.0754	0.0178	-4.23 ***				
	NUM	81	-0.0304	0.0078	-3.88 ***				
		diff			-0.0449	0.0194	-2.31 **	-1.93 *	
CAR2	ALL	ALL	102	-0.0388	0.0122	-3.18 ***			
	ALL	LARGE	63	-0.0447	0.0149	-3.00 ***			
		SMALL	39	-0.0293	0.0211	-1.39			
			diff			-0.0154	0.0258	-0.60	-0.97
CAR3	ALL	ALL	192	0.0086	0.0091	0.95			
	ALL	LARGE	119	0.0241	0.0132	1.83 *			
		SMALL	73	-0.0166	0.0100	-1.66			
			diff			0.0407	0.0166	2.46 **	1.03
	NONUM	LARGE	63	0.0531	0.0216	2.46 **			
		SMALL	30	-0.0398	0.0198	-2.01 *			
			diff			0.0928	0.0293	3.17 ***	2.30 **
	NUM	LARGE	56	-0.0086	0.0128	-0.67			
		SMALL	43	-0.0004	0.0094	-0.05			
			diff			-0.0081	0.0159	-0.51	-1.03
	ALL	NONUM	93	0.0231	0.0165	1.40			
		NUM	99	-0.0050	0.0083	-0.61			
			diff			0.0281	0.0185	1.52	0.15
	LARGE	NONUM	63	0.0531	0.0216	2.46 **			
		NUM	56	-0.0086	0.0128	-0.67			
		diff			0.0616	0.0251	2.45 **	1.46	
SMALL	NONUM	30	-0.0398	0.0198	-2.01 *				
	NUM	43	-0.0004	0.0094	-0.05				
		diff			-0.0393	0.0219	-1.80 *	-1.91 *	

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

CAR1: date1CAR (累積異常リターン)
 CAR2: date2CAR (累積異常リターン)
 CAR3: date3CAR (累積異常リターン)
 LARGE: 利益訂正額大
 SMALL: 利益訂正額小
 NONUM: date1 に利益訂正額にかんする情報がない
 NUM: date1 に利益訂正額にかんする情報がある

図表 8：回帰結果(東証 1 部リターン控除後)

$$CAR = a_0 + b_1 MIS + \varepsilon \quad (1)$$

$$CAR = a_0 + a_1 d_NONUM + b_1 MIS + b_2 MIS * d_NONUM + \varepsilon \quad (2)$$

モデル(1)		<i>CAR1</i>	<i>CAR2</i>	<i>CAR3</i>
変数		係数/[t値]	係数/[t値]	係数/[t値]
<i>b1</i>	<i>MIS</i>	-0.208 [-3.25]***	-0.2102 [-2.31]**	0.3088 [2.50]**
	Constant	-0.0596 [-9.55]***	-0.0252 [-1.95]*	-0.0082 [-0.94]
Adj-R-squared		0.0542	0.0419	0.0793
N		239	102	192

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

モデル(2)		<i>CAR1</i>	<i>CAR3</i>
変数		係数/[t値]	係数/[t値]
<i>b1</i>	<i>MIS</i>	-0.4852 [-7.01]***	0.2003 [0.78]
<i>b2</i>	<i>MIS_NONUM</i>	0.4304 [4.11]***	0.1483 [0.51]
	<i>d_NONUM</i>	-0.0238 [-1.86]*	0.0112 [0.61]
	Constant	-0.0492 [-6.57]***	-0.0128 [-1.43]
線形制約		係数/[F値]	係数/[F値]
<i>b1+b2</i>	<i>MIS+MIS*d_NONUM</i>	-0.0548 [0.48]	0.3486 [6.52]**
Adj-R-squared		0.1027	0.0793
N		239	192

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

CAR1: date1CAR (異常リターン)
CAR2: date2CAR (異常リターン)
CAR3: date3CAR (異常リターン)
MIS: 1株当たり連結当期純利益訂正累計額, 総資産でデフレート後
d_NONUM: date1 に利益訂正額にかんする情報がない場合を 1, それ以外の場合をゼロとするダミー変数

図表 9 : CAR1, CAR2, CAR3の検証結果(別のコントロール企業株式リターン控除後)

Variable	Group	sbGroup	Obs	Mean	Std. Err.	t値	z値
CAR1	ALL	ALL	205	-0.07	0.01	-10.14 ***	
		LARGE	102	-0.09	0.01	-9.45 ***	
		SMALL	103	-0.05	0.01	-5.16 ***	
		diff		-0.04	0.01	-3.16 ***	-3.81 ***
	NONUM	LARGE	47	-0.07	0.01	-6.03 ***	
		SMALL	29	-0.09	0.02	-3.59 ***	
		diff		0.01	0.03	0.52	-0.40
	NUM	LARGE	55	-0.11	0.01	-7.45 ***	
		SMALL	74	-0.03	0.01	-3.91 ***	
		diff		-0.07	0.02	-4.37 ***	-4.20 ***
	ALL	NONUM	76	-0.08	0.01	-6.62 ***	
		NUM	129	-0.07	0.01	-7.67 ***	
		diff		-0.01	0.01	-0.86	-0.95
	LARGE	NONUM	47	-0.07	0.01	-6.03 ***	
		NUM	55	-0.11	0.01	-7.45 ***	
	diff		0.04	0.02	1.87 *	1.58	
SMALL	NONUM	29	-0.09	0.02	-3.59 ***		
	NUM	74	-0.03	0.01	-3.91 ***		
	diff		-0.05	0.03	-2.05 **	-1.60	
CAR2	ALL	ALL	76	-0.04	0.02	-2.51 **	
	ALL	LARGE	47	-0.04	0.02	-2.25 **	
		SMALL	29	-0.04	0.03	-1.32	
		diff		0.00	0.03	0.04	-0.29
CAR3	ALL	ALL	161	0.01	0.01	1.03	
		LARGE	102	0.01	0.01	1.28	
		SMALL	59	0.00	0.01	-0.19	
		diff		0.02	0.02	1.07	0.59
	NONUM	LARGE	47	0.05	0.02	2.56 **	
		SMALL	22	0.01	0.02	0.22	
		diff		0.05	0.03	1.55	1.28
	NUM	LARGE	55	-0.02	0.01	-1.77 *	
		SMALL	37	-0.01	0.01	-0.60	
		diff		-0.01	0.01	-0.80	-0.55
	ALL	NONUM	69	0.04	0.02	2.35 **	
		NUM	92	-0.01	0.01	-1.80 *	
		diff		0.05	0.02	2.89 ***	1.74 *
	LARGE	NONUM	47	0.05	0.02	2.56 **	
		NUM	55	-0.02	0.01	-1.77 *	
		diff		0.07	0.02	3.08 ***	2.11 **
	SMALL	NONUM	22	0.01	0.02	0.22	
		NUM	37	-0.01	0.01	-0.60	
	diff		0.01	0.03	0.45	-0.14	

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

CAR1: date1CAR (累積異常リターン)
 CAR2: date2CAR (累積異常リターン)
 CAR3: date3CAR (累積異常リターン)
 LARGE: 利益訂正額大
 SMALL: 利益訂正額小
 NONUM: date1 に利益訂正額にかんする情報がない
 NUM: date1 に利益訂正額にかんする情報がある

図表 10：回帰結果(別のコントロール企業株式リターン控除後)

$$CAR = a_0 + b_1 MIS + \varepsilon \quad (1)$$

$$CAR = a_0 + a_1 d_NONUM + b_1 MIS + b_2 MIS * d_NONUM + \varepsilon \quad (2)$$

モデル(1)		<i>CAR1</i>	<i>CAR2</i>	<i>CAR3</i>
変数		係数/[t値]	係数/[t値]	係数/[t値]
<i>b1</i>	<i>MIS</i>	-0.2109 [-2.56]**	-0.1911 [-1.59]	0.2434 [1.96]*
	Constant	-0.0624 [-8.66]***	-0.026 [-1.52]	-0.0039 [-0.47]
Adj-R-squared		0.0387	0.0225	0.0571
N		205	76	161

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

モデル(2)		<i>CAR1</i>	<i>CAR3</i>
変数		係数/[t値]	係数/[t値]
<i>b1</i>	<i>MIS</i>	-0.5078 [-4.47]***	-0.027 [-0.18]
<i>b2</i>	<i>MIS_NONUM</i>	0.4304 [2.70]***	0.3328 [1.61]
	<i>d_NONUM</i>	-0.0196 [-1.25]	0.0277 [1.54]
	Constant	-0.0539 [-6.63]***	-0.0125 [-1.59]
線形制約		係数/[F値]	係数/[F値]
<i>b1+b2</i>	<i>MIS+MIS*d_NONUM</i>	-0.0774 [0.48]	0.3058 [4.68]**
Adj-R-squared		0.0664	0.1092
N		205	161

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

CAR1: date1CAR (異常リターン)

CAR2: date2CAR (異常リターン)

CAR3: date3CAR (異常リターン)

MIS: 1株当たり連結当期純利益訂正累計額, 総資産でデフレート後

d_NONUM: date1に利益訂正額にかんする情報がない場合を1, それ以外の場合をゼロとするダミー変数

7 おわりに

本章では、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深刻度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最初のニュース公表日における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。また、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。

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。

本章の検証には、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、訂正報告書提出日を特定して、それぞれにおける株価反応（リターン）をもって、それぞれのニュースの情報価値あるいは情報内容を検証するイベント・スタディをもちいている。イベント・スタディにおいては、投資家の情報入手時点と期待外情報（サプライズ）の特定、異常リターンの推定が必要であるが、これらの決定には主観的判断が介入する余地がある。本章の検証では、本章で特定した3つのイベント日に投資家が入手した利益訂正額、および、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以外の情報は検証対象外となっている。本章の検証は年度訂正を対象としているため、四半期訂正の影響もまた検証対象である。本章で得られた結果の有用性を高めるためには、本章で採用した以外の

前提や検証方法をもちいて、本章では検証できなかった株価に影響するその他の要因についても、実証結果を積み重ねる必要がある。

上述したような限界があるとはいえ、日本の株式市場を対象にして、近年まで対象期間を拡大して、会計不正に関連するニュースを、会計操作の存在、利益訂正額にかんする情報、訂正完了にわけて、不正が投資家の意思決定にあたえる影響を包括的に捉えた実証結果を蓄積したことは本章の貢献といえるだろう。

第4章 会計不正がその発覚前の株価形成にあたる影響

－不正着手から発覚までの期間を対象にして－

1 はじめに

経営者には投資家の意思決定に有用な情報を開示する責任がある。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。監査人は、こうした誘因を考慮したうえで、経営者が作成する会計情報を監査している。それでもなお、毎年、相当数の会計不正が発覚しており、ディスクロージャー制度や会計監査の信頼性が問われている。

こうした事態を懸念する市場関係者は、不正な会計情報の流通を防ぐための一連の制度改革を進めているが、これらの制度改革は、投資家は虚偽記載に誤導されて株価評価を誤るという前提のもとづくものであると思われる。これと整合するように、財務訂正についての多くの先行研究は、不正発覚時に株価は下落すること、および、その下落は利益訂正額が大きいほど大きいことを報告している (Beasley *et al.* 2010, 青淵 2011, 前川 2018, 尾関 2019 ほか)。そのいっぽうで、利益マネジメントについての多くの先行研究は、投資家が経営者の裁量に気付く場合があることを示している (Christensen *et al.* 1999, Marquardt and Wiedman 2004 ほか)。

このため、本章では会計不正が発覚して有価証券報告書を訂正した企業の不正着手から発覚前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することとした。なお、図表1に、会計不正着手から訂正報告書提出後の期間の時系列と、そのうちの本章の対象期間を示している。

図表 1：会計不正着手から訂正報告書提出後の期間の時系列



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。この結果は、投資家は、経営者の動機があきらかな場合を除き、虚偽記載された利益をその他の利益と区別できずに、そのまま意思決定に使うことを示すものである。

本章の構成は次のとおりである。第2節において関連する先行研究を要約して本章の位置付けを確認したのち、第3節で仮説を提示する。第4節でサンプルの選択方法とその基本的特徴を示して、第5節で検証モデルと検証結果を記述する。そして、第6節において追加検証をおこなう。第7節は本章のまとめとして、本章の貢献と限界を指摘する。

2 先行研究

本章の主題は、不正着手から発覚までの期間（ERROR 期間）を対象にして、投資家は利益の虚偽記載（*MIS*）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あきらかにすることである。

訂正公表前の期間を対象にして、*MIS* を含む利益と株価の関係を検証した初期の研究として Kinney and McDaniel (1989)がある。彼らは、年度財務諸表注記において四半期利益を訂正した米国企業を対象にして、訂正公表前に株価は下落すること、および、四半期利益を過大計上した年度業績悪化企業の株価下落は大きいことをあきらかにした。その後の研究は、大別すると、訂正公表前の株価下落や特定の投資家による持株処分を示して投資家は訂正を予見できるとするもの(Bardos *et al.* 2011, 廣瀬 2012, Hribar *et al.* 2009 ほか)と、

MIS または *MIS* を含む会計情報と株価との関係から投資家は *MIS* に気付いているか否かを見るもの(Bardos *et al.* 2011, 廣瀬 2012, Dang *et al.* 2011)がある。

本章の主題はまた、利益マネジメントが疑われる場合の利益と株価の関係をみる研究にも関係する。これらの研究は、投資家は経営者のインセンティブを考慮して利益情報を使うこと(Christensen *et al.* 1999, Bartov *et al.* 2002, Nweaze 2011 ほか)、および、経営者に機会主義的利益マネジメントのインセンティブがある場合には利益に含まれる経営者の裁量部分は割引評価されること(Balsam *et al.* 2002, Marquardt and Wiedman 2004 ほか)をあきらかにしている。

これらのうち、本章の主題にもっとも近いのは *MIS* または *MIS* を含む会計情報と株価との関係であるため、以下において、Bardos *et al.* (2011)、廣瀬(2012)、Dang *et al.* (2011)の研究をやや詳しくみることにする。

2.1 虚偽記載(*MIS*)を含む利益にたいする投資家の反応についての研究

Bardos *et al.* (2011) は、投資家は利益に含まれる *MIS* に誤導されるか否かを検証した。検証対象は、1997年1月1日から2002年6月30日の間に年度または年度および四半期利益(四半期利益のみ)の訂正を公表した米国企業による当初利益発表のうち検証に必要なデータが入手できた406企業・四半期(147企業・四半期)である。なお、年度内に相殺される四半期利益訂正は検証対象から除外されている。使用されたデータベースは、GAO(2002)、Lexis-Nexis および Factiva, CRSP, Compustat, IBES である。訂正公表日、訂正対象期間、当初発表利益、訂正後利益は、SEC ファイル資料から手集計された。

検証は、ERROR 期間中の各利益発表日前後3日間の累積異常リターン(*CAR*)を利益サプライズの構成要素(*MIS*と真のサプライズ)に回帰して、各要素の係数と両者の差の統計的有意性をみることによっておこなわれた。*CAR*は加重平均CRSP市場リターン控除後リターンである。利益サプライズは当初発表利益とアナリスト予想¹³との差額である。なお、当初発表利益と訂正後利益はIBESのStreet earnings¹⁴と同じ基準となるように調整され、期末株価でデフレートされている。また、検証に使用された変数は上下各1%でwinsorizeされている。この検証は、コントロール企業を含めたサンプルと、そのサンプルを年度利益訂

¹³ 利益公表90日前以降にIBESに報告されたアナリストの最新予想の中央値。

¹⁴ GAAP利益から特定の費用(特別項目、ノンキャッシュ項目等)を調整した利益。

正有無によってわけたサブサンプルを対象としている。コントロール企業は、ERROR 期間期首の業種が同じで、株式上場時価総額が近似（70%から130%）する企業¹⁵のうち、純資産簿価時価比率がもっとも近い企業である。コントロール企業の *MIS* はゼロである。検証の結果、四半期利益訂正のみのサブサンプルを除き、*MIS* の係数と真のサプライズの係数はいずれも統計的に有意なプラスであり、両者の間に統計的に有意な差はなかった。この結果は、投資家は利益に含まれる *MIS* を識別できないことを示している。

彼らはさらに上記のうち年度利益訂正があるサブサンプルを対象にして、上記の回帰式に、訂正公表四半期の何四半期前かを示す変数、および、その変数と *MIS* の交差項を加えて、検証をおこなった。検証は、交差項の係数の統計的有意性をみることによっておこなわれた。検証の結果、交差項の係数は統計的に（10%水準で）有意なプラスであった。この結果は、訂正公表が近づくにつれて、投資家は *MIS* に重きを置かなくなることを示している。

廣瀬（2012）は、後日訂正される誤った決算発表日において損益計算書の表示区分ごとのサプライズはどのように株価に織り込まれたかを検証した。検証対象は2006年5月1日から2011年6月15日の間に誤謬または不正に起因する有価証券報告書および/または決算短信の損益計算書の訂正を公表した日本企業612社による当初利益発表881企業・年である。使用されたデータベースはロイター財務の Point-in-time である。

検証は、決算発表日前後3日間の平均バイ・アンド・ホールド異常リターン (*BHAR*) をサプライズの構成要素 (*MIS* と真のサプライズ) に回帰して、各構成要素の係数、および、両者の差の統計的有意性¹⁶をみることによっておこなわれた。*BHAR* は、コントロール企業株式リターン控除後である。コントロール企業は、業種と TOPIX 採用の有無が同じで、時価総額が近似（0.7倍から1.3倍）する企業のうち、自己資本簿価時価比率がもっとも近い企業である。サプライズは、初期イベント日前の会社予想と訂正後数値の差額であり、時価総額でデフレートされている¹⁷。この検証は、有価証券報告書の訂正¹⁸があるものを、監理

¹⁵ 該当する企業がない場合には、規模がもっとも近い同業企業である。

¹⁶ White (1980) の不均一分散修正後。以下、同様。

¹⁷ さらに、異常値処理のため、3標準偏差で5回 winsorize され、その平均と標準偏差で平均から3標準偏差以上かい離れた値は、3標準偏差値に修正されている。

¹⁸ 決算短信の訂正についても同様の検証がおこなわれた。検証の結果、ほとんどの場合の係数は統計的に有意ではなかった。この結果は、軽微な訂正は株価に影響しないことを示している。

銘柄指定銘柄を含むか否かを基準にしてわけたサブサンプルを対象にしている。当期利益と経常利益の検証結果についてみると、いずれのサブサンプルについても *MIS* の係数は統計的に（10%水準で）有意なプラスであったが、真のサプライズの係数は統計的に有意にゼロと異ならなかった。また、*MIS* の係数と真のサプライズの係数の差は、監理銘柄指定銘柄を除いたサブサンプルの経常利益については統計的に（10%水準で）有意であったことを除き、統計的に有意にゼロと異ならなかった。これらの結果は、*MIS* は投資家にある程度のサプライズをあたえることを示している。

2.2 虚偽記載(*MIS*)を含む会計情報の株価説明力についての研究

Dang *et al.* (2011) は、重大な *MIS* を含む財務諸表に無限定適正意見が発行された場合（監査の失敗）の会計情報の価値関連性を検証した。検証対象は、1980年から2000年の間に終了した会計年度について、SEC法執行、*MIS* に起因する訂正、監査の失敗に起因する監査人にたいする訴訟対象のいずれかに該当する346社の616企業・年である。なお、検証対象からは、四半期のみにかんするもの、監査人に責任がないもの、無限定適正意見以外のものは除外されている。使用されたデータベースは、AAER, Wall Street Journal Index および Lexis-Nexis News Library, 監査人にたいする訴訟のデータベース (Palmrose 1999), Compustat, CRSP である。

検証は、監査の失敗があった企業 (AF) とそのコントロール企業 (NAF) それぞれの株価を利益と自己資本簿価に回帰して、それぞれの決定係数 (R^2) の大きさをみることによっておこなわれた。NAF は、AF と年度と業種が同じで、総資産規模が近似する（差が10%以内¹⁹）AF以外の企業から、監査人の評判を基準にして選択された。監査人の評判は Big 8/6/5/4 か否かである。 R^2 の大小は、AF および AF と監査人の評判が同じ NAF それぞれについてブートストラップ再標本を1000回採取して計算した各1,000個の R^2 の83.4%信頼区間の範囲によって判断された。83.4%はこの方法を使って2つの R^2 の差を有意水準5%で検定するために必要な信頼区間である。株価は決算日から3か月後のものであり、利益は異常項目前である。利益と自己資本簿価は1株当たりである。検証の結果、AF の R^2 は NAF の R^2 より小さかった。この結果は、監査の失敗公表前に投資家は重大な *MIS* に気付

¹⁹ 該当する企業がない場合は、他の条件を満たす企業のうち規模がもっとも AF に近い企業が NAF とされ、NAF がない AF は検証対象から除外された。

いて会計情報を割り引いてみることを示している。

彼らはずぎに、監査人の評判の影響を2つの方法でコントロールして、検証をおこなった。2つの方法は、AFと、①監査人の評判がAFと同じNAFとを比較する方法、および、②監査人の評判がAFと違うNAFとを比較する方法である。検証の結果²⁰、いずれの方法によった場合も、AFの R^2 はNAFの R^2 より小さかった。これらの結果は、監査の失敗公表前に投資家がMISに気付く理由は監査人の評判ではないことを示している。

2.3 先行研究における本章の位置づけ

以上のように、訂正公表前のMISと株価の関係をみる研究は少なく、投資家はMISに気付くことを示すもの(Dang *et al.* 2011)、訂正公表が近づくにつれて気付くことを示すもの(Bardos *et al.* 2011)、誤導されることを示すもの(廣瀬 2012)がある。これらのうち、Dang *et al.* (2011)はMISを含む会計情報の価値関連性の低下は監査人の評判に起因しないことを、また、Bardos *et al.* (2011)は訂正公表日が近づくにつれて投資家はMISに重きを置かなくなることを示したが、いずれの研究も投資家が気付く理由をあきらかにしていない。検証方法については、Bardos *et al.* (2011)と廣瀬(2012)は、MISと株式リターンの関係を見ているが、株価との関係を見ている。また、Dang *et al.* (2011)は、MISを含む会計情報と株価の関係をみているが、MISと株価の関係をみている。

このため、本章では、企業価値評価モデルを理論的基礎とする利益資本化モデルを使って、公表利益をMISとその他にわけて検証する。これによって、MISは株価に反映されているか否か、および、反映されているとすれば、その他の部分と同様に反映されているか否かをあきらかにする。本章ではまた、利益と株価の関係に経営者の機会主義的利益マネジメントのインセンティブが影響することを示す先行研究(Bartov *et al.* 2002, Balsam *et al.* 2002 ほか)を考慮して、MISによって利益ベンチマークが達成された場合とそれ以外の場合で、MISにたいする投資家の評価は異なるか否かを検証する。これによって、投資家がMISに誤導される(またはされない)とすれば、それはどのような場合かをあきらかにする。

²⁰ 監査人がBig 8/6/5/4であるNAFの外れ値控除後。

3 仮説

前節では、先行研究における本章の位置づけを確認した。本節では、先行研究で得られた知見をもとに、仮説を構築する。

「投資家は、将来の配当の割引現在価値、株主に帰属するフリー・キャッシュフローの割引現在価値、残余利益モデルなどの企業評価モデルにしたがって企業価値を評価（推定）すると、一般に考えられている。（中略）いずれのモデルを使うにせよ、（中略）将来のフローにかんする情報が、企業価値の評価にとって必要不可欠なインプット要素である（大日方 2013)」。そして、新たな情報によって投資家が期待を改訂すれば、株価は変動する。多くの先行研究は、株価と、業績変化の符号や大きさまたは利益の間に、プラスの相関があることをあきらかにしている（Ball and Brown 1968, Beaver *et al.* 1979, Hayn 1995 ほか）。

この関係（機能的固定化仮説）を前提とすれば、経営者は業績や株価の低迷がもたらす好ましくない経済的帰結（Kaplan 1994 ほか）を利益操作によって回避できる。その操作が一般に求められた会計原則を逸脱するものであれば、企業や経営者に深刻なペナルティが課される（Karpoff *et al.* 2008a, 2008b ほか）ため、不正は巧妙に隠蔽される。巧妙に隠蔽されている限り、投資家が公表利益に不信をいだく積極的な理由はない。

これらと整合するように、Bardos *et al.* (2011)および廣瀬 (2012)は、投資家は公表利益に含まれる虚偽記載(MIS)に反応することを示した。また、Griffin *et al.* (2004)は連邦クラス・アクション証券訴訟において不正開示開始が申し立てられた日に株価は上がり、訂正公表時に下がること、そして、両者の間にはマイナスの相関があることを示した。訂正公表時の株価反応を検証したほとんどの研究もまた、利益訂正額と株価下落の間には関係があることを報告している（Wu 2002, Palmrose *et al.* 2004, Lev *et al.* 2008, 奥村 2014, 尾関 2019 ほか）。これらの研究は、投資家は MIS に気付かないことを示唆するものである。投資家が気付かなければ、MIS は株価に反映されるはずである。ここから以下の帰無仮説を設定する。

帰無仮説 1：利益に含まれる虚偽記載(MIS)は株価に反映されない。

そのいっぽうで、利益マネジメントの先行研究は、投資家は経営者のインセンティブ情

報から利益の質またはノイズ (Scott 2015) を評価して、利益情報を意思決定に使うことをあきらかにしている。たとえば、Christensen *et al.* (1999)は、損害保険会社のなかでも規制回避のインセンティブが特に強い会社の利益サプライズにたいする株価反応は、そうでない同業他社より、小さいことを示した。また、Marquardt and Wiedman (2004)は、経営者の持株売出しがある企業の売出し年度の利益は割引評価されること、そして、裁量的会計発生高は株価に反映されないことを示した。

利益ベンチマーク達成は市場にプレミアム評価される (Barth *et al.* 1999, Bartov *et al.* 2002 ほか)のものであり、経営者の利益マネジメントのインセンティブのひとつである (首藤 2010)。利益マネジメントによるベンチマーク達成について、たとえば、Bartov *et al.* (2002)は、この場合の株価プレミアムは、そうでない場合より、小さいことを示している。また、Balsam *et al.* (2002) は、利益マネジメントによるベンチマーク達成が疑われる四半期の Form 10-Q ファイル日の株式異常リターンと予想外裁量的会計発生高との間のマイナスの相関を報告している²¹。

MISによって利益ベンチマークが達成される場合もある (Donelson *et al.* 2013)。この場合の MISとその他の利益が同様に株価に反映されるか否かをあきらかにした先行研究はみあたらないが、Lev *et al.* (2008)は、増益または黒字という履歴を消滅させる訂正やその連続期間を短縮する訂正公表時の株価下落は、そうでない場合より、大きいことを示した。この結果は、MISによる利益ベンチマーク達成にプレミアムがあり、投資家は訂正公表まで気付かないことを示唆するものである。しかしながら、利益マネジメントの研究成果を考慮すれば、MISによる利益ベンチマーク達成に投資家が不信をいだく可能性は、そうでない場合より、高いと考えられる。投資家が不信をいだけば、MISは割り引いて株価に反映されるはずである。ここから、以下の帰無仮説を設定する。

帰無仮説2：虚偽記載(MIS)にたいする投資家の評価は利益ベンチマーク達成か否

²¹ 利益マネジメントによるベンチマーク達成が疑われる場合は、予想外裁量的会計発生高 (da)によって利益ベンチマークを丁度達成またはわずかに上回った場合である。予想外 da は、対前年同四半期 da 増加額である。これは、da の発生は seasonal random walk process に従うことを前提としたものである。なお、da の期待値をゼロと仮定して、da の水準を使用した検証結果も同様であった。

かで異なる。

4 サンプルの選択とその基本的特徴

本節では、検証の対象となるサンプルの選択方法を記述したのち、サンプルの記述統計量を提示する。

4.1 サンプル選択

本章の検証対象は、第 2 章で選択した会計不正が発覚した企業のうち過年度有価証券報告書の主要な経営指標を訂正した企業（訂正企業）が、不正着手日から発覚日が属する月の前月末までの期間（ERROR 期間）に提出した有価証券報告書の当期純利益である。不正着手日は虚偽記載開始年度期首であり、不正発覚日は会計操作を示唆する最初のニュース公表日である。ERROR 期間末を不正発覚日が属する月の前月末としたのは、不正発覚日またはその直前に提出された有価証券報告書を除外するためである。なお、有価証券報告書提出日は決算日から 3 か月後の月末とみなしている。検証に必要なデータが入手できた訂正企業は 180 社の 639 企業・年である。

不正発覚日は eol に収録されたプレス・リリースから特定した。訂正前後の財務データはそれぞれ有価証券報告書と訂正報告書から取得した。利益予想は株式会社東洋経済新報社の会社四季報から、また、株価データは株式会社金融データソリューションズの 2016 年版 NPM から取得した。

4.2 記述統計量

検証に使用する変数の基本統計量は図表 2 にまとめてある。 $PRICE$ は当期末から 3 か月経過後の株価である。 OR は有価証券報告書の当期純利益、 RE は訂正報告書の当期純利益、 MIS は利益の虚偽記載額であり、 OR から RE を控除した差額である。利益は 1 株当たりである。これらの変数は、分散不均一に対処するために前期末から 3 か月経過後の株価でデフレートされ、異常値を排除するために上下各 2.5% でウインサー処理されている。

図表 2：PRICE, OR, RE, MISの記述統計量

variable	N	mean	sd	p25	p50	p75
PRICE	639	0.9806	0.4090	0.7411	0.9483	1.1679
OR	639	-0.0277	0.2189	-0.0545	0.0315	0.0749
RE	639	-0.0620	0.2534	-0.0883	0.0129	0.0612
MIS	639	0.0230	0.0694	0.0000	0.0049	0.0250

PRICE: 当期末から3か月経過後の株価, 前期末から3か月経過後の株価でデフレート後
 OR: 1株当たり当初発表利益, 前期末から3か月経過後の株価でデフレート後
 RE: 1株当たり訂正後利益, 前期末から3か月経過後の株価でデフレート後
 MIS: 1株当たり虚偽記載額, 前期末から3か月経過後の株価でデフレート後

図表2をみると、ORとREの平均値（中央値）はマイナス（プラス）であり、大半の企業・年は利益を計上しているものの、損失の大きい企業・年があることがわかる。また、MISの平均値と中央値はいずれもプラスであり、大半の企業・年は利益過大計上であるが、第一四分位数がゼロであることから、MISがゼロ以下の企業・年が相当数あることがわかる。

本章ではMISによる利益ベンチマーク達成の有無がMISとPRICEの関係にあたる影響を検証する。このため、図表3にMISによる利益ベンチマーク達成の発生頻度をまとめている。検証対象とするベンチマークは、①損失回避、②減益回避、③利益予想未達回避である。①はREが損失でORは利益の場合、②はREが減益でORは増益の場合、③はREが未達でORは達成の場合である。ベンチマーク達成の有無は年度利益を基準に決定している。利益予想は決算短信発表前の最新の会社四季報予想値である。

図表 3：MISによる利益ベンチマーク達成の発生頻度

	①～③いずれか		①損失回避		②減益回避		③利益予想未達回避	
	N	%	N	%	N	%	N	%
なし	480	75.12	561	87.79	591	92.49	545	85.29
あり	159	24.88	78	12.21	48	7.51	94	14.71
計	639	100.00	639	100.00	639	100.00	639	100.00

図表3をみると、約4分の1はMISによって①から③いずれかひとつのベンチマークが達成されていること、および、それぞれについても、②はやや少ないが、相当数はMISによって達成されていることがわかる。

5 検証モデルおよび検証結果

本節では利益資本化モデルを使って第3節の仮説を検証する。このモデルは、会計情報を利用した企業評価モデルのひとつであり、ここから株価を利益に回帰する以下の回帰式(1)が導かれる(大日方 2013)。

$$\text{株価}_t = a + b \text{利益}_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

仮説1の検証には、回帰式(1)の利益を訂正後利益(*RE*)と虚偽記載額(*MIS*)に分解した以下のモデル(2)を使用する。利益を *RE* と *MIS* にわけるのは両者の持続性は異なる(Scott 2015)と考えたためである。ここでは、損失と利益過少計上をコントロールする。

$$\begin{aligned} \text{PRICE}_t = & a_1 + a_2 d_reLOSS_t + a_3 d_misLOSS_t + b_1 RE_t + b_2 MIS_t + c_1 RE_t * d_reLOSS_t \\ & + c_2 MIS_t * d_misLOSS_t + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (2)$$

*PRICE*は当期末から3か月経過後の株価である。*RE*は訂正報告書の当期純利益である。*MIS*は有価証券報告書の当期純利益から*RE*を控除した差額である。*RE*と*MIS*は1株当たりである。これらの変数は、分散不均一に対処するために前期末から3か月経過後の株価でデフレートされ、異常値を排除するために上下各2.5%でウインサー処理されている。*d_reLOSS*と*d_misLOSS*はそれぞれ*RE*と*MIS*がマイナスの場合を1、そうでない場合をゼロとするダミー変数である。なお、表記は省略しているが、年度固定効果を考慮して年度ダミーを含める。また、分散不均一に対処するためにロバスト推定をおこなう。

b_2 が統計的に有意なプラスであれば*MIS*は株価に反映されることを示すため、帰無仮説1を棄却できる。ここで、 $b_1 - b_2$ が統計的に有意なプラスであれば、*MIS*は株価に反映されるとしても、*RE*とくらべて、割引評価されるといえるため、これについても検証する。

仮説2の検証には、モデル(2)の*MIS*を、*MIS*によって利益ベンチマークを達成した場合の*MIS*とそれ以外の*MIS*にわけた以下のモデル(3)を使用する。

$$\begin{aligned} \text{PRICE}_t = & a_1 + a_2 d_reLOSS_t + a_3 d_misLOSS_t + a_4 d_EM_t + b_1 RE_t + b_2 MIS_t \\ & + b_3 MIS_t * d_EM_t + c_1 RE_t * d_reLOSS_t + c_2 MIS_t * d_misLOSS_t + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (3)$$

d_{EM} は、*MIS*によって利益ベンチマークを達成した場合を1、それ以外をゼロとするダミー変数である。*MIS*によって利益ベンチマークを達成した場合は、①損失回避、②減益回避、③利益予想未達回避のいずれかひとつ以上に該当する場合である。その他の変数やモデルの推定方法はモデル(2)と同様である。

b_3 が統計的に有意にゼロと異なれば、*MIS*によって利益ベンチマークを達成した場合の*MIS*とそれ以外の*MIS*の評価は違うといえるため、帰無仮説2を棄却できる。同様に、 b_2 と b_2+b_3 のいずれかひとつが統計的に有意にゼロと異なり、他方がそうでない場合、および、 $b_1 - b_2$ と $b_1 - (b_2+b_3)$ のいずれかひとつが統計的に有意にゼロと異なり、他方がそうでない場合も、帰無仮説2を棄却できる。このため、これらの統計的有意性についても検証する。

検証結果は図表4にまとめてある。モデル(2)の b_2 は統計的に有意なプラスであった。この結果は、*MIS*は株価に反映されることを示すものであり、帰無仮説1は棄却される。また、 $b_1 - b_2$ は統計的に(10%水準で)有意なプラスであった。これらの結果から、*MIS*は株価に反映されるが、*RE*とくらべて、割引評価されることがわかる。モデル(3)の b_3 はマイナスであったが、統計的に有意にゼロと異ならなかった。そのいっぽうで、 b_2 は統計的に有意なプラスであったのにたいして、 b_2+b_3 は統計的に有意にゼロと異ならなかった。また、 $b_1 - b_2$ は統計的に有意にゼロと異ならなかったのにたいして、 $b_1 - (b_2+b_3)$ は統計的に有意なプラスであった。これらの結果は、*MIS*によってベンチマークを達成した場合の*MIS*とその他の*MIS*の評価は異なることを示しており、帰無仮説2もまた棄却される。

以上のように本節の検証結果は、投資家は*MIS*によって利益ベンチマークを達成した場合の*MIS*に気付くが、その他の*MIS*には誤導されるというものであった。この結果は、株価への影響が大きい利益ベンチマーク達成の有無にたいして投資家が特段の注意を払った結果であると解釈できる。

図表 4：回帰結果

$$PRICE_t = a_1 + a_2 d_reLOSS_t + a_3 d_misLOSS_t + b_1 RE_t + b_2 MIS_t + c_1 RE_t * d_reLOSS_t + c_2 MIS_t * d_misLOSS_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

$$PRICE_t = a_1 + a_2 d_reLOSS_t + a_3 d_misLOSS_t + a_4 d_EM_t + b_1 RE_t + b_2 MIS_t + b_3 MIS_t * d_EM_t + c_1 RE_t * d_reLOSS_t + c_2 MIS_t * d_misLOSS_t + \varepsilon_t \quad (3)$$

モデル(2)

変数	係数	[t値]	線形制約	係数	[F値]
<i>b1 RE</i>	1.4951	[4.50]***	<i>b1-b2</i>	0.7615	[3.05]*
<i>b2 MIS</i>	0.7336	[2.65]***			
<i>RE*d_reLOSS</i>	-1.5333	[-4.42]***			
<i>MIS*d_misLOSS</i>	0.5316	[0.53]			
<i>d_reLOSS</i>	-0.0927	[-2.09]**			
<i>d_misLOSS</i>	0.0181	[0.42]			
<i>Constant</i>	0.9800	[24.86]***			
year_dummy	yes		Adj-R-squared		0.2615
			N		639

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

モデル(3)

変数	係数	[t値]	線形制約	係数	[F値]
<i>b1 RE</i>	1.4913	[4.54]***	<i>b1-b2</i>	0.3442	[0.34]
<i>b2 MIS</i>	1.1471	[2.40]**	<i>b2+b3</i>	0.4225	[1.55]
<i>b3 MIS*d_EM</i>	-0.7246	[-1.29]	<i>b1-(b2+b3)</i>	1.0688	[4.91]**
<i>RE*d_reLOSS</i>	-1.5439	[-4.47]***			
<i>MIS*d_misLOSS</i>	0.1194	[0.11]			
<i>d_reLOSS</i>	-0.0983	[-2.21]**			
<i>d_misLOSS</i>	0.0317	[0.72]			
<i>d_EM</i>	0.0517	[1.19]			
<i>Constant</i>	0.9627	[22.13]***			
year_dummy	yes		Adj-R-squared		0.2617
			N		639

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

- PRICE_t*: 当期末から3か月経過後の株価，前期末から3か月経過後の株価でデフレート後
- RE_t*: 1株当たり訂正後利益，前期末から3か月経過後の株価でデフレート後
- MIS_t*: 1株当たり虚偽記載額，前期末から3か月経過後の株価でデフレート後
- d_EM_t*: 虚偽記載による利益ベンチマーク達成がある場合を1，それ以外の場合をゼロとするダミー変数
- d_reLOSS_t*: *RE_t*がマイナスの場合を1，それ以外の場合をゼロとするダミー変数
- d_misLOSS_t*: *MIS_t*がマイナスの場合を1，それ以外の場合をゼロとするダミー変数

6 追加検証

前節では、有価証券報告書の利益を検証対象として、利益の虚偽記載(*MIS*)によって、①損失回避、②減益回避、③利益予想未達回避のうちのいずれかひとつ以上のベンチマークを達成した場合の *MIS*に投資家は不信をいだくことをあきらかにした。本節ではまず、ベンチマークの種類①から③によって、結果に違いがあるか否かを確認する。つぎに四半期報告書の利益についても、前節と同様の結果がえられるか否かを確認する。また、投資家が *MIS*に不信をいだく別の理由として考えられる *MIS*累計額の増大による影響をみて、前節の結果は *MIS*による利益ベンチマーク達成に起因するといえるか否かを確認する。

6.1 利益ベンチマークの種類別検証

本項では *MIS*によって、①損失回避、②減益回避、③利益予想未達回避それぞれを達成した場合について、前節と同様の検証をおこなう。検証には前節のモデル(3)と同じモデル(4)を使用する。本項の d_{EM} は、①から③それぞれを達成した場合を1、それ以外をゼロとするダミー変数である。その他の変数やモデルの推定方法は前節と同様である。仮説の検証は前節と同様におこなう。

$$PRICE_t = a_1 + a_2 d_{reLOSS}_t + a_3 d_{misLOSS}_t + a_4 d_{EM}_t + b_1 RE_t + b_2 MIS_t + b_3 MIS_t * d_{EM}_t + c_1 RE_t * d_{reLOSS}_t + c_2 MIS_t * d_{misLOSS}_t + \varepsilon_t \quad (4)$$

検証結果は図表5にまとめてある。①から③いずれについても、 b_3 はマイナスであったが、統計的に有意にゼロと異ならなかった。そのいっぽうで、 b_2 は統計的に有意なプラスであったのにたいして、 b_2+b_3 は統計的に有意にゼロと異ならなかった。また、 $b_1 - b_2$ は統計的に有意にゼロと異ならなかったのにたいして、 $b_1 - (b_2+b_3)$ は統計的に(②については10%水準で)有意なプラスであった。これらの結果は、②の結果はやや弱いものの、いずれのベンチマークについても、*MIS*による達成とその他の場合で、*MIS*の評価は異なることを示しており、前節の結果は、①損失回避、②減益回避、③利益予想未達回避いずれについても同様にいえることを確認した。なお、②の結果がやや弱いのは、第4節で示したように、②は、①や③とくらべて、少ないことに関係する可能性がある。

図表 5：回帰結果

$$PRICE_t = a_1 + a_2 d_{reLOSS}_t + a_3 d_{misLOSS}_t + a_4 d_{EM}_t + b_1 RE_t + b_2 MIS_t + b_3 MIS_t * d_{EM}_t + c_1 RE_t * d_{reLOSS}_t + c_2 MIS_t * d_{misLOSS}_t + \varepsilon_t \quad (4)$$

モデル(4) 変数		①損失回避		②減益回避		③未達回避	
		係数	t値	係数	t値	係数	t値
<i>b1</i>	<i>RE</i>	1.4641	[4.47]***	1.4762	[4.47]***	1.5059	[4.55]***
<i>b2</i>	<i>MIS</i>	1.0496	[2.86]***	0.9793	[2.84]***	0.8945	[2.37]**
<i>b3</i>	<i>MIS*d_EM</i>	-0.8317	[-1.37]	-0.6546	[-1.11]	-0.5576	[-1.14]
	<i>RE*d_reLOSS</i>	-1.5194	[-4.40]***	-1.5142	[-4.37]***	-1.5482	[-4.48]***
	<i>MIS*d_misLOSS</i>	0.1868	[0.18]	0.2737	[0.27]	0.3837	[0.37]
	<i>d_reLOSS</i>	-0.1062	[-2.18]**	-0.0965	[-2.18]**	-0.0926	[-2.09]**
	<i>d_misLOSS</i>	0.0256	[0.60]	0.0225	[0.52]	0.0268	[0.62]
	<i>d_EM</i>	0.0747	[0.86]	0.0283	[0.34]	0.0538	[1.09]
	<i>Constant</i>	0.9753	[21.75]***	0.9712	[24.35]***	0.9712	[23.88]***
	<i>year_dummy</i>	yes		yes		yes	
線形制約		係数	F値	係数	F値	係数	F値
<i>b1-b2</i>	<i>RE - MIS</i>	0.4145	[0.66]	0.4969	[1.01]	0.6114	[1.45]
<i>b2+b3</i>	<i>MIS + MIS*d_EM</i>	0.2179	[0.19]	0.3247	[0.42]	0.3369	[0.93]
<i>b1-(b2+b3)</i>	<i>RE - (MIS + MIS*d_EM)</i>	1.2462	[4.43]**	1.1515	[3.52]*	1.169	[5.76]**
Adj-R-squared		0.2619		0.2611		0.2609	
N		639		639		639	

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

PRICE_t: 当期末から3か月経過後の株価，前期末から3か月経過後の株価でデフレート後
RE_t: 1株当たり訂正後利益，前期末から3か月経過後の株価でデフレート後
MIS_t: 1株当たり虚偽記載額，前期末から3か月経過後の株価でデフレート後
d_{EM}_t: *MIS*による①から③それぞれの利益ベンチマーク達成がある場合を1，それ以外の場合をゼロとするダミー変数
d_{reLOSS}_t: *RE_t*がマイナスの場合を1，それ以外の場合をゼロとするダミー変数
d_{misLOSS}_t: *MIS_t*がマイナスの場合を1，それ以外の場合をゼロとするダミー変数

6.2 四半期データを使用した検証

前節の検証対象は有価証券報告書の当期純利益であった。本項の検証対象は四半期報告書の四半期純利益である。本項の検証対象は前節では対象外とされた四半期利益のみの訂正や検証対象年度後の四半期利益訂正を含むが、四半期報告書制度導入（2009年3月期）前の期間を含まない。本項の検証における不正着手日は虚偽記載開始四半期期首である。なお、本項の検証に使用する訂正後利益は四半期または有価証券報告書から手集計した。検証に必要なその他のデータは、トムソン・ロイター・データストリームから入手した。検証に必要なデータが入手できたのは110社の749企業・四半期である。

本項の検証には、それぞれ、前節のモデル(2)とモデル(3)と同じ以下のモデル(5)とモデル(6)を使用する。仮説の検証は前節と同様におこなう。

$$PRICE_t = a_1 + a_2 d_{reLOSS}_t + a_3 d_{misLOSS}_t + b_1 RE_t + b_2 MIS_t + c_1 RE_t * d_{reLOSS}_t + c_2 MIS_t * d_{misLOSS}_t + \varepsilon_t \quad (5)$$

$$PRICE_t = a_1 + a_2 d_{reLOSS}_t + a_3 d_{misLOSS}_t + a_4 d_{EM}_t + b_1 RE_t + b_2 MIS_t + b_3 MIS_t * d_{EM}_t + c_1 RE_t * d_{reLOSS}_t + c_2 MIS_t * d_{misLOSS}_t + \varepsilon_t \quad (6)$$

*PRICE*は翌四半期末株式上場時価総額である。*RE*は当四半期以前4四半期間の訂正後四半期利益合計である。*MIS*は当四半期以前4四半期間の虚偽記載額合計、すなわち、当四半期以前4四半期間の訂正前四半期利益合計から*RE*を控除した差額である。なお、不正着手日前3四半期間の*MIS*はゼロである。これらの変数は、分散不均一に対処するために3四半期前期末株式上場時価総額でデフレートされ、異常値を排除するために上下各2.5%でウインサー処理されている。

本項で検証対象とする利益ベンチマークは、①損失回避、②減益回避のいずれかひとつ以上、または、それぞれである。前節で対象とした③利益予想未達回避を対象外としたのは前節と同種の利益予想を入手できないためである。ベンチマーク達成の有無は当四半期以前4四半期間の利益合計を基準に判断する。その他の変数やモデルの推定方法は前節のモデル(2)とモデル(3)と同様である。

検証結果は図表6にまとめてある。まずモデル(5)の結果をみると、 b_2 は統計的に有意なプラスであった。この結果は、*MIS*は株価に反映されることを示すものであり、帰無仮説1は棄却される。また、 $b_1 - b_2$ は統計的に有意にゼロと異ならなかった。この結果は、投資家は*MIS*と*RE*を区別できないことを示している。つぎにモデル(6)の①または②の結果をみると、 b_3 はマイナスであったが、統計的に有意にゼロと異ならなかった。そのいっぽうで、 b_2 は統計的に有意なプラスであったのにたいして、 $b_2 + b_3$ は統計的に有意にゼロと異ならなかった。ただし、 $b_1 - b_2$ と $b_1 - (b_2 + b_3)$ いずれも統計的に有意にゼロと異ならなかった。つぎに、①と②それぞれについてみると、いずれの結果も、②の b_3 と $b_1 - (b_2 + b_3)$ がそれぞれ統計的に有意なマイナスとプラスとなったことを除き、①または②と同様であった。これらの結果は、いずれのベンチマークについても、*MIS*によって達成した場合の*MIS*は株価に反映されないが、それ以外の*MIS*は反映されること、すなわち、*MIS*によって利益ベンチマークを達成した場合の*MIS*とその他の*MIS*の評価は異なることを示しており、帰無仮説2もまた棄却される。これらいずれの結果も前節の主要な結果

と整合的であり、前節の結果は異なる検証対象やデータを使った場合にも頑健であることが確認された。

図表 6：回帰結果

$$PRICE_t = a_1 + a_2 d_reLOSS_t + a_3 d_misLOSS_t + b_1 RE_t + b_2 MIS_t + c_1 RE_t * d_reLOSS_t + c_2 MIS_t * d_misLOSS_t + \varepsilon_t \quad (5)$$

$$PRICE_t = a_1 + a_2 d_reLOSS_t + a_3 d_misLOSS_t + a_4 d_EM_t + b_1 RE_t + b_2 MIS_t + b_3 MIS_t * d_EM_t + c_1 RE_t * d_reLOSS_t + c_2 MIS_t * d_misLOSS_t + \varepsilon_t \quad (6)$$

モデル(5)

変数		係数 [t値]	線形制約	係数 [F値]
<i>b1</i>	<i>RE</i>	1.6804 [4.92]***	<i>b1-b2</i>	0.2795 [0.27]
<i>b2</i>	<i>MIS</i>	1.4009 [3.50]***		
	<i>RE*d_reLOSS</i>	-1.7204 [-4.76]***		
	<i>MIS*d_misLOSS</i>	-2.1387 [-2.76]***		
	<i>d_reLOSS</i>	-0.0369 [-0.89]		
	<i>d_misLOSS</i>	-0.0978 [-2.81]***		
	<i>Constant</i>	0.3612 [5.07]***		
	<i>year_dummy</i>	yes	Adj-R-squared	0.2533
			N	749

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

モデル(6)

変数		①または②		①損失回避		②減益回避	
		係数 [t値]		係数 [t値]		係数 [t値]	
<i>b1</i>	<i>RE</i>	1.6842 [4.90]***		1.6766 [4.89]***		1.6909 [4.96]***	
<i>b2</i>	<i>MIS</i>	1.2205 [2.74]***		1.2137 [2.82]***		1.5426 [3.71]***	
<i>b3</i>	<i>MIS*d_EM</i>	-0.1649 [-0.22]		-0.0549 [-0.06]		-1.9734 [-2.29]**	
	<i>RE*d_reLOSS</i>	-1.7748 [-4.92]***		-1.7621 [-4.86]***		-1.726 [-4.79]***	
	<i>MIS*d_misLOSS</i>	-1.9431 [-2.38]**		-1.9458 [-2.39]**		-2.2703 [-2.90]***	
	<i>d_reLOSS</i>	-0.066 [-1.55]		-0.0652 [-1.53]		-0.0375 [-0.90]	
	<i>d_misLOSS</i>	-0.0871 [-2.46]**		-0.0945 [-2.70]***		-0.0918 [-2.59]***	
	<i>d_EM</i>	0.1353 [2.27]**		0.1146 [1.16]		0.1505 [2.09]**	
	<i>Constant</i>	0.6774 [8.78]***		0.6753 [9.16]***		0.6753 [9.31]***	
	<i>year_dummy</i>	yes		yes		yes	
線形制約		係数 [F値]		係数 [F値]		係数 [F値]	
<i>b1-b2</i>	<i>RE - MIS</i>	0.4637 [0.66]		0.4629 [0.67]		0.1483 [0.07]	
<i>b2+b3</i>	<i>MIS + MIS*d_EM</i>	1.0556 [2.55]		1.1588 [1.87]		-0.4308 [0.28]	
<i>b1-(b2+b3)</i>	<i>RE - (MIS + MIS*d_EM)</i>	0.6286 [0.71]		0.5178 [0.32]		2.1217 [5.63]**	
	Adj-R-squared	0.2583		0.2542		0.2577	
	N	749		749		749	

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

PRICE_t: 翌四半期末株式上場時価総額, 3 四半期前期末株式上場時価総額でデフレート後
RE_t: 前四半期合計訂正後利益, 3 四半期前期末株式上場時価総額でデフレート後
MIS_t: 前四半期合計虚偽記載額, 3 四半期前期末株式上場時価総額でデフレート後
d_EM_t: ①MIS による損失回避と②減益回避のいずれかまたはそれぞれを 1, それ以外の場合をゼロとするダミー変数
d_reLOSS_t: *RE_t* がマイナスの場合を 1, それ以外の場合をゼロとするダミー変数
d_misLOSS_t: *MIS_t* がマイナスの場合を 1, それ以外の場合をゼロとするダミー変数

6.3 虚偽記載(MIS)累計額大小があたえる影響の検証

前節では MIS によって利益ベンチマークを達成した場合の MIS は株価に反映されないことをあきらかにした。そのいっぽうで、Bardos *et al.* (2011) は、訂正公表日が近づくとつれて投資家は MIS に重きを置かなくなることを示している。彼らはその理由を検証していないが、訂正公表日が近づくとつれて MIS の累積にともなう財務数値の異常が顕著になって投資家が不信をいだいた可能性がある。Bardos *et al.* (2011) はまた、虚偽記載期間の後半から株価下落は開始することを示している。株価下落に直面した経営者にはさらなる下落を回避したいという強いインセンティブがあり、そのために MIS によって利益ベンチマークを達成したとすれば、MIS による利益ベンチマーク達成と MIS 累計額の増大は同時に起こる。

MIS による利益ベンチマーク達成の有無と MIS 累計額の大小との間に関係があれば、前節の結果は、投資家が MIS による利益ベンチマーク達成に不信をいだいた結果ではなく、MIS の累積による財務数値の異常に起因する可能性を否定できない。このため、まず、MIS による利益ベンチマーク達成の有無と MIS 累計額の大小それぞれの発生頻度の関係を確認する。MIS 累計額の大小をわける基準は以下のふたつとする。すなわち、A.各年度末までの MIS 累計額絶対値が期首総資産に占める割合が全サンプルの最大四分位に属するか否か、および、B.各訂正企業の各年度末までの MIS 累計額が MIS 合計額に占める割合の絶対値が 1 以上か否かである。なお、B のうち MIS 期間全体をつうじて相殺されて MIS 合計額がゼロとなる場合の割合はゼロとする。利益ベンチマークは、①損失回避、②減益回避、③利益予想未達回避のいずれかひとつ以上、または、それぞれである。

両者の関係は図表 7 にまとめてある。図表 7 をみると、A の基準を使った場合 (Panel A) にはすべての場合に、また、B の基準を使った場合 (Panel B) には、③を除き、MIS によって利益ベンチマークを達成した (しない) 場合に MIS 累計額が大きい (小さい) 場合が占める割合は大きい (小さい) ことがわかる。カイ二乗検定の結果、A の基準を使った場合の①から③すべての割合の差と B の基準を使った場合の①と②の割合の差は、統計的に (B の①は 10%水準で) 有意であった。

図表7：MISによる利益ベンチマーク達成有無とMIS累計大小の発生頻度のクロス集計表

Panel A :

MIS累計額絶対値が期首総資産に占める割合

①~③いずれか	小	大	Total
なし	392	88	480
	82%	55%	75%
あり	88	71	159
	18%	45%	25%
Total	480	159	639
	100%	100%	100%

Pearson chi2(1) = 44.2688 Pr = 0.000

①損失回避	小	大	Total
なし	453	108	561
	94%	68%	88%
あり	27	51	78
	6%	32%	12%
Total	480	159	639
	100%	100%	100%

Pearson chi2(1) = 77.9738 Pr = 0.000

②減益回避	小	大	Total
なし	460	131	591
	96%	82%	92%
あり	20	28	48
	4%	18%	8%
Total	480	159	639
	100%	100%	100%

Pearson chi2(1) = 31.0691 Pr = 0.000

③未達回避	小	大	Total
なし	421	124	545
	88%	78%	85%
あり	59	35	94
	12%	22%	15%
Total	480	159	639
	100%	100%	100%

Pearson chi2(1) = 8.9956 Pr = 0.003

Panel B :

MIS累計額がMIS合計額に占める割合の絶対値

①~③いずれか	小	大	Total
なし	274	206	480
	76%	74%	75%
あり	86	73	159
	24%	26%	25%
Total	360	279	639
	100%	100%	100%

Pearson chi2(1) = 0.4356 Pr = 0.509

①損失回避	小	大	Total
なし	323	238	561
	90%	85%	88%
あり	37	41	78
	10%	15%	12%
Total	360	279	639
	100%	100%	100%

Pearson chi2(1) = 2.8623 Pr = 0.091

②減益回避	小	大	Total
なし	340	251	591
	94%	90%	92%
あり	20	28	48
	6%	10%	8%
Total	360	279	639
	100%	100%	100%

Pearson chi2(1) = 4.5414 Pr = 0.033

③未達回避	小	大	Total
なし	303	242	545
	84%	87%	85%
あり	57	37	94
	16%	13%	15%
Total	360	279	639
	100%	100%	100%

Pearson chi2(1) = 0.8285 Pr = 0.363

利益ベンチマーク達成の有無と *MIS* 累計額の大小の発生頻度に関係があることが確認されたため、本項では、以下のモデル(7)を使用して、*MIS* 累計額が大きい場合の *MIS* は株価に反映されるか否かを検証する。 b_2+b_3 が統計的に有意にゼロと異なれば *MIS* 累計額が大きい場合にも *MIS* は株価に反映されるといえるため、検証は b_2+b_3 の統計的有意性をみることによっておこなう。

$$PRICE_t = a_1 + a_2 d_reLOSS_t + a_3 d_misLOSS_t + a_4 d_Large_t + b_1 RE_t + b_2 MIS_t + b_3 MIS_t * d_Large_t + c_1 RE_t * d_reLOSS_t + c_2 MIS_t * d_misLOSS_t + \varepsilon_t \quad (7)$$

d_Large は、それぞれ、A.各年度末までの *MIS* 累計額絶対値が期首総資産に占める割合が全サンプルの最大四分位に属する場合、または、B.各訂正企業の各年度末までの *MIS* 累計額が *MIS* 合計額に占める割合の絶対値が 1 以上の場合を 1、それ以外をゼロとするダミー変数である。その他の変数やモデルの推定方法は前節と同様である。

検証結果は図表 8 にまとめてある。図表 8 をみると、A と B いずれの基準を使った場合も b_2+b_3 は統計的に有意なプラスであった。この結果は、*MIS* 累計額が大きい場合であっても *MIS* は株価に反映されることを示している。その他の結果についても確認すると、 b_3 , $b_1 - b_2$, $b_1 - (b_2+b_3)$ は、B の基準を使った場合の $b_1 - b_2$ が統計的に有意なプラスであったことを除き、統計的に有意にゼロと異ならなかった。これらの結果は、投資家が *MIS* に不信をいだいた理由は *MIS* 累計額の増大ではないことを示すものであり、利益ベンチマーク達成にたいして特段の注意を払ったことによって *MIS* に気付いたという前節の結果の解釈に矛盾しないことが確認された。

図表 8：回帰結果

$$PRICE_t = a_1 + a_2 d_reLOSS_t + a_3 d_misLOSS_t + a_4 d_Large_t + b_1 RE_t + b_2 MIS_t + b_3 MIS_t * d_Large_t + c_1 RE_t * d_reLOSS_t + c_2 MIS_t * d_misLOSS_t + \varepsilon_t \quad (7)$$

モデル(5) 変数		A. MIS累計/期首総資産		B. MIS累計/MIS合計	
		係数	t値	係数	t値
<i>b1</i>	<i>RE</i>	1.4630	[4.46]***	1.4933	[4.56]***
<i>b2</i>	<i>MIS</i>	0.9399	[1.94]*	0.4984	[1.67]*
<i>b3</i>	<i>MIS*d_Large</i>	0.0687	[0.13]	0.4553	[1.03]
	<i>RE*d_reLOSS</i>	-1.4716	[-4.27]***	-1.5297	[-4.47]***
	<i>MIS*d_misLOSS</i>	0.0614	[0.06]	0.4961	[0.50]
	<i>d_reLOSS</i>	-0.0833	[-1.85]*	-0.0893	[-1.98]**
	<i>d_misLOSS</i>	0.0245	[0.57]	0.0234	[0.54]
	<i>d_Large</i>	-0.0705	[-1.60]	-0.0267	[-0.79]
	<i>Constant</i>	0.9637	[21.92]***	0.9888	[23.73]***
	<i>year_dummy</i>	yes		yes	
線形制約		係数	F値	係数	F値
<i>b1-b2</i>	<i>RE - MIS</i>	0.5231	[0.80]	0.9949	[4.77]**
<i>b2+b3</i>	<i>MIS + MIS*d_Large</i>	1.0086	[8.32]***	0.9537	[6.01]**
<i>b1-(b2+b3)</i>	<i>RE - (MIS + MIS*d_Large)</i>	0.4544	[0.90]	0.5396	[1.10]
Adj-R-squared		0.2628		0.2609	
N		639		639	

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

PRICE_t: 当期末から3か月経過後の株価，前期末から3か月経過後の株価でデフレート後
RE_t: 1株当たり訂正後利益，前期末から3か月経過後の株価でデフレート後
MIS_t: 1株当たり虚偽記載額，前期末から3か月経過後の株価でデフレート後
d_reLOSS_t: *RE_t*がマイナスの場合を1，それ以外の場合をゼロとするダミー変数
d_misLOSS_t: *MIS_t*がマイナスの場合を1，それ以外の場合をゼロとするダミー変数
d_Large_t: *MIS*累計額絶対値が期首総資産に占める割合が最大四分位に属する場合，または，*MIS*累計額が*MIS*合計額に占める割合の絶対値が1以上の場合を1，それ以外の場合をゼロとするダミー変数

7 おわりに

本章では，不正着手から発覚までの期間を対象にして，投資家は利益の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）の存在に気付き，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、虚偽記載された利益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。

本章の検証対象は、会計不正が発覚した企業のうち過年度財務諸表を訂正した企業であり、その多くは業績の悪い企業であった。このため、本章の結果は、発覚していない不正や財務諸表の訂正がない不正、業績のよい企業による不正に該当するか否かはあきらかでない。本章は、虚偽記載による利益ベンチマーク達成と虚偽記載累計額の増大にともなう財務数値の異常について検証したが、投資家が虚偽記載に気付く可能性があるその他の場合については検証対象外である。

上述したような限界があるとはいえ、虚偽記載に誤導される(されない)条件をあきらかにしたこと、および、経営者による裁量的会計発生高の推定を必要としない虚偽記載という文脈においても、投資家は経営者の動機から利益の質を評価して、経営者の裁量部分を識別できることを示す実証結果を蓄積したことは本章の貢献といえるだろう。

第5章 会計不正が訂正完了後の公表利益の信頼性に与える影響

－訂正報告書提出後の期間を対象として－

1 はじめに

財務報告の目的は、企業価値評価の基礎となる情報、すなわち、投資家が将来キャッシュフローを予測するのに役立つ企業成果等を開示することである。この目的を達成するにあたり、会計情報に求められる最も基本的な特性は、意思決定有用性である。そのために会計情報が備えるべき下位の特性のひとつが信頼性である(企業会計基準委員会 2006)。

制度が提供する会計情報を信頼して投資意思決定に使っていた投資家が会計不正を知れば、従来の情報にもとづく評価を見直す。不正のほとんどは利益過大計上であるため、一般に、株価は下がる(Beasley *et al.* 2010, 青淵 2011, 前川 2018, 尾関 2019 ほか)。最初のニュースだけでは不正の全容を知りえないことが通常であるため、株価は続報にも反応する(奥村 2014, 前川 2018, 尾関 2019)。このため、相場は、不正についての不確実性が解消するまで、乱高下する。金融商品取引法が義務付ける訂正報告書には、こうした不正発覚後の市場の一連の混乱を取束する効果が期待されている。

訂正報告書が提出されれば、訂正内容の不確実性は解消し、投資家は不正がなかったと仮定した場合と同等以上の質の利益の履歴情報を意思決定に利用できる。そうなれば、過去に不正があっても、その後の利益情報は不正がなかった場合と同様に投資意思決定に使われるはずである。そのいっぽうで、一度失った信頼は簡単には回復しない可能性も否定できない。

このため、本章において、会計不正が発覚して有価証券報告書を訂正した企業(訂正企業)の訂正報告書提出後の期間を対象にして、会計不正は訂正完了後の利益の信頼性にどのような影響をあたえるかを検証することとした。なお、図表1に、会計不正着手から訂正報告書提出後の期間の時系列と、そのうちの本章の対象期間を示している。

図表 1：会計不正着手から訂正報告書提出後の期間の時系列



検証は、会計不正が訂正完了後の利益の信頼性に与える影響を、訂正企業と不正がなかった類似企業の利益は同様に株価に反映されているか否かをみることによっておこなった。類似企業を比較対象としたのは、Wu (2002), Wilson (2008), Chen *et al.* (2014)が、ある企業による訂正は訂正のない類似企業の利益の信頼性に影響しないことを報告しているためである。

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、損失はプラスに評価されなくなるというものであった。また、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が確認された。これらの結果は、訂正報告書によって利益の信頼性は回復するといえるが、経営者によるその後の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。

本章の構成は次のとおりである。第2節において関連する先行研究を要約して本章の位置付けを確認したのち、第3節では仮説を提示する。第4節でサンプルの選択方法とその基本的特徴をあきらかにして、第5節で検証モデルと検証結果を記述する。そして、第6節において追加検証をおこなう。第7節は本章のまとめとして、本章の貢献と限界を指摘する。

2 先行研究

本章のテーマは、会計不正は訂正完了後の利益の信頼性にどのような影響をあたえるかを検証することである。このテーマに関連する研究として Anderson and Yohn (2002),

Wu (2002), Wilson (2008), Chen *et al.* (2014)がある。これらの研究は、訂正公表前後で利益サプライズにたいする株価反応 (ERC) は違うか否かをみることによって、訂正がその後の利益の信頼性にあたえる影響を検証したものである。

2.1 訂正公表後の利益発表にたいする投資家の反応についての研究

Anderson and Yohn (2002)は、財務諸表訂正が利益への投資家の依存度にあたえる影響を検証した。検証対象は、1997年から1999年の間に会計上の誤謬に起因して訂正報告書を提出した企業による、当初ニュース公表日(date1)直前年度と訂正報告書提出日直後の年度利益発表である。検証は、利益発表日前後3日間の市場リターン控除後リターン(UR)を、予想外利益(UE)、 UE と収益訂正がある場合を1とするダミー変数($REVENUE$)との交差項、 UE と訂正報告書提出後に該当する場合を1とするダミー変数($POST$)との交差項、 UE と $REVENUE$ と $POST$ 3者の交差項に回帰することによっておこなわれた。 UE は公表利益とアナリスト予想の平均値との差額である。検証の結果は、訂正後に利益情報への投資家の依存度は下がること、および、収益訂正の有無は利益情報への投資家の依存度に影響しないことを示すものであった。

Wu (2002)は、利益訂正が投資家の考える利益の質にあたえる影響を検証した。検証対象は、1977年から2001年の間に意図的な操作または誤謬に起因する訂正を公表した米国上場企業による、date1前後各2四半期の利益発表である。検証は、四半期予想外バイ・アンド・ホールド・リターンを、予想外利益(UE)とdate1後に該当する場合を1とするダミー変数(T)との交差項に回帰することによっておこなわれた。 UE は公表利益とアナリスト予想の平均値との差額である。検証の結果は、投資家は訂正企業のdate1後の利益の質を低いと考えることを示すものであった。彼女は、同様の検証を、業種、会計年度、総資産を基準に選択したコントロール企業についておこなった。検証の結果、コントロール企業にERCの低下はなかった。

Wilson (2008)は、訂正によって利益の情報内容が損なわれる期間とその長さに影響する要因を検証した。検証対象は、1997年1月1日から2002年6月30日の間に訂正を公表した米国企業による、date1前4四半期から後6四半期の利益発表である。検証は、利益発表前後3日間の市場リターン控除後リターン(CAR)を、利益サプライズ(UE)、date1後何期めの四半期に該当するかを示すダミー変数(QTR)、 QTR と UE との交差項に回帰して、 QTR と UE との交差項の係数、および、date1前後のERCの差の統計的有意性をみることによってお

こなわれた。UEは利益発表日より60日前以内に公表されたアナリスト予想の中央値との差額である。ここでは、株式リターンと利益サプライズの関係に影響することが先行研究によって判明している変数がコントロールされた²²。検証の結果は、訂正によって利益の情報内容は損なわれるが、影響は短期（三四半期）であることを示すものであった。

彼女は、コントロール企業を加えたサンプルを対象にして、感度分析をおこなっている。この検証は、上記の回帰式に、訂正ありの場合を1とするダミー変数（*RESTATE*）、*UE*と*RESTATE*との交差項、*UE*と*QTR*と*RESTATE*3者の交差項を加えた回帰式を使っておこなわれた。コントロール企業は、訂正企業と業種と決算日が同じで、利益発表日前2年間のUEの絶対値の分散がもっとも近く、検証対象期間中に訂正がない企業である。検証の結果、訂正企業のERCはdate1後4四半期にわたり低下するが、コントロール企業にERCの低下はなかった。この検証はまた、date1前の訂正企業のERCはコントロール企業のERCより高いこと、および、date1後の訂正企業のERCとコントロール企業のERCに差はないことをあきらかにした。

彼女はつぎに、訂正企業を対象にして、①収益訂正の有無、②市場の懸念（date1の株価下落）の大小、③利益発表前の監査人解任の有無、④利益発表前の経営トップ（CEO、プレジデント、CFO、会長いずれか）交代の有無は、それぞれ、date1後のERCにどのように影響するかを検証した。①と②の検証の結果は、収益訂正と市場の懸念が大きな訂正について、投資家は情報の質に不信を抱くが、影響は短期であること、および、これら以外の訂正によって利益の情報内容は損なわれないことを示すものであった。また、これらのサブグループ間のERCは、date1前は、①と②いずれについても差はなく、date1後1四半期間は、①の収益訂正がある場合のERCのほうが小さかった。③と④の検証の結果は、date1後に情報の信頼性の改善についてシグナルを発信すれば利益の情報内容は損なわれないこと、および、そうでない場合には損なわれるが、影響は短期であることを示すものであった。

Chen *et al.* (2014) は、Wilson (2008) と類似の検証を、1997年1月から2006年6月の間に訂正を公表した米国企業による、date1前4四半期から後12四半期の利益発表を対象におこなった。検証は、訂正を、会計上の違法行為²³に起因する訂正（深刻な訂正）とそれ以外

²² コントロールされたのは、(1)利益と株価の非線形性、(2)利益の予測可能性、(3)利益の持続性、(4)成長性、(5)システムティック・リスク、(6)規模、(7)損失か否か、(8)第4四半期か否かである。

²³ 訂正公表時またはSEC提出書類に「違法行為」または「不正」という用語が使用されてい

の訂正にわけておこなわれた。検証の結果は、深刻な訂正後のERC低下は長期（11四半期間）であるが、それ以外の訂正の影響は短期であることを示すものであった。

彼らは深刻な訂正をさらに、それぞれ、以下の①から⑤を基準にしたサブサンプルにわけて検証をおこなった。①は利益サプライズの符号、②は（訂正のない同業他社平均値とくらべた）総アクルーアルの大小、③は CEO および CFO 交代の有無、④は監査人解任の有無、⑤は監査委員会委員長交代の有無である。検証の結果は、①増益サプライズと②総アクルーアルが大きい企業、または、③、④、⑤がない場合の ERC 低下は長期（最長は⑤がない場合の 12 四半期間）にわたるが、これら以外の場合の ERC 低下は短期であることを示すものであった。

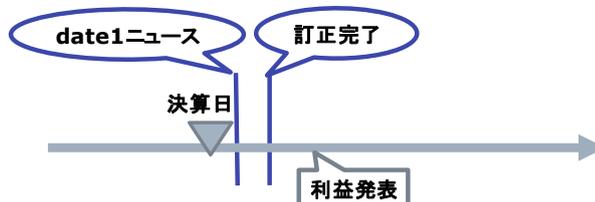
2.2 先行研究における本章の位置づけ

以上のように、先行研究は、訂正企業の利益反応係数(ERC)は、訂正についての最初のニュース公表日 (date1) 前とくらべて、date1 後または訂正報告書提出後に低下することを示している。しかしながら、これらの研究は、虚偽記載公表前の虚偽記載を含む利益と、虚偽記載の存在があきらかになった後の利益または虚偽記載を含まない利益をくらべているという点に問題があると思われる。すなわち、date1 後の ERC 低下は、Wilson (2008)の感度分析が示すように、虚偽記載を含む利益への誤った反応が矯正された結果かもしれないという点である。また、date1 前後をくらべるという点にも問題があると思われる。すなわち、date1 後の利益発表には、訂正完了前のもものと完了後のもの、両者が混在する可能性があり、いずれに該当するかによって投資家が利用できる情報は違うという点である。なお、図表2に、date1 後の利益発表と訂正完了後の利益発表が同じ場合(ケース 1)と違う場合(ケース 2)を例示している。そして、これらの研究は、ERC をみることによって訂正の影響を検証しているが、利益水準をみた研究はみあたらない。

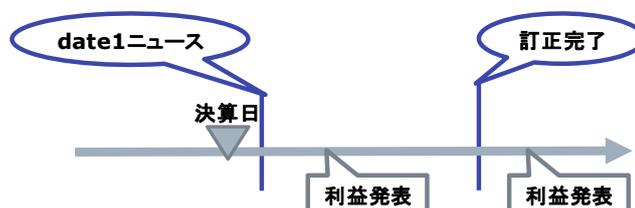
る場合、SEC または DOJ による告発がある場合、外部の取り調べ対象となった場合(Hennes et al. 2008)である。

図表 2：最初のニュース公表日(date1)後と訂正完了後が同じ場合と違う場合

ケース1: date1後と訂正完了後が同じ場合



ケース2: date1後と訂正完了後が違う場合



このため、本章では、会計不正があったが訂正完了後の企業と不正がなかった類似企業との間で利益の信頼性に違いがあるか否かを、企業評価モデルを理論的基礎とする利益資本化モデルを使って、検証することとした。不正がなかった類似企業を比較対象にするのは、Wu (2002), Wilson (2008), Chen *et al.* (2014)が、ある企業による訂正は訂正のない類似企業のERCに影響しないことを報告しているためである。本章によって、会計不正は、訂正が完了して不正がなかった場合と同様の情報が利用可能になった後であっても、利益の信頼性に影響することが示されれば、不正の影響は訂正報告書では是正できない問題であり、信頼回復のためのさらなる施策の必要性があきらかになる。そのいっぽうで、過去に不正があっても訂正が完了すれば利益の信頼性に影響がないことが示されれば、現行制度は有効に機能しているといえることになる。

3 仮説

前節では、先行研究における本章の位置づけを確認した。本節では、先行研究から得られた知見をもとに、過去の会計不正が訂正完了後の利益の信頼性にあたる影響についての仮説を設定する。

訂正報告書が提出されれば、訂正内容についての不確実性は解消して、一般に認められた会計原則に準拠した利益の履歴情報が利用可能になる。その利益の質（持続性やアクルールの質、Scott 2015）は、社内外の調査委員会の精査や過去の失敗を踏まえた会計監査を経たものであり、類似企業と同等以上である。訂正企業と類似企業の利益の質に違いがなければ、その後の利益は同様に投資意思決定に使われるはずである。これと整合するように、Wilson (2008)の感度分析は、訂正企業の利益サプライズにたいする株価反応（ERC）は、訂正公表前はコントロール企業のERCより高いが、訂正公表後に下がることによって、差がなくなることを示している。この結果は、訂正企業の訂正完了後の期間の利益と訂正のない企業の利益の信頼性に違いはないことを意味するものである。

しかしながら、開示の信頼性は、経営者のインセンティブ、内容のもっともらしさ、開示情報の信頼性の履歴の影響も受ける(Mercer 2004)。すなわち、業績や株価の低迷は経営者の地位や報酬にマイナスの影響をあたえる(Kaplan 1994 ほか)ため、経営者には good news を開示するインセンティブがある。そして、それを知る投資家は、業績や株価が低迷する企業や過度に楽観的な開示の前科がある経営者が開示する good news を、インセンティブに起因するとみなして、もっともらしくないと考える。これに整合するように、たとえば、Frost (1997)は、無限定適正以外の意見を受け取った英国企業による positive tone 開示を対象にして、資金、業績、信用などの問題に直面している企業の株価はマイナスに反応するが、そうでない企業の株価はプラスに反応することを示している。Koch (2002)は、倒産リスクが高い企業が公表する、アナリスト予想を上回る経営者予想にたいするアナリストの予想改訂は、そうでない企業の場合とくらべて、小さいことを示している。Williams (1996)は、アナリスト予想を上回る(good news)経営者予想にたいするアナリスト予想改訂は経営者の過去の予想の有用性²⁴の影響を受けるが、bad news 予想の場合は受けないことを示している。

上記の議論を訂正企業にあてはめると、訂正企業の業績や株価は低迷していることが多いため経営者の地位は危うい(Karpoff *et al.* 2008b ほか)ことから、業績をよくみせたいという経営者のインセンティブは特に強い。そして、開示情報の信頼性の履歴は過去の虚

²⁴ 経営者の過去の予想の有用性は、経営者予想前のアナリスト予想と実績の差（アナリスト予想誤差）の絶対値と、経営者予想と実績の差（経営者予想誤差）の絶対値の差であり、有用であるといえるのは、この差がプラスの場合である。

偽記載によって失墜している。訂正企業が直面するこうした状況を知る投資家は、利益、そのなかでも特に good news に、懸念をいだく可能性がある。これと整合するように、Chen *et al.* (2014)は、訂正公表後の利益発表が増益サプライズの場合には、利益反応係数の低下は長期にわたることを示している。ここから以下の帰無仮説を設定する。

帰無仮説：過去の不正は、訂正完了後の利益の信頼性に影響しない。

4 サンプルの選択とその基本的特徴

本節では、検証の対象となるサンプルの選択方法を記述したのち、サンプルの記述統計量を提示する。

4.1 サンプル選択

本章の検証対象は、第 2 章で選択した会計不正が発覚した企業のうち過年度有価証券報告書の主要な経営指標を訂正した企業（訂正企業）が、訂正報告書提出日後、最初に提出した有価証券報告書の当期純利益である。検証対象からは、訂正報告書提出後に破たんまたは上場廃止して、その後の有価証券報告書の提出がない企業、訂正報告書提出日またはその直後に提出された有価証券報告書、決算期変更がある企業、検証に必要なデータが入手できない企業は除外している。なお、有価証券報告書提出日は決算日から 3 か月後の月末とみなしている。

本章の検証にはコントロール企業を使用する。コントロール企業は、訂正企業と決算日、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訂正企業以外の企業である²⁵。当期と前期の利益の符号を選択基準にしたのは、利益と損失の情報内容は違う (Hayn 1995) ため、および、利益の履歴は投資家の意思決定に影響する (Lev *et al.* 2008) ためである。この条件を満たすコントロール企業がない訂正企業を除外した結果、検証対象は訂正企業とコントロール企業それぞれ 131 企業・年となった。

²⁵ データ収集と処理の便宜上、コントロール企業は 2016 年版日経財務データ (DVD 版) から証券コードが入手できる企業から選択している。

訂正報告書提出日は訂正報告書から特定した。財務データおよび業種情報は株式会社日本経済新聞社の2016年版日経財務データ(DVD版)から、また、株価は株式会社金融データソリューションズの2016年版NPMから取得した。

4.2 記述統計量

検証に使用する変数の基本統計量は図表3にまとめてある。株価(*PRICE*)は当期末から3か月経過後の株価である。*PROFIT(LOSS)*は1株当たり当期純利益(損失)である。これらの変数は、分散不均一に対処するために前期末から3か月経過後の株価でデフレートされ、異常値を排除するために上下各2.5%でウインサー処理されている。

図表3：訂正企業とコントロール企業の *PRICE*, *PROFIT*, *LOSS* の記述統計量

	variable	N	mean	sd	p25	p50	p75
訂正企業	<i>PRICE</i>	69	0.9884	0.3931	0.7279	0.9884	1.1531
	<i>PROFIT</i>	69	0.0794	0.0686	0.0312	0.0538	0.1038
コントロール企業	<i>PRICE</i>	69	1.0365	0.4187	0.8029	1.0096	1.2250
	<i>PROFIT</i>	69	0.0800	0.0625	0.0399	0.0648	0.1025
訂正企業	<i>PRICE</i>	62	0.6786	0.3558	0.4416	0.6746	0.8864
	<i>LOSS</i>	62	-0.3798	0.4483	-0.4605	-0.2140	-0.0893
コントロール企業	<i>PRICE</i>	62	0.8721	0.4308	0.6833	0.8336	1.0327
	<i>LOSS</i>	62	-0.2276	0.3343	-0.2521	-0.1143	-0.0362

PRICE: 当期末から3か月経過後の株価, 前期末から3か月経過後の株価でデフレート後

PROFIT: 1株当たり当期純利益, 前期末から3か月経過後の株価でデフレート後

LOSS: 1株当たり当期純損失, 前期末から3か月経過後の株価でデフレート後

図表3をみると、*LOSS*計上企業が半数近いことがわかる。また、訂正企業とコントロール企業の *PROFIT* と *PRICE* の平均値と中央値に大差はないことがわかる。そのいっぽうで、訂正企業の *LOSS* と *PRICE* の平均値と中央値は、コントロール企業とくらべて、かなり小さく、*LOSS*計上訂正企業の業績はきわめて悪いことがわかる。

5 検証モデルおよび検証結果

本節では、会計不正は訂正完了後の利益の信頼性に影響するか否かを、過去に不正があったが訂正が完了している企業(訂正企業)とコントロール企業の利益は同様に株価に反映されているか否かをみることによって検証する。コントロール企業は、訂正企業と決算日、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訂正企業以外の企業である。

本章の検証には、利益資本化モデルを使用する。このモデルは、会計情報を利用した企業評価モデルのひとつであり、ここから株価を利益に回帰する以下の回帰式(1)が導かれる(大日方 2013)。

$$\text{株価}_t = a + b \text{利益}_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

第3節の帰無仮説の検証には以下のモデル(2)とモデル(3)を使用する。モデル(2)は上記の回帰式(1)の利益を、*PROFIT*と*LOSS*にわけたものである。*PROFIT*と*LOSS*をわけるのは、両者の情報内容は違う(Hayn 1995)ため、および、*PROFIT*はgood newsであると考えたためである。なお、*PROFIT(LOSS)*の訂正企業とコントロール企業はそれぞれ69(62)企業・年である。モデル(3)はモデル(2)の*PROFIT*を、前期利益の符号を基準にして、*PP_PROFIT*(前期*PROFIT*/当期*PROFIT*)と*LP_PROFIT*(前期*LOSS*/当期*PROFIT*)にわけたものである。*PROFIT*を2つにわけるのは、*LP_PROFIT*は*PROFIT*のなかでも特にgood newsとみなせると考えたためである。なお、*PP_PROFIT*と*LP_PROFIT*の訂正企業とコントロール企業はそれぞれ55企業・年と14企業・年である。

$$\begin{aligned} \text{PRICE}_t = & a_1 + a_2 d_sample + b_1 \text{PROFIT}_t + b_2 \text{PROFIT}_t * d_sample \\ & + c_1 \text{LOSS}_t + c_2 \text{LOSS}_t * d_sample + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} \text{PRICE}_t = & \alpha_1 + \alpha_2 d_sample + b_3 \text{PP_PROFIT}_t + b_4 \text{PP_PROFIT}_t * d_sample \\ & + b_5 \text{LP_PROFIT}_t + b_6 \text{LP_PROFIT}_t * d_sample \\ & + c_1 \text{LOSS}_t + c_2 \text{LOSS}_t * d_sample + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (3)$$

*PRICE*は当期末から3か月経過後の株価である。*PROFIT(LOSS)*は1株当たり当期純利

益(損失)である。これらの変数は、分散不均一に対処するために前期末から3か月経過後の株価でデフレートされ、異常値を排除するために上下各2.5%でウインサー処理されている。 d_sample は訂正企業を1、コントロール企業をゼロとするダミー変数である。なお、表記は省略しているが、年度固定効果を考慮して、年度ダミーを含める。また、分散不均一に対処するためにロバスト推定をおこなう。

モデル(2)については、訂正企業とコントロール企業の *PROFIT(LOSS)* の係数の差 b_2 (c_2) が統計的に有意にゼロと異なれば、過去の不正は訂正完了後の利益(損失)の信頼性に影響するといえるため、帰無仮説を棄却できる。また、コントロール企業の *PROFIT(LOSS)* の係数 b_1 (c_1) と、それに対応する訂正企業の係数 $b_1 + b_2$ ($c_1 + c_2$)、いずれか一方が統計的に有意にゼロと異なり、他方が統計的に有意にゼロと異なる場合にも、影響するといえるため、これについても検証する。

モデル(2)の検証結果は図表4にまとめてある。まず *PROFIT* の結果をみると、 b_2 はマイナスであったが、統計的に有意にゼロと異ならなかった。また、 b_1 と $b_1 + b_2$ はいずれも統計的に有意なプラスであった。*LOSS* の結果をみると、 c_2 は統計的に有意なプラスであった。また、 c_1 と $c_1 + c_2$ はいずれも統計的に(ただし $c_1 + c_2$ は10%水準で)有意であったが、符号はマイナスとプラスであった。これらの結果から、利益の場合は、帰無仮説は棄却できないが、損失の場合は、帰無仮説は棄却される。すなわち、過去に不正がなければ、減損損失のように、構造改革による将来キャッシュフロー獲得能力の向上と捉えられてプラスに評価される場合がある(木村 2017) のにたいして、不正があると好感されないことが示された。

モデル(3)については、訂正企業とコントロール企業の *PP_PROFIT* と *LP_PROFIT(LOSS)* の係数の差 b_4 と b_6 (c_2) が統計的に有意にゼロと異なれば、過去の不正は、訂正完了後の利益(損失)の信頼性に影響するといえるため、帰無仮説を棄却できる。また、コントロール企業の *PP_PROFIT* と *LP_PROFIT(LOSS)* の係数 b_3 と b_5 (c_1) と、それに対応する訂正企業の係数 $b_3 + b_4$ と $b_5 + b_6$ ($c_1 + c_2$)、いずれか一方が統計的に有意にゼロと異なり、他方が統計的に有意にゼロと異なる場合にも、影響するといえるため、これについても検証する。

モデル(3)の検証結果は図表5にまとめてある。まず、*LP_PROFIT* の結果をみると、 b_6 は統計的に有意なマイナスであった。また、 b_5 は統計的に有意なプラスで、 $b_5 + b_6$ は統計的に有意にゼロと異ならなかった。これらの結果は、過去に不正がなければ、good news は

株価に反映されるが、不正があると good news は反映されないこと、すなわち、過去の不正は、訂正完了後の good news の信頼性に影響することを示すものであり、帰無仮説は棄却される。この結果は、第3節で議論したように、訂正企業の経営者の good news を計上するインセンティブは特に強いことを投資家が懸念したためであると解釈できる。ただし、good news のサンプル・サイズは極めて小さいことに留意が必要である。なお、*PP_PROFIT* と *LOSS* の結果は、 $c_1 + c_2$ が統計的に有意にゼロと異ならなくなったこと、および、 c_1 の統計的有意水準が5%になったことを除き、モデル(2)の *PROFIT* と *LOSS* の結果と同様であった。

図表 4 回帰結果

$$PRICE_t = a_1 + a_2 d_sample + b_1 PROFIT_t + b_2 PROFIT_t * d_sample + c_1 LOSS_t + c_2 LOSS_t * d_sample + \varepsilon_t \quad (2)$$

変数	モデル(2)			
	係数	[t値]	線形制約	係数 [F値]
<i>b1</i> <i>PROFIT</i>	2.8056	[5.06]***	<i>b1+b2</i>	2.1580 [12.08]***
<i>b2</i> <i>PROFIT*d_sample</i>	-0.6476	[-0.78]		
<i>c1</i> <i>LOSS</i>	-0.4647	[-2.61]***	<i>c1+c2</i>	0.1199 [2.80]*
<i>c2</i> <i>LOSS*d_sample</i>	0.5846	[3.01]***		
<i>d_sample</i>	-0.0172	[-0.26]		
<i>Constant</i>	0.8578	[5.08]***		
<i>year_dummy</i>	yes		Adj-R-squared	0.3280
			N	262

* p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01

PRICE_t: 当期末から3か月経過後の株価, 前期末から3か月経過後の株価でデフレート後
PROFIT_t: 1株当たり当期純利益, 前期末から3か月経過後の株価でデフレート後
LOSS_t: 1株当たり当期純損失, 前期末から3か月経過後の株価でデフレート後
d_sample: 訂正企業を1, コントロール企業をゼロとするダミー変数

図表 5 回帰結果

$$PRICE_t = \alpha_1 + a_2 d_sample + b_3 PP_PROFIT_t + b_4 PP_PROFIT_t * d_sample + b_5 LP_PROFIT_t + b_6 LP_PROFIT_t * d_sample + c_1 LOSS_t + c_2 LOSS_t * d_sample + \varepsilon_t \quad (3)$$

変数	モデル(3)			
	係数	[t値]	線形制約	係数 [F値]
<i>b3</i> <i>PP_PROFIT</i>	2.6959	[4.61]***	<i>b3+b4</i>	3.2157 [38.90]***
<i>b4</i> <i>PP_PROFIT*d_sample</i>	0.5198	[0.70]		
<i>b5</i> <i>LP_PROFIT</i>	2.9825	[3.10]***	<i>b5+b6</i>	0.5044 [0.51]
<i>b6</i> <i>LP_PROFIT*d_sample</i>	-2.4781	[-2.09]**		
<i>c1</i> <i>LOSS</i>	-0.4603	[-2.56]**	<i>c1+c2</i>	0.1019 [2.05]
<i>c2</i> <i>LOSS*d_sample</i>	0.5622	[2.88]***		
<i>d_sample</i>	-0.0390	[-0.60]		
<i>Constant</i>	0.8561	[4.95]***		
<i>year_dummy</i>	yes		Adj-R-squared	0.3498
			N	262

* p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01

PRICE_t: 当期末から3か月経過後の株価, 前期末から3か月経過後の株価でデフレート後
PP_PROFIT_t: 前期利益/当期利益の1株当たり当期純利益, 前期末から3か月経過後の株価でデフレート後
LP_PROFIT_t: 前期損失/当期利益の1株当たり当期純利益, 前期末から3か月経過後の株価でデフレート後
LOSS_t: 1株当たり当期純損失, 前期末から3か月経過後の株価でデフレート後
d_sample: 訂正企業を1, コントロール企業をゼロとするダミー変数

6 追加検証

前節の検証は、過去の会計不正は、訂正完了直前年度の損失が直後年度に利益に転じた場合(*LP_PROFIT*)と訂正完了直後年度が損失の場合(*LOSS*)には、その後の利益と損失の信頼性に影響することを示したが、Chen *et al.* (2014) は訂正後の期間の総アクルーアルが大きい場合の利益反応係数は低いことを示しているため、本節において、この結果はその後の利益マネジメントに起因するか否かを検証する。また、前節の結果は、訂正完了直前直後いずれも利益の場合(*PP_PROFIT*)の過去の会計不正の影響の有無をあきらかにしていないため、本節において、影響しないといえるか否かを検証する。

6.1 利益マネジメントの影響

本項では、*LP_PROFIT* と *LOSS* の訂正企業とコントロール企業のその後の利益マネジメントの程度に統計的に有意な差があるか否かを検証する。利益マネジメントの程度の差は、裁量的会計発生高(*da*)の絶対値(*abs_da*)の差である。検証は、対応のある *t* 検定と Wilcoxon の符号付順位和検定によっておこなう。*da* の推定には、以下のクロスセクション版修正 Jones(1991)モデル(DeFond and Jiambalvo 1994)を使用する。

$$ACCR_t / TA_{t-1} = a_1 (1/TA_{t-1}) + a_2 (\Delta SALES_t / TA_{t-1} - \Delta RECEIVABLES_t / TA_{t-1}) + a_3 (PPE_t / TA_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (4)$$

ACCR は総会計発生高であり、当期純利益から営業活動からのキャッシュフローを控除した差額である。*TA* は総資産、*SALES* は売上高、*RECEIVABLES* は売上債権、*PPE* は減価却累計額・減損損失累計額控除前有形固定資産である。

da の推定は①から③の手順でおこなう。①訂正企業とコントロール企業以外で、業種と会計年度末の暦年が同じ企業のデータをもちいて上記の回帰式(4)を推定し、②推定した回帰式に訂正企業とコントロール企業それぞれのデータを入れて非裁量的会計発生高(*non-da*)を求め、③訂正企業とコントロール企業それぞれの *ACCR* から②で推定した *non-da* を控除して、差額を *da* とする(首藤 2011)。

検証結果は図表 6 にまとめてある。図表 6 をみると、*LOSS* については、訂正企業とコントロール企業の *abs_da* の差は統計的に有意であり、訂正企業の利益マネジメントの程度の

ほうが大きかった。この結果は、訂正企業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(大日方 2013)が生じている可能性があることを示すものであり、投資家は、訂正企業の損失を不正発覚に起因する一連の混乱に乗じた会計上の操作であると一律にみなしてプラスに評価しないと解釈できる。LP_PROFITについては、訂正企業とコントロール企業の *abs_da* の差は統計的に有意にゼロと異なるため、利益マネジメントの程度の差の有無はあきらかではなかった。

図表 6：訂正企業とコントロール企業の裁量的会計発生高の絶対値の差の検証結果

group		Variable	Obs	Mean	Std. Err.	t値	z値
PP_PROFIT	訂正企業	<i>abs_da</i>	55	0.0438	0.0067		
	コントロール企業	<i>abs_da</i>	55	0.0519	0.0071		
		<i>diff</i>	55	-0.0081	0.0082	-0.99	-1.33
LP_PROFIT	訂正企業	<i>abs_da</i>	14	0.3909	0.3406		
	コントロール企業	<i>abs_da</i>	14	0.0288	0.0067		
		<i>diff</i>	14	0.3621	0.3395	1.07	1.16
LOSS	訂正企業	<i>abs_da</i>	62	0.1594	0.0240		
	コントロール企業	<i>abs_da</i>	62	0.0795	0.0119		
		<i>diff</i>	62	0.0799	0.0248	3.23 ***	3.14 ***

* p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01

PP_PROFIT : 前期利益/当期利益の場合の1株当たり当期純利益, 前期末から3か月経過後の株価でデフレート後
 LP_PROFIT : 前期損失/当期利益の場合の1株当たり当期純利益, 前期末から3か月経過後の株価でデフレート後
 LOSS : 1株当たり当期純損失, 前期末から3か月経過後の株価でデフレート後
abs_da : 裁量的会計発生高の絶対値

6.2 同等性の検証

本項では、訂正企業とコントロール企業の PP_PROFIT の係数に統計的に有意な差があるか否かを検証する。検証は、前節の検証に使用したモデル(3)の b_4 は統計的に有意にゼロと同等であるといえるか否かの二重片側検定 (TOST) によっておこなう。本章において同等であるといえる場合は、 b_4 が統計的に有意にゼロと異ならず、かつ、 b_4 の t 値が +/-2 の範囲内にある場合とする。

検証の結果、 b_4 は統計的に有意にゼロと異ならず、かつ、 b_4 の t 値が +2 以上 (-2 以下) となる確率は 0.0977% (0.0037%) であった。この結果は、 b_4 は統計的に (10% 水準で) 有意にゼロと同等であること、すなわち、過去の会計不正は、訂正完了直前直後いずれの年度も利益の場合には、その後の利益の信頼性に影響しないことを示している。

7 おわりに

本章では、訂正報告書提出後の期間を対象にして、過去の会計不正はその後の利益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、損失はプラスに評価されなくなる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の信頼性は回復するといえるが、経営者によるその後の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り、信頼性回復のための追加のシグナル発信(Wilson 2008, Chen *et al.* 2014)が有効な場合があることが示唆された。

本章では、過去に不正があったが訂正が完了している企業と不正がなかった類似企業の利益資本化係数の差をみることによって、検証をおこなった。類似企業は、決算日、業種、当期と前期の利益の符号、期首総資産を基準にして特定したが、これによって、過去の会計不正の有無以外の、株価と利益の関係に影響するすべての要因を完全にコントロールできているとは限らない。また、類似企業は不正がなかった企業であるが、発覚していない不正がある企業を含む可能性がある。そして、本章の検証はある企業による訂正は訂正がなかった類似企業の利益の信頼性に影響しない(Wu 2002, Wilson 2008, Chen *et al.* 2014)ことを前提としているが、この前提が日本において成り立つか否か、および、会計不正に起因する訂正について成り立つか否かについての実証研究はみあたらない。このため、本章とは異なる前提や、コントロール企業またはコントロール変数をもちいて検証することは、今後の課題である。

上述したような限界があるとはいえ、先行研究における検証手法に問題があることを指摘して、先行研究とは異なる方法で検証をおこなったこと、および、会計研究では使用頻度が少ない二重片側検定(TOST)を使ったことは、本章の貢献といえるだろう。そして、会計不正が訂正完了後の期間の利益の信頼性にあたえる影響についての日本における実証結果を蓄積したこともまた、本章の貢献である。

第6章 本論文のまとめ

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いて、投資家の意思決定にあたる影響の全体像を、実証的な検証をつうじて、あきらかにすることであった。本章では、第1節で各章の発見事項を要約して、第2節で結論を述べる。そして第3節で本論文のインプリケーションを示して、第4節で本論文の限界と貢献をまとめる。

1. 各章の発見事項

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偏りがあること、その大部分に過年度利益過大計上があること、サンプル企業の業績は悪いこと、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。

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。

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。

2. 本論文の結論

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、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）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、会計不正着手から訂正完了後の全期間をつうじて、投資家は、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。

3. 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。

4. 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. 2013)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。

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え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。

参考文献

- Anderson, K. L. and T. L. Yohn (2002), "The Effect of 10-K Restatements on Firm Value, Information Asymmetries, and Investors' Reliance on Earnings," Working Paper, Georgetown University.
- Ball, R. and P. Brown (1968), "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers," *Journal of Accounting Research*, Vol. 6, No. 2, pp. 159-178.
- Balsam, S., E. Bartov, and C. Marquardt (2002), "Accruals Management, Investor Sophistication, and Equity Valuation: Evidence from 10-Q Filings," *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, No. 4, pp.987-1012.
- Bardos, K. S., J. Golec, and J. P. Harding (2011), "Do Investors See through Mistakes in Reported Earnings?" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 46, No. 6, pp. 1917–1946.
- Bargeron, L. L., K. M. Lehn, and C. J. Zutter (2010), "Sarbanes-Oxley and corporate risk-taking," *Journal of Accounting and Economics*, Volume 49, Issues 1–2, pp. 34-52.
- Barth, M. E., J. A. Elliott, and M. W. Finn (1999), "Market Rewards Associated with Patterns of Increasing Earnings," *Journal of Accounting Research*, vol. 37, no. 2, pp.387–413.
- Bartov, E., D. Givoly, and C. Hayn (2002), "The Rewards to Meeting or Beating Earnings Expectations," *Journal of Accounting and Economics*, 33, pp.173–204.
- Beasley, M. S., J. V. Carcello, D. R. Hermanson, and T. L. Neal (1999), "Fraudulent Financial Reporting: 1987-1997, An Analysis of U.S. Public Companies," The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission.
- Beasley, M. S., J. V. Carcello, D. R. Hermanson, and T. L. Neal (2010), "Fraudulent Financial Reporting: 1998-2007, An Analysis of U.S. Public Companies," The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission.
- Beaver, W. H., R. Clarke and W. F. Wright (1979), "The Association between Unsystematic Security Returns and the Magnitude of Earnings Forecast Errors," *Journal of Accounting Research*, Vol. 17, No. 2, pp. 316-340.
- Chen, X., Q. Cheng, and A. K. Lo (2014), "Is the Decline in the Information Content of

- Earnings Following Restatements Short-Lived?" *The Accounting Review*, Vol. 89, No. 1, pp. 177-207.
- Christensen, T. E., R. E. Hoyt and J. S. Paterson (1999), "Ex Ante Incentives for Earnings Management and the Informativeness of Earnings," *Journal of Business Finance & Accounting*, 26(7) & (8), pp.807-832.
- Clark, R. C. (2005), "Corporate Governance Changes in the Wake of the Sarbanes-Oxley Act: A Morality Tale for Policymakers Too," *Georgia State University Law Review*, 22 (2), pp.251-312.
- Dang, L., K. F. Brown, and B.D. McCullough (2011), "Apparent Audit Failures and Value Relevance of Earnings and Book Value," *Review of Accounting and Finance*, Vol. 10, Iss. 2, pp.134–154.
- DeFond, M. L. and J. Jiambalvo (1994), "Debt covenant violation and manipulation of accruals," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17, Issues 1–2, pp. 145-176.
- Donelson, D. C., J. M. Mcinnis, and R. D. Mergenthaler (2013), "Discontinuities and Earnings Management: Evidence from Restatements Related to Securities Litigation," *Contemporary Accounting Research*, Vol. 30, No. 1, pp. 242–268.
- Dyck, A., A. Morse, and L. Zingales (2013), "How Pervasive is Corporate Fraud?" Rotman School of Management Working Paper No. 2222608.
- Engel, E., R. M. Hayes, and X. Wang (2007), "The Sarbanes–Oxley Act and firms' going-private decisions," *Journal of Accounting and Economics*, Volume 44, Issues 1–2, pp. 116-145.
- Frost, C. A. (1997), "Disclosure Policy Choices of UK Firms Receiving Modified Audit Reports," *Journal of Accounting and Economics*, 23, pp.163-187.
- GAO (2002), "Financial Statement Restatements: Trends, Market Impacts, Regulatory Responses, and Remaining Challenges."
- GAO (2006), "Financial Restatements: Update of Public Company Trends, Market Impacts, and Regulatory Enforcement Activities."
- Giannetti, M. and T. Y. Wang (2016), "Corporate Scandals and Household Stock Market Participation," *The Journal of Finance*, Volume 71, Issue 6, pp.2591-2636.
- Gleason, C. A., N. T. Jenkins, and W. B. Johnson (2008), "The Contagion Effects of

- Accounting Restatements,” *The Accounting Review*, Vol. 83, No. 1, pp. 83–110.
- Griffin, P. A., J. A. Grundfest, and M. A. Perino (2004), “Stock Price Response to News of Securities Fraud Litigation: An Analysis of Sequential and Conditional Information,” *ABACUS*, Vol. 40, No. 1, pp. 21-48.
- Hayn, C. (1995), “The Information Content of Losses,” *Journal of Accounting and Economics*, 20, pp.125-153.
- Hribar, P., N. T. Jenkins, and J. Wang (2009), “Institutional Investors and Accounting Restatements,” *Asian Journal of Finance & Accounting*, Vol. 1, No. 2: E4, pp. 75-105.
- Jain, P. K., J-C. Kim, and Z. Rezaee (2008), “The Sarbanes-Oxley Act of 2002 and Market Liquidity,” *The Financial Review*, Volume43, Issue3, pp. 361-382.
- Jones, J. J. (1991), “Earnings Management during Import Relief Investigations,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, No. 2, pp. 193-228.
- Kang, Q., Q. Liub, and R. Qi (2010), “The Sarbanes-Oxley act and corporate investment: A structural assessment,” *Journal of Financial Economics*, Volume 96, Issue 2, pp. 291-305.
- Kaplan, S. N. (1994), “Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States,” *Journal of Political Economy*, Vol. 102, pp. 510-546.
- Karpoff, J. M, D. S. Lee, and G. S. Martin (2008a), “The Cost to Firms of Cooking the Books,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 43, No. 3, pp, 581-612.
- Karpoff, J. M, D. S. Lee, and G. S. Martin (2008b), "The Consequences to Managers for Financial Misrepresentation," *Journal of Financial Economics*, 88, pp. 193-215.
- Kinney, W. R. and L. S. McDaniel (1989), “Characteristics of Firms Correcting Previously Reported Quarterly Earnings,” *Journal of Accounting and Economics*, 11, pp. 71-93.
- Koch, A. S. (2002), “Financial Distress and the Credibility of Management Earnings Forecasts,” GSIA Working Paper # 2000-10, Carnegie Mellon University.
- Leuz, C. and P. D. Wysocki (2016), “The Economics of Disclosure and Financial Reporting Regulation: Evidence and Suggestions for Future Research,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 54 No. 2, pp. 525-622.
- Lev, B., S. G. Ryan, and M. Wu (2008), “Rewriting Earnings History,” *Review of Accounting Studies*, Vol. 13, No. 4, pp. 419–451.
- Marquardt, C. A. and C. I. Wiedman (2004), “The Effect of Earnings Management on the

- Value Relevance of Accounting Information,” *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 31 (3) & (4), pp. 297–332.
- Mercer, M. (2004), “How Do Investors Assess the Credibility of Management Disclosures?” *Accounting Horizons*, Vol. 18, No. 3, pp. 185-196.
- Nwaeze, E.T. (2011), “Are Incentives for Earnings Management Reflected in the ERC: Large Sample Evidence,” *Advances in Accounting*, 27, pp. 26–38.
- Palmrose, Z-V. (1999), “Empirical Research in Auditor Litigation: Considerations and Data,” American Accounting Association, Sarasota, FL.
- Palmrose, Z-V., V. J. Richardson, and S. Scholz (2004), “Determinants of Market Reactions to Restatement Announcements,” *Journal of Accounting and Economics*, 37, pp. 59–89.
- Scholz, S. (2008), “The Changing Nature and Consequences of Public Company Financial Restatements 1997-2006,” The Department of the Treasury.
- Scholz, S. (2014), "Financial Restatement Trends in the United States: 2003-2012," Center for Audit Quality.
- Scott, W. R. (2015), “Financial Accounting Theory (7th Edition),” Pearson.
- Schipper, K. (1989), “Commentary on Earnings Management,” *Accounting Horizons*, Vol. 3 Issue 4, pp 91-102.
- Song, M., N. Oshiro, and A. Shuto (2016), “Predicting Accounting Fraud: Evidence from Japan,” *The Japanese Accounting Review*, Vol.6, pp.17-63.
- Tanimura, J. K. and M. G. Okamoto (2013), “Reputational Penalties in Japan: Evidence from Corporate Scandals,” *Asian Economic Journal*, Vol. 27, No. 1, 39–57.
- Williams, P. A. (1996), “The Relation between a Prior Earnings Forecast by Management and Analyst Response to a Current Management Forecast,” *The Accounting Review*, Vol. 71. No. 1, pp. 103-113.
- Wilson, W. M (2008), “An Empirical Analysis of the Decline in the Information Content of Earnings Following Restatements,” *The Accounting Review*, Vol. 83, No. 2, pp. 519-548.
- Wu, M. (2002), "Earnings restatements: A capital market perspective," PhD Thesis, University of Michigan.
- Xu, T., J. J. Jin, and D. Li (2009), "Long-term Market Reaction to Earnings Restatements," *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 13.3, pp. 45-65.

- Xu, T., M. Najand, and D. Ziegenfuss (2006), "Intra - Industry Effects of Earnings Restatements Due to Accounting Irregularities," *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(5) & (6), pp. 696-714.
- 青淵正幸 (2011) 「不適切な会計処理の開示が株主価値に与える影響」『立教ビジネスレビュー』, 4, pp. 24-32.
- 一ノ宮士郎 (2016), 「我が国における不正会計の傾向と分析(1)」『専修マネジメント・ジャーナル』, Vol.6, No.1, pp. 1-14.
- 一ノ宮士郎 (2017), 「我が国における不正会計の傾向と分析(2)」『専修マネジメント・ジャーナル』, Vol.7, No.1, pp. 1-13.
- 一ノ宮士郎 (2018), 「我が国における不正会計の傾向と分析(3)」『専修マネジメント・ジャーナル』, Vol.8, No.1, pp. 1-9.
- 稲葉喜子 (2016), 「不正会計を行う経営者の動機」『早稲田商学』, 446, pp. 719-735.
- 奥村雅史 (2014), 『利益情報の訂正と株式市場』, 中央経済社.
- 尾関則正 (2018), 「日本の不正会計開示事例の実態分析」『六甲台論集』, 64(4), pp. 1-28.
- 尾関則正 (2019), 「不正会計開示にたいする株価反応要因の実証分析」『証券アナリストジャーナル』, 3, pp. 72-84.
- 大日方隆 (2013), 『アドバンスト財務会計』, 中央経済社.
- 監査基準委員会報告書 240 (2015), 『財務諸表監査における不正』.
- 監査委員会研究報告書 (2017), 『訂正報告書の事例分析』.
- 企業会計基準委員会 (2006), 『討議資料 財務会計の概念フレームワーク』
- 企業会計審議会 (2014) 『監査基準の改訂に関する意見書』.
- 企業会計審議会監査部会 (2013) 『監査基準の改訂及び監査における不正リスク対応基準の設定について』.
- 木村晃久 (2017), 「減損損失にたいする投資家の反応と評価」『証券アナリストジャーナル』, 11, pp. 24-31.
- 首藤昭信 (2010), 『日本企業の利益調整』, 中央経済社.
- 証券監視委 HP (<http://www.fsa.go.jp/sesc/actions/index.htm>).
- 須田一幸・山本達司・乙政正太 編著 (2007), 『会計操作』, ダイアモンド社.
- 日本経済団体連合会(2010), 「企業の競争力強化に資する会社法制の実現を求める～会社法制の見直しに対する基本的考え方～」,

<https://www.keidanren.or.jp/policy/index03.html>.

日本証券取引所 (2016), 『上場会社における不祥事対応のプリンシプル』.

廣瀬勇秀 (2012), 「財務諸表修正再表示の株価への影響に関する実証分析－誤謬と不正の代償－」『証券アナリストジャーナル』, 1, pp. 88-101.

前川南加子 (2018), 「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－」『横浜国際社会科学研究所』, 22, 4, 5, 6, pp. 53-72.

添付資料：サンプル企業明細

code	name	date1	date2	date3	課徴金	取引所措置	その他
1332	日本水産	20071219	20071219				1
1352	ハウスイ	20160323	20160323	20160414		1	
1378	雪国まいたけ	20131025	20131105	20131114	1	1	1
1419	タマホーム	20131115	20140114	20140114			1
1722	ミサワホーム	20061110	20061218	20061228			1
1747	ミサワホーム九州	20061110	20061218	20061228	1		
1790	平和奥田	20071207	20071207	20080502	1		1
1798	守谷商会	20130327	20130522	20130528			1
1812	鹿島	20080905	20080905	20081114			1
1839	真柄建設	20071220	20071220	20080526	1	1	
1847	イチケン	20130806	20130909	20130912		1	1
1860	戸田建設	20111214	20111214	20120213			1
1868	三井ホーム	20160725	20160725	20160802			1
1873	日本ハウスホールディングス	20060731	20060804	20060804	1	1	1
1879	新日本建設	20150416	20150515	20150525	1		
1882	東亜道路工業	20161111	20161111				1
1884	日本道路	20141031	20141031				1
1919	ヤマダ・エスバイエルホーム	20070516	20070518	20070628			1
1925	大和ハウス工業	20110128	20110128				1
1929	日特建設	20070627	20070627	20070705	1	1	
1949	住友電設	20160608	20160608	20160726			1
1961	三機工業	20120326	20120326				1
1966	高田工業所	20160309	20160309	20160729			1
1979	大気社	20061225	20070126	20070202		1	
1991	A T S	20061109	20061206	20061206	1		1
2140	クラウドゲート	20111025	20111213	20120116	1	1	
2170	リンクアンドモチベーション	20150811	20150811	20150914			1
2315	S J I	20141010	20141212	20150206	1	1	
2323	f o n f u n	20101208	20110301	20110705	1	1	
2347	シブヤテレビジョングループ	20081225	20090130	20090217	1	1	1
2355	S B I ネットシステムズ	20100728	20100728	20101222	1	1	
2362	夢真ホールディングス	20061117	20061121			1	
2369	メディックグループ	20160606	20160606	20160905	1		
2372	アイロムグループ	20091217	20100312	20100315		1	1
2375	スリープログループ	20101118	20101214	20120220	1		
2377	サイバーファーム	20070316	20070412	20081031	1	1	
2400	S O M P O ケアメッセージ	20121029	20121210	20121213	1		
2403	リンク・ワン	20091124	20100225	20100225	1	1	1
2413	エムスリー	20100316	20100421	20100730	1		
2414	塩見ホールディングス	20110628	20110909	20110920	1		
2416	ローソンHMVエンタテイメント	20100209	20100209	20100414	1	1	
2420	C H I N T A I	20090722	20090722	20090910			1
2426	ピーアンドピー	20111101	20111101	20111114			1
2453	ジャパンベストレスキューシステ	20140502	20140603	20140613	1	1	
2463	シニアコミュニケーション	20100413	20100604	20100730	1	1	
2533	オエノンホールディングス	20151007	20151007				1
2536	メルシャン	20100526	20100611	20100812	1	1	1
2538	ジャパン・フード&リカー・アラ	20151106	20151106	20160104		1	1
2654	アスモ	20090729	20090825				1
2681	ゲオホールディングス	20110324	20110428	20110519			1
2694	ジー・テイスト	20121022	20121022	20121113	1	1	

code	name	date1	date2	date3	課徴金	取引所措置	その他
2710	シーエスロジネット	20160520	20160520	20160729			1
2759	アイフラッグ	20090511	20090511	20090731	1	1	1
2766	日本風力開発	20100614	20100715	20130515	1		
2776	クリムゾン	20070914	20071002	20071122	1	1	
2796	ファーマライズホールディングス	20100608	20100608	20100810			1
2873	テーブルマークホールディングス	20070326	20070424	20070627		1	1
2892	日本食品化工	20151007	20151007				1
2906	ホッコク	20110818	20111215	20120314	1		
3043	モジュレ	20091106	20100108	20100114	1	1	
3048	ビックカメラ	20081225	20090116	20090220	1	1	
3071	ストリーム	20120207	20120207	20120323	1	1	1
3088	マツモトキヨシホールディングス	20151015	20151015	20151111			1
3106	クラボウ	20150918	20150918	20151216			1
3114	プロジェ・ホールディングス	20101125	20101214	20110113		1	1
3140	イデアインターナショナル	20091110	20091112	20091117		1	
3170	アイセイ薬局	20141128	20150130	20150216		1	
3191	ジョイフル本田	20160114	20160201				1
3286	トラストホールディングス	20161104	20161104	20161209			1
3316	東京日産コンピュータシステム	20101210	20110112	20110128	1		
3331	A Cリアルエステイト	20130913	20131111	20131220		1	
3350	レッド・プラネット・ジャパン	20101022	20101101			1	
3390	I N E S T	20100326	20100419	20100616	1	1	
3408	サカイオーベックス	20071217	20071217				1
3443	川田テクノロジーズ	20131004	20131203	20131210		1	1
3501	住江織物	20160711	20160729	20161031			1
3514	日本バイリーン	20080118	20080118	20080228			1
3577	東海染工	20061208	20061208	20061228		1	
3587	グローバルアジアホールディング	20120213	20120314	20120608	1	1	
3674	オークファン	20161014	20161014	20161226			1
3691	リアルワールド	20160809	20160809	20160915			1
3713	ネットマークス	20070604	20070604	20070731	1	1	1
3731	京王ズホールディングス	20110809	20111004	20111222	1	1	1
3744	サイオステクノロジー	20160426	20160531	20160616			1
3781	D P Gホールディングス	20110311	20110418	20110428	1	1	1
3782	ディー・ディー・エス	20101115	20101115	20101116	1		
3801	エー・エス・アイ	20070518	20070518	20080201	1	1	
3808	オウケイウェイヴ	20130514	20130613	20130614			1
3823	アクロディア	20100714	20100714	20100827	1	1	1
3825	リミックスポイント	20100415	20100430	20100521	1	1	
3880	大王製紙	20110916	20110921	20111214		1	
4064	日本カーバイド工業	20161019	20161019	20161213		1	1
4204	積水化学工業	20150115	20150115				1
4241	アテクト	20111226	20111226				1
4296	ゼンテック・テクノロジー・ジャ	20081204	20090217	20090401	1	1	1
4302	オープンインタフェース	20070611	20070725			1	
4323	日本システム技術	20050210	20050210	20050414		1	
4352	日本産業ホールディングズ	20100811	20101012	20110811	1	1	
4651	サニックス	20131107	20131107	20131112			1
4670	セタ	20070823	20070823	20071025	1		
4684	オービック	20121109	20121109	20121114	1		
4700	アクセス	20080428	20080428	20080516			1
4714	リソー教育	20131216	20140210	20140418	1	1	1
4725	C A C H o l d i n g s	20160209	20160209				1
4763	クリーク・アンド・リバー社	20130830	20130830	20131011		1	1

code	name	date1	date2	date3	課徴金	取引所措置	その他
4767	テー・オー・ダブリュー	20121113	20121113	20121207			1
4773	エー・アンド・アイ システム	20061110	20061110	20061115	1		
4794	デザインエクステンジ	20100729	20100910	20101217	1	1	
4798	エル・シー・エーホールディング	20131115	20131204	20140206	1	1	
4814	ネクストウェア	20060710	20060710	20060901	1	1	
4815	J D C	20090224	20090323	20090430	1	1	1
5122	オカモト	20141030	20141030	20141212			1
5184	ニチリン	20120928	20120928	20121121			1
5232	住友大阪セメント	20111216	20111216	20120210		1	1
5358	イソライト工業	20061106	20061106	20061107		1	
5603	虹技	20141031	20141212	20141215		1	1
5612	日本鑄鉄管	20070514	20070514	20070629		1	1
5631	日本製鋼所	20160328	20160328	20160502			1
5707	東邦亜鉛	20150416	20150416				1
5856	東理ホールディングス	20091116	20100122	20120801	1	1	1
5938	L I X I Lグループ	20150427	20150521	20150608			1
6078	バリューHR	20150123	20150123	20150217			1
6079	エナリス	20141112	20141112	20141212	1	1	
6254	野村マイクロ・サイエンス	20111229	20120110	20120214			1
6297	鋳研工業	20100924	20100924				1
6306	日工	20100128	20100128				1
6310	井関農機	20070323	20070323	20070524		1	1
6334	明治機械	20121119	20130215	20130314	1	1	
6347	プラコー	20080829	20080926	20080926	1	1	
6358	酒井重工業	20070903	20070903	20070910		1	
6367	ダイキン工業	20090410	20090410	20090602			1
6390	加藤製作所	20040621	20040621	20040630		1	
6460	セガサミーホールディングス	20100415	20100506				1
6493	日鍛バルブ	20161025	20161025	20161214			1
6501	日立製作所	20101005	20101005				1
6502	東芝	20150403	20150513	20150907	1	1	1
6581	日立工機	20101005	20101005	20101112		1	1
6625	J A L C Oホールディングス	20140225	20140530	20140630	1	1	
6632	J V Cケンウッド	20100104	20100208	20100312	1	1	
6648	かわでん	20141225	20141225	20150316		1	
6655	東洋電機	20061110	20061110				1
6671	アーム電子	20100222	20100409	20100409		1	1
6674	ジーエス・ユアサ コーポレーシ	20080919	20080919	20081107		1	1
6678	テクノメディカ	20160428	20160623	20160819		1	
6701	N E C	20061222	20061222			1	
6703	O K I	20120808	20120808	20120914	1	1	1
6724	セイコーエプソン	20090127	20090127				1
6726	オー・エイチ・ティー	20071213	20080229	20080331		1	
6738	東研	20101029	20110518	20110627	1		1
6764	三洋電機	20070223	20070528	20071225	1	1	
6839	船井電機	20160804	20160804	20161017		1	1
6944	アイレックス	20130401	20130610	20140314	1	1	1
7013	I H I	20070928	20070928	20071227	1	1	
7238	曙ブレーキ工業	20151104	20151104				1
7241	フタバ産業	20081015	20081015	20090616	1	1	
7242	K Y B	20091021	20091021				1
7261	マツダ	20070427	20070427				1
7267	本田技研工業	20110124	20110124				1
7410	横浜鋼業	20051118	20051118				1

code	name	date1	date2	date3	課徴金	取引所措置	その他
7414	小野建	20050701	20050701				1
7452	マツヤ	20121228	20130208	20130213		1	1
7485	岡谷鋼機	20070426	20070426	20070530			1
7505	扶桑電通	20121119	20121212	20130515		1	1
7514	ヒマラヤ	20070501	20070501	20070530			1
7523	アールビバン	20081217	20081217				1
7538	大水	20081113	20081113	20090217	1	1	1
7563	ニッパン	20100304	20100329	20100514			1
7570	橋本総業ホールディングス	20061211	20061211	20061226			1
7571	ヤマノホールディングス	20061113	20061113	20061116			1
7585	かんなん丸	20080520	20080520				1
7617	オオゼキ	20080917	20080917	20081120			1
7715	長野計器	20160916	20160916				1
7723	愛知時計電機	20100827	20100827	20101111		1	1
7733	オリンパス	20111101	20111108	20111226	1	1	
7736	ユニオンホールディングス	20061114	20061117	20061226			1
7824	オプトロム	20150507	20150630	20150731	1	1	
7842	セガトイズ	20100415	20100506				1
7853	フード・プラネット	20151203	20160120	20160204	1	1	
7863	平賀	20090605	20090605				1
7867	タカラトミー	20140724	20140724	20140808			1
7871	フクビ化学工業	20060417	20060417	20060508		1	
7895	中央化学	20090806	20090806	20090828			1
7906	ヨネックス	20060908	20060908	20060929			1
7918	ヴィア・ホールディングス	20131206	20131220	20131220			1
7959	オリバー	20121030	20121204	20121207		1	
7997	くろがね工作所	20090612	20090729	20090729		1	
8001	伊藤忠商事	20080327	20080327				1
8008	ヨンドシーホールディングス	20160401	20160401	20160511			1
8014	蝶理	20060426	20060426	20060706		1	1
8023	大興電子通信	20130510	20130606	20130624			1
8030	中央魚類	20160323	20160323	20160414			1
8031	三井物産	20080725	20080903				1
8041	OU Gホールディングス	20130214	20130214				1
8044	大都魚類	20120518	20120518	20120518		1	
8046	丸藤シートパイル	20100510	20100510	20100520			1
8052	椿本興業	20130318	20130508	20130510		1	
8071	東海エレクトロニクス	20061122	20061122	20061205		1	
8073	MA Gねっとホールディングス	20160428	20160601	20160601	1		
8091	ニチモウ	20080516	20080516				1
8094	中道機械	20080218	20080218	20080520	1	1	
8095	イワキ	20151120	20151120	20160113			1
8098	稲畑産業	20071217	20071217				1
8105	堀田丸正	20061113	20061113	20061116		1	
8125	ワキタ	20090828	20090828				1
8131	ミツウロコグループホールディン	20091020	20091020	20091111			1
8154	加賀電子	20120330	20120330	20120530			1
8187	京樽	20081112	20081112				1
8206	ステラ・グループ	20101125	20101214	20110114		1	1
8226	理経	20081222	20081222	20090116			1
8236	丸善雄松堂	20070119	20070119	20070424	1	1	1
8278	フジ	20160222	20160222	20160425			1
8285	三谷産業	20041026	20041026	20041130		1	
8291	日産東京販売ホールディングス	20061220	20070104	20070615	1	1	

code	name	date1	date2	date3	課徴金	取引所措置	その他
8570	イオンフィナンシャルサービス	20130913	20130913				1
8745	グローバリー	20050407	20050407	20050428		1	
8848	レオパレス 2 1	20060516	20060516	20060529		1	
8922	日本アセットマーケティング	20140221	20140328	20140424	1	1	1
8925	アルデプロ	20090616	20091023	20091028	1	1	
9027	ロジネットジャパン	20150205	20150309	20150316		1	
9041	近鉄グループホールディングス	20100208	20100208				1
9232	パスコ	20160803	20160803	20160915		1	
9233	アジア航測	20091215	20100104	20100104		1	
9355	リンコーコーポレーション	20100809	20100809	20100913	1	1	1
9369	キューソー流通システム	20090206	20090206				1
9374	トラステックスホールディングス	20080725	20081024	20081222	1	1	1
9433	K D D I	20150325	20150512				1
9535	広島ガス	20090319	20090424	20090813		1	1
9685	K Y C O Mホールディングス	20130515	20130801	20130814	1	1	
9704	アゴーラ・ホスピタリティー・グ	20141217	20150320	20150430	1	1	
9739	日本システムウエア	20060427	20060427	20060612			1
9743	丹青社	20080725	20080725	20081010			1
9747	アサツー ディ・ケイ	20161227	20161227				1
9792	ニチイ学館	20050523	20050523	20050523		1	
9872	北恵	20081226	20081226	20090116			1
9890	マキヤ	20111213	20111213	20111228			1
9901	ジクト	20051130	20051130	20051228		1	
9939	すみや	20061109	20061109	20061117		1	
9960	東テク	20140207	20140313	20140314			1
9975	マルヤ	20070423	20070531	20070620		1	1