



# 不正会計開示の経済的帰結に関する実証分析

尾関, 規正

---

(Degree)

博士 (経営学)

(Date of Degree)

2019-03-25

(Date of Publication)

2020-03-01

(Resource Type)

doctoral thesis

(Report Number)

甲第7424号

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/D1007424>

※ 当コンテンツは神戸大学の学術成果です。無断複製・不正使用等を禁じます。著作権法で認められている範囲内で、適切にご利用ください。



博士論文

不正会計開示の経済的帰結  
に関する実証分析

2019年 1月21日提出

神戸大学大学院経営学研究科

音川和久 研究室

経営学専攻

学籍番号 148B404B

氏名 尾関 規正

# 目次

第1章	問題意識と論文構成	1
1.1	問題意識	1
1.2	不正会計の概念整理	3
1.2.1	不正会計の定義	3
1.2.2	不正会計と類似する用語との関係	6
1.3	研究の背景と本論文の特徴	8
1.4	論文の構成	12
第2章	先行研究の分析視点	15
2.1	はじめに	15
2.2	不正会計開示に類似する先行研究の対象	16
2.2.1	開示規制当局による処分	18
2.2.2	修正再表示	18
2.2.3	財務報告に関する内部告発事例	19
2.2.4	財務報告に関する集団訴訟事例	20
2.2.5	その他報道情報など	21
2.2.6	不正会計開示に類似する事象を通じた先行研究の理解	21
2.3	不正会計開示を行う企業の特徴	22
2.3.1	不正会計の動機や手段に関する企業特性	23
2.3.2	不正会計の機会に関する企業特性	27
2.4	不正会計開示による経済的帰結	32
2.4.1	株価への影響	33
2.4.2	業績への影響	38
2.4.3	経営者またはガバナンス構造の変化	40
2.4.4	監査人交代、監査人特性の変化	43
2.5	先行研究に対するディスカッションと研究課題	45
2.6	まとめ	48

第3章	わが国の不正会計の開示制度と開示実態	50
3.1	はじめに	50
3.2	研究の背景	52
3.3	日本における不正会計の制度的開示と収集方法	55
3.3.1	上場規制による適時開示	56
3.3.2	証券取引等監視委員会による課徴金処分勧告	57
3.3.3	不正会計開示の情報源	58
3.3.4	不正会計事例に関する適時開示の識別方法	59
3.4	不正会計事例の収集結果	61
3.4.1	不正会計事例数	61
3.4.2	不正会計事例の基本属性	62
3.5	不正会計事例の内容	64
3.5.1	不正会計の目的と当事者	64
3.5.2	不正会計の手口	66
3.6	不正会計の影響額	69
3.6.1	不正会計の損益影響の訂正方法	69
3.6.2	不正会計の損益影響の測定	71
3.6.3	不正会計の区分別の損益影響	71
3.7	不正会計企業の財務特性	74
3.7.1	不正企業と他の企業との比較	74
3.7.2	不正会計開示企業の目的別の比較	76
3.8	まとめ	78
第4章	不正会計開示に対する投資家の反応	80
4.1	はじめに	80
4.2	研究の背景と仮説設定	81
4.2.1	先行研究と仮説の設定	81
4.2.2	先行研究とのサンプルの違い	83
4.2.3	不正会計開示の開示方法	84
4.2.4	不正会計開示に投資家が反応する背景	86
4.3	分析デザインとサンプル選択	88
4.3.1	短期のイベント・スタディ	88
4.3.2	長期のイベント・スタディ	89
4.3.3	サンプル選択過程	90

4.4	分析結果 . . . . .	91
4.4.1	第一報後の短期的な投資家の反応 . . . . .	91
4.4.2	第一報後の期間における投資家の反応 . . . . .	92
4.4.3	不正会計関連開示に対する投資家の反応 . . . . .	95
4.4.4	発覚後の継続的な反応と一連の開示に対する反応の比較 . . . . .	98
4.4.5	追加分析 . . . . .	101
4.5	まとめ . . . . .	104
<b>第5章</b>	<b>不正会計開示に対する株価反応の決定要因</b>	<b>106</b>
5.1	はじめに . . . . .	106
5.2	研究の背景と仮説設定 . . . . .	107
5.3	分析デザインとサンプル選択 . . . . .	113
5.3.1	不正会計開示に対する株価反応の測定 . . . . .	113
5.3.2	仮説の検証モデル . . . . .	114
5.3.3	サンプル選択過程 . . . . .	116
5.4	分析結果 . . . . .	117
5.4.1	記述統計と変数間の相関 . . . . .	117
5.4.2	単変量分析 . . . . .	119
5.4.3	多変量分析 . . . . .	120
5.4.4	追加分析 . . . . .	123
5.5	まとめ . . . . .	125
<b>第6章</b>	<b>不正会計開示の長期的な影響</b>	<b>127</b>
6.1	はじめに . . . . .	127
6.2	研究の背景と仮説の設定 . . . . .	130
6.2.1	不正会計開示が引き起こす長期的な影響 . . . . .	130
6.2.2	開示後の経営者交代、ガバナンス構造の変化 . . . . .	130
6.2.3	開示後の監査人交代、監査人特性の変化 . . . . .	131
6.2.4	開示後の業績の変化 . . . . .	133
6.2.5	開示後の株価の変化 . . . . .	133
6.2.6	企業の不正対応による長期的な影響の違い . . . . .	134
6.3	分析デザインとサンプル選択 . . . . .	136
6.3.1	不正会計開示企業の特徴を示す変数 . . . . .	137
6.3.2	経済的帰結に関する変数 . . . . .	141
6.3.3	不正会計開示の傾向スコアによるマッチング . . . . .	142

6.3.4	長期的な影響の測定 . . . . .	144
6.3.5	企業の不正対応による長期的な影響の違いの測定 . . . . .	145
6.3.6	サンプル選択過程 . . . . .	147
6.4	分析結果 . . . . .	148
6.4.1	不正会計開示の傾向スコア . . . . .	148
6.4.2	長期的な影響の単純比較 . . . . .	156
6.4.3	不正会計開示の長期的な影響に対する処置効果の推定 . . .	159
6.4.4	企業の不正対応による長期的な影響の違い . . . . .	162
6.5	まとめ . . . . .	167
<b>第7章</b>	<b>結論と今後の展望</b>	<b>171</b>
7.1	本論文の発見事項の含意と貢献 . . . . .	172
7.1.1	わが国の不正会計開示の実態 . . . . .	172
7.1.2	不正会計開示に対する投資家の反応 . . . . .	173
7.1.3	不正会計開示に対する株価反応の決定要因 . . . . .	174
7.1.4	不正会計開示企業の特徴 . . . . .	175
7.1.5	不正会計開示の長期的な影響 . . . . .	176
7.1.6	本論文を通じた発見事項のまとめ . . . . .	177
7.2	本論文の限界と今後の課題 . . . . .	178

# 第1章

## 問題意識と論文構成

### 1.1 問題意識

本論文の目的は、わが国における不正会計開示の実態を明らかにすると共に、不正会計を開示した企業に生じる経済的帰結を明らかにすることである。

近年、わが国において財務報告に関わる企業の不祥事が相次いで起こっている。代表的な財務報告に関する企業の不祥事としては、2005年におけるカネボウ、2006年のライブドア、2011年に発覚したオリンパスや大王製紙、そして、2015年における東芝といった規模の大きな不正事件が発生しており、それぞれ企業の信頼を大きく失墜させる社会的な問題となった。こうした不祥事は、発覚した企業の経営環境を大きく悪化させる事態を引き起こすと共に、わが国の財務報告制度全体の信頼性に対する疑いも招き、その回復のために制度改革による対応もされてきている。このような財務報告に関わる不祥事の事例は、一般に、粉飾決算、不正経理処理、不正会計（または、会計不正）など複数の呼ばれ方がある。これらは、企業の実態が財務諸表に適切に反映されず、意図的に虚偽の記載が財務諸表に含められるという共通の性質があり、基本的に同じ意味を持つため、本論文ではこれらを「不正会計」と記載する。ここで、本論文で用いる「不正会計」とは、財務報告に含まれる意図的な虚偽表示を意味する。また、「不正会計開示」とは、企業が不正会計を行った事実またはその可能性を外部へ公表することを示す。

企業とその利害関係者との間にある情報の非対称性を緩和するため、企業は財務報告を行って利害関係者の意思決定に有用となる財務情報を提供する。このとき、財務情報が意思決定に有用な情報として利用されるためには、企業から提供される財務情報に企業の実態が適正に表示されていることを前提とする。企業実態を適正に表す財務報告のためには、企業は一般に公正妥当と認められる企業会

計の基準（以下、GAAP）に準拠して財務情報を作成し、利害関係者へ開示する必要がある。しかし、不正会計の発覚は、企業またはその構成員が利害関係者を欺いて不当な利益を得ようとしていたことを意味する。情報の非対称性を解消するための財務情報に意図的に虚偽の記載を含める行為は、財務報告の前提となる信頼性を失うことになり、企業に向けられていた信頼を裏切る行為である。そうした財務報告の前提を覆す不正会計の発覚は、その企業の継続的な事業運営にも影響し得る重大な開示イベントに発展する。

不正会計の発覚は、財務報告の正常な機能を阻害し、これまで財務報告が行われていたことで維持されていた企業の信頼性が崩れることを意味する。そのため、不正会計は社会的に問題視されるだけでなく、財務報告の機能を前提とした領域である財務会計、監査、ファイナンス、コーポレート・ガバナンスといった分野に幅広く共通する課題であることから、研究対象として取り扱う意義がある。

不正会計を調べるため、まずはわが国の不正会計開示の発生状況をはじめとした開示の実態を解明する必要がある。わが国においては上場企業の適時開示により、不正会計に関する情報が公表されているが、開示内容は画一的ではないことから、不正会計開示事例の統一的なデータベースはなく、どのような開示状況になっているかは必ずしも明らかではない。わが国の開示環境に沿った不正会計開示の収集方法を提示してその実態を報告することは、そうした状況を進展させる意義だけでなく、その後の分析で対象に用いる不正会計開示の特性を示すことができる。

次に、不正会計を開示した企業に生じる経済的帰結を明らかにする。不正会計が発覚すると、正常な財務報告を前提として維持される企業の信頼性が失われることになる。不正会計開示による経済的帰結を明らかにすることは、その代償がどれほどの影響をもたらすかを測る意義がある。このことは、財務報告を通じた企業の信頼性が持つ価値の水準を意味しており、この影響が大きければ大きいほど、財務報告が正常な機能を維持することで保たれる価値が大きいことが示唆される。

さらに、過去に生じていた不正会計開示による影響を分析して実際に起こっていた傾向を示すことで、将来的な意思決定に資する情報を提示することができる。不正会計の発覚に際して投資家などの利害関係者は、発覚した企業に対する評価を改める必要が生じるだろう。また、不正会計が発覚した後の企業では利害関係者への説明責任を果たすため、調査に基づいて不正会計の内容を開示し、利害関係者からの信頼を取り戻していく必要がある。不正会計事例全般を対象としたアーカイバル分析により、不正会計の発覚に対して企業や利害関係者がどのよ

うな行動をし、それがどのような結果につながったかという点を、実際に生じた事象に基づいて対応と結果の傾向を振り返ることになる。過去の不正会計事例における傾向を明らかにすることで、将来同じような状況に陥ったときに、各当事者がこれまでの傾向を踏まえた意思決定を行うための判断材料を提供することができる。

以上より、本論文では、わが国におけるこれまでの不正会計の開示実績を幅広く収集したアーカイバル・データを用いてその実態を明らかにし、不正会計を開示した企業に生じる経済的帰結を明らかにすることを目的とする。

## 1.2 不正会計の概念整理

「不正会計」という用語には、統一的な定義はなく、研究ごとに不正会計の意味する範囲を明確にする必要がある。このため、不正会計に関連する規則や先行研究を参考として、本論文において前提となる不正会計の対象範囲を明らかにする。

### 1.2.1 不正会計の定義

一般的な企業で生じる不正行為を対象とした日本公認会計士協会 (2015) (以下、不正調査ガイドラインとする) によれば、企業を取り巻く不正、不祥事は不正な財務報告に留まらないことから、その調査対象である不正を「法律、規則及び基準 (会計基準を含む。) 並びに社会倫理からの逸脱行為」と広く定義している。具体的には以下の3つに分類しており、これらには会計情報に関連しない不正行為も含まれている。

1. 資産の流用 (資金関連 / 非資金関連) 例: 会社資産の横領 / 情報漏洩や知的財産の流用
2. 不正な報告 (財務関連 / 非財務関連) 例: 粉飾決算 / 法令による品質表示の偽装
3. 汚職 (利益相反 / 贈収賄) 例: 個人的な利益の享受 / 汚職法違反

次に、監査基準委員会報告書第240号「財務諸表監査における不正」(日本公認会計士協会、2011年) (以下、監基報240号とする) では、監査の主な目的となる財務諸表の虚偽表示の要因として「不正」と「誤謬」を定義している。「不正」とは「不当又は違法な利益を得るために他者を欺く行為を伴う、経営者、取締役等、監査役等、従業員又は第三者による意図的な行為」であり、「誤謬」は「財務諸

表の意図的でない虚偽表示」と定義される。不正と誤謬は共に虚偽表示の要因であるものの、その行為が意図的であるか否かによって区別される。監基報 240 号の財務諸表の虚偽表示の原因となる不正は、不正会計と同様の意味を持つ。一方の誤謬は、会計基準の理解不足や人為的なミスによって生じる意図的でない誤りであり、当事者の何らかの目的や意図によって生じる不正会計とは異なる。ただし、虚偽表示は調査による故意性の判断が難しい場面も多く、意図の有無が明らかにされないこともあり得る。そうした意図的かどうか不明な虚偽表示であっても、結果として資産や利益の過大計上につながる場合には、その意図の有無については慎重に検討する必要があるだろう。

また、監基報 240 号によれば、虚偽表示の原因となる「不正」には、「不正な財務報告 (Fraudulent Financial Reporting)」と「資産の流用 (Misappropriation of Assets)」がある<sup>1</sup>。「不正な財務報告」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であり、計上すべき金額を計上しないことや、必要な開示を行わないことも含んでいる。「資産の流用」は、企業の経済活動とは別に個人の利益のために不当に企業の資産が流失することであり、具体的には企業の保有する資金の着服や横領、不正支出、資産の窃用や私的利用といった行為を表す。不正な財務報告では、具体的には会計記録や証憑書類の改ざんや偽造、財務諸表における虚偽の記載や意図的な除外、開示における意図的な会計基準の不適切な適用により行われることが多い。そして、資産の流用についても、資産が無くなる事実を偽装又は隠蔽するために記録や証憑書類の偽造を伴うことが多い。どちらも共通するのは、不正を行う当事者の何らかの意図によって財務諸表に虚偽表示が含まれる点である。

図 1.1 では、不正調査ガイドラインにおける一般的な不正と、監基報 240 号の対象となる不正会計の範囲を図示している。不正調査ガイドラインでは会計の範囲を超えた不正全般を対象としているため、監基報 240 号で取り扱う不正よりも対象範囲が広い。このため、例えば不正行為の中の品質偽装や情報漏洩といった財務諸表の直接的な虚偽記載を伴わないものについては、財務諸表の虚偽表示の原因にはならないため、不正調査ガイドラインの対象にはなるものの、監基報 240 号では対象としない。

---

<sup>1</sup> 米国監査基準書 (Statements on Auditing Standards : SAS) 99 号「財務諸表監査における不正の考慮 (Consideration of Fraud in a Financial Statement Audit)」、国際監査基準 (International Standards on Auditing : ISA) 240 号「財務諸表監査における不正に関する監査人の責任 (The Auditor's Responsibilities Relating to Fraud in an Audit of Financial Statements)」でも同様の定義がされており、国際的にも共通して監査人が考慮すべき財務諸表における不正として定義される区分である。



額的な影響も大きくなる可能性が高い。一方の従業員が単独で行う不正には資金の流用が多く、比較的少額で財務諸表全体に及ぶような影響を持たない場合が多いと位置づけられている（監基報240号適用指針5項）。企業内の統制環境や財務諸表における影響範囲は異なるものの、どちらも不正会計を行った当事者の特定の目的のために、企業実態と異なる会計処理が行われるものであり、財務報告を通じて財務諸表利用者へ誤った情報を開示するという意味で共通する。また、従業員が行う不正に巨額な累計額となる事例が無いわけではなく、金額的影響の大きさは実行主体により明確に分けられるものではない。さらに、本論文で分析対象にすることができる不正会計は開示までされた事例であることから、利害関係者の意思決定に及ぼす影響を考慮して一定の重要性を持つと企業が判断した事例が対象になる。以上より、関与者の役職が経営層と従業員のどちらであったとしても、利害関係者に対して一定の影響があることが予想されるため、本論文ではどちらも不正会計として取り扱う。

### 1.2.2 不正会計と類似する用語との関係

これまでの会計研究では、利益調整、利益操作、利益訂正といった事象を通じて財務諸表における経営者行動や市場への影響を分析する研究がされている。これらとの相違点を明確にし、本論文における不正会計の対象範囲を具体的に示す。これらの事象と不正会計は、GAAPの範囲を逸脱しているかどうかという点や、意図的なものであるか否かといった点に主な相違がある。図1.2では、本論文が研究対象とする不正会計と類似する他の用語との関係を要約している。

図 1.2 不正会計と類似する他の用語との違い

		意図的でないもの	意図的なもの	
			経営者または役員	従業員
GAAP範囲内会計処理		—	利益調整	—
GAAP範囲外の会計処理(虚偽表示)	重要性あり	誤謬	修正再表示 (財務諸表の訂正)	
	重要性なし		不正会計	

⋯本論文の対象

須田 (2007) では、「利益調整」(earnings management) の一般的な定義として、「経営者が、会計上の見積りと判断および会計方針の選択などを通じて、一般に認められた会計基準の枠内で当期の利益を裁量的に測定するプロセス」であることを示した。そして Dechow and Skinner (2000) などを参考に利益調整を、利益を過小に報告する保守的な利益調整、利益を過大に報告する攻撃的な利益調整、それらの中間にある適度な利益調整の3つに分類した。須田 (2007) では、特に利益を過大にする利益調整を財務諸表利用者の誤導による損失をもたらしやすいものとして「会計操作」(earnings manipulation) と呼んでいる。会計操作については「特定の状況下にある企業の経営者が、一般に認められた会計基準の枠内で行ったきわめて意図的な利益増加型の利益調整」として定義し、不正会計に近いものとして位置付けられている。

次に、須田 (2007) は不正会計について、「特定の状況下にある企業の経営者が、一般に認められた会計基準に反する手続きによって利益を計上するプロセス」と定義した。利益調整が GAAP の枠内で行われる会計処理であるのに対し、不正会計は GAAP に違反した会計処理であると位置づけられている<sup>2</sup>。須田 (2007) の不正会計の定義では不正の実行主体として、経営者が行う不正会計を対象としている。主に経営者が行う不正な財務報告が該当し、従業員が行う資産の流用を隠蔽するような不正会計は対象としていない。この点について、本論文で扱う不正会計とは、関与した当事者の範囲が異なる。前述の通り、本論文では経営者だけでなく、従業員が当事者である不正会計を含むため、財務報告を通じた経営者行動の解明を目的とする利益調整研究と対象範囲が異なっている。

なお、利益調整と不正会計との違いに GAAP の範囲内かどうかの判断があるが、その区別は不明瞭な場合も多い。会計上の見積りを例に挙げると、利益調整や不正会計に通じる会計処理には利益を最大化するような将来キャッシュ・フローの見積りを行い、資産や収益を計上する（または損失を計上しない）ことが考えられる。その見積りが、会計情報を操作する目的で過度な見積りが行われるとしても、それが監査などを通じて合理的な根拠に基づくものであれば GAAP の枠内であり、利益調整と考えられる。一方、根拠を伴わない架空の見積りであれば、不正会計になるだろう。しかしこうした会計上の見積りの裏付けとなる根拠は、通常の財務報告であれば示されない。本論文では、会計基準の範囲を逸脱するか否かの区別は企業の不正発覚時の調査結果に依拠し、企業によって不正会計

---

<sup>2</sup> その他にも利益調整に関する定義があるが大きく異なるものではない。首藤 (2010) では利益調整について「何らかの特定の目的を達成するために、経営者によって行われる会計数値を対象とした裁量行動である」としている。

として開示されたか否かにより区別する手順を踏んでいる。

続いて、奥村 (2014) に「財務諸表の訂正」についての詳細な記述がある。「財務諸表の訂正」とは、財務諸表に重要な虚偽表示が含まれていることが開示後に明らかとなった場合に、財務諸表の虚偽記載について訂正する開示を行うことである。財務諸表の訂正には形式的な訂正や、合計に影響しない財務諸表項目の入り繰りの訂正も含まれるため、財務諸表の訂正のうち当期純利益の訂正を伴うものが「利益訂正」と呼ばれ、特に財務諸表利用者に対する影響が強い訂正として着目されている。また、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」(企業会計基準委員会、2009 年)によって、2011 年 4 月以降の財務諸表の訂正について訂正の処理や開示方法が定められた。こちらでは過年度の誤りを訂正する財務諸表の訂正または利益訂正は、「修正再表示」と呼ばれる。「修正再表示」とは、過去の財務諸表作成時に入手可能な情報の未使用、または、誤用による誤りがある場合に過去の財務諸表の訂正を財務諸表に反映することである<sup>3</sup>。財務諸表の訂正と修正再表示は基準設定前と後という実務における違いがあるものの、過年度の財務諸表上の誤りを訂正するという意味で同じである。以下、本論文ではこれらを「修正再表示」と記載する。

財務諸表の訂正には意図的な不正だけでなく、意図的でない誤謬も含まれている点が不正会計と異なる部分である<sup>4</sup>。なお、開示される情報には不正と誤謬を分ける意図の有無について明確でない場合がある。本来は不正に該当するものであっても、金額的影響の小さい修正再表示事例の場合などには事実認定のための手続を省略し誤謬として取り扱う可能性もある。本論文では、意図の有無についても同様に、企業からの開示情報を通じて区別する手順を踏んでいる。

### 1.3 研究の背景と本論文の特徴

不正会計の研究対象は、不正会計開示のイベントをキーとして大きく二つの方向性で展開されている。一つは不正会計が行われたことの原因を特定するために発覚前の期間を分析の対象とする研究であり、もう一つは不正会計の発覚がもたらす経済的帰結を分析するために発覚後の期間を分析対象とした研究である。

まず、発覚前の期間を対象とする分析では、不正会計を行う企業の動機や機会

---

<sup>3</sup> 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」(企業会計基準委員会、2009 年)では過去の財務諸表の誤りを意図的であるか否かに関わらず「誤謬」と記載しており、監基報 240 号などで使われる意図的でない虚偽記載を示す「誤謬」とは意味が異なる。本論文では監基報 240 号に沿った定義により「誤謬」を用いている。

<sup>4</sup> 奥村 (2014) では修正再表示の原因となる虚偽記載について、監基報 240 号における不正と誤謬の区別と同様に、意図的な虚偽記載と意図的でない虚偽記載に区別している。

などの不正会計の原因となる特徴の特定を通じた不正会計が行われる仕組みの解明が目的とされている。不正会計により利益を粉飾することの動機となる企業の業績の低迷や、架空の利益操作の結果として生じる財務特性の歪みを不正会計発覚前の企業の財務諸表から識別するような研究が代表的である。そして、そうした傾向を通じて未発覚の不正会計を早期発見するための企業が公表する情報に含まれる不正のシグナルの発見が社会的にも期待される領域である。

他方、発覚後の期間を対象とする研究は、不正会計によって信頼を失うことでその企業にどういった影響がもたらされるかを明らかにしようとしている。不正会計発覚後の短期的な変化を測定し、どのような事例であった場合に大きな影響が生じるかといった分析が行われている。また、発覚後企業を長期的に追跡した測定も行われており、不正会計の発覚後に企業が取った対応として経営者交代やガバナンス改革を通じた改善が取られる場合に、その対応によって結果に違いが生じるか否かといった観点での分析も行われ、発覚後の企業行動が結果に生じさせる違いも分析されている。

以下では、先行研究との比較を通じて、本論文の特徴を挙げていく。

**特徴1 わが国の開示環境における不正会計開示全般を対象とした一般的な収集方法を提示し、収集された不正会計開示サンプルを本論文で共通のサンプル母集団として用いる。**

わが国の不正会計を対象とした先行研究では、不正会計開示のうちの規制当局による処分を伴う事例、修正再表示を伴う事例、経営者による不正に該当する事例などに研究目的に基づいた分析対象の限定がされている。このため、不正会計の定義に当てはまる開示全般と比べると一部の対象に絞った分析結果となり、不正会計開示全般がどのような実態になっているかという点について明らかではない。また、先行研究の結果が不正会計開示全般に当てはまる一般的な結果であるとは言えない。

本論文ではまず、わが国の開示環境に基づいて不正会計開示の定義に該当する開示イベントを網羅的に収集する方法を提示している。研究対象となる不正会計開示の特徴的な内容となる不正会計の目的、当事者、手口、影響の大きさといった点を明らかにすることで、わが国の不正会計開示の実態の傾向を把握することができる。そして、不正会計開示全般を収集することになるため、影響の小さいものから大きいものまで、幅広いサンプルが収集されることになる。本論文の分析対象には、網羅的なサンプルを共通のサンプル母集団として用いることで、わが国の不正会計開示全般に通じる示唆を得ることができる。

特徴2 不正会計の種類を考慮して不正会計開示を行った企業の特性を分析している。

不正会計発覚前の企業の特性を研究する先行研究では、不正会計の動機や手段に関する特性については経営者や役員が関与した全社的な利益の操作を行う目的の不正な財務報告を前提とした議論が多い。先行研究が規制当局による処分や修正再表示を伴うような比較的規模の大きい不正会計を取り扱っていることから、対象となる不正会計事例に偏りがあるためと考えられる。しかし、不正会計の種類には、不正な財務報告と資産の流用があることは上述の通りであり、その種類によって不正会計が行われる目的は明確に異なる。例えば、不正な財務報告は業績低迷などの何らかの背景により主に利益の過大計上を行うのに対して、資産の流用では個人の資産を増やすために企業の資産を流失させる。このため、動機となる企業特性は異なると考えられるだけでなく、その結果として財務諸表に生じる歪みも変わると考えられる。

先行研究では、分析対象を限定しているためにその違いを分析に組み込むことは不要であったと考えられるが、本論文では両方の種類を含む不正会計開示全般を対象とした分析であることから、そのような不正会計開示の特性の違いを考慮したうえで、不正会計開示を行った企業の特性を分析する。

特徴3 不正の発覚した第一報だけでなく、その後に継続する一連の不正会計開示を対象として、開示の影響を網羅的に測定している。

先行研究からわかっている不正会計開示によって企業にもたらされる影響のうち、代表的なものが第一報後の株価の急落である。そして、第一報後の短期的な下落の後も2~3か月単位での一定期間に渡って株価の下落が継続することも知られている。第一報後に継続する株価下落について、株式市場が不正会計に関する情報を緩やかに織り込んでいるのかどうかといった市場の効率性の観点から、その原因は明らかにされていない。

しかし、継続的な株価下落の原因が不明瞭であるのは不正会計開示の開示イベントを発覚の第一報に限っているためであると考えられる。不正会計開示の実務に照らせば、第一報後に段階的に不正会計の内容が開示されており、不正会計の内容を追加する継続的な開示イベントが生じている。このため、市場の効率性の観点から言えば、投資家は追加的な開示に対して効率的に反応しているとも考えることもできる。

よって、第一報後の追加開示も含めた一連の不正会計開示の影響を測定するこ

とで、開示の影響を網羅的に測定することができ、第一報後の継続的な株価反応の程度と比較することで、市場の効率性に対する示唆を得ることができる。

**特徴4** 不正会計開示に対する一連の株価反応の決定要因として、新たに不正会計の内容や開示の特性があることを提示している。

先行研究では、不正会計の第一報に対する株価反応が生じる背景を説明するために、不正会計の影響の大きさに応じて変化することを提示している。また、先行研究でも不正会計の影響の大きさ以外の不正会計の内容を用いて株価反応の要因が分析されているが、有意な結果は得られていない。

しかし、不正会計開示は第一報の後にも関連する追加開示があることは述べた通りであり、第一報では不正会計の内容の概要が伝えられるものの、その内容の確定の度合は事例によって様々である。第一報で不正会計の内容が全て確定している場合は少なく、複数の追加的な開示によって調査の結果が段階的に明らかになったうえで最終的に確定される事例が多い。このため、不正会計開示の第一報に対する株価反応のみに対して、最終的な不正会計の内容との関連を分析すると、事後的に判明する情報を用いた分析になるおそれがある。

この点、本論文では一連の不正会計開示に対して株価反応の測定を行うため、第一報後に判明する不正会計の内容に対する株価反応についても考慮した分析を行うことができる。一連の不正会計開示によって明らかになる内容との対応関係を保ちながら分析を行っている結果、不正会計の内容（目的、当事者、影響）や開示の特性（第三者委員会など）といった新たな株価反応要因を提示している。

**特徴5** 不正会計開示によって企業に生じる長期的な影響を株価、業績、経営者交代、ガバナンス特性、監査人交代、監査人特性といった幅広い観点から包括的に検証している。

先行研究では、短期的および長期的な株価下落の他にも、業績、ガバナンス構造、経営者交代、監査人交代、監査人特性といった観点から不正会計開示によって企業にもたらされる影響が検証されている。ただし、各指標の結果は異なる研究として行われていることから、分析対象となるサンプルの種類や対象期間などは共通しない。このため分析結果も研究によって一貫せず、不安定であるものもあり、不正会計開示の影響がどの指標に表れるのかといった点を明らかにするには、単一の指標ごとに異なる設定で分析を行うことは不十分である。本論文では、わが国における不正会計開示によって引き起こされる影響を包括的に検証するために、共通のサンプルや検証方法を用いて、不正会計開示前後のこれらの指

標を測定し、不正会計開示による影響を特定している。

特徴6 不正会計開示によって引き起こされる短期的な株価反応や、経営環境に及ぼす長期的な影響が一様でない背景として、不正調査の透明性（第三者委員会の設置）による影響の違いに着目している。

先行研究で検討の対象になっている不正会計開示後の企業対応については、取締役会の独立性などのガバナンス改善や経営者交代が挙げられる。不正会計の発覚後にそれらを行うことが企業の信頼性の回復につながり、不正会計の発覚によって押し下げられた株価や業績の回復をもたらすことが明らかにされている。しかし、これらの対応は、不正会計の影響が確定した後に行われる処分や対応であり、不正会計の発覚の直後に行われる企業の調査によって特定された影響範囲や原因を前提として行われる。一般的に企業が行った不正の内容を企業自身が調査して結果を公表することになるため、不正会計の発覚によって外部からの信頼性が著しく低下している状況下で企業自ら公表する調査の結果は、その調査内容自体も疑わしいものになる。

このとき、調査が企業とは独立した第三者によって、専門的な調査が行われているのであれば、調査の透明性は確保され、不正会計の調査内容に対する疑念は解消される。結果として特定された影響範囲や原因に基づいたその後の企業の対応も、不正会計の再発防止のために有効に働くと考えられる。このため、本論文の独自の観点として、経営層の処分や改革よりも直接的に企業の信頼性に関わる重要な対応となり得る不正調査の透明性に着目する。この不正調査に基づく開示の透明性には、客観的な指標として第三者委員会の設置の有無が該当し、この違いが不正会計発覚後の企業の信頼性の水準を決定づけるために、開示に対する短期的な株価反応だけでなく、その後の長期的な影響を変化させることが考えられる。

## 1.4 論文の構成

本論文では、不正会計開示の発生状況などの実態と、開示によってその企業に生じる経済的帰結を分析する。以下では本論文の構成を述べる。まず、第2章では不正会計開示に関連した海外の先行研究を中心にレビューを行い、研究の背景から先行研究における分析視点を概観する。これまでに明らかにされている不正会計開示企業の特性や、不正会計開示に類似する事象によって引き起こされる経済的帰結について先行研究からわかっていることを整理し、研究課題について議

論する。

第3章では前節特徴1の具体的な内容として、わが国の不正会計に関する開示制度に基づいた不正会計開示の収集方法を提示する。そして、収集された事例に基づいて、不正会計の発生状況、不正会計の目的、当事者、手口、影響の大きさといった基本的な特性を分析し、わが国の不正会計開示の実態を明らかにする。

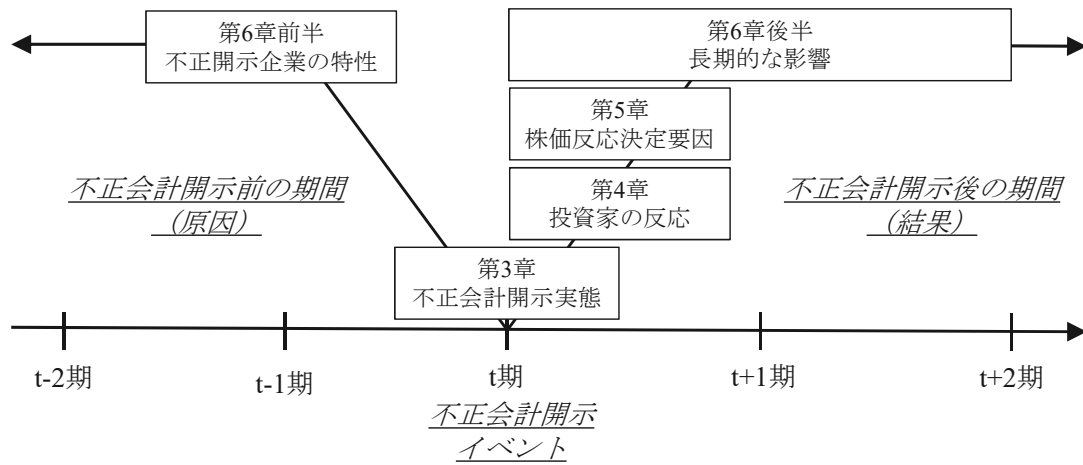
次に第4章では、不正会計開示によって引き起こされる代表的な影響として、不正会計開示直後の株価反応の測定を行う。不正会計開示の典型的なフローを概観して、第一報だけでなく一連の開示イベントによって不正会計の全体像が公表される開示実態を詳述している。不正会計によって短期的な下落だけでなく、2ヶ月から3ヶ月の一定期間に渡って株価は下落を続けるが、実際の開示イベントに基づいて下落が継続する理由を明らかにする。これは前節の特徴3に該当する内容である。

第5章では、そのような株価反応が、不正会計開示のどのような情報によってより大きく反応しているかという点について分析する。株価反応の決定要因として、不正会計の内容や第三者委員会の設置の有無を通じた開示の透明性などの特性が該当するかどうかを検証する。これは、前節特徴4と特徴6で示した内容である。一連の不正会計開示に対する株価を測定し、先行研究では明らかにされていない株価反応要因を提示することで、不正会計開示に対する投資家の反応に対する理解をより深めることができる。

ここまでは、不正会計開示イベントそのものの分析や、開示後の短期的なタイミングでの企業に生じる影響を対象とした分析を行っている。次の第6章ではさらに長期的な観点から、不正会計開示によって引き起こされる影響を包括的に明らかにする。第6章の分析内容は、大きく二つに分けることができる。まず前半部分においては、不正会計を開示した企業の特性を、先行研究に基づいた企業の財務特性、マーケット特性、ガバナンス特性、監査人特性を通じて検証している。特徴2にあるように、このときの分析は不正会計の目的を区別した分析を行う。

続いて第6章の後半部分では、不正会計が発覚したことが長期的に生じさせる影響の測定を行う。第6章の前半部分からわかる不正会計開示企業の特性から推定される不正会計開示の傾向スコアを用いることで、不正会計開示を行った企業に共通する特性が不正会計開示とは無関係に開示後の変化を引き起こす影響をコントロールする。特徴5に基づいて株価以外にも幅広い経済的帰結指標を用いて、不正会計開示によって企業の経営環境に生じる長期的な影響を測定している。また、特徴6で示すように、第三者委員会の設置の有無によるこれらの影響の違いの分析から、不正調査の透明性が不正会計開示企業に生じる結果にどのよ

図 1.3 本論文の各章と不正会計開示イベントとの関係



うな変化をもたらしているかという点を明らかにしている。

これらの不正会計に関する研究は不正会計の開示をキーとなるイベントとしてその開示前の期間と開示後の期間に大きく分けられる。図 1.3 では、本論文の各章のテーマについて、キーとなる不正会計開示イベントを中心とした時系列の枠組みに位置づけて整理している。第 3 章は不正会計開示そのものを対象として調査を行った内容であり、第 4 章および第 5 章は不正会計開示イベントの直後からその後 1 年程度までの投資家の反応を対象に、その傾向や要因を分析した内容である。続いて、第 6 章の前半では、不正会計開示イベントの直前期を対象として、開示企業の特徴にある傾向を明らかにしている。そして、第 6 章の後半では、不正会計開示イベントがあった期を含む 3 期分の長期的な期間を対象とした分析を行っている。

結果として、不正会計開示イベントを中心に、その前後の期間に表れる不正会計開示が起こる原因となる事象と、その後の結果として生じる事象という観点から分析を行った研究になっている。

## 第2章

# 先行研究の分析視点

### 2.1 はじめに

本章の目的は、不正会計開示に関して財務会計、監査、ファイナンスの研究領域においてこれまで行われてきた海外の実証研究の内容をレビューし、分析視点を整理すると共にそれぞれの視点から得られる成果と研究課題を明らかにすることである。

財務報告は企業と利害関係者との間にある情報の非対称性を緩和する役割を持つが、それには利害関係者が企業の提供する情報を信頼できることが前提となる。不正会計の発覚は、これまで行われてきた財務報告が信頼できない情報であることを伝え、その情報を利用してきた利害関係者からの企業に対する信頼を大きく失わせる。このことは財務報告が正常に機能しない状況を作り出し、これまで財務報告によって維持されてきた信頼性が崩れることを意味する。このような不正会計は社会的に大きな問題として取り上げられるだけでなく、財務報告の正常な機能を前提とする研究領域である財務会計、監査、ファイナンスといった分野において幅広く研究対象とされている。

不正会計の研究対象は、不正会計の発覚のイベントをキーとして大きく二つの方向性で進められている。一つは不正会計が行われたことの原因を特定するために発覚前の期間を対象に行われる研究であり、もう一つは不正会計の発覚がもたらす帰結を分析するために発覚後の期間を対象とする研究である。

発覚前の期間を対象とする分析では、発覚前の不正会計企業の持つ特性の傾向を分析し、不正会計の発生可能性を測るためのリスク要因の特定が行われている。その成果は不正会計を早期発見するためのシグナルを見つけることにつながり、株式投資や監査といったリスク管理を取り扱う実務に対して研究の意義を持つ。

他方、発覚後の期間を対象とする分析では、不正会計によって企業の信頼性が失われることの影響の範囲や水準を明らかにする。これは適正な財務報告によって維持される信頼を裏切ることの代償を意味し、財務報告を通じた企業の信頼性の価値の大きさ (Reputation Capital) を示唆している。さらに、不正会計に関する特性や不正会計発覚後に企業が取った対応によってその結果に違いが生じるのであれば、特に影響の大きな不正会計の内容や、発覚後の信頼回復のために取るべき企業の対応などを解明できる。これらは大きな影響を引き起こす不正会計の把握により不正会計発覚後に起こる影響の予測や、発覚後に行う企業対応に関する意思決定をサポートする証拠を提供する。

本章では、第1章で示したこのような問題意識と研究目的を出発点として、不正会計研究が進んでいる海外の文献を中心としてこれまで明らかになっている研究成果を整理し、課題を明らかにする。以下、本論文は、2.2節において不正会計開示に類似して先行研究で取り扱われている事象を整理したうえで、2.3節において不正会計開示前の期間を対象とした不正会計開示を行った企業の特性を探る研究をレビューする。続いて、2.4節において不正会計開示後の期間を対象とした不正会計開示による影響を分析した研究について取り上げる。そして、2.5節において研究課題に関するディスカッションを行い、2.6節において本章の内容をまとめる。

## 2.2 不正会計開示に類似する先行研究の対象

不正会計開示は、企業内で不正会計が行われていたことを公表することで、企業の過年度の財務諸表に意図的な虚偽表示が含まれていることを企業外部の利害関係者へ伝えることになる。そのことは、利害関係者を欺く行為が行われていたことや、企業内部が不正会計の実行を防げない統制環境であることが外部に伝わることで、企業の信頼性は大きく損なわれることになる。このような不正会計開示と同様の開示内容を持つと考えられる事象を分析対象とする実証研究が米国を中心として展開されている。

Amiram et al. (2018) では、会計研究で取り扱う不正 (fraud) について、財務報告において重要となる虚偽表示であり、実行者により意図的に行われたものであると共に、訴訟によって賠償責任を負うことになるものとの性質を示している。この一般的な定義に該当する不正を表す開示情報は特定の一つの事象だけでは観察できないため、Karpoff et al. (2017) では特定のデータに対象を限定せずに、米国証券取引所法への違反をベースとして複数の情報源を横断的に対象とした事例

表 2.1 不正会計開示と類似する開示イベントの相違点

開示情報の種類区分	(1) 虚偽	(2) 重要性	(3) 意図	備考
不正会計開示	○	○	○	規制処分、修正再表示 (不正) 事例を含む
開示規制当局による処分	○	○	▲	—
修正再表示	○	○	▲	規制処分事例を含む
財務報告に関する内部告発	▲	▲	○	日本では未整備
財務報告に関する集団訴訟	▲	▲	▲	適時性なし、日本では未整備
その他報道情報など	▲	▲	▲	二次的な情報、規制なし

(注) ○：該当する、▲：該当しない場合も含む

の収集を行っている<sup>1</sup>。

Karpoff et al. (2017) では網羅的な不正会計開示の識別のために横断的な事例収集を行っているが、他の先行研究はそれぞれの研究目的のために、分析対象をいづれかに限ることが多い。このため、先行研究の研究成果を理解し、不正会計開示と関連付けるためには、各研究が対象としているイベントの種類とそれらが不正会計開示とどのように共通しているかが重要な前提となる。不正会計開示と共通するイベントへの該当には、不正会計開示が伝える状況と同様の状況として、(1) 過年度の財務報告に虚偽表示が生じていること、(2) 虚偽表示が重要であること、(3) 虚偽表示が意図的に含められたものであることといった性質が含まれる必要がある。ただし、このときの重要性としては、基本的には外部への公表が必要であるほど利害関係者への影響が重要と考えられている場合が該当する。しかし、その重要性には段階があり、財務諸表の訂正を要する重要な虚偽表示である場合や、さらに開示規制による処分がされるほど影響が深刻になる場合も含まれる。

先行研究での取り扱いがある開示情報でそのような性質を持つ事象には、開示規制当局による処分、修正再表示、財務報告に関する内部告発事例、財務報告に関する集団訴訟事例、その他報道情報などがある。以下では、それぞれのイベントの種類を概要を示すと共に、不正会計開示との共通する点と共通しない点を整理する。

<sup>1</sup> Karpoff et al. (2017) は米国 SEC や米国司法省 (Department of Justice) の web サイト、PACER (Public Access to Court Electronic Records)、SEC Docket から横断的に不正会計に該当する米国証券法違反事例を収集し、「不正会計」の定義に合致する事象を、事例単位だけでなく、開示イベント単位においても網羅的に収録したデータベースを構築している。

## 2.2.1 開示規制当局による処分

米国の証券規制当局である米国証券取引委員会 (U.S. Securities and Exchange Commission: 以下、米国 SEC) は、「会計及び監査に関する執行措置通牒 (Accounting and Audit Enforcement Release : 以下 AAER)」を公表し、上場企業の開示規制違反の調査の状況や結果を公開している<sup>2</sup>。規制当局が摘発する重要な虚偽表示の公開情報であり、先行研究において不正会計として取り扱われる代表的な開示情報である。1982 年以降で年間 100 件を超える頻度の公表があり、2018 年 6 月時点において累計で 3,943 件が公表されている。

ただし、AAER には開示企業に関する規制と監査人に対する規制が含まれるため、全てが不正会計事例に該当するものではなく、実際の不正会計事例件数はその中の一部である。また、意図的か否かについては明らかではないことから不正に該当しない虚偽表示による違反も含まれることに留意する必要がある。先行研究では AAER から不正会計に該当する事例を特定し、対象サンプルとして選択する対応が行われる。また、意図的であることが質的要因として処分の判断基準の一つになることから、虚偽表示により処分された事例を全て不正とみなす研究もある (Hennes et al., 2008)。規制当局による処分の受けやすさとしては、意図的であるかどうかだけでなく、開示規制への違反が明らかであることも影響する。このため、修正再表示が必要になる重要な虚偽表示というだけでなく、より投資家の意思決定を誤らせる可能性が高い深刻な虚偽表示である事例が該当する。

以上より、規制当局による処分は、(1) 財務報告の虚偽表示である点では不正会計と範囲が共通する。そして、(2) 開示規制処分がされるような影響の重要性が深刻な事例のみであるという点で不正会計開示よりも狭い範囲の事例が含まれる。また、(3) 基本的には意図的に生じている事例が処分対象になりやすいが、その特定までは明示されていない。

## 2.2.2 修正再表示

過去の財務報告に重要な虚偽表示が含まれることが判明した場合には、過去の財務報告を訂正することが開示規制によって求められる。修正再表示 (Restatement) は、公表済みの過年度の財務報告に含まれる虚偽表示の訂正であり、その

---

<sup>2</sup> ここで言う米国における開示規制とは、米国の 1933 年証券法 (Securities Act of 1933)、1934 年証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934) に依拠した証券取引規制に基づく企業内容開示制度を示す。

公表は財務諸表に重要な虚偽表示が発覚した事実を意味する。修正再表示が必要な虚偽表示のみであることから、重要な虚偽表示に該当する事例に限られる。

修正再表示の対象となる虚偽表示は、意図的な虚偽表示である不正会計と意図的でない虚偽表示である誤謬の両方が含まれる。この点が不正会計開示とは大きく異なり、修正再表示を扱う先行研究ではその点を加味して、修正再表示事例を不正に起因する場合とそうでない場合に区別する研究も多いことから、その場合は意図的であるかどうかによる影響の違いとして不正会計に関する示唆を得ることができる<sup>3</sup>。

以上より、修正再表示は、(1) 財務報告の虚偽表示である点は不正会計と同じである。(2) 財務諸表の訂正が行われる水準で虚偽表示が重要である事例に限られるという意味では、規制当局による処分よりは広い範囲であるが、不正会計開示全般よりは狭い範囲である。そして、(3) 意図的な虚偽表示だけでなく、意図的でない虚偽表示によって生じる修正再表示も事例に含まれる。この点、不正会計開示には過年度の財務諸表の修正再表示が必要な虚偽表示だけではない点と虚偽表示は意図的に行われたものに限る点で異なっている。

### 2.2.3 財務報告に関する内部告発事例

内部告発 (Whistle-blowing) は、過去または現在の従業員による経営者のコントロールの下で行われる違法または非倫理的な不正行為の告発である (Bowen et al., 2010; Gao and Brink, 2017)。内部告発には、社内の経営者や内部監査機関への告発と、社外の報道機関や公的組織への告発があり、公開される情報となるのは社外に対して告発される内部告発事例である<sup>4</sup>。その中には財務報告に関連しないものも含まれることから、研究目的によって外部に対する財務報告に関する告発を抽出する必要がある。また、内部告発の内容には多種あるものの、不正会計に関する事例は特に財務報告や経理の実務に関する告発に限られる。

上記規制処分や修正再表示と比べて、内部告発事例が重要な虚偽表示に該当することはさらに不確実になるが、少なくとも意図的な不正行為が起きていることが予想される。このため、不正会計開示とは、確実に虚偽表示に該当するかどうかという点で異なるが、内部告発が外部に公表された場合、不正行為を防ぐこ

<sup>3</sup> 修正再表示事例を集めた米国のデータベースとしては、米国政府監査院 (Government Accountability Office:GAO) が公表する修正再表示事例のレポート、または、Ives Group Inc. が Audit Analytics<sup>TM</sup> として提供するデータベースが用いられることが多い。

<sup>4</sup> 外部の公的組織に対する内部告発とは、米国政府機関である職業安全衛生管理事務所 (the U.S. government' s Occupational Safety and Health Administration office : OSHA) に記録される内部通報のうちの SOX 法 (Sarbanes-Oxley 法) に関する告発が該当する (Bowen et al., 2010)。

とのできない社内の統制環境の悪さを外部へ伝えるイベントである点で共通する。このため、内部告発事例もまた不正会計開示に近いイベントと考えることができる<sup>5</sup>。なお、日本では内部告発事例の公開情報は入手できない。

以上より、内部告発事例は、(1) 内部告発事例は財務報告に限らないため、虚偽表示に該当しない事例もあることから財務報告の虚偽表示が含まれる事例を抽出する必要がある。(2) 重要性については特定されるものではなく、必ずしも一定の水準以上の事例が含まれるというものではない。内部告発を受けた不正事例であることから、(3) 意図的に行われた事例である点は共通する。

## 2.2.4 財務報告に関する集団訴訟事例

不正会計が発覚した場合、その影響による株価下落の損失などを理由に株主が企業や不正会計の当事者、監査人などを相手に損害賠償を求める訴訟が提起されることがある。米国ではクラス・アクション (Class-Action) 形式により、被害を受けた関係者のうちの一部が原告となり、他の被害者全ての損害賠償訴訟をまとめて一度に行う訴訟制度がある<sup>6</sup>。集団訴訟事例全体を証券関連に限れば、財務諸表の虚偽表示が訴訟理由となるものが多く含まれ、その虚偽表示が不正会計に起因する事例が多く含まれることから、不正会計開示に共通する部分がある。

しかし、開示書類を取り扱う証券関連の集団訴訟事例であっても、会計基準に違反する虚偽表示に該当するものは一部 (35%) に限られ、会計上の見積りの適否などの会計基準上あいまいな部分を審議する事例も多く含まれる (Amiram et al., 2018)。このため、集団訴訟事例は、訴訟が提起されるという意味で損害の大きさから少なくとも公表されるべき重要性のある事例であると考えられる。しかし意図的な虚偽表示であるか否かという点では不正会計開示とは共通しない。また、訴訟の終結には長い期間を要するため、不正会計に関する訴訟事例である場合でも、発覚時に他の情報源による公表よりも訴訟の提起や判決の公表は事後的なタイミングとなり、判決により生じる損失の確定などの情報を除き、開示情報の適時性は低くなる。

日本の不正会計関連の訴訟としては、不正会計を行った会社やその当事者である役員等に対して、損害を受けた投資家などの第三者は民事上の損害賠償を請求

---

<sup>5</sup> 内部告発は従業員がコストを払わずに行うため、誤報や悪用もあり信頼性に欠けるという批判もある。しかし、Bowen et al. (2010) では公表される内部告発後の訴訟や訂正の発生可能性が高まることを確かめており、内部告発が不正の実態を伴うことを示唆する結果を得ている。よって、必ずしもこの批判は当てはまらないことを主張している。

<sup>6</sup> クラス・アクション事例の収録されるデータベースには、米国スタンフォード大学が構築しているクラス・アクション事例データ (Stanford Securities Class-Action Clearinghouse) が用いられる。

することができる(加藤, 2015)。また、監査人も虚偽記載に対する監査証明に故意または過失があった場合は損害賠償責任を負う。ただし、米国のようなクラス・アクションの法制度はなく、同様の集団訴訟事例を取り扱った情報源は整備されていない。

以上より、集団訴訟事例は、(1) 必ずしも虚偽表示が含まれるとは限らない。(2) 訴訟に発展することから金銭的な損害も大きく金額的にも重要性はあると考えられるが、重要性が一定の水準以上になるという性質はない。そして、(3) 故意に行われた虚偽表示に限られないため、意図的でない事例も含まれる。以上の点で集団訴訟事例と不正会計では事例の性質が異なる。

## 2.2.5 その他報道情報など

その他にも、各種メディアからの報道情報を収録した FACTIVA や Lexis-Nexis といったデータベース検索により、不正会計を対象とする場合以外にも品質偽装なども含めた社会的な不正全般を対象とする研究もある。また企業自身がプレス・リリースにより重要事項を公表する場合もある。

これらも不正会計に通じる事象が公表されやすい点で共通するが、どちらも不正会計に関する情報はごく一部であり、大量の情報の中から不正会計に関する情報を抽出する必要がある。また性質として、報道情報であれば企業自身の公表情報ではない二次的な情報であり、真偽があいまいである場合や誇張などのバイアスが含まれる場合がある。また、企業自身のプレス・リリースであっても、自発的な開示であり、特に規制などの枠組みに従った開示情報ではない。このため、規制に従った開示に比べて記載内容などの統一性が低く、不正会計の識別方法も定型的な方法が当てはまりにくい。このため、これらの情報源から研究対象として用いるためには、研究者自身がサンプルの選別を行うなどの対応が必要になる。

よって、(1)(2)(3) 共に、規制に基づかない自発的な開示であるその他報道情報は、一定の性質が定まっているものではなく、必ずしもこれらの要件に当てはまるものではない。

## 2.2.6 不正会計開示に類似する事象を通じた先行研究の理解

これらの開示情報の種類はいずれも不正会計に起因する事象が含まれる可能性が高いものである。このため、財務報告の意図的な虚偽表示の外部への公表という点において不正会計開示と同じ事象を捉えることができるが、一方で、不正会計開示そのものとはそれぞれ異なる範囲を含むため、不正会計開示として分析に

利用するには慎重な選別プロセスや、サンプル選択の過程が必要になる。このため、分析結果から得られる含意が不正会計に当てはまるかどうかについては、各種類の不正会計とは重ならない部分を考慮する必要がある。このような限界は不正会計開示と共通しない範囲が大きいほど、影響も大きくなる。

以下では、ここまで説明した種々の開示情報を用いた先行研究を横断的に引用して、研究成果を概観する。先行研究の成果を評価するに当たっては、本論文で研究対象としている不正会計開示に共通する部分を考慮して適用する必要がある。そのためには、得られている結果の対象となるイベントが何で、何との比較結果として、いつの時点のどのような指標に違いが生じているかを踏まえる必要がある。

## 2.3 不正会計開示を行う企業の特徴

不正会計の発覚をキーとして、その発覚前の期間における企業の状況を分析することで不正会計が実行された原因を特定しようとする研究が広く行われている。Cressey (1950) は、個人が不正を実行する要因は単一の事象から生じるのではなく、個人を取り巻く一連の事象が背景にあるときに実行されるとの理論を提唱した。その一連の事象は、動機・プレッシャー (Incentives/Pressure)、機会 (Opportunity)、姿勢・正当化 (Attitude/Rationalization) からなる「不正のトライアングル」として、不正実行の要因として定着しており、特に不正会計のリスク評価が課題となる監査の領域ではこれらの観点から不正会計の要因が整理されている (Hogan et al., 2008; Trompeter et al., 2013)。三つの要因のうち、観測可能な経験的情報を用いる実証研究では、企業の置かれた状況や組織的な枠組みから測定が可能となる「動機・プレッシャー」や「機会」に当てはまる要因を検証する研究が多い<sup>7</sup>。

不正会計が実行される原因の解明を目的の一つとした当初の研究として Dechow et al. (1996) が挙げられる。Dechow et al. (1996) では、AAER 事例 92 件を対象に、動機となる経営者のインセンティブや公表前の資金需要の程度、不正会計の手段として利益操作の指標となる AAER 公表前後の総会計発生高 (利益から営業キャッシュ・フローを控除した額) および Dechow et al. (1995) に基づく異常発生高 (会計発生高の推定誤差)、機会となるガバナンス構造に基づくモニタ

---

<sup>7</sup> 「姿勢・正当化」は、他の要因ほどに会計や監査の実証研究の蓄積は少なく、先行研究から得られる知見は限られている (Hogan et al., 2008; Trompeter et al., 2013)。姿勢や正当化に関しては社会心理学分野での研究が展開されているが、個人の心情を反映する面が多いことから企業の開示情報を用いた実証研究の分析対象になりづらく、本論文での対象としない。

リング状況を測定した。規模と業種と時期を合わせたコントロール企業との比較によって、不正会計の実行時に資金調達や借入を多く行っており、有利な条件で株式または借入を通じた資金調達を行うことが動機となっていることを示した。また、不正会計企業は不正会計の公表前にはプラスの発生高を通じた利益調整を行っていたことも明らかになった。また、同時期のガバナンスとして、社内取締役による自社株保有が多く、社内取締役が多いなどの状況にあり、役員の株価上昇から受けるインセンティブが多く、社外役員や株主からのモニタリングが弱いという特性があることを指摘している。

さらに、Dechow et al. (1996) では市場の反応の測定による経済的帰結の分析も行い、不正会計の開示に対する原因と結果を明らかにすることを目的とした包括的な分析がされており、その後が続いてそれぞれの要因のさらなる検証が行われている。以下、動機や手段に関する企業特性と機会に関する企業特性に分けてそれらの研究成果を概観する。

### 2.3.1 不正会計の動機や手段に関する企業特性

Beasley et al. (2010) では、AAER を受けた不正会計事例 347 件より不正会計の内容や企業の実態を調査し、その共通する動機として、外部からの利益期待や社内の経営計画または目標の達成、損失や財務困窮状態の隠蔽、株価の吊り上げ、外部資金調達時の条件を有利にすること、経営者報酬の増加、個人の利益のために行った企業資産の流用の隠蔽を挙げている先行研究では、不正会計を行った企業の動機の原因になりやすい業績や成長期待などの会計情報やマーケット情報に表れる企業特性から不正会計企業の特徴を探る研究が展開されてきた。

Dechow et al. (1996) は、自社株式の保有やストック・オプションを用いた株式インセンティブ報酬があるときに株価を上昇させて個人の利益を得る動機や、将来の資金調達が有利に行うといった動機があり、業績の低迷を回避して株価を吊り上げようとする経営者のインセンティブを挙げている。その他、利益の過大計上が直接経営者の報酬を増加させる業績連動型の報酬契約や、業績の悪化がペナルティにつながる財務制限条項を伴う負債契約に起因する業績目標の達成目的を挙げている。

#### 2.3.1.1 不正会計企業の動機に関する企業特性

不正会計によって利益を過大に計上し、業績を良く見せることの動機を探る研究では、経営者の金銭的なインセンティブに基づく動機や企業の株式や借入を通じた資金調達を通じた動機の観点から要因の識別がされている。まず、経営者報

酬そのものが業績と連動する報酬契約がされており、直接的に金銭的なインセンティブに結びつく場合が考えられる。しかし、不正企業である場合にはそのような業績連動型の報酬契約が多いという期待がされるものの、Dechow et al. (1996)での不正企業とコントロール企業との比較において、有意な差異はなかった。また、この結果はBeneish (1999b)でも同様であった。このため、業績連動型の報酬が不正会計を誘発するとの考え方は実際には当てはまらない。

次に、負債契約を通じた経営者の動機を識別する観点からの証拠として、Dechow et al. (1996)では、不正企業である場合には財務制限条項（コベナンツ）への抵触や、借入債務比率が多くなっている結果を示している。コベナンツ抵触の測定期間は不正の実行期間から発覚の2期後までが含まれていることから、財務制限条項への抵触の回避のために不正会計が行われる可能性が支持されている。ただし、Beneish (1999b)では財務制限条項に関して同様の結果は得られていないことから、この可能性についても実際に当てはまるかどうかは不安定である。その後も負債契約に関する動機については、借入コストを低減させることや、借入先からのプレッシャーに起因した動機によって不正会計を行うことを前提として、借入債務比率が多くなることが多くの先行研究で特徴として示されている。

株価を吊り上げて自身の株式ベースの報酬からインセンティブを得ているとの背景があるが、この動機の検証結果は一貫していない。当初の研究としてBeneish (1999b)は、AAER事例企業の経営者が不正に利益の過大計上をしている時期に自身の保有するストック・オプションを高い株価で売却している結果を得ている。また、Burns and Kedia (2006)は、修正再表示事例を対象に、経営者のストック・オプションの保有が虚偽表示の発生と関連することを示している。この関連は直接の株式保有にはなく、もし虚偽表示が発覚した場合に急激な株価低下による損失の影響を受けにくいストック・オプションでのみ観測される関連であった<sup>8</sup>。

一方で、Erickson et al. (2006)では、経営層のストック・オプションや株式保有がAAERで観測した不正会計の実行と関連性を持たない結果を提示している。また、Armstrong et al. (2010)では、経営者報酬に株式保有や株式ベースの報酬が選択される傾向スコアによるコントロール企業のマッチングを行った結果、証券関連訴訟、修正再表示、AAERと株式報酬の間に関連はなかった。これらの相反する結果に対してArmstrong et al. (2013)では、不正会計実行による株価上昇と発覚による株価下落リスクの両面を考慮した結果、経営者がリスク回避的でない

---

<sup>8</sup> 不正会計や修正再表示と経営者の株式インセンティブとの関連が有意であることを例証している研究に、Efendi et al. (2007)やJohnson et al. (2009)がある。

ほど、株式報酬が不正会計につながりやすいことを示している。

### 2.3.1.2 不正会計企業と会計発生高

経営者が不正会計による架空の利益操作を行う場合、会計基準の範囲内で行う利益調整をやり尽くしてから、それでもなお目標利益に届かない場合などに、会計基準を逸脱した不正会計に手を出すことになると考えられている (Dechow et al., 1996)。会計基準を逸脱することによって規制当局からの調査や処分の可能性が高くなり、コスト負担が大きくなることがその順序の背景にある。このため、異常発生高がプラスに大きいことは、既に利益調整が上限近く行われていることを示しており、不正会計の実行を示すシグナルになると考えられている<sup>9</sup>。

また、不正会計は利益を過大計上するが、架空であるために実際の現金収入は伴わず、会計上でのみ計上する会計処理になりやすい。その結果、会計発生高は不正会計によって増加する影響もあると考えられる。このため、会計発生高は、利益調整を上限まで行うだけでなく、不正会計の手段としても増加する可能性があり、不正会計企業の会計発生高に一定の特性があることが予想される。

Dechow et al. (1995) は、過度なプラスの利益調整を行っていることが予想される AAER 企業は異常発生高がプラスに大きくなるとの予想に基づき、異常発生高を用いて 1000 件のランダムサンプルの中から AAER 企業を判別するシミュレーションを行った。会計発生高の推定に売上高の変動を直接用いるのではなく、架空の収益認識時に生じやすい売上債権の変動を控除して用いることで推定を精緻に行い、AAER 事例の判別精度を向上させている。さらに、Lee et al. (1999) においても不正会計発覚前の時期において会計発生高が AAER の公表と強く関連することを示している他、Richardson et al. (2006) においても AAER の公表と会計発生高にプラスの関連がある結果を安定的に得ており、利益調整の指標と不正会計実行の関連が裏付けられている<sup>10</sup>。

---

<sup>9</sup> 異常発生高は、総会計発生高に含まれる正常に発生する発生高以外の部分である。裁量的に計上された会計発生高と考えられることもあり、利益調整の水準を示す指標として用いられることが多い。具体的には、総会計発生高から正常な発生高の推定値を差し引いた値として計算される。Jones (1991) をモデルとした場合には、正常な発生高を売上高の変動や有形固定資産の水準のような変数を用いた回帰によりクロス・セクションまたは時系列によって推定する。

<sup>10</sup> Jones et al. (2008) は、AAER 事例に基づいて Dechow et al. (1995) 以降に続く複数の異常発生高推定モデルの不正会計実行との関連の強さを分析し、特に Dechow and Dichev (2002) や McNichols (2002) の提示したモデルを用いて推定される異常な会計発生高を用いた判別がより有効性が高いことを示す結果を得ている。

### 2.3.1.3 不正会計企業と財務特性、マーケット特性

続いて、Beneish (1997) では異常発生高がプラスに高い企業の中でも、AAER 企業では特に不正開始時期の売上債権回転期間の増加、前期総会計発生高がプラスで当期発生高が少ない、過去1年の異常リターンが低いという有意な特性があり、それらを考慮することで不正会計企業の予測精度が高まることを示した。さらに、Beneish (1999a) では、不正開始時期の売上高の増加、売上総利益率の低下、非事業用固定資産比率の上昇もまた AAER 事例判別に有効な指標となることを加えている。また、Johnson et al. (2009) によれば、AAER 事例の企業は不正会計実行前の時期に利益成長の減速による株価低下を経験しており、業績低下による株価低下を避けるために不正会計を実行していたものとして解釈している。

これらの結果からは、不正会計に現金裏付けのない収益を認識するために不正企業では売上債権の増加があることや、利益率の低下や非事業用固定資産の増加からは、収益性の低下や事業リスクの上昇が不正会計実行の背景にあると理解できる。売上の増加には複数の解釈があり、売上成長に伴う資金調達需要や借入が増加していること、成長時期において初めて業績を落とすことが引き起こす急激な株価下落を避けること、社内の管理体制の整備が売上拡大よりも遅れて不正会計が行われやすくなっていることが背景として考えられる (Beneish, 1999a)。

この他にも Ettredge et al. (2008) では、AAER 事例のうち税引前利益計上企業 65 件とコントロール企業を比べて、不正実行期の会計上の利益が税金計算上の利益よりも大きくなることで、会計上の税金費用 (Deferred tax expense) である法人税等調整額 (借方) が有意にプラスになることを明らかにした。また、Brazel et al. (2009) によれば、会計上の収益の増加に対して設備面積のような生産能力指標や従業員数の増加は不正会計 (AAER) 企業ほど有意に小さくなっており、架空の収益認識を行っている場合の財務情報と企業実態を示す非財務情報に差異が生じることを例証している。

また、Perols and Lougee (2011) は、AAER 事例 54 件とコントロール企業の比較により、不正会計企業は不正実行前 3 期間の異常発生高の合計が多く、不正実行前の利益調整が大きいことや、実行時にはアナリスト予想利益を超え、目標利益が達成されやすくなっていることを示している。その他にも、従業員一人当たり売上が高まっていることは、架空の収益認識によって企業の人的規模から考えられる収益規模よりも多くなっていることが示唆されている。

#### 2.3.1.4 不正会計企業と保守主義

会計情報とマーケット情報を用いた指標として、利益よりも損失を計上しやすくする保守主義は不正会計による利益の過大計上とは真逆の考え方であり、その関連が明らかにされている。Alam and Petruska (2012) は、AAER 事例に基づく不正会計の実行前後における保守主義の変化を測定した。コントロール企業および不正実行期間と比較して、不正会計の実行前の期間で保守主義指標は低く、不正発覚後の AAER のための米国 SEC 調査期間には高いものとなっていた。このような変化は修正再表示事例を用いた Chen et al. (2014) でも観測され、米国 SOX 法適用後の期間において、訂正後の保守主義指標が上昇する結果が得られている。

#### 2.3.1.5 不正会計の包括的な予測モデル

これまでの先行研究で示されている会計情報やマーケット情報を用いた包括的な分析として Dechow et al. (2011) では、354 から 494 件の AAER 事例を使って財務報告の虚偽表示の予測モデルを開発している。会計発生高の関連指標、業績の変化、資金需要指標、異常リターン (当期、過去 1 年間) や簿価時価比率といった株価要因の他、従業員の変化や受注高の変化といった非財務情報、オペレーティング・リースなどのオフバランス情報からなる変数を考慮している。結果として推定される不正会計が行われる可能性は F スコアと呼ばれ、不正会計リスクの大きさを示す指標として用いられる。

以上は、主に会計情報やマーケット情報を用いて、不正会計の動機要因からアプローチした場合の不正会計企業の特徴を分析している先行研究である。業績の悪化による不利な状況に陥る事態を避けることを背景として、経営者の株式ベースの報酬があること、収益性が悪化していること、株価の低迷、資金調達需要があることが不正会計の実行の動機になり得る。そして、不正会計が実行されるためのシグナルやその手段として利益調整を示す会計発生高 (総発生高・異常発生高) や売上債権の増加が見られる。その他、保守主義の水準が低下していることもまた、不正会計が実行されやすい状況を示している。

### 2.3.2 不正会計の機会に関する企業特性

不正会計の実行要因となる不正のトライアングルの一つとして、不正会計を行うための機会が挙げられる。先行研究で分析に用いられる機会要因は、企業の組織的な特性や社内外のモニタリング状況を反映する指標によって代理されてい

る。代表的には企業のコーポレート・ガバナンスの特性であり、その他にも内部統制の不備の生じやすさ、内部告発の行われやすさ、外部監査人の特性といった要因が不正会計に関連する企業の特性として挙げられている。

通常、不正会計の防止には内部統制の働きが期待されるが、共謀などによる内部統制を逸脱した不正が行われる場合もある。また、経営者が関与する不正の場合、企業内のトップの立場である経営者は内部統制によって行動は制限されないため、不正が行われる機会はなくなる。そのような場合にもコーポレート・ガバナンスを通じた取締役や監査役が担う監督機能、従業員からの内部告発、外部監査人による財務諸表監査といったモニタリング体制が有効に機能することで、不正会計が実行される可能性を低下させることができる。これらのモニタリングが有効に行われることで、もし不正会計が実行されていた場合に検出し是正する役割が期待される。モニタリングが機能していなければ、不正当事者が不正会計を行う機会を許すことになるため、不正会計の機会に関する企業特性と言える。

このような不正会計の機会要因と不正会計が発覚し開示される可能性との関係は、不正会計が実行される可能性と、不正会計が検出される可能性の二つの側面から検討する必要がある。不正会計が発覚に至るには、まず不正会計が実行され、その後その不正会計が検出されるという二つの段階を踏むことになる。このとき、不正会計の実行と検出の両方の可能性が共に高い場合に、不正会計が発覚する可能性は高くなるはずである。しかし、モニタリングが有効に機能することで不正会計が検出される可能性が高くなるものの、検出の可能性が高くなることで不正の当事者にとっての不正会計を実行するコストが高くなるため、不正会計が実行される可能性そのものが低くなる影響ももたらす。このことは、内部統制などのモニタリングが有効に機能することで、不正会計が未然に防止されることを意味する。

このため、モニタリングが機能している場合には不正会計が検出される可能性は高くなるが、実行の可能性は低くなる。そして、モニタリングが機能していない場合には不正会計が実行されやすくなるが、検出もされにくくなるという関係があり、モニタリングの水準と不正会計の発覚（実行・検出）の可能性は、水準を上げれば不正会計が発覚しにくくなるような単純な関係にはない。

このような関係性を考慮して、不正会計が発覚した時期には検出の可能性が高くなっていることからモニタリングが有効であることが考えられるため、先行研究ではモニタリング水準の測定の期間を不正会計が実行されていたにも関わらず見逃されていた期間まで遡る対応がとられる。つまりは、発覚の前期や不正会計

を実行していた当初の期間のモニタリング水準を測定する。またその他にも、不正会計の実行と検出のうちの検出の可能性を一定と仮定したうえで、モニタリングが機能していれば不正会計が実行されにくくなるとの仮説を設定する研究もある。

以下では、不正会計実行の機会要因となるそれぞれの項目に着目して、先行研究で明らかにされている不正会計企業の特性を概観する。

### 2.3.2.1 コーポレート・ガバナンスに関する企業特性

Dechow et al. (1996) と同時期に行われたガバナンス特性と不正会計の関連を分析した当初の研究に Beasley (1996) がある。Beasley (1996) では、AAER 事例および報道情報 (Wall Street Journal Index) に基づく不正会計事例 75 件を用いて、コントロール企業と比較した場合、Dechow et al. (1996) と同様に不正が発覚した企業の社外取締役の割合は低くなっていた。その他、社外役員の特性として、持ち株比率は低く、在任期間は短く、他社の兼任数が多いという性質があることや、取締役会人数が多すぎるといった不正会計企業の特性が発見されており、いずれもガバナンスの機能が低下していたことを意味している。

次に、Beasley et al. (2000) では不正が頻発する情報テクノロジー、ヘルスケア、金融業に絞った分析を行い、不正会計企業の特性として、監査委員会の設置が無い、社外監査委員や社外取締役が少ない、監査委員会の会議数が少ない、社内に内部監査機関を設けていないといった特性を示しており、監査委員会に関する特性が追加された。そして Abbott et al. (2004)、Agrawal and Chadha (2005)、Farber (2005) によって、修正再表示や AAER 事例を対象に、上記のガバナンス特性の甘さの他にも、財務専門性を持つ社外取締役や社外監査委員の人数が少ないことも修正再表示が生じる企業の特徴として明らかにしている。

ガバナンス特性に関連して、Hennes et al. (2008) は不正会計開示後だけでなく、開示前の期間から経営者交代の増加を観測しており、その理由には、交代後の新しい経営者が前任者の不正を摘発する可能性があることや、不正調査には期間を要するため、社内で不正が明らかになってから開示されるまでの間に処分が行われている可能性があることを挙げている。Hennes et al. (2008) では不正会計開示の前後での経営者交代率の推移が示されており、開示月の前までに 15% から 20% 程度、その後の 6 ヶ月で 50% から 55% 程度まで増加する。このことから、経営者交代は不正会計開示による処分などによって生じることが考えられるものの、その開示前に生じる傾向も観測されている。

### 2.3.2.2 内部統制の不備に関する企業特性

財務報告のための内部統制は不正会計の実行を内部牽制やモニタリングによって防止する仕組みとしての役割が大きい。Doyle et al. (2007) は、そのような内部統制に重大な不備が生じることの決定要因の特定を行った。内部統制の重大な不備を開示した企業 779 件を対象として、内部統制が適切に整備・運用されるための要因として、大きくは企業の基本特性、財務状況、事業の複雑性、事業成長の早さ、社内構造改革、ガバナンス特性を検証対象としている<sup>11</sup>。

結果として、ガバナンスを除いてこれらは内部統制の不備に有意に関連することがわかっている。規模が小さく、上場年数が短く、財務困窮状態にあるほど内部統制の整備ができていない。また事業が複雑で幅広い場合や事業の拡大に管理体制が追い付かない状況も内部統制の不備が生じやすくなっており、これは Beneish (1999a) の挙げる不正と売上成長の関係にある背景とも整合する。また、社内の改革時は要員交代などにより内部統制の適切な運用が不十分になることを理由に、社内の組織改編に係る損失が計上されているときに不正会計が起りやすくなっている関係もある。いずれも内部統制の不備につながることで、不正会計が検出しにくくなる要因である。これらは不正会計の機会要因に当てはまる。

Donelson et al. (2017) によれば、内部統制の重大な不備は経営者による不正が実行されやすくなる機会となり、不正を検出しにくい統制環境になっていることを意味する。それによって不備の発覚から後の期間では、不正会計 (AAER または集団訴訟) が発覚しやすいことが明らかになっている。

### 2.3.2.3 内部告発の発生に関する企業特性

Bowen et al. (2010) は、従業員によって財務報告に関する不正の内部告発が行われやすい企業の特性を分析している。内部告発が起こる要因は不正会計が行われる要因に近いと考えられており、経営者が不正を行う動機や手段の要因 (2.3.1 節の内容) や経営者が不正を行う機会の要因を不正会計と共通する要因として含めている。そして内部告発の発生に特有の特性として、企業の知名度や秘匿性、

<sup>11</sup> 具体的な内部統制の重大な不備が生じる要因は以下の通りである。

- 基本特性：企業規模 (時価総額) が小さい、上場年数が低い
- 財務状況：過去 2 期の合計で損失である、倒産リスクが高い
- 事業の複雑性：特別目的会社の数が多い、事業または地域セグメントの数が多い、海外取引高がある
- 事業成長の早さ：過去 2 期において他社を買収している、業種内での売上成長率が上位にある
- 社内構造改革：過去 2 期でのリストラ関連損失合計が多い
- ガバナンス特性：Brown and Caylor (2006) に基づく 8 カテゴリー 51 種のコーポレート・ガバナンス指標をまとめてインデックス化したスコア

大量退職など従業員が内部告発することのインセンティブを追加している。動機や手段に関しては2.3.1節で議論してきた特性に近く、機会は内部統制の不備に関する特性に近い。

測定は告発があった期の直前期を基準としており、具体的な動機や手段に関する特性としては、市場からのプレッシャー（資金需要、M&A、異常発生高）、売上成長が高い、過去の株価リターンがプラスといった点が挙げられている。機会に関する特性としては、Doyle et al. (2007) で挙げられている内部統制の不備に関する要因をほぼ同じく用いている。また、大株主・年金機構の持株が多く株主からのモニタリングが強いことや、ガバナンス特性に関する指標を検証対象にしている。従業員の告発の誘因としては、企業の評判が高い、情報が流出しにくい、従業員の退職が多い、ヘルスケア業（米国 qui tam 内部告発訴訟制度対象企業）である、企業規模が大きいといった点が挙げられている。218件の従業員による内部告発事例を用いて検証し、概ねどの特性も有意な関連を示す結果が示されている。

また、Wilde (2017) は内部告発が起こる企業特性を示す Bowen et al. (2010) で用いられた特性を同様に用いると共に、不正会計が生じる特性として Dechow et al. (2011) や Armstrong et al. (2013) で提示される動機や手段に関する企業特性も加えて内部告発企業の傾向スコアの推定を行っている。

#### 2.3.2.4 外部監査人に関する企業特性

財務諸表監査は重要な虚偽表示の原因となる不正会計へのリスク評価や対応が求められており、企業の不正会計の実行に対して監査もまた検出の役割を担う。このため、外部監査人の特性は不正会計の実行を防ぐための機会に関する企業特性の一つである。

まず、外部監査人の規模について、Dechow et al. (1996) では不正会計企業に大手または非大手の偏りは見られなかった。しかし、Lennox and Pittman (2010) は、ガバナンス特性や大手監査法人を選ぶ企業の特性となる企業規模などを考慮した場合には、大手監査法人が監査人であるほど不正会計（AAER）が実行されにくいことを示している。

その他の外部監査人の特性として、Carcello and Nagy (2004) では監査人の在任期間（監査法人単位）と不正会計の関連を分析している。その結果、在任期間が4年から8年である場合と比較して、在任期間9年以上の場合は特に違いはないが、3年以下の間は不正会計が起りやすくなっていた。監査人の交代によって、監査人が新規に就任した場合、監査対象企業の理解不足により不正会計を防ぐことができない可能性を示唆する。

監査人の交代と不正会計の発覚の関係については、修正再表示と監査人交代との関連を研究する先行研究では、修正再表示の公表よりも前の段階で社内で不正等が発覚したことに起因して監査人交代が生じることを考慮した分析が行われている (Hennes et al., 2014; Huang and Scholz, 2012; Rice et al., 2015)。開示前の段階で監査人は企業内部の不正リスクの上昇を関知し、監査人側から監査契約を辞任している可能性が指摘されている。交代後間もない在任期間が短い時期に不正会計が起りやすいことや、開示前の段階から監査人交代が生じやすいことを示すこれらの研究を考慮すると、監査人の交代は交代後の期間において不正会計開示が生じやすい傾向を持つと考えられる。

次に、監査報酬の額と不正会計の発生状況については、先行研究の結果は一貫していない。まず、Blankley et al. (2012) や Ettredge et al. (2014) では、修正再表示事例を用いて、監査報酬が標準的な水準よりも低いとき、修正再表示が起こる可能性が高まることを示している。虚偽表示リスク上昇に応じて監査資源確保のために高い報酬が設定されるべきところが、見合った報酬が得られないために対応できず、監査品質が低下することが背景に考えられる。

他方、不正会計 (AAER) 事例を用いた Markelevich and Rosner (2013) では、監査報酬と非監査報酬の合計額が高いほど、不正会計の生じる可能性が高くなることを示している。この結果は、クライアントから監査人への経済的供与により監査品質が緩められている可能性とも解釈できる。また、Hribar et al. (2014) でも、標準的な監査報酬を上回る報酬が支払われるほど、不正会計 (AAER) や修正再表示の発生可能性が高まる結果を得ている。監査人が社内情報に基づいて潜在的な不正会計リスクの上昇を関知したために、対応のための資源確保による報酬増加や、リスク・プレミアム上乗せによる報酬増加があったものと考えられている。これらの結果は修正再表示事例と不正会計事例では、監査報酬との関係が異なり、不正会計であれば発覚前から報酬が割高で、修正再表示であれば発覚前は報酬が標準よりも低いという結果になっている。この両方向の違いの原因は先行研究では説明がされていない。

## 2.4 不正会計開示による経済的帰結

前節までの先行研究は、不正会計を行った企業の動機や手段に生じる企業特性や、企業のモニタリング環境を測定した不正会計の機会要因からアプローチした特性を分析した先行研究であり、不正会計が発覚する前の期間で不正会計企業に共通する特徴を示す分析結果を示している。本節では、不正会計の発覚によって

引き起こされる経済的帰結を表す研究成果として、不正会計の発覚後の期間において企業にどのような環境の変化が生じているかを確かめた研究を概観する。不正会計によって生じる経済的帰結には、株価（短期、長期）や業績の変化、その他にもそれぞれに関連して株価ボラティリティ、株主資本コスト、借入コストといった指標が測定されている。そして、そのような経済的帰結と同時期に起こる企業内の変化について、経営者や役員の交代、ガバナンス構造の変化、監査人交代が報告されている。いずれの経済的帰結も、それが生じる背景として共通するのは、不正会計やそれに類する事象によって不正会計企業の信頼性が低下したこと起因する点である。先行研究では、不正発覚により外部からの信頼性を失うことから生じる影響としての経済的帰結と、失われた信頼性の修復を意図した企業内部の変化が分析されている。

#### 2.4.1 株価への影響

株価は、不正会計開示が大きく影響をもたらす指標として代表的な指標である。企業外部にいる投資家は企業の実態を直接見ることができないため、財務諸表を通してその企業の状況を把握し、企業の将来性を評価して投資意思決定を行う。そのような判断根拠となる財務諸表に意図的な虚偽が含まれ、判断をミスリードされていたとわかれば、投資家からの企業に対する信頼は大きく失われ、株価は大きく下落するだろう。

Palmrose et al. (2004) や Dechow et al. (2010) は、企業価値評価のための将来キャッシュ・フロー割引モデルを前提として、修正再表示や不正会計が株価に影響する要因を説明している。不正会計の発覚によって過年度の利益が過大であったことがわかることで、それによって予想していた将来の利益やキャッシュ・フローの予想水準を切り下げる。そして、不正会計の発覚による企業の信頼性低下による投資リスクの上昇が資本コストの上昇となり、割引率も高くなる。また課徴金処分などのペナルティによる追加的な支出も予想される。それらの結果として、企業価値評価は切り下げられ、投資家は株価を押し下げるような意思決定を行う。こうした背景によって不正会計によって生じる株式市場に関連した影響の先行研究を表 2.2 において一覧にしている。

##### 2.4.1.1 AAER が株価に引き起こす影響

不正会計の発覚に対する当初の研究では、Feroz et al. (1991) によって AAER の公表と株式市場の反応との関係が分析された。不正会計を示す企業からのアナウンスとして、第一報、米国 SEC による調査をしていることの公表、米国 SEC によ

表 2.2 不正会計によるマーケットに関する経済的帰結

著者 (区分・公刊年順)	開示種類	件数	サンプル期間	経済的帰結指標	開示後測定期間	影響
Feroz et al.(1991)	AAER	58	1982-1989	株価 (短期)	当日	下落
Dechow et al.(1996)	AAER	92	1986-1992	株価 (長期)	120 日間	下落
Beneish (1999b)	AAER	50	1987-1993	株価 (短期)	1-60 日間	下落
Palmrose et al.(2004)	Restatement	403	1995-1999	株価 (短期)	当日	下落
Hribar et al.(2004)	Restatement	292	1997-2002	資本コスト	3-5 ヶ月間	上昇
Farber (2005)	AAER	87	1982-2000	株価 (長期)	3 年間	下落
Marciukaityte et al.(2006)	広義の不正	276	1978-2001	株価 (短期)	当日	下落
				株価 (長期)	4 年間	下落
Karpoff et al.(2008)	AAER および米法務省処分事例	585	1978-2002	株価 (短期)	当日	下落
				株価 (複数開示)	複数の関連開示イベントの当日	下落
Hennes et al.(2008)	Restatement (不正)	105	2002-2006	株価 (短期)	7 日間	下落
Murphy et al.(2009)	広義の不正	394	1982-1996	株価 ボラティリティ	開示期	増加
				アナリスト予想利益	当月	減少
				アナリスト予想利益レンジ	当月	拡大
Bowen et al.(2010)	Whistle-blowing	218	1989-2004	株価 (短期)	5 日間	下落
				株価 (長期)	1-3 期	下落
Leng et al.(2011)	AAER	239	1982-2004	株価 (長期)	1-3 期先	下落
Chakravarthy et al.(2014)	Restatement (重大かつ不正)	80	1997-2006	株価 (修復開示時)	複数の関連開示イベントの当日	上昇
Agrawal and Cooper(2017)	Restatement	518	1997-2002	株価 (短期)	1-20 日間	下落
Karpoff et al. (2017)	AAER および米法務省処分など複数	1,243	1982-2015	株価 (短期)	当日	下落
				株価 (複数開示)	複数の関連開示イベントの当日	下落

る AAER (調査結果) の開示を開示イベントとして測定の対象としている<sup>12</sup>。不正会計に関する開示の前後での異常なりターンを測定し、開示の前日と当日の累積 (日次-1 および日次 0 の合計) で、個別リターンから市場リターンを控除した個別リターンの市場超過分 (以下、市場超過リターン) は、特に第一報日が大きく、前日 (日次-1) で平均-2.9%、当日 (日次 0) で平均-10.0% が測定された<sup>13</sup>。また、

<sup>12</sup> 第一報日は後に AAER で処分を受ける企業が、不正会計を行ったことをプレスリリースした日とされている (Feroz et al., 1991)。また、その他の研究も同様に不正会計が含まれている可能性があることを初めて開示した日としていることが多い。第一報は当初の開示日であるが、具体的には財務報告の修正再表示、不正発覚企業による自発的なリリース、規制当局からの問合せ、訴訟の提訴、監査人の辞退、異常な株式取引の発生、その他規制当局による調査などの内容のアナウンスが該当することになる (Karpoff et al., 2008b)。

<sup>13</sup> この他にも株価の下落は不正会計の調査レポートなどでも把握される情報であり、Beasley et al. (2010) でも AAER を対象とした異常リターンを測定している。マーケット・モデル (推定期間は開示前 120 日間) で異常リターンを測定し、第一報開示の当日 (日次 0) で-10.0% (平均)、翌日 (日次 +1) で-7.3% (平均) のマイナスを示している。また第一報日だけでなく、SEC による調査開始の開示日でも当日で-4.9% (日次 0、平均)、翌日に-2.5% (日次 +1、平均) のマイナスが生じることを報告した

その下落を引き起こす要因として、不正による損益に影響のある額が大きいほどリターンは大きく低下することも示している。

第一報の後の期間のリターンについて、Dechow et al. (1996) は不正会計の発覚の影響として、AAERの公表日の前120日から後120日までの市場超過リターンを観測している。特に公表前後で株価は大きく下落し(-9%)、その後も120日後に至るまで異常リターンはマイナス方向へ低下し続け、公表日から-30%程度まで下落することを示した。また、投資リスクの上昇や投資家にとっての情報の非対称性にも生じている影響として、AAER公表日前後でのビッド・アスク・スプレッドの拡大や、AAERが公表された年でのアナリスト・フォロワー数の減少が起きており、不正会計の発覚により投資家にとっての情報の不確実性が高まることを意味する変化が生じていた。

その他にも、Beneish (1999b) も AAER によるペナルティを測定する観点で、株価反応を測定し、-20% 程度の大きな下落を測定しており、AAER の公表による株価下落が大きく生じることは先行研究で一貫している。また、長期的な株価の下落については、長期的な株価や業績と倒産リスクへの影響を測定した Leng et al. (2011) や、ドイツの規制当局による処分を対象に株価の反応を測定した Hitz et al. (2012) においても整合し、長期的な異常リターンの低下が示されている。

続いて、Karpoff et al. (2008b) は、不正会計を行った企業に生じる時価総額の低下を明らかにする観点から、AAER のあった事例の第一報から AAER(調査結果) 公表までの不正に関連する全ての開示イベント日当日(日次 0) の市場超過リターンを累積的に測定した<sup>14</sup>。第一報日の結果は-25.2% (平均) のマイナスであり、その他の開示イベントも加えた累積では-38.1% (平均) へマイナスが拡大することを報告している<sup>15</sup>。この結果からは、第一報日のみではなく他の追加的な開示イベントを累計することで、事例別の株価反応を網羅的に測定できることを提示している。

---

<sup>14</sup> 全体的な時価総額の低下の構成要素を分析することが Karpoff et al. (2008b) の分析趣旨であり、時価総額の低下全体から不正会計による修正再表示による利益の訂正差額、不正会計により生じる直接的なコスト(課徴金や訴訟コストなど)の識別可能な額を差し引き、残額はこれらで説明されないレピュテーション低下による時価総額低下分であるものとみなした。レピュテーション低下による時価総額低下は、直接的に観測できないため消極的に測定されているが、信用リスク上昇による取引コストの増加や直接的な売上高の減少によってもたらされる将来キャッシュ・フローの減少に起因すると考えられている。結果として、時価総額の低下のうち、訂正による直接的な影響額の割合は 24.5%、訴訟コスト等の割合は 8.8% であり、差し引き 66.6% の割合がレピュテーション低下による時価総額の低下であると主張している。

<sup>15</sup> 最新の先行研究による株価下落の証拠としては、Karpoff et al. (2017) でも同様に-15.1% (平均) を測定し、事例ごとの累積リターンを集計した結果としても-40.1% (平均) のマイナスが生じることを測定している。なお、Karpoff et al. (2017) は米国における複数の不正会計事例データベースについて、収集可能な事例数や各事例のイベント日、不正判定範囲などを比較した研究である。

#### 2.4.1.2 修正再表示が株価に引き起こす影響

ここまではAAERを対象としているが、修正再表示を取り扱った研究でも同じく株価の下落は報告されている。Palmrose et al. (2004) は、修正再表示が行われた企業に対し、修正再表示または修正再表示の可能性を示す開示の第一報日をイベント日として、開示の当日及び翌日の2日間（日次0および日次+1）を合計した市場超過リターンを測定した。修正再表示の公表に伴うリターンは-9.2%（平均）であり、不正会計の場合と同様に、修正再表示を取り扱う場合にもマイナスの反応が起きている。さらに、Palmrose et al. (2004) では株価反応の決定要因を分析しており、損益影響額、不正に起因すること、監査人やSECが発見したこと、影響する損益科目の範囲が広いことなどの項目が株価の下落に関連することを示した。特に、修正再表示が不正に起因する場合は誤謬に起因する場合よりも異常リターンのマイナスが大きいことを示しており、修正再表示全体のうちの不正サンプルの異常リターンは-20%（平均）、それ以外では-6%（平均）と大きな差が生じていた。

次に、修正再表示に伴う株価反応でマイナスが生じていることは、Hribar and Jenkins (2004) や Hennes et al. (2008) によって、修正再表示の公表前後の長期的な期間の株価の推移によって示されている。Hribar and Jenkins (2004) は修正再表示後の月次での推定資本コストの上昇があることを示す結果を得ている。修正再表示の公表による情報リスクの増大を株価下落の要因にある通り、修正再表示の公表による財務報告の信頼性の低下が投資家の期待利回りを引き上げさせ、資本コストを高めていることを示した。

また、Hennes et al. (2008) は修正再表示の中でも不正に起因する修正再表示である場合は、影響が大きくなることを示すため、修正再表示を不正と誤謬に区別した株価推移も測定しており、不正に起因する場合には公表後15日間で大きな下落傾向（-13.6%）があるのに対し、誤謬ではほとんどマイナスの推移は生じない（-1.9%）結果であった。修正再表示の中でも株価下落などの仮説に整合する大きな影響をもたらしているのは不正に起因する事例であることから、不正と誤謬を区別して分析する意義があることを指摘している。

この他、Agrawal and Cooper (2017) は、修正再表示事例の経営者交代やコーポレート・ガバナンスに対する影響を測定する際に、特に不正会計の影響の大きい事例を特定するために株価反応の大きさも測定している。形式的な修正などには該当せず、修正金額が大きいような修正再表示によって特に大きく株価が下落していることを確かめている。

#### 2.4.1.3 その他の不正会計関連イベントが株価に引き起こす影響

異なる情報源として、Marciukaityte et al. (2006) では不正会計だけでなく、民間または政府との契約違反や規制違反などを含む全般的な企業不祥事である広義の不正を Wall Street Journal を情報源として入手して株価だけでなく業績やガバナンスの変化まで分析している。公表後2日間の短期的な株価の下落、4年間の長期的な株価の下落を観測している他、複数ある不正の種類の中で、財務報告における不正会計がもっともマイナスの影響が大きいものである結果を示した。また、Murphy et al. (2009) では、同様に Wall Street Journal から入手した企業不祥事全般を対象として株価の他にも業績や市場環境に及ぼす影響を分析した。株価に対するマイナスの影響の他にも、株価のボラティリティやアナリストの予想利益のレンジの拡大を測定しており、企業への投資リスクが上昇することを示す結果を得ている。

同じく Bowen et al. (2010) は財務報告に関連する内部通報について、前節でレビューしたような企業の特徴だけでなく、経済的帰結として株価に対する影響を測定した。他の情報源の結果と整合して、内部通報の傾向スコアでマッチングしたコントロール企業と比較して、公表から3年後まで続く長期の異常リターンの低下を観測している<sup>16</sup>。

#### 2.4.1.4 不正会計開示後の対応による株価に対する影響

次に、株価に対する影響を計測した研究のうち、本研究の問題意識に近いものとして、Farber (2005) と Chakravarthy et al. (2014) がある。これらは、不正会計が発覚した後、企業において行われた対応がその後の株価に影響していることを明らかにした研究である。まず、Farber (2005) では、AAER を対象として業種・売上高の規模・上場取引所が同じになるコントロール企業との比較によって、不正会計前後のコーポレート・ガバナンスの改善状況を計測している。そして、ガバナンス指標のうちの特に社外取締役割合の開示前から開示から3年後までの変化が大きいほど、その後3年間の異常リターンが有意にプラスになることを示している。

また、Chakravarthy et al. (2014) は、意図的で重大な影響を伴う修正再表示事例について、対象事例の企業は発覚後の期間で失った信頼を回復させるための開示が行われやすくなる企業行動を分析した。信頼を回復させる開示イベントに

---

<sup>16</sup> Bowen et al. (2010) は内部通報サンプルが財務報告に関する事例であることを裏付けるため、その公表後に修正再表示を行っていることと有意にプラスに関連していることを示している。

は、経営者交代、社外取締役割合の増加、内部統制や報酬制度の構造改革、非中核事業の縮小などが含まれる。重大な不正会計が開示されることの傾向スコアに基づくコントロール企業との比較を通じて、これらの信頼修復のための開示が不正会計の公表の前に比べて後の期間では増加することを示した。そのうえで、そうした修復のための開示に対する株価反応をコントロール企業との差と不正会計前後の差を用いた差の差分析によって測定し、同じ内容の開示であっても、公表前に比べて後の方がプラスの株価反応が大きいことを示している。

これらの先行研究からは不正会計を開示した後において、外部からの信頼性を回復させるような企業の対応が実際に企業の株価にプラスの影響をもたらしていることを示唆する結果である。不正会計開示後の経済的帰結を企業の対応として企業の信頼性を通じた株価の回復をもたらすのは、ガバナンス構造の改善や、経営者交代などを含む構造改革を行っていることが該当することがわかる。

## 2.4.2 業績への影響

次に、不正会計の発覚は、不正会計により過大に計上されていた資産や利益を戻すことによる一時的な損失やそれまで不正に押し上げられていた利益水準の低下をもたらすと考えられ、将来のキャッシュ・フローを低下させることが考えられる。また、企業外部からの信頼を失う行為は、企業を取り巻く利害関係者に含まれる債権者や顧客などの取引先にも影響をもたらすことが考えられ、その影響が外部との取引条件の悪化に表れ、結果として将来的な業績を低下させることが予想される (Karpoff et al., 2008b; Leng et al., 2011)<sup>17</sup>。その他にも、業績に与える影響として考えられているのは、不正会計発覚後の社内の構造改革（経営者交代やガバナンス改善など）による影響や不正会計後の訴訟やペナルティへの対応に手間取ることでそれまで継続してきた事業が中断し、企業の成長が停滞することが考えられる。こうした影響が業績の悪化として実際に表れることを先行研究が裏付けており、表 2.3 は不正会計によって業績に生じる経済的帰結の先行研究を一覧にしている。

Agrawal et al. (1999) や Marciukaityte et al. (2006) は、Wall Street Journal から得た不正事例を対象に、経営者交代、ガバナンスの変化、株価などと同時に業績についても測定している。どちらも共通して不正の公表があった年またはその翌年において総資産利益率 (ROA) がマイナスになることが観測されている。同様

---

<sup>17</sup> Amiram et al. (2018) ではこうした影響を企業の信頼性 (Reputation Capital) を失うことによる損失が具体化したものとして取り扱っている。

表 2.3 不正会計による業績に関する経済的帰結

著者 (区分・公刊年順)	開示種類	件数	サンプル期間	経済的帰結指標	開示後測定期間	影響
Agrawal et al.(1999)	報道	103	1981-1992	業績 (ROA)	開示期、開示期の翌期	低下
Marciukaityte et al.(2006)	広義の不正	276	1978-2001	業績 (ROA)	開示した期	低下
Cheng and Farber(2008)	Restatement	192	1997-2001	業績 (株式報酬減少企業のコントロール企業調整後 ROA)	開示した期の翌期	上昇
Graham et al.(2008)	Restatement	237	1997-2002	借入コスト	開示後の全期間	上昇
Murphy et al.(2009)	広義の不正	394	1982-1996	業績 (ROA)	開示した期	低下
Leng et al.(2011)	AAER	239	1982-2004	業績 (コントロール企業調整後 ROA、営業 CF)	開示後 1-3 期	低下
Johnson et al.(2014)	Class-Action	168	1996-2009	倒産リスク 業績 (ROA、売上総利益)	開示後の期間 1-2 期先	上昇 低下
Cao et al.(2015)	AAER	97	1982-2005	顧客との友好的関係 倒産リスク (ガバナンスが改善される場合)	1-4 期先 開示後の全期間	減少 低下
Chava et al.(2017)	Restatement (重大かつ不正)	98	1989-2007	借入コスト	1-6 期先	低下
Agrawal and Cooper(2017)	Restatement	518	1997-2002	業績 (ROA)	1-2 期先	低下

の事象に対して、Murphy et al. (2009) においても公表のあった期はその前期に比べて ROA や営業キャッシュ・フロー (EBITDA ベース) がマイナスになっていることが示されている。その他にも Agrawal and Cooper (2017) もそれらに整合して修正再表示があった期やその次の期においてコントロール企業と比べて低い水準になることを報告している。

続いて、Leng et al. (2011) は、AAER を対象として、開示後の長期的な企業のパフォーマンスを測定しており、AAER 企業の通常の ROA とキャッシュ・フローベースの ROA (営業利益に減価償却費を加えて売上債権や在庫の前期末からの変動を引いた値) に対して、ベンチマークとなる AAER のないコントロール企業群の中央値との差として異常な業績を測定した。結果は、AAER の公表後 3 年に渡って異常な業績の水準はマイナスになることが示されている。また、そうした企業の状況の悪化を表す指標として、倒産リスクについても上昇している証拠を加えている。これによって、不正会計による企業の信頼性低下による影響はその直後の株価や業績の下落に留まるだけでなく、その後も長期間に渡って継続することを指摘している。

こうした業績悪化の要因の一つとして考えられる負債コストに及ぼす影響を分析しているのが、Graham et al. (2008) であり、修正再表示を公表した後の企業に

においては、借入スプレッドの上昇だけでなく、返済期間の短縮、借入先の減少、支払手数料の増加といった開示後の変化が測定されている。これらは修正再表示による財務報告の信頼性の低下によって信用リスクが高まることの影響として理解できる。なお、この影響も修正再表示が不正である場合に特に大きくなることも確かめられている。さらに、Chava et al. (2017) も同様に借入のコストが高くなる点で整合する結果を示しているのに加え、その影響の継続期間が最短でも6年後にまで及ぶことを報告している。そして、そうした結果は、その間に経営者や役員交代などの信頼性回復のための行動をとった場合でも、あまり変わらないことを示している。資金の借入においては、財務報告の信頼性の損失は重要な影響をもたらすことを示唆した結果である。

次に、Johnson et al. (2014) は、財務報告に関する集団訴訟事例を対象に、その発覚がビジネス上の顧客との関係に及ぼす影響を分析している。顧客からの信頼性が下がることで、取引の継続終了の数の増加、最大得意先の売上高に占める割合の低下、売上原価占める販売費用の割合の上昇といった指標に影響が生じていることを明らかにした。業績が低下する要因の一つとして、顧客からの制裁として、不正企業に対する需要を少なくするといった影響があることを示す結果である。

こうした業績に対する影響を変動させる要因についての研究として、Cheng and Farber (2008) は不正会計を行う経営者の動機要因としても知られるストック・オプション付与の水準に着目した。そして、修正再表示の後において、ストック・オプションの付与が減少している企業ほど、修正再表示後の業績は上昇することを明らかにしている。株式インセンティブがある場合に比べて、リスクの高いビジネスへの投資が減り、結果として安定的な収益性の向上に結びついているものと理解されている。また、Cao et al. (2015) は、AAER 企業が公表後にガバナンスの改善を行い、企業の信頼性を修復している結果を示すと共に、そうした改善があるほど、企業の倒産リスクが低減している証拠を提示している。ガバナンス改善によって外部から見たときの企業の信用リスクを低くし、債権者などの取引先からの信用を回復することが行われている。

### 2.4.3 経営者またはガバナンス構造の変化

不正会計が発覚した場合、企業内ではその原因が調査され、当事者の特定がされることで、そのような不祥事が起こった責任の所在が明らかになる。経営者や役員自身が不正に関与する場合にはその処分を受けて経営層が入れ替えられる

表 2.4 不正会計による経営者またはガバナンス構造に関する経済的帰結

著者 (区分・公刊年順)	開示種類	件数	サンプル期間	経済的帰結指標	開示後測定期間	影響
(経営者交代)						
Beneish (1999b)	AAER	50	1987-1993	経営者交代	4 期先	変化なし
Agrawal et al.(1999)	報道	103	1981-1992	経営者交代	1-3 期先	変化なし
Desai et al.(2006)	Restatement	146	1997-1998	経営者交代	24 ヶ月間	増加
Srinivasan(2005)	Restatement	409	1997-2001	社外取締役または取締役監査委員の退任	3 期先	増加
Hennes et al.(2008)	Restatement	105	2002-2006	経営者交代	開示月の 6 ヶ月前から 6 ヶ月後	増加
				財務担当取締役交代	開示月の 6 ヶ月前から 6 ヶ月後	増加
Karpoff et al.(2008)	AAER, 米法務省処分事例	786	1978-2006	経営者交代	当局調査終了までの間 (平均 85 ヶ月)	増加
Chakravarthy et al.(2014)	Restatement (重大かつ不正)	80	1997-2006	経営者または財務担当取締役の交代	1 期先までの間	増加
Rice et al.(2015)	Restatement (内部統制の不備開示後)	659	2004-2010	経営者交代	1 期先	増加
Agrawal and Cooper(2017)	Restatement	518	1997-2002	経営者交代	1-2 期先	上昇
				財務担当取締役交代	1-2 期先	上昇
(コーポレート・ガバナンス関連)						
Farber (2005)	AAER	87	1982-2000	社外取締役割合	4 期先	増加
Marciukaityte et al.(2006)	広義の不正	276	1978-2001	ガバナンス指標全般	3 期先	改善
Cheng and Farber(2008)	Restatement	192	1997-2001	ストック・オプション	2 期先	減少
Bowen et al.(2010)	Whistle-blowing	218	1989-2004	ガバナンス指標全般	2 期先	改善
Chakravarthy et al.(2014)	Restatement (重大かつ不正)	80	1997-2006	社外取締役割合	1 期先までの間	増加

ことは多い。また直接の関与はしていなくても、従業員に対する過度なプレッシャーによって不正会計が生じていた場合や、監督が不十分であった場合などでも、責任のある立場にある経営層が処分される可能性は高い。また、不正会計が生じた原因としては、従業員であれば内部統制の不備も理由として挙げられるが、経営層の関与がある場合には内部統制のモニタリングには限界があり、取締役会や監査委員会などのモニタリング機能の低下が原因になる。先行研究においても、不正会計が生じた企業の実態として、ガバナンスの独立性が低いことが示されている (Beasley, 1996; Dechow et al., 1996; Agrawal and Chadha, 2005)。

こうした背景により、不正会計開示が起こった場合には、その後の期間における経営者または役員の交代や、ガバナンス構造の変化が生じやすいと予想される。そうした結果を示す先行研究を示したのが表 2.4 である。

#### 2.4.3.1 不正会計開示後の経営者交代

当初の研究として、AAER 事例を対象とした Beneish (1999b) や報道された不正事例を扱った Agrawal et al. (1999) では、開示後の期間における経営者交代の増加を示す証拠は得られていなかった。その結果は、経営者の交代によって企業が得られる便益が経営者を入れ替えることによるコストを下回る可能性があるとして理解されていた。しかし、その後 Desai et al. (2006) によれば、修正再表示の公表後において、比較となるコントロール企業と比べて経営者交代は増加しており、その後、該当者が他の企業に雇用される可能性も低くなっていることが示されている。また、同様の結果が社外取締役または取締役監査委員についても当てはまることを Srinivasan (2005) が報告している。これらの結果は上記のような予想と整合し、そうした雇用の面でペナルティが生じることを意味する結果とされている。

これらの結果に対して、Hennes et al. (2008) は先行研究で示されている修正再表示によって生じる経営者交代の割合が、大きく報道される企業の不祥事などで生じる経営者交代の発生頻度よりも低すぎることを指摘している。そして、株価への影響と同様に、修正再表示を不正と誤謬に分け、経営者交代が特に高い割合で生じているのは不正に起因する場合のみであることを示している。また、Karpoff et al. (2008a) は、SEC や米国司法省 (U.S. Department of Justice: DOJ) の規制処分対象から手収集で集めた不正会計事例を用いて、同様に経営者交代が増加する傾向が確かめられた。そうした規制による調査が終結するころまでには、93.4% の割合で当時の経営者は解職されており、非常に高い割合で経営者にはペナルティが課されることが示された。その他にも、Agrawal and Cooper (2017) も同様に経営者交代の増加を測定している。

その後、Rice et al. (2015) では、米国の SOX 法導入後の内部統制の不備を開示した後の処分として、経営者交代を取り扱っている。SOX 法導入後の時期において、内部統制の不備が開示された場合、その後に修正再表示まで開示されることが多くなることを示すと共に、その処分として経営者交代が増加している結果を提示した。

このような経営者交代が企業外部に与える影響を評価した分析として、Wilson (2008) では修正再表示後の株価に対する利益反応係数を測定している。利益反応係数は修正再表示後に下がった後に再び上昇しており、財務報告の信頼性が回復している結果と解釈されている。そうした利益反応係数の変化が、経営者交代がある場合には下がらずに一定の水準を維持するのに対して、経営者交代がない場

合のみ一時的に低下しているものであった。経営者交代があることで、市場からの信頼性を維持できていたものと考えられる。また、Chakravarthy et al. (2014)でも、重大な不正会計の発覚後の企業による信頼性修復のためのアクションとして経営者交代や社外取締役割合増加のアナウンス頻度が高くなる結果が得られており、それによる株価の上昇ももたらされている。

#### 2.4.3.2 不正会計開示後のコーポレート・ガバナンスに及ぼす影響

続いて、AAERの公表前後におけるガバナンス関連の指標を測定している当初の研究にはFarber (2005)があり、公表前の段階ではコントロール企業と比べてガバナンスのモニタリング環境が悪い結果であったのに対して、その後の4年でAAER事例企業のガバナンス環境はコントロール企業と同程度の水準にまで整備され、改善されることを示している。影響のある指標には、種々のガバナンス指標の中では、社外取締役の割合、監査委員会会議開催数、経営者の取締役会議長の非兼任、大口株主持株比率といった指標でその後の期間での上昇が見られた。これらはMarciukaityte et al. (2006)でも同様の結果が得られており、不正の報道がされた期には有意に下回っていたガバナンス関連指標は3年後には差がない状態に改善されている結果が示されている。

財務報告に関する内部通報を対象としたBowen et al. (2010)でも、内部通報後のガバナンス指標の変化を測定している。公表前の期から公表後2期後での変化が生じていたのは、取締役人数の減少、社内取締役の割合の減少、他社兼任取締役割合の減少といった変化が見られている。ただし、これらの変化は内部通報経路(報道機関または公的機関)によって異なっており、安定的な結果としては示されていない。

#### 2.4.4 監査人交代、監査人特性の変化

監査人は企業の財務報告の適正性について一般に公正妥当と認められる監査の基準に準拠して監査を行ったうえで意見を表明する立場にあり、監査人が見過ごしていた不正会計が発覚した場合は、利害関係者から責任を追及される可能性がある。修正再表示を要するような重要性のある虚偽表示であった場合には、監査意見が誤っていた可能性があり、担当監査人が投資家や企業からの信頼を失うことで解任されることも考えられる。Numata and Takeda (2010)は大規模な不正会計の発覚のタイミングで、その不正を見過ごしていた監査人が担当している他の企業の株式リターンが低下する事象を観測している。該当する監査人が担当する他の企業の監査証明にも疑念を抱かせることで生じる波及的な影響であり、不

表 2.5 不正会計による監査人に関する経済的帰結

著者 (区分・公刊年順)	開示種類	件数	サンプル期間	経済的帰結指標	開示後測定期間	影響
Huang and Scholz(2012)	Restatement	1,014	2003-2007	監査人交代	90 日前から 1 年先まで	増加
Hennes et al.(2014)	Restatement	2,036	1997-2010	監査人交代	(開示後ではなく) 社内発覚から 12 ヶ月間	増加
Rice et al.(2015)	Restatement (内部統制の不備開示後)	659	2004-2010	監査人交代	1 期先	増加
Agrawal and Cooper(2017)	Restatement	518	1997-2002	監査人交代	1-2 期先	増加

正会計の発覚が監査人の信頼性にも影響が及ぶと解釈できる。そのような不正会計開示による信頼性の低下を通じて、企業側からの監査人の解任が生じると予想される。

一方で、監査人側から見たときでも、不正の発覚によって重要な虚偽表示が行われるリスクの再評価が必要となり、不正会計が実際に行われていた事実はそのリスク評価を大きく引き上げさせる。そのリスクの水準によっては監査意見の表明が困難になる可能性があり、そうした場合に監査人側から辞任する可能性も高くなる。また、辞任をしない場合でも不正リスクの上昇は、監査におけるリスク対応の手続を増やすことになる。Mock and Turner (2005) では、大手監査法人の実際の監査調書の分析から、不正リスクの評価の違いと監査チームのメンバー構成変更や監査手続の変更が関連する結果を得ている。不正の発覚によって上昇した不正リスクへの対応は、監査品質の保持に必要な手続であり、メンバーの変更や追加的な手続に費やされる時間の増加に従って監査のコストは増え、その結果監査報酬が増加することが予想される。こうした不正会計に類する事象の発覚によって、外部監査人に影響が表れることを示すのが表 2.5 の先行研究である。

Huang and Scholz (2012) は、修正再表示後の監査人交代が多く生じていることを報告したうえで、その交代の企業からの解任と監査人からの辞任を区別した分析を行っている。監査人からの辞任によって生じる事例の特徴として、修正再表示が不正によって起こった場合やプラスの損益がマイナスに切り替わるような訂正である場合には監査人からの辞任が起こりやすくなることを報告している。また、影響の大きな修正再表示の後に起こる監査人の辞任が起こると、企業は交代先の監査人として大手監査法人から中小の監査事務所へ交代する傾向があることも明らかにしている。虚偽表示の原因が不正であったり、その影響が大きいといった場合には、特に監査人側が企業に対して監査を受嘱することにリスクを感じやすくなることから、辞任や中小への移行の傾向が生じていると解釈される。

一方、Hennes et al. (2014) も同様に修正再表示を対象に監査人交代を分析しているが、修正再表示が不正であったり、損益影響が大きいものであるほど、その後の期間で企業側からの監査人に対する解任が生じやすいとの結果を得ている。同様の修正再表示によって生じる監査人交代が辞任であるか解任であるかで食い違う分析結果が得られているが、監査人の交代を辞任と解任に区別するには研究者が開示書類から区別することから測定の問題がある点や、監査人交代の測定期間などの設定の違いがある点によって、異なる分析結果が出ているものと考えられる<sup>18</sup>。この他にも、修正再表示後の監査人交代の増加は Rice et al. (2015) や Agrawal and Cooper (2017) によっても同様の結果が報告されている。

不正会計開示前の特性として、監査人交代後に不正会計が発覚しやすいことを 2.3.2.4 節で述べており、監査人の交代は不正会計開示の前と後の両方で生じる可能性の高い事象であると言える。Huang and Scholz (2012) にはその理由となる背景が議論されている。まず、不正会計の企業内部での発覚は開示前の段階で起きているため、状況を知ることができる企業や監査人は開示前の段階で交代の判断を行う場合があり、そのことが開示前の段階で監査人交代が起こりやすい理由である。その一方で、開示後にも監査人交代が生じやすい理由として、開示前の段階で不正の発覚がわかっているにもかかわらず、現任の監査人が現在の監査契約や修正再表示の監査が完了するまで担当を継続する場合や、企業が新任の監査人を適時に見つけられないことを理由に担当を継続する場合があることを挙げている。

なお、不正会計の発覚後における監査報酬の変化を直接的に測定している先行研究はないが、修正再表示後の監査報酬の変化に関する結果を得ている研究として、Cao et al. (2012) はレピュテーションの高い企業 (Fortune 誌の評価リスト掲載企業) である場合における修正再表示前後の監査報酬の水準を観測している。修正再表示の後の期間では、公表前よりも監査報酬が増加する関係を示している。信頼性を高めることが有益な企業ほど、監査報酬を多く負担することで監査品質を向上させ、信頼性の回復をしようとしているものと理解できる。

## 2.5 先行研究に対するディスカッションと研究課題

ここまでは、不正会計開示に類似する開示の種類、また、不正会計開示に関する企業特性や経済的帰結に関する研究成果を挙げてきた。本論文の研究対象とな

---

<sup>18</sup> Hennes et al. (2014) はさらに監査人の解任後の株価反応を測定し、市場はプラスの反応を示す結果を得ている。不正や影響の大きな修正再表示である場合には、監査人の解任は信頼性修復のための対応と捉えられ、投資家にポジティブに受け取られていると解釈されている。

る日本の上場企業が開示した不正会計事例において先行研究より得られている企業特性や影響が生じることを予想するに当たって、いくつかの点で課題となる点が見られる。

課題1 不正会計開示に類似する開示の不正会計開示との相違点を挙げているが、不正会計開示がどのような開示であるかの実態に関する証拠はない。

本論文で取り扱う不正会計開示と米国の先行研究で取り扱いのある他の開示種類との概念的な相違点は上述した通りである。わが国の不正会計に関する先行研究は第3章においてレビューするが、わが国で測定される不正会計開示が実際にどのような不正会計を含む開示であるかという点は明らかでないことが多い。このため、実際に収集された不正会計開示に対してその実態を分析し、不正会計の種類や当事者などの内容の傾向を分析の前提として知る必要がある。例えば、開示種類による虚偽表示の影響の大きさの違いとして、修正再表示事例や規制当局による処分事例と、不正会計開示全般では、影響の大きさの傾向に違いがあるかどうかなどを確かめる必要がある。

課題2 不正会計開示を行った企業の特性を分析する中で、不正会計の種類が考慮されていない。

財務諸表監査において考慮される不正には、不正な財務報告と資産の流用がある。本論文で対象とする不正会計は財務諸表監査における不正と同義であり、基本的にこのどちらかに分類される。以上の先行研究により明らかにされている不正会計開示を行う企業の特性のうち、動機や手段に関する特性については経営者や役員が関与する全社的な利益の操作を行う目的の不正な財務報告を前提とした議論が多い。これは AAER などの比較的影響の大きな不正会計事例となるのは、利益や資産を過大計上することで全社的な収益性を高く、全社的な財政状態を良く見せるための粉飾決算に多いことが背景にある (Beasley et al., 2010)。また、資産の流用の動機には個人の私的な状況が関係するため客観的な情報として動機が生じているかを特定するのが難しいことも理由である。このため、動機や手段に関する企業特性は、主に不正な財務報告を前提とした動機についての議論となる。

一方、機会に関する企業特性についてはルールを逸脱した不正行為を行うことのできる環境を示し、不正会計の種類との関連では、「不正な財務報告」と「資産の流用」のいずれであっても、社内外のモニタリングが有効に機能すれば実行しにくい状況となり実行可能性は下がると考えられる。このため、機会要因を考え

るうえでは、不正な財務報告だけでなく、資産の流用も含めた不正会計全般に対して当てはまる。

このように不正会計の種類によって、当てはまる不正会計開示を行う企業の特性は異なると考えられる。しかし、先行研究ではこの区別はされず、不正会計や虚偽表示としてのみ分析の対象とされている。企業特性との関係を調べるうえで不正会計の種類を区別することでより実態に合った企業特性を識別することができると考えられる。

**課題3 不正会計開示の第一報後の短期的な株価下落の後も継続する株価の下方ドリフトについて、その要因がはっきりしていない。**

不正会計開示の第一報後の急激な株価の下落と、その後長期的にも株価の下落が継続することが知られている。この第一報後の下落についてその原因が明らかにされていない。このような下落は投資家が不正会計開示に関する情報については効率的に株価形成ができておらず、開示から遅れて株価に反映されている結果を示すものであるとも考えられる。しかし、Karpoff et al. (2008b) や Karpoff et al. (2017) は、第一報後にも調査の完了の公表までの間に複数の追加的な開示があり、それらに対する株価反応がマイナスで生じていることを観測している。そうした追加的な開示イベントを考慮すれば、投資家は追加的な開示に対して効率的に反応しているとも考えることもできる。このため、不正会計開示によって開示される情報に対する投資家の反応の効率性について研究課題となる。

**課題4 不正会計の第一報に対する株価反応が分析され、不正会計開示の内容との合理的に対応しない分析になっている。**

Feroz et al. (1991) や Palmrose et al. (2004) では、不正会計開示の第一報に対する株価反応のみを測定して、不正会計の影響などの情報を対応させて株価反応の決定要因を検証している。しかし、不正会計開示の内容は第一報のみでは明らかでないことが多く、その時点で未公表の情報と対応させて投資家の反応を分析しており、合理的な分析結果が得られていない。

これには、Karpoff et al. (2008b) や Karpoff et al. (2017) が行っているように、その後に継続する追加的な開示に対する株価反応も測定に含めることが考えられる。事例別の株価反応を用いることで、不正会計の開示内容との時系列上の対応を確保して関連性を分析をすることができる。

**課題5 分析対象の種類や対象期間は研究によって異なるため、開示イベントに**

よる経済的帰結指標に及ぼす影響の有無は一貫しない。

先行研究で得られた結果は、それぞれの研究ごとに異なる分析対象や分析デザインを用いているため、必ずしも結果は一貫していない。このため、本論文の対象とする不正会計開示について、株価、業績、経営者交代、ガバナンス特性、監査人特性といった指標の全てにおいて不正会計開示による影響が生じるとの予測が当てはまらない可能性もある。同じサンプルに対して共通のデザインで測定することで、不正会計開示によって影響が生じる指標をこれらの中から特定することができる。

**課題6 不正会計開示による経済的帰結が一様でない背景として、不正調査の透明性（第三者委員会の設置）による違いが検証されていない。**

不正会計を開示した後の信頼性を回復するための企業対応については、ガバナンス改善や経営者交代が挙げられ、それらを行うことで株価や業績が回復しやすくなることが先行研究から明らかにされている。しかし、不正会計に対する企業の信頼性の回復に影響のある対応として、その他にも不正が起こった直後に行われる不正調査のプロセスの適切性なども考えられる。

透明性の高い不正調査が行われることによって、不正会計の影響範囲の大きさだけでなく、信頼できる原因調査がされることで、その後のガバナンス改善や経営者交代といった企業内の変革にも影響することが期待され、不正会計の内容が外部へ公表されるための重要な前提事項となる。この不正調査の適切性には、客観的な指標としては第三者委員会を設置しているかどうかが挙げられ、そうした企業対応の有無によって経済的帰結にも変化があるものと考えられる。

## 2.6 まとめ

本章では、不正会計開示に関する実証研究のレビューを目的として、まず、研究対象の整理を行い、不正会計開示との相違点を整理した。意図的で重要な虚偽表示の開示である不正会計開示と共通する範囲の多い事象には、規制当局による処分、修正再表示、内部告発、集団訴訟、その他報道情報といった事象がある。

次に、それらの事象を取り扱う先行研究を対象にして、不正会計が発覚する前の期間の企業の状況を分析する研究として、不正会計の動機や手段の要因に関連する企業特性と機会の要因に関連する企業特性を示す研究成果を概観した。そして、不正会計が発覚した後の期間の企業の状況を分析する研究として、株価、業績、ガバナンス特性、経営者交代や監査人特性において生じる不正会計開示によ

る経済的帰結についてもレビューを行った。

それぞれの視点から得られた成果からは、いくつかの研究課題を示すことができる。一つは分析対象の視点から、不正会計開示について、先行研究で取り扱う事象とは異なるイベントであることから、その実態を明らかにする必要がある。次に、不正会計を行いやすい企業特性について、不正会計は不正な財務報告または資産の流用に区別されるが、それぞれにおいて当てはまる企業特性が異なることが考えられる。そのため、種類別に企業特性を分析する必要がある。

続いて、不正会計開示に対する株価の下落について、不正会計開示後に長期的に継続する株価の動きについて、背景となる要因がはっきりしない点が課題になっている。また、そのような開示後の株価変化があるにも関わらず不正会計開示に対する株価反応を第一報に対する反応のみから分析していることから、第一報後の段階で徐々に明らかになる不正会計の内容との関連が不明瞭になっている可能性がある。そして、不正会計開示に対する信頼性を回復する企業の対応については、ガバナンス改善や経営者交代だけでなく、不正の発覚直後に行われる企業の対応の透明性がその後の企業の変革の重要な前提になると考えられる。このため、経済的帰結を変化させる可能性ある企業行動については、第三者委員会の設置を信頼性回復に対する客観的な指標として用いることが考えられる。

これらを分析することで、先行研究では明らかになっていない不正会計開示の実態に迫ることが期待できることから、以下の章において、これらの研究課題に対応する分析を行う。

## 第3章

# わが国の不正会計の開示制度と開示実態<sup>1</sup>

### 3.1 はじめに

本章の目的は、日本国内における不正会計開示事例の実態を調査し、その傾向を明らかにすることである。具体的には、日本国内の上場企業において公表された不正会計開示を可能な限り広範に収集し、開示された不正会計の内容の実態や開示企業の基本的な財務特性の傾向を明らかにする。

企業の財務報告が利害関係者の意思決定に資する情報となるためには、企業実態を適切に反映して行われることが前提となる。そのような財務報告制度の信頼性を確保するために、これまでも会計基準の整備や財務諸表監査での制度的な取り組みが行われている。しかし、そのような取り組みが行われている状況でも不正会計の発覚は続き、例年一定数の不正会計事例が公表され、財務報告制度の信頼性に疑念が投げかけられている。

わが国の開示制度の下では、不正会計は「不適切な会計処理」として開示されることが多い。「不適切な会計処理」とは、意図的であるか否かにかかわらず、財務諸表作成時に入手可能な情報を使用しなかったことによる、またはこれを誤用したことによる誤りを意味する<sup>2</sup>。違う言い方をすれば「不適切な会計処理」は、意図的であるかどうかを問わない財務報告に含まれる虚偽の表示である。不正に結びつく可能性のある事実を開示する段階では、不正であるか否かが判断できな

<sup>1</sup> 本章の内容は、尾関 (2018) に依拠している。

<sup>2</sup> 「不適切な会計処理が発覚した場合の監査人の留意事項について」(日本公認会計士協会、2012年)における定義であり、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」(企業会計基準委員会、2009年)における「誤謬」と同義である。これらの「誤り」や「誤謬」という用語は意図の有無を区別しない財務報告における虚偽表示全般を示しているが、本論文では監基報240号の定義に従って、意図の有無によって「不正」と「誤謬」を区別している。

いことも多いことから意図の有無を問わない呼称で開示が行われることが多い。

本論文ではその中でも意図的に行われた虚偽表示である不正会計に着目する。その理由は、財務情報が利害関係者の意思決定に資するための情報であることから、その意思決定への影響を考慮したためである。虚偽表示が誤謬であれば、そこに人為的な意図はないため、その影響部分や損益の方向は無作為であると予想される。一方で不正会計は、目標となる業績を達成することや、損失の隠ぺいや先送りをするといった動機により会社の利益や資産を過大に計上するものが多い (Beasley et al., 2010)。このため、利害関係者の判断材料になる将来の収益性や現在の財政状態といった情報への影響が誤謬よりも生じやすい。また、財務情報の利用者が不正会計によって意図的に欺かれていたのであれば、含められていた虚偽の影響を超えて財務報告に対する信頼性に疑念を生じさせ、その後の開示情報の受け取り方も変化することが考えられる。その意味で不正会計は単純な誤謬と異なり、利用者の意思決定に対してより大きな影響をもたらすと考えられる<sup>3</sup>。

このため、これまでの研究において、虚偽表示の中でも特に不正会計は財務報告の信頼性に影響する課題として取り扱われていることから、不正会計のみに着目してその実態を調べる意義がある。近年、日本の上場企業による不正会計開示が報道で触れられるものの、その内容は事例ごとの情報に限られ、日本国内における不正会計開示がどのような実態となっているかを示すデータは少ない。また、不正会計を取り扱う先行研究は多くあるが、不正会計の定義よりも限定的な事例を対象とすることが多く、日本の不正会計開示全般を対象とした分析結果は明らかにされていない。不正会計開示の内容やそれを行った企業の実態を知るには、まずは網羅的な国内の不正会計事例の収集が必要であるが、国内の事例収集の方法は確立されていない。このため本論文では、日本の不正会計開示事例に着目してその実態を明らかにするため、不正会計開示事例の網羅的な収集方法を国内の開示制度に基づいて提示し、集められた不正会計開示の全体を対象として、その発生状況、内容の傾向や開示した企業の特性の分析を行う。

本論文では、2005年1月から2016年9月までの間に適時開示により開示のあった不正会計事例を対象としている。適時開示の件名のキーワード検索と本文記載の不正会計に関する語句の判別を行うと共に、証券取引等監視委員会 (以下、SESC) による処分や第三者委員会 (または、社外調査委員会とも呼ばれる。以下、

---

<sup>3</sup> 先行研究においても修正再表示が不正会計に該当する場合には、誤謬である場合に比べて株価が開示時点において大きく下落することが報告されている (Palmrose et al., 2004; Hennes et al., 2008; 奥村, 2014)

第三者委員会)による調査の有無を考慮して事例を識別した結果、不正会計事例は486件収集された。本章の内容の貢献は、これまでの不正会計開示事例を網羅的に取り扱うことによって日本の不正会計開示の全般的な傾向のわかる分析結果を、不正会計研究や実務家に対して提供する点である。

以下は本章の構成である。3.2節では、本章で行う調査に関連する先行研究を要約する。3.3節では、日本での不正会計に関する開示制度を概説し、日本の不正会計開示の識別方法を示す。3.4節では、収集された不正会計事例の件数と不正会計開示企業の基本的な属性を確認する。3.5節では、不正会計事例の発生状況を目的、当事者、手口といった点で集計した結果を示す。3.6節では、不正会計の影響の大きさについて、目的や当事者に分けて分析する。3.7節では、不正会計を開示した企業の財務特性の傾向を分析する。最後に、3.8節において本章のまとめと課題を述べる。

## 3.2 研究の背景

不正会計の実態を調査する研究として、Beasley et al. (2010) は、Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission(COSO)によるプロジェクトとして不正会計を行った企業を広く取りまとめた結果を報告している。不正会計事例の情報源としては米国における1998年から2007年までの米国SECが公表するAAERを用いて収集された不正会計事例347件を分析対象としている<sup>4</sup>。不正会計企業の財務的特性などの基本的な企業属性をはじめ、不正会計の内容となる当事者、目的、影響額や手口が調査されている。また、ガバナンスや外部監査人の特性、また発覚後の株価の動きなどを測定している。米国での不正会計事例の実態を示す情報の提供を目的として、入手された事例に対して不正の発見や防止の観点から幅広い分析を行った結果を報告している。

Beasley et al. (2010) は、AAERを対象として事例を識別していることから、不正会計の中でもSECが調査対象とする影響の大きい不正な財務報告に対象が絞られる。その影響として、対象となる事例では経営者または財務担当役員による不正が事例の89%を占めている。しかし、不正会計の定義が意図的な虚偽表示であることを考慮すれば、経営者による不正な財務報告だけでなく、資産の流用による個人の利益を得ようとする不正や、従業員や子会社で生じる不正も広く不正

---

<sup>4</sup> Beasley et al. (2010) は、対象期間の1,759件のAAERに対してレビューを行い、不正会計に該当するかどうかを判別して事例を収集している。またAAERでの事例収集と合わせて、関連情報を他の開示情報、株主招集通知、報道される情報より入手している。

表 3.1 日本の不正会計に関する先行研究の取り扱う対象の範囲

reference(公刊年順)	対象期間	件数	情報源	対象範囲の特徴
青淵 (2011)	2004-2010	32	適時開示	対象は「不適切な会計処理」の適時開示。
Tanimura and Okamoto (2013)	2000-2008	39	報道、ニュース	不正会計に限らない不正全般 160 件のうち、不正な財務報告の件数。
奥村 (2014)	2004-2009	70	適時開示	利益の修正再表示 236 件 (誤謬含む) のうち、不正による事例数。
一ノ宮 (2016, 2017)	2004-2013	208	第三者委員会の調査報告、報道、ニュース	情報源から著者が手収集。
Song et al. (2016)	2001-2014	172	適時開示、SESC	修正再表示を伴う不正を行った企業数。企業・年度単位では 861 件。
稲葉 (2016, 2017)	2001-2015	238	適時開示、SESC	左記 238 件のうち、経営者や役員が行った事例 98 件が分析対象。

会計の対象となると考えられる。

米国における不正会計研究に適したデータベースを調べた研究に Karpoff et al. (2017) がある。Karpoff et al. (2017) は、研究対象となる「不正会計」を定義する場合、既にある公のデータベースではそれぞれが別の目的によってデータを収録していることから、定義に合う事例を全て収集し切れないことを指摘している。そして、定義に合わせた独自の手収集を用いて、目的となる事例のもれを最小限に抑えることで、1978 年から 2015 年までで 1,243 件の事例を収集し、より精緻な分析結果を報告している。このため、定義に照らした場合に分析対象が部分的な範囲に限られる場合には、その限定した範囲に特有の選択バイアスが分析結果に生じることに留意する必要がある。一概に不正会計の研究と言っても、それぞれの研究目的によってその範囲を絞り込むことから、分析の対象が不正会計のどの範囲を対象としているかは、分析結果を理解するための重要な前提となる。

次に、日本国内における不正会計事例を取り扱う先行研究を概観する。表 3.1 は、日本の不正会計を取り扱う先行研究での事例の対象期間、件数、情報源、そしてそれぞれの研究で設定される対象範囲の特徴を一覧にしている<sup>5</sup>。いずれの先行研究も対象期間は共通せず、手収集も用いられているため、件数は同じ水準にないが、概ね直近の 10 年から 15 年で 200 件前後の事例が集められていることがわかる。

<sup>5</sup> 表 3.1 の他に、「上場会社の不正調査に関する公表事例の分析」(日本公認会計士協会、2010 年)では、2006 年から 2009 年の不正を公表したプレスリリースから無作為に 30 件を選択し、不正の内容や調査に関する傾向を個別事例に基づいて検討している。また、「日本企業の不正に関する実態調査 2016」(KPMG FAS、2016 年)は、2006 年より継続的に上場企業に対して行っている不正に関する上場企業へのアンケート調査結果である。こちらは、2013 年から 2015 年を対象期間としてアンケート等により不正の発生状況を調査している。

青淵 (2011) では適時開示によって集めた不適切な会計処理事例に対して、開示日前後3日間での有意な株価下落を測定している。しかし、個別の事例ごとには一貫しない株価の推移も見られ、不正会計開示の第一報となる適時開示が株価に影響を及ぼすものの、その他の要因の影響も受けながら株価に織り込まれていることを示唆している。次に、Tanimura and Okamoto (2013) では、Dow Jones & Company Inc. が提供する Factiva ニュースサイトを用いて報道機関での不正事例に関する報道をキーワード検索によって収集している。不正会計に限らず企業が犯した不正全般を対象としており、企業のレピュテーションの毀損が株価のマイナスとなり、不正に対するペナルティが生じていることを示している。また、奥村 (2014) では、当期純利益に影響する修正再表示事例を対象として、株価反応やその反応の大きさの要因、ガバナンスを担う取締役や監査役の特性、外部監査人の特性を分析している。その中では修正再表示の開示に対する株価反応の大きさは、利益への影響が大きい場合や、訂正の原因が不正である場合に特に大きな反応となることが示されている。

その後、対象期間の拡大と共に対象件数も増加している。比較的多数の国内の不正会計事例を取り扱う研究として、一ノ宮 (2016, 2017) では、日本の不正会計事例の手口や、実行した企業の親・子会社区分や設立後の経過年数などの企業特性を定性的にとりまとめ、対象期間の不正会計事例に共通する傾向を導いている。傾向として、手口には売上取引が用いられやすいこと、子会社や主要でない事業での不正も発生していること、新興または老舗、規模の大小といった区別を問わず不正が起こっていることを提示した。

続いて、Song et al. (2016) は、多数の事例を対象に定量的な分析を行っており、修正再表示を伴う不正会計事例を対象に不正会計を含む財務報告の特徴を抽出している。そして、不正会計を含む年度の財務報告では、ソフト資産比率が高いこと、異常な会計発生高の絶対値が高いこと、株式や社債の発行があること、営業キャッシュ・フローの異常なマイナスが生じていること、簿価時価比率が低くなっていることといった特性を示している<sup>6</sup>。多数の不正会計企業を対象とするものの、修正再表示を伴う事例を対象としており、修正再表示を伴わない事例は分析に含まれない。

また、稲葉 (2016, 2017) では、不正会計のうちの経営者や役員が行った不正会計を対象として、経営者が行う不正の動機を分析している。不正会計を行った企

---

<sup>6</sup> このうちの「ソフト資産比率」は現金預金と有形固定資産以外の資産が総資産に占める割合として定義され、非現金流動資産や無形資産、投資その他の資産などが含まれる。企業が会計処理を裁量的に行う柔軟性を示す指標として用いられている (Dechow et al., 2011)。

業の不正を開始した年度では純資産残高が低い、損失を計上している、新規株式  
上場前であるといった状況が経営者の不正を行う動機となっており、また、外部  
監査人が大手監査法人でないといった要因も不正を行う機会として挙げられるこ  
とを示した。こちらは経営者による不正を対象としており、従業員が行う不正に  
ついては分析の対象外であることに留意する必要がある。

なお、Song et al. (2016) と稲葉 (2016, 2017) は、国内の事例収集方法で共通し  
ている。いずれも証券取引所規制に基づく企業からの適時開示と SESC による課  
徴金処分事例を用いて不正会計事例の収集を行っており、適時開示より事例を識  
別するには不正会計を意味する任意のキーワード検索を行うことで、事例の絞  
り込みを行っている。

以上の先行研究からは、まず、日本国内で不正会計事例を収集する場合の情報  
源として、適時開示、SEC 課徴金処分事例、企業のプレスリリースや報道される  
情報が挙げられることがわかる。ただし、いずれも対象期間が異なり、手収集を  
含む種々の方法で収集されていることから得られる件数は一貫していない。そ  
して、報告される分析結果は、それぞれの研究目的に合う対象範囲に限定されて  
いる場合もある。このため、日本の不正会計開示の発生状況やその傾向の全体像  
は、これまでの研究から必ずしも明らかにされていない。このような状況への対  
応として、まずは、不正会計の開示事例を網羅的に収集する方法を提示し、その  
うえで、不正会計の定義に合致する事例全般を対象とした実態分析を行う。

### 3.3 日本における不正会計の制度的開示と収集方法

日本の不正会計の情報源は、制度的な開示と任意の開示に区別できる。制度的  
な開示には、不適切な会計処理の適時開示と SESC 課徴金処分勧告事例の二つが  
ある。一方、任意の開示には、企業が自社ホームページなどで行うプレスリリー  
スや報道される情報が挙げられる。任意の開示には、特に根拠となる規制はな  
く、その情報の信頼性や重要性の適否が判断しにくい。一方で、制度的な要請に  
よる開示であれば、根拠規制を背景として、一定の信頼性や重要性を備えた情報  
になっている。また、後述するように、任意の開示がされた場合には、制度的な  
開示が必要に応じてもれなく行われる。このため本論文では、制度的な開示であ  
る不適切な会計処理の適時開示と SESC 課徴金処分勧告事例の二つを対象とし、  
以下ではそれぞれの制度について説明する。

### 3.3.1 上場規制による適時開示

適時開示は、日本の金融商品取引所の自主規制(主に、「有価証券上場規程(東京証券取引所)(以下、東証上場規程)」)に基づいた上場企業の重要な会社情報の開示である<sup>7</sup>。日本の開示制度において過去の開示情報に虚偽表示が含まれていた場合には、「不適切な会計処理」があった事実を適時開示によって公表する実務が行われる。

適時開示制度では、投資判断に影響のある事実の決定や発生があった場合に、企業がその事実を適時開示として公表することが要請されている(東証上場規程402条)。また、既に開示した情報の内容に変更または訂正すべき事情が生じた場合にその内容を開示しなければならない(東証上場規程416条)。このため上場会社は、投資家の判断に影響のある重要な事実の発生や、過去の開示情報(決算短信や有価証券報告書など)を訂正する可能性のある事実が生じた場合は、適時開示により投資家へその事実の内容を開示することが求められている(加藤, 2015, pp.268-271)。また、「上場会社における不祥事対応のプリンシプル」(日本取引所自主規制法人, 2016年)が公表され、不祥事に直面した上場会社に期待される対応や行動に関する原則が明記された。不祥事に対する調査、第三者委員会設置の際の独立性・中立性・専門性の考慮、再発防止の取り組み、それらの過程における必要な段階での情報開示が求められている。

こうした規制に基づいて、上場企業において不正会計や過年度決算の誤りが発覚した場合は、将来の業績予想を修正する可能性や、過去の財務報告を修正する可能性、それらが投資家の判断へ影響する可能性を考慮して適時開示が行われる<sup>8</sup>。

<sup>7</sup> 適時開示は東京証券取引所の運営する適時開示情報伝達システム(Timely Disclosure network:以下、TDnet)を通じて1998年より開示されている。TDnetでは、国内金融商品取引所(東京証券取引所、1999年より名古屋証券取引所、福岡証券取引所、札幌証券取引所、2000年よりJASDAQ、2005年より大阪証券取引所(2013年より東証に統合))の上場会社および日本証券業協会が指定するグリーンシート銘柄が開示した適時開示が登録され、直近1ヶ月間の適時開示のドキュメントが公開されている。2000年から2005年にかけて徐々に企業の適時開示のルールやシステムが整備され、開示の対象となる企業も拡充されてきた経緯がある。特に、2005年において大阪証券取引所のTDnetを通じた開示が開始し、国内の全ての取引所に上場する企業の適時開示が一本化した(河野, 2008, p.230)。

<sup>8</sup> 適時開示制度では、金融商品取引法における重要事実と類似する項目について適時開示が求められる(東証上場規程402条、金融商品取引法166条2項)。また、重要事実への該当を判定するため、軽微と判断する場合の軽微基準が定められている(「有価証券上場規程施行規則(東京証券取引所)」401、402条、「有価証券の取引等の規制に関する内閣府令」49条から55条)。その一方で「上場会社の運営、業務若しくは財産又は当該上場株検討に関する重要な事項であって、投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」を包括的に対象としたインサイダー取引規制におけるバスケット条項に類似する規制が適用される(東証上場規程402条1項ar、2項x、金融商品取引法166条2項4号)。このため、重要事実

「不適切な会計処理」の適時開示は財務諸表における虚偽表示全般が対象となり、意図の有無は必ずしも区別されない。しかし、不正会計に該当する場合には、「不適切な会計処理」の情報開示の中に、不正である旨、原因、手口、動機といった意図の有無に関する記載が含まれており、不正会計の識別が可能である。当初の第一報で従業員による不正の手口や影響額まで開示される場合もあれば、その後の調査の進捗により当事者や原因が特定され、不正かどうか判明する場合もある。

適時開示のタイミングには明確な規則はないが、投資家への情報開示の適時性と開示される情報の正確性を考慮したタイミングで開示が行われる(加藤, 2015, p.271)。例えば、企業内で発覚した不正会計では、当事者や手口、不正会計による損害額の概算などの一通りの不正の概要を社内調査により事実確認した後で、より厳密な調査を行うための社内または社外の調査委員会を設置する前のタイミングで公表するケースが多く見られる。

なお、適時開示を行うに当たって企業は金融商品取引所へ事前の説明をする必要がある(東証上場規程 413 条)。このため、適時開示される情報は企業側からの発信ではあるものの、その内容の検討や適時開示要否の判断は企業が終始単独で行うものではない。また、企業は取引所からの照会に応じて取引所へ報告を行う義務や、取引所の要請によって開示をする義務を持つ(東証上場規程 415 条)。このため、新聞などの報道が先行した場合にも、適時開示が必要と取引所によって判断されるのであれば、適時開示が行われることになる。

### 3.3.2 証券取引等監視委員会による課徴金処分勧告

米国 SEC による AAER と同様に、日本の証券市場に対する当局による規制として、日本でも SESC による証券市場のモニタリングが行われている。SESC の活動の中で、有価証券報告書等の開示書類の虚偽記載に関連して犯則調査と開示検査が行われる。犯則調査では、開示書類の虚偽記載のうち特に悪質と評価された事案を犯則事件として取り扱い、刑事罰を課すための調査が行われる<sup>9</sup>。調査の進捗により、検察官と共同しての強制捜査や検察官への告発が行われ、刑事事件として起訴されることになる(小谷, 2009)。

一方、刑事罰の厳密な立証を要さずに、開示書類への虚偽記載などの違反行為を処分する制度として、2005 年 4 月より金融庁による課徴金制度が導入されてい

---

に該当する場合は開示が必要であり、かつ、基準に関わらず、個別の状況に応じて重要性があると考えられる場合に開示が求められる。

<sup>9</sup> 投資家の判断へ与える影響の重要性や、意図の有無などにより判断される(加藤, 2015, p.244)。

る。証券市場の公正性・透明性を確保するために、インサイダー取引や相場操縦などの不正取引と共に、有価証券報告書などの開示書類への虚偽記載が処分の対象となる。この課徴金制度の一環として、SESCによって開示検査が行われ、違反が認められる場合はSESCから金融庁への課徴金処分勧告が行われる<sup>10</sup>。この処分勧告に基づいて、その後金融庁での審議により処分が決定される。

課徴金処分には意図の有無は問われないため、意図的に行われた虚偽記載である不正だけでなく、開示企業の誤謬により意図せず生じた虚偽記載も検査の対象となる。処分勧告が公表されるタイミングは、不正会計の会社側の調査の結果が報告され、過年度決算短信や有価証券報告書等の訂正が行われた後の一連の適時開示の終盤の段階であることが多い。ただし、犯則事件調査などでは、SESCによる調査が起点となって不正が明らかになるケースもあることから、SESCによる調査が先行する事例もまれに生じている。

### 3.3.3 不正会計開示の情報源

適時開示と課徴金処分は、共に制度に基づく公表情報であるものの、課徴金処分勧告は第三者であるSESCによる調査結果であるため、情報の信頼性、確実性はより高く期待できる。しかし、SESCの調査は全ての虚偽記載に対して行われるものではなく、SESCの判断によって調査または処分の対象となる事例に限られる。調査対象となるための具体的な基準の明示はないものの、SESCの対象となる虚偽記載の件数は不適切な会計処理の適時開示の件数に比べて少ないことから、課徴金処分事例は金額や悪質性において重大な事例のみに限られることが考えられる。

また、虚偽表示に意図があったかどうかはSESCの処分勧告時の公表資料では明記されないため、SESCの公表資料には不正に関する当事者、手口、動機といった内容の記載は無い。一方で適時開示に様式の定めは無いものの、当事者の特定や虚偽表示につながる不正や誤謬の原因、意図的なものである場合はその目的や動機といった内容が含まれる開示実務が行われている。さらに、公表のタイミングに関しては、SESCによる公表は不正調査の企業側からの開示が一通り完了した後、事後的に行われることが多いが、適時開示は企業において一定の確度が得

<sup>10</sup> 2016年9月末までの累計では、犯則事件の告発34件、課徴金納付命令勧告85件(2005年4月より開始)、訂正命令4件(同)の実績がある。課徴金制度が導入された2005年以後は年間10件程度の事例が公表されている。この情報はSESCのWebサイト(<http://www.fsa.go.jp/sesc/actions/kaiji.htm>)にて公開されている。SESCの課徴金処分勧告および訂正命令の件数はWebページの年度別の処分勧告の一覧より入手した。犯則事件の告発は、2010年12月以前は、各年度の「年度公表」(SESCの活動状況の公表書類)より、2010年12月以降はWebページ上の告発事件の一覧より入手した。

られた時点で適時に開示が行われ、株式市場へ情報が提供される。なお、SESCによる調査や処分があった事実は適時開示の対象となり、SESCによる公表がある場合は適時開示で公表されるため、適時開示からはSESCの公表資料を包含したより多くの情報が入手できる。

以上より、本論文では、不正会計事例の実態を調査する目的のため、事例をより広範に入手できることを考慮して、適時開示を情報源としてサンプルの収集を行い、SESCの処分事例は、網羅性の確認のため補足的に参照するに留める。

### 3.3.4 不正会計事例に関する適時開示の識別方法

適時開示からの不正会計事例の識別は以下のプロセスで行う<sup>11</sup>。まず、上場企業全ての適時開示から不正会計に関連するキーワードによる件名検索を行い、開示内容を閲覧する適時開示の絞り込みを行う。本論文で用いた具体的な件名検索時のキーワードについては、表3.2のパネルAに記載している。検索キーワードについては、直接的に不正に関連する語句、開示書類の遅延、不正調査、修正再表示や過年度業績の修正、刑事事件の関連に区分され、不適切な会計処理が行われた場合の企業の開示プロセスや関連して生じる事象に基づいて語句を選択し、検索を行った。企業が独特な件名表記を行った場合には検索からもれるおそれがあるが、これらの区別のいずれかで該当があればその企業の適時開示全てを時系列で遡って閲覧し、該当する事例の当初の適時開示まで特定している<sup>12</sup>。不正会計に該当する事例の適時開示を遡ってチェックする過程で新たな語句を使った件名の適時開示を発見した場合は、その語句を検索キーワード群に追加して再度検索をやり直してキーワードの不足を防いでいる。表3.2はその繰り返しの結果として集まったキーワード群である。

件名検索により絞り込まれた適時開示には、誤謬による虚偽表示の訂正、財務諸表以外の記載の誤りの訂正も含まれる。また、不正アクセス、品質偽装、インサイダー取引、贈収賄や汚職などの財務諸表に影響を及ぼさない不正行為も抽出される。本論文で取り扱う不正会計は財務報告における意図的な虚偽表示であり、誤謬による虚偽表示や会計処理に関係なく行われる不正は対象外とし、収集

<sup>11</sup> 以下、件名のキーワード検索により絞り込みを行ったうえで、本文内容から不正会計かどうかを特定するプロセスは、基本的に Song et al. (2016) や稲葉 (2016, 2017) と同様である。ただし、検索するキーワードや不正会計とみなす基準などの詳細な記載は無いため、先行研究と本論文では厳密には異なる可能性がある。最終的に収集される事例数は本論文の事例数の方が上回ることから、本論文の対象は先行研究より広範囲になっている。

<sup>12</sup> 過去に既に開示した適時開示に関連して開示が行われる場合、適時開示本文の冒頭にて過去の適時開示の件名を参照することが通例である。このため、本文冒頭に過去の適時開示が参照されるかどうかによって、第一報まで遡ることができる。このプロセスにより同時に第一報日の特定を行っている。

表 3.2 不正会計事例識別キーワードおよび関連語句

パネル A：適時開示の件名キーワード検索	
関連	件名検索キーワード
不正会計関連	不正 横領 着服 流用 流失 架空 循環 会計処理 適切でない 過大 過小 不適 不祥
遅延関連	提出遅延 提出の遅延 期限延長 期限の延長 期限延期 期限の延期
調査委員会関連	調査 第三者委員会 報告書の受領 報告書受領
訂正関連	内部統制報告書の訂正 有価証券報告書の訂正 過年度決算 過年度の有価証券 過年度の決算 過年度の業績 過去の業績 業績に影響 業績へ影響 訂正有価証券報告書
事件関連	逮捕 告訴 元役員 元従業員
パネル B：適時開示本文記載および調査主体からの判定	
要件	関連語句
1) 適時開示本文に右記語句または同義の記載がある	不正 偽装 仮装 偽造 改竄 捏造 隠蔽 架空 循環 共謀 実在しない 実態を伴わない 過大計上 原価付替 利益操作 目標達成 予算達成 上場基準クリア 横領 流用 着服
2) SESC 事例	SESC による調査 (刑事告発や課徴金処分勧告) を受けている
3) 第三者委員会事例	第三者委員会による調査が行われている

結果からは除くものとする<sup>13</sup>。

このために、Hennes et al. (2008) の不正会計判定方針を参考として、抽出された適時開示の本文の内容に基づいて、事例を判定する<sup>14</sup>。判定には三段階の要件を設定しており、第一に、該当した適時開示の本文の内容に不正会計を示す語句が含まれる場合に不正会計事例とする。具体的な語句は表 3.2 のパネル B に記載している。そして、それらの語句が含まれない場合にも、第二の要件として、規制当局である SESC の調査が行われる場合や、第三の要件として、第三者委員会による調査がされる場合を不正会計事例とみなす。

なお、不正調査のために設置される調査委員会が第三者委員会に該当するか否かは、適時開示に記載される第三者委員会の構成員の開示に基づいて判定する<sup>15</sup>。

<sup>13</sup> 日本公認会計士協会 (2015) によれば、増収賄などの汚職や、品質偽装や情報漏洩などの会計へ影響しない企業不祥事に該当する事例は広義での「不正」に含まれるものの、監基報 240 号で取り扱う重要な虚偽表示の原因となる企業の財務や資金に影響のある不正とは区別される。ここで言う広義の「不正」とは法律、規則および基準 (会計基準を含む。) 並びに社会倫理からの逸脱行為である。不正会計の定義に基づいて、本論文の対象から除外する。

<sup>14</sup> Hennes et al. (2008) は、以下の三点に基づいて不正と誤謬を判別する基準を設定した。第一に、「不正 (fraud, irregularity)」に類する語句が開示内容に用いられる点である。企業は訴訟リスクを負うことから不正を自ら認めにくい状況にある。不正である旨を企業自ら開示するのであればそれが事実である可能性が高い。第二に、規制当局による調査が行われる点である。規制当局は全ての疑わしい事例を対象にしきれないため、規制当局の調査がある場合は虚偽表示が悪質で意図的なものであった可能性が高い。第三に、第三者委員会による調査が行われる点である。不正である疑いが強く、影響が大きい場合には、第三者委員会による調査を行う効果が設置のコストを上回ると見込まれ、経営者は第三者による調査を選択する。これらの理由は日本においても当てはまることから同様の基準を採用する。

<sup>15</sup> 「第三者委員会」とは、「企業や組織において、犯罪行為、法令違反、社会的非難を招くような不正・不適切な行為等が発生した場合及び発生が疑われる場合において、企業等から独立した委員のみをもって構成され、徹底した調査を実施した上で、専門家としての知見と経験に基づいて原因を分析し、必要に応じて具体的な再発防止策等を提言するタイプの委員会」である (「企業等不祥事における第三者委員

判定には、まず適時開示の本文記載に『日弁連「企業等不祥事における第三者委員会ガイドライン(2010年12月17日改訂)」を考慮して選定している』旨の記載がある場合には、第三者委員会に該当するものと分類している。この記載がない場合には、「企業等不祥事における第三者委員会ガイドライン」(日本弁護士連合会、2010年改訂)第2部の「第2第5項利害関係」、「第5委員等についての指針」を参考に開示に基づいて構成員の属性の内容から判定している。具体的には、社内役員(取締役および監査役)が含まれないこと、社外役員は委員会の半数未満であり「独立性を阻害されない」旨の記述があること、委員長は社外役員ではなく外部専門家などの第三者であること、顧問弁護士が含まれないことの4点全てに該当する場合を第三者委員会とみなす判定を行った<sup>16</sup>。

## 3.4 不正会計事例の収集結果

### 3.4.1 不正会計事例数

3.3節で述べた方法に基づき、不正会計事例を収集した結果を記載する。2005年1月から2016年9月までの期間において、不正会計を適時開示により開示している企業を対象とする<sup>17</sup>。表3.2にしたがって、適時開示データベースの件名検索により不正に関連する可能性のある適時開示を抽出し、(1)不正の語句、(2)SESC処分、(3)第三者委員会設置の順に判定を行い、対象となる不正会計事例を識別した。表3.3は、適時開示に基づいて収集された不正会計事例の件数を示しており、収集された事例数は486件となった。

分析に必要な適時開示の情報は、プロネクサス社が提供する「eolデータベースサービス」より対象期間にわたって入手した。また、財務情報は日本経済新聞社が提供する「日経NEEDS Financial Quest(以下、NEEDS-FQ)」、株価関連情報は金融データソリューションズ社が提供する「日本上場株式日次リターンデータ(以下、NPM)」、外部監査人関連情報は日本経済新聞社の「日経NEEDS企業基本データ監査法人・監査意見(以下、NEEDS-MT)」より入手している。これらの各データベースからのデータの入手可能性により対象事例数が制限される場

---

会ガイドライン」(日本弁護士連合会、2010年改訂)。

<sup>16</sup> 判定基準については、長島・大野・常松法律事務所・あずさ監査法人(2010, pp.95-97)にある「社内調査委員会」と「社外調査委員会」(第三者委員会と同義)の構成員の要件を参考とした。

<sup>17</sup> 適時開示を公開するTDnetでは、2000年から2005年において対象となる上場取引所の範囲やXBRLなどの開示規格が拡充されている(河野, 2008)。特に国内の適時開示がTDnetへ一本化された時期が2005年であることを考慮して、2005年を分析対象期間の開始時期とした。なお、第一報は2004年であったが、2005年に差し掛かって調査報告を行っている事例5件は2005年の事例としてサンプルに含めている。

表 3.3 サンプル選択

	事例件数	企業数
(1) 不正関連語句を含む不正会計事例	446	394
(2) 上記以外の SESC 処分事例	24	21
(3) 上記以外の第三者委員会設置事例	16	12
収集された不正会計事例	486	427

合は、各分析の冒頭で別途説明する。

### 3.4.2 不正会計事例の基本属性

表 3.4 は集められた不正会計事例の基本属性である。表 3.4 のパネル A では、誤謬や不正会計を含んだ不適切な会計処理の開示事例の年別件数推移を示している<sup>18</sup>。適時開示の件名検索から不適切な会計処理は 594 件抽出され、その内訳には誤謬等 108 件と不正会計 486 件が含まれる<sup>19</sup>。不適切な会計処理の件数では、2005 年は 32 件であったが、2006 年以降では 2007 年の 62 件をピークに毎年 50 件程度の開示が行われている。その内訳である不正会計開示も同様であり、2005 年の 21 件から 2006 年で 43 件に倍増し、2006 年以降は一定の頻度 (年間 30 から 50 件程度) で開示がある。2005 年から 2006 年にかけての増加は、2004 年から 2009 年の利益訂正開示件数を集計した奥村 (2014) の年別件数とも整合し、制度改正の影響が表れたものと考えられる<sup>20</sup>。

また、不正会計事例の件数の内訳として SESC の処分勧告、訂正命令、告発が伴う事例の件数と、適時開示のみで公表される件数を記載している<sup>21</sup>。SESC 関連事例は、適時開示により収集された事例全体の 2 割程度であり、適時開示を対象とすることでより不正会計事例を広範囲に収集できる。

<sup>18</sup> 適時開示の第一報日付に基づいて、各年 1 月から 12 月で集計している。

<sup>19</sup> 本論文では不正会計のみを対象とするが、他の調査では誤謬等を含む「不適切な会計処理」を対象とする場合があるため、参考として記載している。なお、誤謬等には、過去の財務諸表に影響するが誤謬や会計処理方法の変更として開示されている事例の他、不正に該当するが会計処理に影響しない贈収賄の事例、他者からの詐欺被害にあった事例、不正調査が行われた結果問題が無かった事例などが含まれる。

<sup>20</sup> 奥村 (2014) では、2004 年から 2005 年ではカネボウによる会計不祥事への対応のため、規制の拡充や企業の対応が進められたことをこの時期の件数増加の背景として解説している。具体的には開示制度の信頼性を保つため、監査基準の改訂、品質管理基準の設定、内部統制報告制度の導入といった監査に関する施策が行われた。このような背景は不正会計についても当てはまる内容である。

<sup>21</sup> SESC の処分の情報は、課徴金処分勧告および訂正命令の事例は SESC の Web サイトの年度別の処分勧告の一覧より入手した。犯則事件の告発事例は、2010 年 12 月以前は各年度の「年度公表」(SESC の活動状況の公表書類) より、2010 年 12 月以降は Web サイト上の告発事件の一覧より入手している。なお、2004 年から 2016 年 10 月までの SESC 事例 112 件のうち、重複 10 件、上場廃止後の処分 4 件、財務諸表の訂正に該当しない事例 1 件は除く。

表 3.4 不正会計事例の基本属性

パネル A : 年別件数														
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	合計	
不適切会計 (内訳)	32	54	62	59	54	58	45	48	50	43	52	37	594	
－誤謬等	11	11	11	9	11	8	3	14	7	6	8	9	108	
－不正会計 (不正内訳)	21	43	51	50	43	50	42	34	43	37	44	28	486	
－SESC	2	9	12	11	6	17	7	8	8	10	4	3	97	
－適時開示	19	34	39	39	37	33	35	26	35	27	40	25	389	
パネル B : 上場市場別件数 <sup>*1</sup>														
	東証一部			東証二部		JASDAQ		マザーズ		他本則市場		他新興市場		合計
事例件数 (件)	244			62		100		46		20		14		486
件数割合 (%)	(50.2)			(12.8)		(20.6)		(9.5)		(4.1)		(2.9)		(100.0)
上場企業割合 % <sup>*1</sup>	(54.6)			(14.7)		(21.0)		(6.4)		(2.7)		(0.7)		(100.0)
パネル C : 業種別件数 (東証 33 分類)														
(業種)	件数/割合 %/上場全体 % <sup>*2</sup>			件数/割合 %/上場全体 % <sup>*2</sup>			件数 / 割合 % /上場全体 % <sup>*2</sup>			件数 / 割合 % /上場全体 % <sup>*2</sup>				
水産・農林業	5	(1.0)	(0.3)	鉄鋼	2	(0.4)	(1.3)	空運業	4	(0.8)	(0.1)			
鉱業	0	(0.0)	(0.2)	非鉄金属	1	(0.2)	(1.0)	倉庫・運輸関連業	4	(0.8)	(1.0)			
建設業	37	(7.6)	(4.8)	金属製品	4	(0.8)	(2.4)	情報・通信業	66	(13.6)	(10.9)			
食料品	10	(2.1)	(3.6)	機械	22	(4.5)	(6.5)	卸売業	75	(15.4)	(9.1)			
繊維製品	7	(1.4)	(1.5)	電気機器	32	(6.6)	(7.3)	小売業	57	(11.7)	(9.6)			
パルプ・紙	3	(0.6)	(0.7)	輸送用機器	11	(2.3)	(2.7)	銀行業	18	(3.7)	(2.4)			
化学	10	(2.1)	(6.0)	精密機器	6	(1.2)	(1.4)	証券商品先物取引業	8	(1.6)	(1.2)			
医薬品	0	(0.0)	(1.9)	その他製品	17	(3.5)	(3.0)	保険業	1	(0.2)	(0.4)			
石油・石炭製品	2	(0.4)	(0.4)	電気・ガス業	1	(0.2)	(0.7)	その他金融業	6	(1.2)	(0.8)			
ゴム製品	4	(0.8)	(0.5)	陸運業	10	(2.1)	(1.7)	不動産業	6	(1.2)	(3.3)			
ガラス・土石製品	3	(0.6)	(1.6)	海運業	0	(0.0)	(0.4)	サービス業	54	(11.1)	(11.1)			
								合計	486	(100.0)	(100.0)			
パネル D: 企業別開示履歴件数														
	1 件		2 件		3 件		4 件		5 件		6 件		合計	
企業数 (社)	382		35		8		1		0		1		427	
事例数 (件)	382		70		24		4		0		6		486	

<sup>\*1</sup> 東京証券取引所 (以下、東証) とそれ以外の国内証券取引所に同時に上場する場合は、東証として集計している。また、2013 年 7 月以降東証に統合した大阪証券取引所の一部、二部、大証ヘラクレスは東証一部、二部、マザーズとして集計している。上場企業数割合は、2016 年 9 月末時点の日本取引所グループ「東証上場銘柄一覧」より東証一部、二部、マザーズおよび JASDAQ 合計 3,513 社、その他国内取引所の Web サイトで公開される上場銘柄一覧よりその他国内取引所の 122 社、合計 3,635 社より算出している。

<sup>\*2</sup> 「上場全体」は、業種別の上場企業数全体での企業数の割合であり、2016 年 9 月末時点の日本取引所グループ「東証上場銘柄一覧」より得られる東証一部、二部、マザーズおよび JASDAQ への上場企業数合計 3,513 社を対象に算出している。

続いて、表 3.4 のパネル B は上場市場別の事例件数である。不正会計事例数の取引所別割合は上場企業全体の市場数割合と比較して大きな偏りは見られないが、東証一部、二部、JASDAQ に比べ、東証マザーズや東証以外の国内取引所での割合が若干大きい。

パネル C は業種別の事例数である<sup>22</sup>。業種別事例数では、卸売業、情報・通信

<sup>22</sup> 業種は東証 33 分類に基づいた業種分類で集計している。上場全体の割合は 2016 年 9 月末時点の東証一部、二部、マザーズおよび JASDAQ への上場企業数を対象に算出しており、その他の国内取引所は割合が小さいため、ここでは考慮しない。

業、小売業、サービス業、建設業で件数が多い。上場企業全体の業種別企業数の割合に比べると、差が大きいものから順に、卸売業、建設業、情報・通信業、小売業となっている。よく見られる手口として、卸売業における実態の無い転売取引などによる架空売上や循環取引、建設業や情報・通信業におけるプロジェクト間の原価付替、外注や仲介を使った循環取引、小売業における在庫の調整による利益操作や資金の着服など、業種特有の不正の手口がある。そのような業種では業種の特長として不正が行われるリスクが高い傾向にあることを示している。

パネルDは企業別の不正会計開示の履歴件数である。不正会計開示履歴のある企業の大部分は1事例のみであり、複数事例を繰り返した企業は開示を行った事例全体の2割程度であった。開示履歴のある企業427社には、その後倒産や統廃合により上場廃止している企業も98社含まれるが、2016年9月時点の上場企業数全体3,635社に対しておよそ1割程度の企業が不正会計開示を行ったと考えることができる。

## 3.5 不正会計事例の内容

### 3.5.1 不正会計の目的と当事者

表3.5は、不正会計の事例数を目的と当事者により集計した結果である。目的は主に不正な財務報告と資産の流用に区分している。不正な財務報告には、全社レベルの業績操作や目標達成、特定部門、子会社、個人レベルでの業績操作、または、損失や滞留資産の隠蔽のための操作を含む。資産の流用には、個人的な資金や在庫の横領の他、不正な支出や費用水増しに伴う取引先からのキックバック受領、個人的な他社支援などを含む<sup>23</sup>。その他は適時開示に目的や動機に関する記載が無いが、SESCや第三者委員会の設置により不正と判別される事例が多く含まれる。その他の区分には過去の会計処理の誤り、減損や資産評価などの見積もり誤り、連結範囲の誤りが多く含まれる。

当事者の分類としては、まずは不正会計を開示した企業から見て不正会計を行った企業が親会社(開示を行った企業本体)か子会社(開示した企業の子会社または関連会社)かの会社区分を行っている。そのうえで、当事者を役職別に、経営者および取締役や監査役を含む役員と、役員の立場を持たない管理職を含む従業員に分けている<sup>24</sup>(以下、記載上は経営者と従業員として区別する)。その他には、

<sup>23</sup> 両方の目的を含む事例の場合は、損益影響を考慮して主要な目的を特定している。

<sup>24</sup> 当事者が複数の役職にまたがる場合は、より上位の役職者が不正会計の事実を知り得ていた場合は、上位の役職を優先して特定している。

目的同様に特定の当事者が開示されない場合と、取引先の循環取引などに知らずに関与して架空の取引が財務諸表に含められた場合が含まれる。

表 3.5 のパネル A、B、C はそれぞれ事例全体、親会社区分、子会社区分での目的別および当事者別の件数とそれぞれの区分での構成割合を示している。パネル A の事例全体の目的別合計件数を見ると、不正な財務報告 (46.3%) と資産の流用 (42.0%) は半々程度で生じている。また当事者別合計で見ると、経営者は 35.6%、従業員は 50.4% であり、経営者による不正だけでなく、従業員による不正もまた多く発生している。米国 AAER の事例を対象とした Beasley et al. (2010) では経営者不正が大半を占めていたことと比べると、国内で収集される事例では従業員不正も多く含まれる内容になることがわかる。また、不正会計事例全体に対する経営者不正の件数の割合は、国内の事例を対象とする稲葉 (2016) と整合する結果である。

パネル B の親会社区分を当事者別合計で見ると、経営者 (31.7%) に比べて、従

表 3.5 不正会計の目的と当事者別件数

当事者別区分 目的別区分	経営者または役員		従業員		その他		目的別合計	
	件数	割合 %	件数	割合 %	件数	割合 %	件数	割合 %
パネル A:事例全体								
不正な財務報告	102	(59.0)	107	(43.7)	16	(23.5)	225	(46.3)
資産の流用	67	(38.7)	135	(55.1)	2	(2.9)	204	(42.0)
その他	4	(2.3)	3	(1.2)	50	(73.5)	57	(11.7)
当事者別合計	173	(100.0)	245	(100.0)	68	(100.0)	486	(100.0)
当事者別合計割合 %	(35.6)		(50.4)		(14.0)		(100.0)	
パネル B:親会社区分								
不正な財務報告	56	(54.9)	73	(44.8)	11	(19.3)	140	(43.5)
資産の流用	42	(41.2)	87	(53.4)	1	(1.8)	130	(40.4)
その他	4	(3.9)	3	(1.8)	45	(78.9)	52	(16.1)
当事者別合計	102	(100.0)	163	(100.0)	57	(100.0)	322	(100.0)
当事者別合計割合 %	(31.7)		(50.6)		(17.7)		(100.0)	
パネル C:子会社区分								
不正な財務報告	46	(64.8)	34	(41.5)	5	(45.5)	85	(51.8)
資産の流用	25	(35.2)	48	(58.5)	1	(9.1)	74	(45.1)
その他	0	(0.0)	0	(0.0)	5	(45.5)	5	(3.0)
当事者別合計	71	(100.0)	82	(100.0)	11	(100.0)	164	(100.0)
当事者別合計割合 %	(43.3)		(50.0)		(6.7)		(100.0)	
パネル D:目的区分と当事者区分の独立性の検定								
目的別 当事者別	経営者または役員			従業員			$\chi^2$ *1	
	不正な財務報告	資産の流用	合計	不正な財務報告	資産の流用	合計		
全体 (件、%)	102(60.4)	67(39.6)	169	107(44.2)	135(55.8)	242	10.37***	
親会社 (件、%)	56(57.1)	42(42.9)	98	73(45.6)	87(54.4)	160	3.23*	
子会社 (件、%)	46(64.8)	25(35.2)	71	34(41.5)	48(58.5)	82	8.30***	

\*1  $\chi^2$  は目的区分と当事者区別に関連がないことを帰無仮説とした独立性の検定 ( $\chi^2$  検定) の検定統計量である (自由度 1)。

\* 10% 水準で有意である。

\*\*\* 1% 水準で有意である。

業員 (50.6%) による不正の方が多く発生している。また、その目的別内訳を見ると、親会社本体における経営者の不正は、粉飾決算に代表される不正な財務報告の方が事例数は多いものの、企業から個人的に資産を得ようとする資産の流用を行う事例も少なからず生じている。一方、従業員の目的別内訳を見ても、資産の流用の方が多く、こちらも目的別に同数程度生じている。資産の流用は従業員が行う典型的な不正とされるが、不正な財務報告を財務諸表全体の粉飾決算から個人業績の操作まで幅広く捉えると、不正な財務報告もまた従業員により行われており、件数だけを見れば従業員による不正な財務報告の方が経営者の事例よりも多く生じている<sup>25</sup>。

パネル C の子会社区分を見ると、事例全体の 486 件のうち 164 件 (およそ 3 件に 1 件) が子会社で起こった事例である。このような状況は一ノ宮 (2016, 2017) とも整合する。親会社の統制が効きづらいことを原因として、国内または在外子会社での不正事例が起こっていると考えられる。目的別に見ると、子会社レベルでの不正な財務報告や資産の流用は親会社に近い割合で起こっている。また、当事者別の構成割合も、親会社の傾向と大きく異ならない。

パネル D では、目的別の分類と当事者別の分類の関連性の有無を検定している。なお、その他に区分される事例は分析から除いている。親会社子会社共に、経営者による不正である場合は、不正な財務報告が行われ、従業員による不正である場合は資産の流用が行われやすい傾向があることを示している。ただし、親会社の区分ではその傾向は弱まるのがわかる。

以上より、目的別では不正な財務報告と資産の流用が同数程度発生しており、当事者別では経営者による不正よりも従業員による不正が多く発生している状況である。そして、当事者別および目的別の発生状況としては、経営者が不正な財務報告を行い、従業員が資産の流用を行う傾向があるものの、単純な区別はできず、どちらの当事者区分でも両方の目的で不正が生じている状況である。この傾向は親会社本体での不正だけでなく、子会社における不正であっても同様である。

### 3.5.2 不正会計の手口

表 3.6 は不正会計の手口別の件数を示している。不正事例ごとに適時開示本文や不正調査報告書の内容に基づいて主要な不正の手口を特定すると共に、複数の

---

<sup>25</sup> 従業員レベルでの不正な財務報告としては、予算制度や人事評価などを通じた経営者からのプレッシャーを受けての、部門や子会社単体の業績目標の達成、個人成績の操作、過去の自身のミスによる損失の隠蔽といった企業の局所的な範囲を対象とした操作が行われる傾向にある。

手口にまたがる複合的な手口である場合や主要な手口の他にも複数の手口が行われていた場合には1件の事例につき4件まで集計に加えている<sup>26</sup>。このため、表3.6における手口の合計681件は表3.3の事例件数486件と整合しないが、この集計結果は不正会計において目的別に行われやすい手口の傾向を示したものである。

不正な財務報告を目的とした不正に多い手口として、収益認識関連の架空売上は不正な財務報告目的のうち24.1%の割合で行われている。同様に架空売上を含む循環取引の9.7%と合わせた計33.8%の不正な財務報告で、取引実態のない架空の売上高の計上が手口となっている。その他にも同じく売上高を用いる手口として、取引実態のある売上高の先行計上(8.6%)があり、収益認識関連の取引が手口として多く利用されることは、Beasley et al. (2010)で報告される米国の不正会

表 3.6 不正会計の目的別手口件数

区分	手口内容	不正な財務報告		資産の流用		その他		手口別合計	
		件数	割合 %	件数	割合 %	件数	割合 %	件数	割合 %
収益 認識	架空売上(非実在、水増し、買戻し付)	90	(24.1)	18	(7.4)	13	(19.7)	121	(17.8)
	売上先行計上(取引実態あり)	32	(8.6)	0	(0.0)	4	(6.1)	36	(5.3)
	循環取引(架空売上、架空仕入)	36	(9.7)	4	(1.7)	11	(16.7)	51	(7.5)
	売上値引、仕入値引・返品、単価操作	11	(2.9)	0	(0.0)	0	(0.0)	11	(1.6)
	債権不正消込、回収偽装	19	(5.1)	4	(1.7)	0	(0.0)	23	(3.4)
	工事進行基準(原価付替、過大見積り)	10	(2.7)	0	(0.0)	1	(1.5)	11	(1.6)
	不正受給(補助金、受託収益)	12	(3.2)	1	(0.4)	1	(1.5)	14	(2.1)
計		210	(56.3)	27	(11.2)	30	(45.5)	267	(39.2)
費用 損失	在庫水増し、在庫単価や原価計算の操作	30	(8.0)	5	(2.1)	0	(0.0)	35	(5.1)
	原価付替(原価先送、受注損失未認識)	23	(6.2)	0	(0.0)	0	(0.0)	23	(3.4)
	原価、費用の過小計上(先送り、繰延)	50	(13.4)	1	(0.4)	5	(7.6)	56	(8.2)
計		103	(27.6)	6	(2.5)	5	(7.6)	114	(16.7)
資産 の流 用	不正支出(費用、資産、融資、増資)	15	(4.0)	128	(52.9)	1	(1.5)	144	(21.1)
	不正在庫転売、使用	3	(0.8)	20	(8.3)	0	(0.0)	23	(3.4)
	不正入金処理(売上代金、現金受入処理)	0	(0.0)	11	(4.5)	0	(0.0)	11	(1.6)
	過大仕入のキックバック、リベート受給	5	(1.3)	17	(7.0)	0	(0.0)	22	(3.2)
	不正な保証、担保提供	0	(0.0)	2	(0.8)	1	(1.5)	3	(0.4)
	他者より搾取(職務悪用)	2	(0.5)	28	(11.6)	0	(0.0)	30	(4.4)
	計		25	(6.7)	206	(85.1)	2	(3.0)	233
資産 評価	不正な債権評価(貸倒未計上)	14	(3.8)	2	(0.8)	4	(6.1)	20	(2.9)
	不正な在庫評価(評価損未計上)	8	(2.1)	0	(0.0)	1	(1.5)	9	(1.3)
	不正な固定資産評価(事業資産、投資)	6	(1.6)	0	(0.0)	16	(24.2)	22	(3.2)
	見積りによる過大計上(税効果など)	2	(0.5)	1	(0.4)	2	(3.0)	5	(0.7)
計		30	(8.0)	3	(1.2)	23	(34.8)	56	(8.2)
連結	連結外し、不適切な連結範囲や連結手続	5	(1.3)	0	(0.0)	6	(9.1)	11	(1.6)
	目的別合計	373	(100.0)	242	(100.0)	66	(100.0)	681	(100.0)

<sup>26</sup> 各事例で少なくとも1件、最大で4件の手口を特定しており、手口数は1事例あたり平均1.4件であった。

計事例や、一ノ宮 (2016, 2017) が取りまとめた国内の不正会計事例の概況と整合する。この他にも、原価や費用の過小計上 (13.4%)、在庫の水増し (8.0%) といった手口により利益の過大計上を行うことが不正な財務報告の主な手口となっている。

資産の流用では特に不正支出が主な手口である (52.9%)。不正支出では、架空の費用処理や仮払金や貸付金などの架空の資産計上といった隠ぺいのための虚偽の会計処理を伴わせて、企業の資金を社外へ持ち出す操作が行われる。その他、在庫の不正流用 (8.3%) や、企業において過大な仕入や費用を計上し、仕入先と共謀して不正当事者個人の資産としてキックバックやリベートを受ける手口 (7.0%) も、不正支出に似た個人資産を得るための手口として行われている<sup>27</sup>。先行研究ではあまり触れられないが、資産の流用の事例も不正な財務報告と同数程度発生しており、頻発する不正の手口と言える。

これらに比べて見積りを含む資産の評価に関連する不正会計の発覚は多くない (全体の 8.2%)。見積りや評価の誤りによってのれんを含む固定資産の減損や投資その他の資産の減損や評価損の処理の遅延が発覚する事例もあるが、見積りや評価の誤りについては誤謬として扱われるケースも多い。その場合は SESC 事例や第三者委員会の調査を行う場合のみ集計の対象に含めているが、当事者の意図を含むか否かが示されないことから、その他区分に含めて集計している。Beasley et al. (2010) で示される不正会計で過大計上される資産勘定は在庫や売上債権が多く、固定資産の事例は少ない。日本の事例で固定資産評価や税効果などの見積り誤りの事例が少ないことは、米国の発生状況とも整合する。この他、連結手続を用いた手口もあるが、事例数は少ない (1.6%)。ただし、損失のある子会社を連結対象外とするなどの手法で周到にスキームが組まれる事例が見られ、影響の規模が大きくなることが多い。

以上よりわかることとして、多く行われている不正会計の手口の傾向として、不正な財務報告の事例では、特に架空売上や循環取引といった実態の無い収益認識が最も多く占めており、その他にも売上計上時期を操作する先行計上や、在庫や原価を操作して利益操作を行う不正が多く生じている。また、資産の流用事例では、不正支出によって資金を社外に持ち出す不正が多く、その隠ぺいには費用や資産を過大に計上する操作が多く行われる手口である。米国の調査結果と当事者の対象範囲が相違するものの、手口については概ね同様の傾向になっている。

---

<sup>27</sup> なお、資産の流用区分で資産の流用に類する手口以外の手口 (架空売上 7.4% など) が含まれる理由は、主要な目的が資産の流用にある事例において、不正な財務報告のための業績操作も共に実行されていた場合が集計されるためである。

表 3.7 不正会計影響額の訂正方法による分類と発生件数

決算訂正方法	影響	損益影響の測定 <sup>*1</sup>			影響額情報源		訂正区分別件数			
		過年度	期中	当期業績	訂正影響	損益影響	あり	なし	合計	
(1) 修正再表示と当期業績影響	あり	訂正	訂正	損益	短信訂正	調査報告	245	-	245	
(2) 修正再表示(直前年度一括)	あり	訂正	—	—	短信訂正	—	14	-	14	
(3) 発覚年度一括修正	あり	—	—	損益	—	調査報告	-	120	120	
(4) 損益影響軽微	軽微	—	—	—	—	調査報告	-	90	90	
(5) 上場廃止、倒産	概算	—	—	概算	—	調査報告	-	17	17	
							件数合計	259	227	486

<sup>\*1</sup> 損益影響額の測定にあたって、「訂正」は過年度の期末決算や期中四半期決算数値の訂正前後の差額、「損益」は適時開示本文などに記載される不正が発覚した期の業績に反映する損益影響額、「概算」は上場廃止までに損益が確定しない場合において廃止までにわかっている概算額をそれぞれ用いていることを意味する。

## 3.6 不正会計の影響額

### 3.6.1 不正会計の損益影響の訂正方法

不正会計開示において、不正会計の影響がどの程度であったのかは、その事例の深刻度を示す重要な関心事となる。日本の会計基準上は、過年度業績に不正会計による影響が含まれる場合は、過年度に遡及して財務諸表を修正再表示することが求められる。ただし、虚偽表示の影響の重要性に応じて、財務諸表利用者の判断に影響しない場合は、財務諸表を遡及して修正せずに簡便的に発覚年度において一括損益処理することも認められる<sup>28</sup>。このため、不正会計事例には修正再表示を行う場合と行わない場合が含まれる。なお、基準を当てはめれば、修正再表示のない不正会計事例は不正会計の影響が重要でないという意味で比較的軽微な場合に該当すると予想される。しかし、その場合にも不正を許す企業風土や内部統制プロセスになっている実情を利害関係者へ伝え、その意思決定に影響する可能性が考えられる。このため、本論文は修正再表示を伴わない不正会計事例も対象に含めている。

表 3.7 は、不正会計影響額の訂正方法の分類の内容と発生件数を示している<sup>29</sup>。大きくは修正再表示を伴う場合 (1)(2) と伴わない場合 (3)(4)(5) に分かれる。

修正再表示がある場合には、(1) 影響額が過去のみを生じる場合や過去および発覚期の両方に影響額がある場合、(2) 発覚した期の直前年度に影響を集約して訂正する場合がある。それぞれの情報源は表 3.7 の通り、決算短信の訂正や調査

<sup>28</sup> 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」(企業会計基準委員会、2009 年) に基づいた原則的な方法が過年度へ遡及して修正再表示する方法であるが、重要性に基づいた簡便的な対応が認められる(同基準 21、35、65 項)。

<sup>29</sup> 収集された不正会計開示事例に共通して行われている訂正方法の種類を筆者が分類したものである。

結果を報告する適時開示である。その影響額は、過去の決算に対する訂正額の場合と、訂正額に加えて不正会計が発覚した期の業績に直接反映させる影響額が追加的に生じる場合がある。

過去の決算に対する影響額は、利益の金額や資産残高の訂正前と後の財務諸表の差額により入手できる。また、当期業績へ反映させる金額は調査報告の適時開示において、開示期の四半期決算や期末決算へ含まれる影響額が記載される。このとき、調査結果報告とは別の適時開示で影響を開示する場合は、調査報告の適時開示本文に関連する適時開示の件名(「業績予想修正」や「特別損失のお知らせ」など)を参照する記載がされ、参照先をたどることで当期業績への影響額をもれなく識別できる。

修正再表示が行われない(3)発覚年度一括修正する場合は、過年度影響分も含めて当期業績影響として特別損益などに一括して反映される。修正再表示がある場合の当期業績影響と同様に、調査報告の適時開示の本文に記載される不正会計の損益影響額を直接入手する。

表3.7にある(4)損益影響が軽微な場合とは、資産の流用などの不正支出の事例が多く見られる。過去の不正な支出額が過年度の決算時に費用処理済みである場合には、不正会計発覚以降新たに生じる影響がないという意味で、「損益影響は軽微である」旨のみ開示する場合がある。この場合も不正な操作により通常取引を偽装した会計処理が行われるなどの虚偽表示が伴うことから、損益影響額が軽微とのみ記載される場合はゼロとみなし、不正会計開示事例として取り扱う<sup>30</sup>。

(5)不正会計発覚開示後、調査報告を待たずに上場廃止や経営破たんとなり、損益影響が確定していない場合がある。この場合は、確定した情報は得られないものの、開示済み情報の中から得られる最終の概算額を影響額として測定する<sup>31</sup>。

以上より、件数としては、(1)修正再表示を行う事例が最も多いが、(3)一括損益修正を行う事例や、(4)損益影響が軽微な事例も多数発生している状況がある。また、(5)上場廃止となる事例も修正再表示まで行われていないものの、その内容は企業にとって影響が深刻な事例が多い。このため、訂正事例のみを取り扱う奥村(2014)やSong et al.(2016)では対象となっていない(3)(4)(5)のような修正再表示を伴わない事例も、本論文で収集した事例には含まれている。

<sup>30</sup> 1億円を超える資産の流用事例であっても、開示する企業の資産規模によって影響軽微とのみ開示される事例もある。(4)でゼロとみなされる事例で不正に行われた取引の金額を集計すると平均で155百万円であり、損益影響が無くとも規模の大きな不正が行われたことが開示された事例が多く含まれる。

<sup>31</sup> なお、上場廃止となる事例の中でも、概算の開示もされず、不正会計が発覚したことは開示されたが影響額が全く不明となる場合は9件あり、影響額が対象となる分析では対象から除外する。

### 3.6.2 不正会計の損益影響の測定

不正会計の損益の大きさを測定する指標には、修正再表示を行う方法と発覚年度で一括損益修正する方法の両方に対応する尺度として、過年度の影響の累計額と不正が発覚した年度の業績への影響の合計を用いる。修正再表示がある場合は、不正会計の損益への累積的な影響の大きさとして、第一報の直前年度末または直前四半期末の純資産残高の訂正差額を用いる。また、当期業績への影響は、適時開示に記載される第一報開示年度の決算に反映する不正関連の損益処理額を用いる。影響額の合計は、第一報の直前年度末または直前四半期末の訂正前の総資産残高によって除し、企業にとっての影響の大きさを測る比率とする。

修正再表示が行われずに損益処理される場合は、発覚年度の税引前当期純利益への影響額を用いる<sup>32</sup>。適時開示に記載される利益への影響額を、第一報の開示される直前年度末の総資産残高で割った比率とする。

以上より、損益影響の尺度は修正再表示がある場合は「(影響最終期(または最終四半期)の訂正後純資産残高－訂正前純資産残高＋税引前当期純利益影響額(訂正以外))÷第一報開示直前期(または四半期)の訂正前総資産残高」とし、修正再表示がない場合は「税引前当期純利益影響額÷第一報開示直前期(または四半期)の総資産残高」とする。なお、この測定指標では、資産の流用が行われた際に会計上は既に費用処理されている場合や返済により流失額が補填された場合には発覚後の損益影響がないものと測定される。ここでの影響額は、不正発覚後に不正に関連して企業に追加的に生じる損益影響の大きさを表している。

### 3.6.3 不正会計の区分別の損益影響

表 3.8 は、目的や当事者別の不正会計の影響と、各区分別で比較した結果である。影響額の集計の対象事例は、不正発覚直後の上場廃止により影響額が不明な事例 9 件と、銀行業・保険業・証券業に属する企業の事例 25 件、NEEDS-FQ データの入手できない 1 件を除いた 451 件である。

表 3.8 のパネル A は、会社区分、当事者別、目的別で分けた場合の不正会計の影響比率である。当事者別の合計を見ると、最も影響が大きくなりやすいのは親会社において経営者による不正が行われている場合であり、平均で総資産の-10.50%

<sup>32</sup> 一括損益処理額の税引後の影響額まで記載する事例はほとんどない。会計上の便宜的な一括損益処理が税務上損金として認められることは少ないと考えられるため、税引前の利益影響額を用いる。

表 3.8 不正会計の影響の区分別比較

パネル A:各区分の影響比率

目的区分	会社区分 当事者区分	親会社				子会社				目的別 合計
		経営者	従業員	その他	計	経営者	従業員	その他	計	
不正な財務 報告	obs	55	72	11	138	44	33	4	81	219
	mean(%)	-12.65	-1.95	-11.45	-6.97	-3.48	-0.67	-2.70	-2.30	-5.24
	median(%)	-1.86	-0.40	-7.43	-0.96	-1.00	-0.21	-1.25	-0.52	-0.65
	sd(%)	24.13	4.90	12.39	16.76	9.64	1.43	3.80	7.29	14.19
資産の流用	obs	41	71	0	112	23	40	1	64	176
	mean(%)	-6.42	-0.49	-	-2.66	-0.30	-0.91	-4.83	-0.75	-1.97
	median(%)	0.00	-0.07	-	-0.05	-0.05	-0.08	-4.83	-0.08	-0.06
	sd(%)	20.24	1.21	-	12.52	0.48	3.80	-	3.06	10.18
その他	obs	4	3	44	51	0	0	5	5	56
	mean(%)	-22.71	-4.14	-5.19	-6.51	-	-	-1.00	-1.00	-6.01
	median(%)	-1.31	-0.41	-1.50	-1.34	-	-	-0.87	-0.87	-1.33
	sd(%)	43.70	6.48	7.56	13.72	-	-	0.84	0.84	13.18
全体	obs	100	146	55	301	67	73	10	150	451
	mean(%)	-10.50	-1.28	-6.45	-5.29	-2.39	-0.80	-2.06	-1.60	-4.06
	median(%)	-0.81	-0.20	-2.59	-0.41	-0.44	-0.13	-1.21	-0.28	-0.36
	sd(%)	23.59	3.71	8.96	14.89	7.93	2.96	2.61	5.76	12.72

パネル B:会社・当事者・目的区分別の影響比率の比較 (下線部は左右で比較している区分)

当事者	目的	obs	mean(median)	当事者	目的	obs	mean(median)	t-stat <sup>*1</sup>	z-stat <sup>*1</sup>
-	不正報告	219	-5.24 (-0.65)	-	資産流用	176	-1.97 (-0.06)	-2.67***	-6.79***
親会社	-	301	-5.29 (-0.41)	子会社	-	150	-1.60 (-0.28)	-3.77***	-1.50
(親会社での不正)									
経営者	-	100	-10.50 (-0.81)	従業員	-	146	-1.28 (-0.20)	-3.87***	-2.35**
経営者	不正報告	55	-12.65 (-1.86)	経営者	資産流用	41	-6.42 (0.00)	-1.37	-2.89***
従業員	不正報告	72	-1.95 (-0.40)	従業員	資産流用	71	-0.49 (-0.07)	-2.45**	-3.32***
(子会社での不正)									
経営者	-	67	-2.39 (-0.44)	従業員	-	73	-0.80 (-0.13)	-1.54	-2.69***
経営者	不正報告	44	-3.48 (-1.14)	経営者	資産流用	23	-0.30 (-0.05)	-2.18**	-3.96***
従業員	不正報告	33	-0.67 (-0.21)	従業員	資産流用	40	-0.91 (-0.08)	0.36	-1.94*

パネル C:訂正区分別の影響比率の比較

訂正区分	obs	mean (median)	訂正区分	obs	mean (median)	t-stat <sup>*1</sup>	z-stat <sup>*1</sup>
修正再表示あり	257	-4.84 (-0.95)	修正再表示なし	194	-3.03 (-0.10)	-1.49	-6.25***

<sup>\*1</sup> t 値は区分間の平均値が異なることを帰無仮説とした t 検定の検定統計量である (両側検定)。z 値は区分間の中央値が異なることを帰無仮説とした Wilcoxon の順位和検定の検定統計量である (両側検定)。  
 \* 10% 水準で有意である。  
 \*\* 5% 水準で有意である。  
 \*\*\* 1% 水準で有意である。

の損益影響が生じている<sup>33</sup>。

表 3.8 のパネル B では、区分ごとの影響の大きさの違いを確かめるため、区分間の平均値や中央値の差の有無を検定している。目的別全体の比較として、不正

<sup>33</sup> 不正会計事例収集のプロセスの中で、不正であるとの明示が無いものの SESC や第三者委員会調査を行っている事例が収集されており、この場合は目的が不明であることから他に区分されている。特に SESC 事例は影響が大きい傾向にあることから、目的区分がその他の事例について、影響比率の平均は大きくなっている。パネル B の比較では、目的や当事者がその他の区分となっている事例を除いた分析を行っている。

な財務報告 (平均-5.24%) と資産の流用 (平均-1.97%) には有意な差が生じており、目的が不正な財務報告に該当する場合には、資産の流用に該当する場合よりも不正会計の影響が大きくなりやすい。

また、親会社全体 (平均-5.29%) と子会社全体 (平均-1.60%) の比較では平均値でのみ有意な差である。子会社における不正は連結グループ全体に対する影響範囲が狭いことから、影響の規模は親会社で起こる不正に比べて大きくなりにくいことが背景として考えられる。さらに当事者別に区分すると、親会社における経営者 (平均-10.50%) と従業員 (平均-1.28%) の差は有意であるのに対し、子会社における当事者間の差は中央値のみが有意な差になっている (子会社での経営者平均-2.39%、従業員平均-0.80%)。よって、経営者による不正は、特に親会社において影響が大きくなる傾向があり、子会社での当事者による影響の差は強い結果ではない。

当事者区分を揃えて目的別の比較を行うと、親会社の従業員の不正な財務報告 (平均-1.95%) と資産の流用 (平均-0.49%) の差や、子会社の経営者による不正な財務報告 (平均-3.48%) と資産の流用 (平均-0.30%) との差に有意な差が生じている。一方で、親会社の経営者による不正な財務報告 (平均-12.65%) と資産の流用 (平均-6.42%) や、子会社の従業員による不正な財務報告 (平均-0.67%) と資産の流用 (平均-0.91%) では中央値でのみ有意な差となっている。

表 3.8 のパネル C では、修正再表示の有無によって損益影響の大きさを比較している。修正再表示がある場合とない場合では、修正再表示がある場合の方がマイナスの損益影響が大きくなるのが中央値でのみ確かめられ、平均値では有意な差はない。修正再表示がない事例でも、損益影響が少なからず生じていることがわかり、この影響尺度を用いた限りでは、修正再表示がされない事例を損益影響の小さい事例であるとはみなしにくい結果になっている。

以上より、不正会計発覚後の追加的な損益への影響の大きさの観点からは、特に注意すべきは親会社における経営者による不正と、不正な財務報告を目的とした不正である。ただし、親会社の経営者による不正では、不正な財務報告だけでなく、資産の流用が行われる場合にも影響は大きい。また従業員による不正であっても、親会社での不正な財務報告を目的とする場合には比較的影響が大きくなる傾向がある。子会社で生じる不正は親会社で生じる不正よりも影響は小さい。また、本論文では修正再表示を伴わない事例や従業員不正といった範囲も対象として事例収集を行っているが、それらの区分の損益影響は、修正再表示を伴う事例や経営者による不正と比較して低い水準にはなるものの、少なからず影響は生じている。先行研究で対象外となる事例についても、不正会計全般の実態を

調査するうえでは考慮すべきであることがわかる。

### 3.7 不正会計企業の財務特性

不正会計開示を行った企業の特性を探るため、不正会計の開示を行った企業とその他の企業の比較を行う。不正会計事例の財務特性の測定時期は不正会計開示の第一報の直前決算期末とする<sup>34</sup>。比較対象とするその他の企業には、開示の直前年度に合わせて2004年1月から2016年9月までが決算期末となるNEEDS-FQに収録される上場企業全社を用いる。なお、比較企業からは不正会計開示を行った企業は除く。不正会計事例486件のうち、財務データが得られない27件(1期前のデータが必要な場合は36件)、株価データが得られない5件が分析対象から外れ、454件(445件)が不正企業サンプルとなる。また、対応する比較企業サンプルは42,266件(同じく1期前のデータが必要な場合は40,588件)抽出された。不正企業サンプルのうち、修正再表示により過年度の財務諸表を訂正している事例の財務情報は、訂正前の当初の値に基づいて、不正会計の影響を含む値を用いている<sup>35</sup>。

#### 3.7.1 不正企業と他の企業との比較

表3.9は不正会計を開示した企業と比較対象となる企業の財務特性を集計している。表3.9のパネルAは、不正企業の規模の大きさを測る主要な財務指標である。総資産や売上高の金額の分布を見ると、不正企業は業種をリードする大規模企業から、新規に上場して間もないような小規模な企業まで幅広く含まれる。当期純利益や営業キャッシュ・フローの中央値は小幅なプラスの値であり、損失を計上している企業から利益を計上している企業までが広く含まれている。設立経過年数でも同じく、若い企業から長期に持続している企業までが含まれている。比較企業の値と単純に比べると、総資産や売上高は不正企業の方が若干大きい。自己資本や利益、営業キャッシュ・フローでは大きく変わらず、設立年数は若干短い。このような不正企業の規模の分布は、米国の傾向を示したBeasley et al.

<sup>34</sup> 不正会計の影響期間が長い事例と短い事例を均等に扱うために、各事例1件(企業・年度)ずつ不正企業サンプルに含めている。

<sup>35</sup> 修正再表示のある事例について訂正前の値ではなく、訂正後の値を用いて同様の分析を行った場合においても、後述する財務特性の差の分析における有意水準にほとんど違いはない。その中で売上成長率(*GRWTH*)でのみ、訂正前の値では不正企業が有意に高くなるのに対し、訂正後の値では有意な差は生じないという結果になる。この違いから不正企業の売上成長率については、不正会計によって高い水準になるように実際の姿から歪められていたことが考えられる。この他の財務特性については財務諸表が訂正前か訂正後かにかかわらず生じている傾向である。

表 3.9 不正会計開示企業の財務特性

パネル A:不正会計開示企業の規模 (単位: 件、百万円、年)

財務指標	不正企業サンプル							比較企業サンプル		
	obs	mean	p1	p25	p50	p75	p99	obs	mean	p50
総資産	454	334,684	294	8,328	29,391	125,132	7,274,891	42,266	208,419	27,238
自己資本 <sup>*2</sup>	454	93,629	-1,359	2,560	10,588	52,159	1,942,754	42,266	72,825	12,210
売上高	454	380,314	176	10,071	37,237	166,128	8,579,174	42,266	164,651	26,381
当期純利益	454	6,492	-30,265	-228	365	2,533	218,585	42,266	4,518	572
営業 CF	454	18,386	-19,768	-36	926	5,996	408,765	42,266	12,636	1,239
設立経過年数	454	45.4	3.0	21.0	44.5	64.0	112.0	42,266	48.0	50.0

パネル B:不正企業の財務特性の他の企業との比較

variable	不正企業サンプル				比較企業サンプル				t-stat <sup>*1</sup>	z-stat <sup>*1</sup>
	obs	mean	median	sd	obs	mean	median	sd		
<i>LTA</i> <sup>*2</sup>	454	10.42	10.29	2.12	42,266	10.37	10.21	1.68	0.43	0.70
<i>SALE</i> <sup>*2</sup>	454	10.54	10.52	2.17	42,266	10.30	10.18	1.69	2.35**	3.11***
<i>LAGE</i> <sup>*2</sup>	454	3.56	3.80	0.83	42,266	3.66	3.91	0.78	-2.58**	-2.37***
<i>CFO</i> <sup>*2</sup>	454	0.01	0.04	0.15	42,266	0.05	0.06	0.12	-6.02***	-7.27***
<i>ROS</i> <sup>*2</sup>	454	-0.08	0.02	0.78	42,266	0.02	0.04	3.13	-2.32**	-10.36***
<i>ROE</i> <sup>*2</sup>	454	-0.23	0.04	3.67	42,266	-0.05	0.05	8.80	-1.03	-4.28***
<i>ROA</i> <sup>*2</sup>	454	-0.05	0.03	0.43	42,266	0.04	0.04	1.04	-3.87***	-7.90***
<i>NA</i> <sup>*2</sup>	454	0.37	0.38	0.42	42,266	0.49	0.49	0.23	-5.97***	-9.55***
<i>LEV</i> <sup>*2</sup>	454	0.11	0.08	0.11	42,266	0.10	0.05	0.12	2.91***	4.53***
<i>BTM</i> <sup>*2</sup>	454	1.02	0.92	1.01	42,266	1.18	1.02	3.43	-3.21***	-4.04***
<i>GRWTH</i> <sup>*2</sup>	445	0.13	0.02	0.88	40,588	0.06	0.03	0.42	1.73*	-1.88*
<i>SOFT</i> <sup>*2</sup>	454	0.60	0.62	0.21	42,266	0.53	0.54	0.19	6.90***	7.85***
<i>SUB</i> <sup>*2</sup>	454	28.21	7.00	74.20	42,266	14.47	4.00	47.32	3.94***	6.75***
<i>BSEG</i> <sup>*2</sup>	454	2.82	3.00	1.72	42,266	2.30	2.00	1.48	6.41***	6.92***

パネル C:不正企業の特性的比較企業との独立性

variable	不正企業サンプル			比較企業サンプル			$\chi^2$ <sup>*1</sup>
	obs	0(%)	1(%)	obs	0(%)	1(%)	
<i>BIGN</i>	454	150(33.0)	304(67.0)	42,266	11,071(26.2)	31,195(73.8)	10.87***

\*1 t 値は不正企業と比較企業の平均値が異なることを帰無仮説とした t 検定の検定統計量である (両側検定)。z 値は不正企業と比較企業の中央値が異なることを帰無仮説とした Wilcoxon の順位和検定の検定統計量である (両側検定)。 $\chi^2$  は不正企業と比較企業の区別とダミー変数に関連がないことを帰無仮説とした独立性の検定 ( $\chi^2$  検定) の検定統計量である (自由度 1)。

\*2 変数定義上の t 期は不正企業は第一報開示日の直前決算期、比較企業は対象期間の各期を当てはめる。自己資本は純資産残高<sub>t</sub> - 非支配株主持分<sub>t</sub> - 新株予約権<sub>t</sub>、*LTA* は総資産<sub>t</sub> の自然対数値、*SALE* は売上高<sub>t</sub> の自然対数値、*LAGE* は設立年から t 期までの経過年数の自然対数値、*CFO* は営業キャッシュ・フロー<sub>t</sub> ÷ 総資産<sub>t</sub>、*ROS* は経常利益<sub>t</sub> ÷ 売上高<sub>t</sub>、*ROE* は当期純利益<sub>t</sub> ÷ 自己資本<sub>t</sub>、*ROA* は (税引前当期純利益<sub>t</sub> + 支払利息<sub>t</sub>) ÷ 総資産<sub>t</sub>、*NA* は自己資本<sub>t</sub> ÷ 総資産<sub>t</sub>、*LEV* は長期借入債務<sub>t</sub> ÷ 総資産<sub>t</sub>、*BTM* は自己資本<sub>t</sub> ÷ t 期末日時価総額、*GRWTH* は (売上高<sub>t</sub> - 売上高<sub>t-1</sub>) ÷ 売上高<sub>t-1</sub>、*SOFT* は (総資産<sub>t</sub> - 現金預金<sub>t</sub> - 有形固定資産<sub>t</sub>) ÷ 総資産<sub>t</sub>、*SUB* は t 期の連結子会社数、*BSEG* は t 期の事業セグメント数、*BIGN* は t 期の担当する監査法人が大手 (新日本、あずさ、トーマツ、中央青山 (2006 年まで)) であれば 1、それ以外は 0 のダミー変数である。

\* 10% 水準で有意である。

\*\* 5% 水準で有意である。

\*\*\* 1% 水準で有意である。

(2010) や、日本の傾向を示した一ノ宮 (2016, 2017) と整合する状況である。

続いて、表 3.9 のパネル B では、財務特性などの指標について不正企業と他の企業とで比較を行っている<sup>36</sup>。検証する財務特性には、基本的な企業の規模や業績、財政状態、成長性、事業の複雑性、外部監査人の特性を表すものを用いている<sup>37</sup>。

<sup>36</sup> t 値や z 値が負の値である場合は不正企業の方が各指標の値が低くなっていることを意味する。

<sup>37</sup> 詳細な変数の定義は表 3.9 の脚注に記載している。

まず、不正企業と他の企業の比較において、企業の規模を示す総資産 (*LTA*) は有意に異ならないが、売上高の規模 (*SALE*) では不正企業の方が有意に大きい。不正企業は総資産に対して売上高が大きい企業が多いと考えられる。また、設立からの経過年数 (*LAGE*) は有意に低くなっている。

続いて、総資産に対する営業キャッシュ・フローの比率 (*CFO*)、売上高経常利益率 (*ROS*)、自己資本利益率 (*ROE*)、総資産利益率 (*ROA*) は不正企業の方が低くなっており、収益性は低い傾向にある。また、自己資本比率 (*NA*) は低く、長期借入債務の総資産に占める割合 (*LEV*) は高いことから、財政状態は悪い傾向にある。その一方で、簿価時価比率 (*BTM*) は低く、売上高成長率 (*GRWTH*) は高くなっており、企業への投資家からの成長期待により株価は高く評価され、売上高の前期からの伸びも大きい。また、資産に占める現金や有形固定資産以外の資産の割合であるソフト資産比率 (*SOFT*) は高く、連結子会社数 (*SUB*) や事業セグメント数 (*BSEG*) は多くなっていることから、会計処理に裁量の余地がある資産や、事業の複雑さが増すことで不正会計が行われる機会を生じさせやすいと言える。さらに、表 3.9 のパネル C にて第一報の直前年度での外部監査人が大手監査法人であること (*BIGN*) と不正企業との関連性を検証しているが、不正企業の外部監査人が大手である割合は有意に低くなっていることを示す結果である。

これらの結果は、*CFO*、*ROA*、*NA*、*BIGN* や *LEV*、*BTM*、*SOFT* で稲葉 (2017) および Song et al. (2016) と概ね同様の変数を用いており、結果も整合している<sup>38</sup>。先行研究の対象範囲と比べて事例の範囲は拡大しているが、先行研究の示す不正企業の特徴と同じ傾向が得られることは、先行研究の分析には含まれなかった事例にも不正会計企業の特徴は共通すると解釈できる。このため、訂正事例や経営者不正に限定することなく、不正会計開示企業全般に通じる特徴として先行研究の分析結果を拡張することができる。

### 3.7.2 不正会計開示企業の目的別の比較

表 3.10 のパネル A およびパネル B において、表 3.9 と同様の変数を用いて、不正会計の目的が不正な財務報告である場合と資産の流用である場合の比較を行った<sup>39</sup>。サンプルは、表 3.9 の 454 件から不正の目的が不明な事例 55 件を除いた 399 件を目的別に分けて比較している。

表 3.10 のパネル A より、不正企業の中でも不正な財務報告が行われた企業の

<sup>38</sup> 稲葉 (2017) では不正会計の開始年度を対象とするのに対し、本論文では不正会計が開示された直前年度に基づいているため、測定時点に差があるものの、整合する結果となっている。

<sup>39</sup> *t* 値や *z* 値が負の値である場合は不正な財務報告の方が各指標の値が低くなっていることを意味する。

方が、特に収益性を示すキャッシュ・フローの指標 (*CFO*) や財政状態を示す指標 (*NA*) が悪い傾向にある。不正な財務報告の事例の方が、利益に関する収益性 (*ROS*, *ROA*) は低く、投資家からの成長期待 (*BTM*) は高くなっており、また、ソフト資産 (*SOFT*) や連結子会社数 (*SUB*) が多いといった傾向を持つことが、平均値または中央値のみの差から弱い結果として示されている。

規模や年数 (*LTA*, *SALE*, *LAGE*) およびその他の指標 (*LEV*, *BSEG*) については目的間での差異はなかった。また、表 3.10 のパネル B にある大手監査法人であるか否か (*BIGN*) についても、不正会計の目的とは関連していない結果を示している。

以上より、不正企業を他の上場企業と比較した場合に不正企業の特徴を示した財務特性のうち、営業キャッシュ・フロー (*CFO*) や自己資本比率 (*NA*) が低いことは目的別に分けると、特に不正な財務報告を目的とする場合に強く当てはまりやすいことを示している。これらの財務特性がある場合に不正な財務報告がより多く生じていると言えるが、その他の指標からは、目的区分との強い関連は見られなかった。

表 3.10 不正会計開示企業の目的別の財務特性

パネル A:不正会計の目的別の財務特性比較										
variable *2	不正な財務報告				資産の流用				t-stat *1	z-stat *1
	obs	mean	median	sd	obs	mean	median	sd		
<i>LTA</i>	222	10.53	10.37	2.25	177	10.45	10.28	1.90	0.40	0.50
<i>SALE</i>	222	10.66	10.68	2.22	177	10.66	10.51	1.94	0.03	0.15
<i>LAGE</i>	222	3.56	3.86	0.87	177	3.65	3.83	0.71	-1.21	-0.54
<i>CFO</i>	222	0.00	0.03	0.16	177	0.03	0.04	0.11	-2.03**	-1.90*
<i>ROS</i>	222	-0.04	0.02	0.43	177	0.02	0.03	0.09	-2.13**	-1.09
<i>ROE</i>	222	-0.26	0.04	3.26	177	-0.32	0.04	3.70	0.17	0.67
<i>ROA</i>	222	-0.07	0.03	0.56	177	0.01	0.03	0.14	-1.95*	-0.28
<i>NA</i>	222	0.34	0.37	0.55	177	0.42	0.41	0.21	-1.94*	-2.28**
<i>LEV</i>	222	0.11	0.08	0.12	177	0.11	0.06	0.11	0.56	-0.01
<i>BTM</i>	222	0.97	0.81	1.22	177	1.12	1.04	0.74	-1.52	-2.09**
<i>GRWTH</i>	214	0.18	0.02	1.03	176	0.09	0.02	0.75	0.98	-0.68
<i>SOFT</i>	222	0.60	0.63	0.22	177	0.58	0.59	0.19	1.39	1.87*
<i>SUB</i>	222	36.22	7.00	95.32	177	21.27	7.00	45.89	2.06**	0.20
<i>BSEG</i>	222	2.77	2.50	1.78	177	2.91	3.00	1.72	-0.79	-1.08

パネル B:不正会計の目的別のダミー変数特性の独立性							
variable	obs	不正な財務報告		obs	資産の流用		$\chi^2$ *1
		0(%)	1(%)		0(%)	1(%)	
<i>BIGN</i>	222	68(30.6)	154(69.4)	177	54(30.5)	123(69.5)	0.00

\*1 t 値は不正企業と比較企業の平均値が異なることを帰無仮説とした t 検定の検定統計量である (両側検定)。z 値は不正企業と比較企業の中央値が異なることを帰無仮説とした Wilcoxon の順位和検定の検定統計量である (両側検定)。 $\chi^2$  は不正企業と比較企業の区別とダミー変数に関連がないことを帰無仮説とした独立性の検定 ( $\chi^2$  検定) の検定統計量である (自由度 1)。

\*2 変数の定義は表 3.9 の脚注\*2 と同様である。

\* 10% 水準で有意である。

\*\* 5% 水準で有意である。

### 3.8 まとめ

本章では、日本の上場企業における不正会計に関する開示制度を踏まえたうえで、2005年1月から2016年9月までの間に開示のあった不正会計事例を対象として、その発生状況や不正開示企業の特性を明らかにするための調査を行った。不正会計事例の収集方法として、適時開示のキーワード検索と本文記載の不正会計に関する語句の判別を行うと共に、SESCによる処分や第三者委員会による調査の有無を考慮して識別を行った結果、対象期間において不正会計事例は486件識別された。不正会計開示は業種に偏った傾向が見られ、特に卸売業、建設業、情報・通信業、小売業といった業種で事例が多く開示されている。

開示された不正会計の発生状況として、目的別では不正な財務報告と資産の流用が同数程度発生しており、当事者別では経営者または役員による不正よりも従業員による不正の方が多く発生している状況である。また、経営者または役員である場合は不正な財務報告、従業員である場合は資産の流用が生じやすい傾向にあるが、当事者の役職によって目的が限られるものではない。また、手口の傾向としては、不正な財務報告では架空売上や循環取引といった架空の収益認識が多く、その他にも売上先行計上、原価や費用の先送り、在庫の水増し、原価付替といった手口が多く行われている。資産の流用では、不正支出によって資金を社外に持ち出す不正が半数以上を占め、そうした不正の隠ぺいのため費用や資産を過大に計上する不正な会計処理が多く行われている。

不正会計の損益影響の大きさは、特に開示した企業本体における経営者または役員による不正や不正な財務報告を目的とする場合に大きくなる傾向がある。親会社での経営者不正は不正な財務報告だけでなく、資産の流用が行われる場合にも影響は大きくなり、従業員不正であっても親会社での不正な財務報告を目的とする場合には比較的影響が大きくなっていった。子会社における不正は開示した企業本体で生じる不正よりも影響は小さい傾向にあった。

不正会計を開示した企業の財務特性としては、企業の規模は大小様々であるが、設立からの年数は比較的短いことが分かっている。また、不正会計開示企業は、総資産に対して売上高が大きい、営業キャッシュ・フローが得られておらず、利益率が低いといった点で収益性が悪い傾向にある。さらに、自己資本が薄く、長期借入が多いこと、投資家からの成長期待や売上成長が大きいこと、そして、現金や有形固定資産以外の資産が多く、連結子会社数や事業セグメント数が多いといった特徴があることが、不正会計を開示した企業の状況として挙げられ

る。また、不正発覚前の最終期に担当していた外部監査人は大手監査法人ではない傾向も確かめられている。その他、不正開示企業の中でも不正の目的が不正な財務報告であった企業は営業キャッシュ・フローの悪化や自己資本比率の低下が顕著であることがわかった。

本章で示した結果は、不正会計を対象とした米国での実態調査、日本での定性的な調査や一部対象事例を絞った分析といった先行研究の結果と整合する点が多い。範囲を拡大しても傾向が共通することは、拡大した範囲もまた不正会計の特徴を有していることを意味し、本論文での収集方法で集められた事例が適切に不正会計事例を捕捉していると解釈できる。そして、その分析の結果は広く不正会計開示全般を対象としていることから、不正会計開示に対してより普遍的に当てはまりやすい傾向を示すものである。不正会計事例の対象を一定の切り口で限ることなく、不正会計事例全般へ分析の結果を拡張している点はわが国の不正会計研究における本論文の貢献の一つである。さらに、本章で用いられている対象事例は、先行研究よりも多様な不正会計事例を対象としていることから、今後の不正会計研究の展開において多面的な切り口での分析にも対応しやすくなる点で有益であると言える。また、本章での分析結果は不正会計開示企業の基本的な特性を示すものであり、例えば不正会計企業サンプルと比較する目的で他の企業サンプルをマッチングする場合において、不正会計企業の特徴のコントロールに用いるべき指標を提示している。

## 第4章

# 不正会計開示に対する投資家の反応<sup>1</sup>

### 4.1 はじめに

企業における不正は広く社会問題として注目される事象であり、その中でも不正会計は投資意思決定と関連を持つ財務報告に影響する不正であることから利害関係者にとって大きな関心事となる。上場企業で不正会計が発覚すると適時開示による公表や過去の財務諸表の修正再表示が求められ、利害関係者に不正会計の内容が伝達されることになる（「有価証券上場規程（東京証券取引所）」（以下、東証上場規程）402条、416条）。不正会計の開示内容には、企業の財政状態および経営成績への影響や、不正会計の当事者、手口、原因などの背景情報が含まれる。

このような不正会計開示は、財務報告の信頼性が失われる重大なイベントであり、開示した企業のそれまでの業績推移を変化させると共に、会計情報のみならず全社的な信頼性の低下を招く。その結果、様々な経済的帰結を企業にもたらすことになり、特に株価の下落が顕著に生じることが知られている。先行研究からは、不正会計開示の第一報の後1日から2日といった短期的な期間で株価の大きな下落が生じることがわかっている（主に Feroz et al., 1991）。また、いくつかの研究では、さらにその後の期間において継続的に株価の下落が生じることが報告されている（主に Dechow et al., 1996）。

開示後の株価の下方ドリフトの要因について、Bhagat and Romano (2002) は二つの見解を提示している。一つは、第一報後に追加的な情報開示が継続的に行われ、それに反応することで株価の下落が継続している可能性である。もう一つは、投資家が開示情報を即時に株価に織り込むことができず、株価への情報の反

---

<sup>1</sup> 本章の内容は、尾関 (2019a) に依拠している。

映が遅れている可能性である。これらを言い換えれば、一つ目は市場が開示情報に対して効率的に反応しているとする考え方であり、もう一方は市場が効率的でないとする考え方と言えるだろう。現実にはどちらの可能性が当てはまるかは、先行研究からは不明瞭であり、これを明らかにすることは不正会計開示の情報に対するわが国の資本市場の効率性を確かめる意義がある。

そこで本章では、わが国の不正会計事例を用いて株価の下方ドリフトが生じる過程を検証することで、不正会計開示に対する投資家の反応を明らかにする。このための手順として、まずはわが国の不正会計開示の開示方法を概観し、追加的な情報開示の有無を確かめる。次に、研究対象となる不正会計開示事例を特定し、先行研究と共通した下方ドリフトの傾向をチェックするため、短期的およびその後継続する株価の下落の有無を測定する。そして、開示後の株価の下方ドリフトが生じる要因を特定するため、追加情報に対する株価反応を用いた検証を行う。

本章の構成は以下の通りである。4.2節では研究の背景と課題を説明し、仮説を設定する。4.3節では分析デザインとサンプル選択過程を示す。4.4節で分析結果を示し、4.5節で本章のまとめと次章以降の展開を述べる。

## 4.2 研究の背景と仮説設定

### 4.2.1 先行研究と仮説の設定

不正会計に類する開示イベントに対する投資家の反応を取り扱う先行研究として、Feroz et al. (1991)をはじめとする多くの研究は、AAERが公表された時点で株価の下落が見られることを報告している (Dechow et al., 1996; Beneish, 1999b; Karpoff et al., 2008b; Dyck et al., 2010; Beasley et al., 2010)。対象となるイベントにAAERではなく決算情報の修正再表示を用いた分析においても、修正再表示に関する第一報や訂正財務諸表の公表時における株価の下落が示されている (Palmrose et al., 2004; Hribar and Jenkins, 2004; Hennes et al., 2008; Bardos et al., 2011)<sup>2</sup>。

さらに、公表前後の株価推移を長期に渡って測定した研究からは、公表後の株価下落がその後の期間に継続することも明らかにされている (Dechow et al., 1996; Hitz et al., 2012)。この開示後の下方ドリフトが継続する期間は Dechow

---

<sup>2</sup> 不正会計を含むイベントには他にも集団訴訟情報があり、同じく公表による株価下落が報告されている。米国を中心とした不正会計開示に対するイベント・スタディの分析結果は、Karpoff (2012)にて包括的に取り上げられている。

et al. (1996) では 120 日、Hitz et al. (2012) では 40 日から 60 日程度であった。いずれの場合も第一報での急激な下落の後、緩やかに下落が継続する推移となっている<sup>3</sup>。また、開示日より 50 日程度前からの株価下降トレンドが共通して見られている。ただし、開示日前後の期間で株価の下落について、それが生じる背景となる要因は特に示されていない。

日本の先行研究では、短期的な反応を測定した研究として、青淵 (2011) が「不適切な会計処理」の適時開示を対象とした短期のイベント・スタディを行っている。不適切な会計処理には不正会計と誤謬が含まれ、2004 年から 2010 年の 32 件の事例を対象に開示の翌日で-8.1% (平均)、翌々日で-2.3% (平均) の反応が測定されている。また、奥村 (2014) は過年度の損益に影響する修正再表示事例 236 件 (2004 年から 2009 年、このうち不正会計は 70 件) を対象として株価反応を測定している。修正再表示の事実や可能性を開示した第一報日とその翌日において、修正再表示事例全体で-5.0% (平均)、このうちの不正のみで-10.85% (平均) の株価下落を測定している。

開示後の継続的な反応として、廣瀬 (2012) は 2006 年から 2011 年の修正再表示事例を対象とした分析を行った。利益を訂正した事例 370 件では、修正再表示の公表後一時的にバイ・アンド・ホールドリターンがプラスになるものの、開示後 12 ヶ月で-10% 程度まで下落することが報告されている<sup>4</sup>。

以上の先行研究からは、不正会計開示は短期的な株価下落を引き起こすだけでなく、開示後も継続的な株価の下落をもたらすことが実証されている。このような継続的な株価の下方ドリフトが生じることの背景に関して、Bhagat and Romano (2002) は一般的な開示イベント後の株価ドリフトの原因として二つの可能性を提示している。一つは、イベント後の期間に情報が追加的に開示されていて、投資家がそれに反応している可能性であり、もう一つは、投資家の情報処理の遅れを理由に公表された情報が即時に株価に織り込まれない可能性である。これらの可能性は、開示情報に対する市場の効率性の議論に当てはめることができる。前者の可能性はあくまで市場が効率的に反応していることを前提とした予想であり、後者の可能性は市場が効率的に株価を形成していないことを意味してい

---

<sup>3</sup> 一方、修正再表示を対象とした場合、Hribar and Jenkins (2004) や Hennes et al. (2008) からは株価の下落方向のトレンドが顕著に見られないが、Bardos et al. (2011) では AAER と同様の開示前後の推移がみられる。

<sup>4</sup> この他の日本の関連する研究では、不正会計リスクの高い企業の決算公表とその後のリターンを測定した研究として首藤他 (2017) がある。首藤他 (2017) では、不正会計が特定された企業の不正を含む決算の公表後 36 ヶ月のバイ・アンド・ホールドリターンは-40% 程度まで下落している。ただし、その 36 ヶ月間の中での不正会計開示の有無は不明であり、本研究が着目する不正会計開示と株価下落の関連は対象とされていない。

る。これらの可能性は、不正会計開示の第一報を開示イベントに当てはめた場合のその後の下方ドリフトに通じる議論であり、不正会計の開示情報を市場が効率的に処理しているか否かが、これまでの先行研究で明らかにされていない問題となる。

この可能性に関して一つの示唆を持つ研究として、Karpoff et al. (2008b) は米国の AAER や訴訟事例に基づく不正会計事例に対して、第一報の他にも第一報後に続く追加的な不正に関する開示イベントも対象として株価反応を測定した。第一報での株価下落が最も大きいものの、企業の調査報告や規制当局による調査といった追加情報の開示日にも株価下落が生じることを報告しており、追加的な情報開示がその後の株価下落の理由になることを示す結果を得ている。

ただし、その結果は追加情報に対する株価下落を支持するものの、開示情報に対して投資家の処理が遅れている可能性を否定するものではない。よって、Bhagat and Romano (2002) に基づく二つの可能性について、以下の二つの対立する仮説を設定することで、第一報後も継続する株価下落の背景を検証し、不正会計の開示情報が株価に織り込まれる過程を明らかにする。

仮説 1 不正会計開示の第一報後も継続する株価下落は、追加的な情報開示により引き起こされる。

仮説 2 不正会計開示の第一報後も継続する株価下落は、投資家の処理の遅れにより引き起こされる。

#### 4.2.2 先行研究とのサンプルの違い

本章においては、第 3 章で収集された不正会計開示事例を分析対象とする。適時開示により開示された不正会計開示事例は、2005 年頃より毎年一定の頻度で発生しており、近年に至るまで 486 件の開示事例がある。第 3 章の実態調査では、そのうちの SESC 処分の事例の割合は 20%、SESC 事例を含む修正再表示事例の割合は 53% 程度であり、それらを伴わない開示事例も全体の 47% 程度で生じていることがわかっている。

よって、分析の対象は種類や影響の大きさに関わらず、適時開示があった不正会計開示全般となり、先行研究の対象であった規制処分や修正再表示事例以外に、それらを伴わない事例まで範囲を拡大している。いずれも適時開示がされるため、投資意思決定に対して重要と判断された情報として共通するものの、不正会計の影響の大きさには違いがあると考えられる。理由として、まず、規制当局

の処分は、投資家へ与える影響の重要性の大きさにより判断されているため、影響が大きいほど処分を受けやすい(加藤, 2015, p.244)。また、修正再表示は過年度の財務諸表に誤りが生じていた場合のうち、財務報告において重要と判断された場合に実行される<sup>5</sup>。いずれも影響の大きさが判断基準となっており、SESC 処分の大多数が修正再表示を伴うことから SESC 処分がある場合は特に重大な影響がある場合が該当し、修正再表示のみの場合はそれに続く重要性がある場合と考えられる。このため、その他の事例はそれらが不要であるも投資家にとって重要な不正会計の事例に該当すると言える。

取り扱いの違いによる株価反応の差も見えるようにするため、本研究では SESC 処分や修正再表示事例への該当の有無でサンプルを区別した分析も行う<sup>6</sup>。このとき、SESC 処分や修正再表示が伴わない不正会計事例は、適時開示の対象になるほど重要な不正ではあるものの、その公表に対して投資家の反応は小さい可能性もある。しかし、不正会計開示は直接的な損益影響の大きさだけでなく、企業の統制環境が不正を実行できるほど脆弱であることを外部に伝え、不正を開示したこと自体が企業の信頼性を下げることを通じて株価を下落させると考えられる。

#### 4.2.3 不正会計開示の開示方法

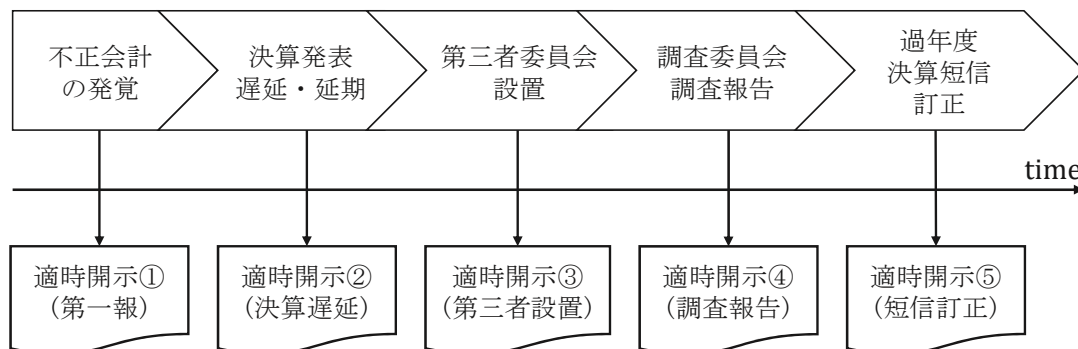
適時開示による不正会計開示は、上場規制にある総合的なルールに基づくものの、開示内容の形式に具体的な規制はなく、画一的な開示はされていない。しかし、収集した事例を踏まえると、不正会計開示には共通のパターンが見られ、典型的に図 4.1 で示すようなフローで開示が行われている。不正会計について一度の開示で完了する事例は少なく、当初の開示以降、調査の進捗に応じて複数回に渡って追加的な開示が行われることが多い。このことから、第一報後も追加的な開示が存在し、そもそも追加的な開示がされないという理由で仮説 1 が棄却される可能性は低い。

図 4.1 にある開示種類は、不正会計開示に関する追加情報の開示を類型化した

<sup>5</sup> 過年度の財務諸表に誤りがある場合、過年度へ遡及して修正再表示するのが原則であるが、重要性に基づいて簡便的な対応(発覚した会計期間での一括損益処理など)が認められている(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」(企業会計基準委員会、2009 年、第 21、35、65 項))。

<sup>6</sup> 規制当局の処分や修正再表示の対応の有無は、不正会計開示の第一報よりも後の期間で明らかになるケースが大半であるため、第一報時点では投資家にとって不明な情報である。しかし、第一報には少なからず不正会計の内容や影響の大きさなどの概要の暫定開示があることから、後に SESC 処分や修正再表示のある事例は第一報時点でも大きなマイナスの株価反応が生じているものと予想される。

図 4.1 不正会計開示の典型フロー



ものである<sup>7</sup>。「第一報」は、不正会計の発覚やその原因となる事実の発生、または過年度や期中の決算に影響を及ぼす可能性を初めて公表した適時開示であり、不正会計に関わる開示の起点となるイベントが当てはまる<sup>8</sup>。第一報での開示内容には、不正や過年度業績の修正の可能性の発覚や、社内での初動調査の概要（影響額の概算、判明している当事者や手口など）の情報が含まれる。事例によっては決算遅延や調査委員会の設置、調査報告といった内容の開示が第一報となる場合もある。第一報は調査が完了する前の段階で暫定的に行われ、その後開示が続く事例が多いが、第一報のみで完了させる事例もある。

「決算遅延」は、不正会計の調査が完了するまでの決算発表の延期や、決算報告期限に対する遅延の開示である。不正会計は決算手続中に発覚することも多く、不正会計の影響が明らかになるまでは決算および会計監査を完了させることができない。この場合に決算遅延を開示することになるが、その多くは不正会計に関する追加情報を含まず、遅延する旨のみの開示である。

「第三者設置」は、独立した調査委員会である第三者委員会の構成員を伝える開示である。単に第三者委員会を設置する旨の開示は第一報や当初の社内調査報告の中で開示されることもあるが、設置される調査委員会が実際に第三者委員会に該当するかどうかはその時点では不明瞭となる。構成員の経歴や役職などの詳

<sup>7</sup> 「不適切な会計処理が発覚した場合の監査人の留意事項について」（日本公認会計士協会、2012年）において、公表時の過去事例を基に不適切な会計処理発覚時の対応の流れが整理されている。図 4.1 で示した典型例はこの研究報告を参考にしたうえで、筆者が適時開示事例を収集する過程で共通する開示の種類を挙げたものである。なお、図 4.1 に記載される開示の各種類が全ての事例で行われるものではなく、順序の前後や複合的な開示、複数回に分けた報告もあり、特定の種類については該当しない場合や省略される場合もあり得る。

<sup>8</sup> 第一報に該当する適時開示の判定として、適時開示の本文にはそれまでに開示された関連する適時開示の件名や開示日が記載されることから、関連する開示の履歴を時系列的に遡って特定できる。一連の関連する開示のうち、冒頭に別の適時開示の参照記載がないものを第一報として識別している。

細が開示されて初めて調査委員会の独立性の判断が可能となることから、構成員の開示を第三者委員会設置の開示イベントとする。

「調査報告」は、不正調査の経過を随時または中間的に報告する開示や、最終的な調査結果を報告書として公表する開示である。不正会計の当事者、手口、影響といった内容が確かめられた時点で投資家へ適時に伝達するための中間報告を行い、その後、原因や再発防止策などを追加して最終的な報告が行われることが多い。調査報告では各年度における財務諸表の訂正前後の数値が表形式で示され、不正会計の最終的な影響が確定する<sup>9</sup>。発覚した不正の内容の裏付けや背景の調査内容、調査段階で新たに発覚した追加影響、不正会計の当事者や原因などが明らかにされ、不正会計の影響だけでなく不正に対する企業の統制環境や発覚後の不正対応の適否を伝える開示である。

「短信訂正」は、過年度の決算短信の訂正、または、訂正報告書提出の開示のいずれか早い方の開示である。訂正前後の主要な財務諸表項目への影響は「調査報告」の最終報告により事前に示されるが、短信訂正により、それを過去の財務諸表に反映した結果が明らかになる。

この後に続く不正会計関連の開示としては、不正会計を行った当事者の処分、再発防止策の策定や実行の開示といった不正会計への事後的な対応に該当する開示がある。また、上場取引所への改善報告書提出、SESCの課徴金処分勧告、金融庁による処分決定、当事者の逮捕、当事者への損害賠償を求める訴訟の経過などの処分に関わる開示も行われる。社内での処分や再発防止策などは調査報告に含めて開示されることも多いが、単独で開示される場合もある。

#### 4.2.4 不正会計開示に投資家が反応する背景

前節で示す開示イベントのうち、どこまでを不正会計開示に関連する追加的な情報開示とするかが問題となる。これに関して、Dechow et al. (2010, p.373) は不正会計の発覚から投資家が企業価値をマイナスに評価する背景を以下の4点に整理している。一つは、不正により誤った利益に基づく過大な将来利益予想の下方修正が生じる。次に、過去の利益推移の訂正による、将来キャッシュ・フローの成長予想の下方修正が行われる。さらに、財務報告の信頼性低下が投資リスクを上昇させることによる、割引率（資本コスト）の上昇があるとされている。そして、追加的に生じる課徴金処分や賠償責任、社会的なレピュテーションの毀損か

---

<sup>9</sup> その他、修正再表示を伴わない事例では、不正会計を当期損益で計上する影響から生じる当期の「業績予想の修正」や「特別損失の計上のお知らせ」として影響額が開示される場合もある。それらの不正会計の影響の記載がある開示も「調査報告」に含めている。

ら生じるコスト増加による将来キャッシュ・フローの減少も生じる可能性が考えられている。

この4つの株価が動く背景となる要因に依拠して、投資家の反応が予想される開示を前掲の図4.1を参照しながら特定する。一つ目および二つ目の将来業績予想の修正に関する要因には、不正会計の内容のうちの損益影響の開示が当てはまる。「第一報」での発覚時だけでなく、最終的な不正会計の影響が確定するまでの「調査報告」や「短信訂正」でも、追加的に不正会計による直接的な損失や過大計上された利益の訂正の情報が開示される。それらの追加情報が投資家の将来業績予想を変動させ、株価下落を生じさせることになる。

三つ目の資本コストの上昇に影響する信頼性低下の影響は、「第一報」による発覚や、「決算遅延」による開示対応の不手際、「調査報告」によって明らかになる不正会計の原因の開示、「短信訂正」による過年度財務諸表の訂正の開示が当てはまる。これらの開示によって生じた信頼性の低下が投資リスクの上昇を招き、資本コストを高めることで株価を下落させる。一方「第三者設置」は、その後の独立した調査の実施が予定されることから不正調査の透明性向上による企業の信頼性回復が期待でき、株価へのマイナス影響の緩和が予想される。なお、再発防止策の策定・実行などもまた信頼性回復につながるものが予想されるが、この場合は「調査報告」や「短信訂正」よりも後の開示であり、不正会計による影響の確定後にも株価下落ドリフトを継続させる要因になるとは考えにくい。このため、信頼性回復に関連する追加開示であっても、損益影響が確定するまでに開示されるものを本研究での分析対象とする。

最後の要因は、課徴金処分や損害賠償金といった直接的なコストと、社会的なレピュテーションの喪失といった見えないコストで構成される。このうち、社会的なレピュテーションの喪失は、財務報告の信頼性低下に近く、一連の開示を通じて発生が見込まれる。一方の課徴金処分や損害賠償金の決定は図4.1の開示フローの後に一定期間を置いて公表される開示が該当する。ただし、課徴金処分はその処分量が時価総額に対して低い水準であることが多く、課徴金処分で生じる直接的なコストによる株価への影響は一連の開示による投資家の反応に比べて大きくない<sup>10</sup>。また、損害賠償金は複数年に渡る長期の審議を経て決定され、そ

<sup>10</sup> SESCによる課徴金の額は、虚偽記載を含む有価証券報告書等に対する時価総額の10万分の6(0.006%)または6百万円のいずれか大きい金額と、虚偽記載を含む発行開示書類によって募集した株券等がある場合に発行した額の100分の4.5(4.5%)となる。SESC事例94件のうちの課徴金処分があった事例84件について、第一報開示前の時価総額に対する課徴金の額の割合は平均2.0%(中央値は0.5%)である。小規模企業である場合に割合が高くなる傾向にあるものの、後述するSESC事例の株価下落のうちのごく一部に留まる。課徴金によるペナルティの負担が株価下落による時価総額の減少に対する割合が小さいことはKarpoff et al. (2008b)とも整合する結果である。

の開示時点では不正発覚当初とは社内外の環境は異なっている。これらを考慮して、第四の要因のうち直接的なコストに関する開示は、本研究での分析の対象外とする。

以上より、本研究では、不正会計による投資家に与える影響要因を考慮して、不正会計発覚後の損益影響や信頼性の低下に着目し、不正会計の発覚から影響額が確定するまでを対象とする。図 4.1 にある「第一報」から「短信訂正」までの一連のイベントを不正会計開示イベントとして分析対象とする。

## 4.3 分析デザインとサンプル選択

### 4.3.1 短期のイベント・スタディ

投資家の反応を測定するには、開示イベントの当日をイベント期間として、企業の個別リターン ( $R_i$ ) から期待される正常リターンをマイナスして異常リターンを算出する<sup>11</sup>。正常リターンの水準は同日の市場リターンとし、市場リターンの超過分を異常リターンとみなす<sup>12</sup>。市場全体のリターンにはジャスダックを除く全上場企業銘柄を対象とした「日経総合株価指数」を用いる。各事例の開示イベント別に 4.1 式に基づいて異常リターンを推定する。

$$AR_{ijed} = R_{ijed} - R_{md} \quad (4.1)$$

ここでの  $AR_{ijed}$  は、企業  $i$ 、事例  $j$ 、開示種類  $e$  に対応する  $d$  回目の開示イベント日の異常リターンである。右辺の  $R_{ijed}$  は、企業  $i$ 、事例  $j$ 、開示種類  $e$  に対応する  $d$  回目の開示日の株式リターン（前日終値から当日終値に対する変動率に配当込み修正および株式分割等を調整した収益率）である。また、 $R_{md}$  は、 $R_{ijed}$  と同日の市場全体のリターンである。

開示種類  $e$  には、4.2.3 節で用いた典型例における 5 種類の定義を当てはめる ( $e = 1, 2, \dots, n_{ij} (n_{ij} \leq 5)$ )。  $e = 1$  には第一報の開示イベントが該当し、事例によって  $n_{ij}$  は異なる値になる。さらに事例によっては、同じ開示種類の適時開示

<sup>11</sup> 適時開示が取引所閉場時間後に公表される場合、イベント期間の特定には開示日の翌日を日次 0 とする補正を行う。なお、取引所が閉場する当日の 15 時以降に不正会計開示を行った事例は最終サンプル 440 件中 380 件 (86.4%) であり、ほとんどの事例で開場時間内での開示は行われていない。

<sup>12</sup> 事例ごとに複数の開示イベントを対象とした Karpoff et al. (2008b) と同様の推定方法である。なお、MacKinlay (1997) に基づくマーケット・モデルによる異常リターンの推定（開示イベント日を日次 0 とし、推定期間は日次-130 から日次-11 の 120 日間）を行った場合にも、結果に大きな違いがないことを確認した。ただし、過去の推定期間を用いた回帰推定をする場合には、特定の開示イベントの推定期間と同じ不正会計事例の他の関連する開示イベント日が入ることを理由に、推定誤差を生む可能性もある。

が複数回 ( $k_{ije}$  件) 行われる場合がある。4.2 式で開示イベント単位の異常リターン ( $AR_{ijed}$ ) を企業  $i$ 、事例  $j$  の開示種類別の異常リターン ( $TAR_{ije}$ ) に集計する。そして、4.3 式により  $TAR_{ije}$  を事例別に合算し、事例単位の異常リターン ( $TAR_{ij}$ ) へ集約する。

$$TAR_{ije} = \sum_{d=1}^{k_{ije}} AR_{ijed} \quad (4.2)$$

$$TAR_{ij} = \sum_{e=1}^{n_{ij}} TAR_{ije} \quad (4.3)$$

### 4.3.2 長期のイベント・スタディ

第一報後の継続的な株価パフォーマンスの測定では、特定の期間の不正会計開示企業の長期リターンを測定すると共に、対応する非不正開示企業をコントロール企業としてマッチングし、同じ期間での非不正開示企業の長期リターンとの差を異常リターンとして取り扱う。長期の株式リターンには 4.4 式により算出されるバイ・アンド・ホールドリターンを用いる。

$$BHR_{ij} = \left[ \prod_{t=0}^{\tau_{ij1}} (1 + R_{ij1}^t) \right] - 1 \quad (4.4)$$

$$BHAR_{ij} = BHR_{ij}^F - BHR_{ij}^C \quad (4.5)$$

ここでの  $BHR_{ij}$  は、企業  $i$ 、事例  $j$  の第一報 ( $e = 1$ ) 開示日 ( $t = 0$ ) 以降、一定期間 ( $t = \tau_{ij1}$ ) の株式リターンを累積した値である。不正会計開示企業の  $BHR_{ij}$  である  $BHR^F$  と、マッチングされた非不正開示企業の  $BHR_{ij}$  である  $BHR^C$  との差により、不正会計開示企業の異常なりターン ( $BHAR_{ij}$ ) を算出する。

長期リターンを測定する対象期間は、第一報開示日の 250 取引日前から 250 取引日後までの合計 501 日間とする<sup>13</sup>。不正会計開示企業と非不正開示企業のマッチングは、Lyon et al. (1999) を参考に以下の方針で行っている<sup>14</sup>。マッチングに用いる指標は、不正会計開示企業の第一報開示の直前決算期末を会計情報の基準

<sup>13</sup> 不正会計開示後の一定期間に渡って影響を測定した Dechow et al. (1996) や Hitz et al. (2012) で影響が見られた期間が開示後 40 日から 120 日であったことを参考に、さらにその前後の期間に影響が表れていないかどうかを確かめるため、開示前後の 1 年間 (開示前 250 取引日、開示日 1 日、開示後 250 日で合計 501 取引日) を測定期間とした。

<sup>14</sup> 日本市場を対象に長期の異常リターンを分析している山崎・山口 (2012) や廣瀬 (2012) を参考とし、概ね共通する方法を用いている。

日、第一報開示の2ヶ月前の月の末日を株価情報の基準日とする<sup>15</sup>。対象となる不正会計開示企業と、(1) 属する産業（東証33分類）が共通する上場企業のうち、(2) 不正会計開示企業の基準日時価総額の70%以上かつ130%以下である企業の中から、(3) 簿価時価比率の差の絶対値が最も近傍となる非不正開示企業を抽出した<sup>16</sup>。なお、コントロール企業の母集団には、不正会計開示企業は全期間において含めずにマッチングを行う。不正会計開示企業が第一報以後の期間に上場廃止となる場合は、廃止後の $R_{ij1}$ を0とし、廃止日までの $BHR_{ij}$ を廃止後の期間に継続して含める取り扱いとする<sup>17</sup>。

### 4.3.3 サンプル選択過程

本章では、第3章で収集された2005年1月から2016年9月までの期間における486件の不正会計事例を共通して用いており、各種データの入手要件に基づいた以下の選択過程によりサンプルが選択される。なおデータの入手元は次のとおりである。適時開示はプロネクサス社が提供する「eolデータベースサービス」、SESCの処分事例はSESCのWebサイトより入手している。財務情報および株価指数情報は日本経済新聞社が提供する「日経NEEDS Financial Quest」（以下、NEEDS-FQ）、株価関連情報は金融データソリューションズ社が提供する「日本上場株式日次リターンデータ」（以下、NPM）より入手している。

表4.1は以上のサンプル抽出過程を示しており、異なる規制下にある金融関連の業種を除くと共に、全てのデータが入手可能であること、長期リターンのマッチング条件に合うコントロール企業が得られることをサンプルの要件とした結果、最終の不正会計開示サンプルは440件（397社）となった<sup>18</sup>。また、開示後の

<sup>15</sup> 非不正開示企業の株価情報はマッチングした不正会計開示企業と同基準日とし、直前決算期末を会計情報の基準日とする。また、非不正開示企業の抽出元の母集団からは対応する不正事例の第一報の2ヶ月前の月末時から2ヶ月後の月末時までの株価情報が入手できない企業は除外する。

<sup>16</sup> マッチング方針の頑健性を確かめるため、追加的に過去の株式リターンや業績を考慮した異なるマッチング方針として、(1) 同一の産業、(2) 基準月の時価総額の5分位、簿価時価比率の5分位、過去12ヶ月の株式リターンの5分位が同一であるサンプルの中から、(3) 総資産利益率の差の絶対値が最小となる非不正開示企業を選択するマッチングを行い、以下で行う同様の分析を行った結果、分析結果に大きな差がないことを確かめている。

<sup>17</sup> イベント後の上場廃止企業の取り扱いはBeaver et al. (2007)を参考としている。なお、不正会計開示サンプルが上場後間もない場合は日次-250まで遡ることができないが、その場合も第一報前の上場した日次から開始してサンプルに含めている。

<sup>18</sup> 同一の企業による2回目の開示事例が36件、3回目の事例が7件含まれる。複数回事例がある場合は、前の不正会計開示の最終の開示から平均で1,003日空けて次の事例の第一報が起こっている。最短事例でも73日の空きがあり、直前の不正会計開示から2ヶ月以上の間隔があることから、同一企業の複数事例に期間的な重複は見られないため、2回目以降の事例も含めて分析を行う。なお、2回目以上の事例を除いた場合も分析結果に影響はないことを確かめている。

表 4.1 サンプル選択

	開示イベント件数	事案件数	企業数
(1) 不正関連語句を含む不正会計開示	1,299	446	394
(2) (1) 以外のSESC処分事例	100	24	21
(3) (1) および(2) 以外の第三者委員会調査事例	62	16	12
適時開示より収集された不正会計開示事例	1,461	486	427
(-) 銀行業、保険業、証券業に属する事例	-39	-25	-15
(-) 株価情報が入手できない事例	-3	-1	-1
(-) 第一報直前決算情報がない事例	-6	-2	-2
(-) マッチング条件に合うコントロール企業がない事例	-54	-18	-12
差引:不正会計開示サンプル件数	1,359	440	397

期間の長期リターンの分析では、同件数のコントロールサンプルが選択される。

## 4.4 分析結果

### 4.4.1 第一報後の短期的な投資家の反応

表 4.2 は、第一報開示日を日次 0 として前後 11 取引日の短期的な異常リターンを測定した結果である。このうちパネル A はサンプル全件を集計した値を表示している。パネル B からパネル D は、サンプルを三分割した場合のそれぞれの測定結果であり、パネル B が SESC による処分を受けた事例、パネル C が修正再表示を行った事例 (SESC 事例除く)、パネル D がその他の不正開示事例である。

まずパネル A では、日次 0 において平均値-4.85% (中央値-2.33%) の統計的に有意なマイナスのリターンが生じている。日次 +1 においても平均値-1.77% (中央値-0.62%) の下落が生じており、開示の翌日にも有意な下落が生じている。開示翌日に下落の影響があることの背景には、日本の証券市場では売買の制限値幅があることが挙げられる。制限値幅により一日の値動きは前日終値の-15% から-30% 程度の範囲に制限される。制限値幅を超えてストップ安となった場合には、リターンはマイナスの下限で測定され、その翌日以降にマイナスが持ち越される。第一報開示日に前日終値から制限値幅分の株価下落が生じていたストップ安銘柄は、サンプル 440 件のうちの 47 件 (10.7%) あり、翌日以降の下落にはその影響が含まれている。

パネル B の SESC 事例では、日次 0 での平均値は-9.48% (中央値-9.26%) で三分の分類の中で最も大きな株価下落が測定されている。パネル C の修正再表示事例についても、平均値-5.82% (中央値-3.79%) であり比較的大きな下落が生じている<sup>19</sup>。SESC 事例や修正再表示事例では、SESC が処分対象とする場合や企業が過

<sup>19</sup> 修正再表示事例を対象にその第一報時点の株価を測定した奥村 (2014) は、そのうちの不正に該当する事例から当日および翌日の合計で平均値-10.9% の株価下落を測定している。SESC 事例 94 件のうちの 84 件は修正再表示を伴う事例であることから、表 2 パネル B とパネル C を合わせたサンプルと比

表 4.2 第一報開示前後の短期的な異常リターン (AR)

パネルA：サンプル全件							パネルB：SESC事例						
day	obs	mean	median	sd	(t-stat)	(z-stat)	day	obs	mean	median	sd	(t-stat)	(z-stat)
-5	440	0.0006	-0.0018	0.0300	(0.41)	(-1.47)	-5	94	-0.0011	-0.0082	0.0450	(-0.23)	(-2.07)**
-4	440	0.0027	-0.0003	0.0378	(1.51)	(-0.01)	-4	94	0.0076	0.0042	0.0442	(1.66)*	(1.51)
-3	440	-0.0026	-0.0027	0.0326	(-1.65)*	(-2.79)***	-3	94	-0.0060	-0.0088	0.0488	(-1.19)	(-2.87)***
-2	440	0.0017	0.0011	0.0406	(0.88)	(0.45)	-2	94	-0.0060	-0.0025	0.0570	(-1.02)	(-1.65)*
-1	440	-0.0016	-0.0005	0.0392	(-0.83)	(-1.74)*	-1	94	-0.0055	-0.0071	0.0529	(-1.00)	(-2.20)**
0	440	-0.0485	-0.0233	0.0813	(-12.51)***	(-12.38)***	0	94	-0.0948	-0.0926	0.1004	(-9.15)***	(-7.30)***
+1	440	-0.0177	-0.0062	0.0694	(-5.34)***	(-6.06)***	+1	94	-0.0477	-0.0257	0.0935	(-4.95)***	(-5.49)***
+2	440	-0.0047	-0.0016	0.0618	(-1.59)	(-1.86)*	+2	94	-0.0110	-0.0072	0.0957	(-1.11)	(-2.10)**
+3	440	-0.0111	-0.0044	0.0627	(-3.71)***	(-4.21)***	+3	94	-0.0283	-0.0061	0.0869	(-3.16)***	(-2.83)***
+4	440	-0.0096	-0.0036	0.0519	(-3.89)***	(-4.13)***	+4	94	-0.0179	-0.0079	0.0800	(-2.18)**	(-2.47)**
+5	440	-0.0023	-0.0007	0.0708	(-0.67)	(-0.50)	+5	94	-0.0179	-0.0086	0.1377	(-1.26)	(-1.73)*
パネルC：修正再表示事例(SESC事例除く)							パネルD：その他の不正会計事例						
day	obs	mean	median	sd	(t-stat)	(z-stat)	day	obs	mean	median	sd	(t-stat)	(z-stat)
-5	163	0.0002	0.0000	0.0235	(0.09)	(-0.58)	-5	183	0.0018	-0.0009	0.0254	(0.96)	(0.13)
-4	163	0.0024	-0.0026	0.0454	(0.67)	(-1.47)	-4	183	0.0005	-0.0002	0.0245	(0.29)	(0.01)
-3	163	-0.0001	-0.0014	0.0274	(-0.06)	(-0.80)	-3	183	-0.0030	-0.0007	0.0257	(-1.57)	(-1.06)
-2	163	0.0033	0.0016	0.0345	(1.23)	(0.41)	-2	183	0.0042	0.0017	0.0349	(1.64)	(1.73)*
-1	163	-0.0050	-0.0005	0.0325	(-1.96)*	(-1.81)*	-1	183	0.0035	0.0021	0.0361	(1.32)	(0.95)
0	163	-0.0582	-0.0379	0.0804	(-9.24)***	(-8.99)***	0	183	-0.0161	-0.0062	0.0530	(-4.12)***	(-4.23)***
+1	163	-0.0139	-0.0079	0.0720	(-2.46)**	(-4.09)***	+1	183	-0.0056	-0.0014	0.0439	(-1.74)*	(-0.85)
+2	163	-0.0064	-0.0021	0.0561	(-1.47)	(-1.08)	+2	183	0.0001	-0.0003	0.0411	(0.03)	(-0.20)
+3	163	-0.0058	-0.0048	0.0591	(-1.25)	(-2.38)**	+3	183	-0.0069	-0.0016	0.0481	(-1.95)*	(-2.30)**
+4	163	-0.0062	-0.0026	0.0347	(-2.28)**	(-2.03)**	+4	183	-0.0084	-0.0037	0.0459	(-2.47)**	(-2.50)**
+5	163	0.0013	-0.0002	0.0407	(0.40)	(0.02)	+5	183	0.0026	0.0023	0.0280	(1.26)	(1.05)

(注) 日次0は開示が行われた日(取引所閉場後の開示時間であれば翌日)を意味する。t値は、日次の異常リターンの平均値がゼロであることを帰無仮説としたt検定の検定統計量である。z値は、変数の中央値がゼロであることを帰無仮説としたWilcoxonの符号付順位和検定の検定統計量である。\*、\*\*、\*\*\*は、両側確率による有意水準であり、それぞれ10%、5%、1%の水準を表す。

去の財務諸表を訂正する場合に該当し、不正会計による一定以上の影響の大きさを伴う開示がされた結果と言える。

また、パネルDのその他の事例でも、平均値-1.61%（中央値-0.62%）の有意なマイナスのリターンが生じており、他の区分と比べて下落は小さいものの、開示日において株価が下落している。このことからSESC事例や修正再表示事例に関わらず、全ての不正会計開示事例においてマイナスの短期のリターンが生じることがわかる。

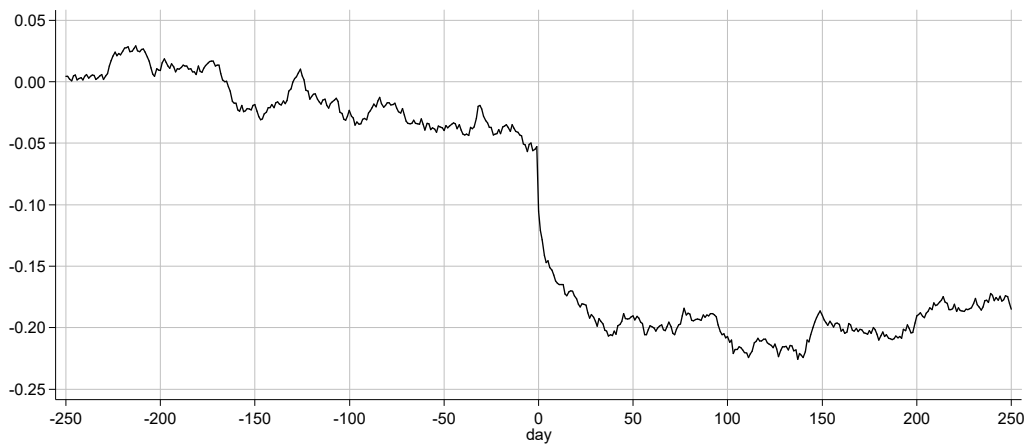
以上より、不正会計が発覚する第一報の開示日において短期的な株価下落が生じることが確かめられた。また、株価下落の大きさは不正会計の影響の大きさ(SESC処分や修正再表示の有無)によって変化することも観測されている。

#### 4.4.2 第一報後の期間における投資家の反応

続いて、不正会計発覚前後の一定期間に渡っての投資家の反応として、バイ・アンド・ホールドリターン(BHR)の推移を測定する。図4.2は、第一報開示日を

較すると、先行研究と整合する分析結果である。

図 4.2 第一報 (day = 0) に対する  $BHAR$  推移 (サンプル全体)



日次 0 (day = 0) とした場合の開示前後の期間で、不正会計企業の  $BHR$  からコントロール企業の  $BHR$  を差し引いた  $BHAR$  の推移を示している。

図 4.2 の推移を見ると、第一報前の時点で-5% 程度の  $BHAR$  が生じているが、日次 0 の第一報開示日で大きく-10% 程度まで下落し、日次 +50 前後には-19% 付近まで下落する。その後は日次 +100 から +150 での-22% 程度を底に、日次 +250 には-18% 程度まで戻る推移が観測できる。

図 4.2 を見ると、第一報後の期間において継続的な株価下落が生じており、日本の事例を対象とした場合でも先行研究と整合する反応が生じていることがわかる。この開示後の下方ドリフトは、特に日次 0 から日次 +50 前後までの間で顕著である。各事例の第一報から最終的な調査報告の開示までの期間の長さを平均するとサンプル全体で 38.6 取引日であり、株価下落が継続した期間は不正の発覚から影響確定までに要した期間に概ね近い期間になっている。

続いて、図 4.3 は前節同様の  $SESC$  事例、修正再表示 ( $SESC$  除く)、その他の区分にサンプルを分けた場合の推移である。下落が続く期間は  $SESC$  事例が最も長く、日次 +150 付近まで下落が続いている。修正再表示の事例では同様の下落が見られるが、一方で日次 +100 以降の回復が最も顕著に生じている。その他の事例においても、日次 +50 から +70 付近まで緩やかな下落が続いている。以上より、区分によって下落幅の違いはあるものの、いずれの区分でも日次 0 のみの下落に留まらず、その後の期間に継続する下方ドリフトが見られる。

表 4.3 のパネル A では、第一報前後の期間を 50 日ごとに区切った場合の期間別  $BHAR$  を示している。サンプル全体では、第一報日である  $BHAR(0)$  で平均

図 4.3 区分別 (SESC、修正再表示、その他) の BHAR 推移

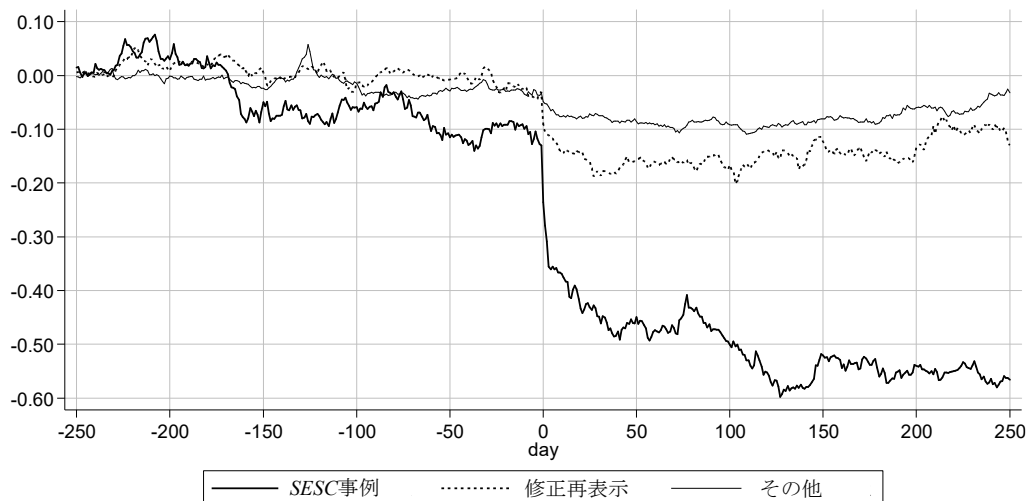


表 4.3 バイ・アンド・ホールドリターン (BHAR) の期間別分析

パネルA：サンプル全件および区分ごとの期間別BHAR

	obs		(-50,-1)		(0)		(+1,+50)		(+51,+100)		(+101,+150)	
			BHAR	(t-stat) (z-stat)	BHAR	(t-stat) (z-stat)	BHAR	(t-stat) (z-stat)	BHAR	(t-stat) (z-stat)	BHAR	(t-stat) (z-stat)
サンプル全件	440	mean	-0.0078	(-0.52)	-0.0485	(-11.65) ***	-0.0957	(-6.37) ***	-0.0216	(-1.42)	-0.0044	(-0.33)
		median	-0.0038	(-0.50)	-0.0229	(-11.68) ***	-0.0546	(-6.05) ***	0.0000	(-0.66)	0.0000	(-0.23)
(サンプル区分別)												
SESC事例	94	mean	0.0104	(0.23)	-0.1001	(-8.64) ***	-0.2783	(-6.48) ***	-0.0563	(-1.14)	-0.0908	(-2.65) ***
		median	-0.0026	(-0.18)	-0.0810	(-7.21) ***	-0.2098	(-5.69) ***	0.0000	(-1.47)	-0.0013	(-2.40) **
修正再表示	163	mean	-0.0172	(-0.83)	-0.0556	(-8.41) ***	-0.0454	(-2.16) **	-0.0159	(-0.69)	0.0319	(1.33)
		median	-0.0262	(-1.60)	-0.0365	(-8.22) ***	-0.0182	(-2.27) **	0.0077	(0.30)	0.0091	(1.33)
その他	183	mean	-0.0089	(-0.42)	-0.0157	(-3.82) ***	-0.0466	(-2.47) **	-0.0090	(-0.55)	0.0077	(0.46)
		median	0.0114	(0.85)	-0.0089	(-4.38) ***	-0.0266	(-2.47) **	-0.0008	(-0.22)	0.0000	(0.17)

パネルB：期間別BHARの区分間の差異

区分1	obs	区分2	obs		(-50,-1)		(0)		(+1,+50)		(+51,+100)		(+101,+150)	
					BHAR	(t-stat) (z-stat)	BHAR	(t-stat) (z-stat)	BHAR	(t-stat) (z-stat)	BHAR	(t-stat) (z-stat)	BHAR	(t-stat) (z-stat)
SESC事例	94	修正再表示	163	mean	0.0276	(0.63)	-0.0444	(-3.59) ***	-0.2329	(-5.45) ***	-0.0405	(-0.84)	-0.1227	(-3.00) ***
				median	0.0236	(0.42)	-0.0445	(-3.51) ***	-0.1917	(-5.02) ***	-0.0077	(-1.29)	-0.0103	(-2.64) ***
SESC事例	94	その他	183	mean	0.0194	(0.44)	-0.0844	(-8.37) ***	-0.2317	(-5.72) ***	-0.0473	(-1.12)	-0.0985	(-2.92) ***
				median	-0.0140	(-0.54)	-0.0721	(-7.15) ***	-0.1832	(-5.23) ***	0.0008	(-1.02)	-0.0013	(-2.11) **
修正再表示	163	その他	183	mean	-0.0082	(-0.28)	-0.0400	(-5.25) ***	0.0013	(0.04)	-0.0069	(-0.25)	0.0242	(0.85)
				median	-0.0376	(-1.75) *	-0.0276	(-5.30) ***	0.0084	(-0.18)	0.0085	(0.37)	0.0091	(0.80)

(注) t値は、BHARの平均値がゼロであること、または、サンプル区分間の平均値の差異がゼロであることを帰無仮説としたt検定の検定統計量である。z値は、BHARの中央値がゼロであること、または、サンプル区分間の中央値の差異がゼロであることを帰無仮説としたWilcoxonの符号付順位と検定の検定統計量である。\*, \*\*, \*\*\*は、両側確率による有意水準であり、それぞれ10%, 5%, 1%の水準を表す。

値-4.85%の有意なマイナスが生じており、表 4.2 で測定した短期的な株価下落と整合する。続いて、第一報日を除いた  $BHAR(+1, +50)$  において平均値-9.57%の有意なマイナスが測定されている。また、事例を SESC、修正再表示、その他に分けた場合でも共通して有意なマイナスが観測されている。この結果は、いずれの区分においても第一報後の期間に有意な下方ドリフトが生じていることを意味する。

なお、日次 +50 よりも後の期間では、SESC 事例の日次 +101 から +150 でマイナスが生じているが、全体としては有意なマイナスは測定されない。このため、不正会計の第一報後に株価の下方ドリフトが続く期間は、日次 +50 前後までの暦日で 2 ヶ月程度の期間であると解釈できる。

また、表 4.3 のパネル B では、期間別 BHAR における各サンプル区分間の差異の有意性を示している。 $BHAR(0)$  での区分間の差はいずれも統計的に有意であり、その他事例、修正再表示、SESC 事例の順で下落が大きくなっている。次に、 $BHAR(+1, +50)$  では、SESC 事例と修正再表示、または、SESC 事例とその他の差は SESC 事例が有意に大きな下落になっているが、修正再表示とその他には有意な差がない。SESC 事例では開示当初またはその後に継続する株価の下落が他の事例よりも大きく生じている一方で、SESC 処分を伴わない修正再表示事例はその他の事例との違いは開示当初のみが大きく、その後の推移に大きな差はないと解釈できる。

以上より、サンプル全体で不正会計開示後の下方ドリフトが確かめられた。またその期間は概ね 50 取引日前後であることや、その継続的な反応は区分に関わらず共通して生じる反応であったが、特に SESC 事例で強く生じる反応であることが裏付けられた。

#### 4.4.3 不正会計関連開示に対する投資家の反応

以上では、日本の不正会計開示に短期的な株価下落や下方ドリフトが生じることが確かめられた。本節以降において、下方ドリフトの要因を特定するための仮説を検証する。まず、下方ドリフトの要因に考えられる第一報後の追加的な情報開示に対する投資家の反応の有無を測定する。不正会計関連の開示イベント日の前後 11 日間の異常リターンを種類別に集計し、開示種類別に短期のイベント・スタディを行う。表 4.4 は、4.2.3 節で示した開示種類別に開示イベント日を日次 0

表 4.4 不正会計関連開示に対する短期の異常リターン (AR)

day	第一報 (再掲)			決算遅延			第三者設置			調査報告			短信訂正		
	obs	mean	(t-stat)	obs	mean	(t-stat)	obs	mean	(t-stat)	obs	mean	(t-stat)	obs	mean	(t-stat)
-5	440	0.0006	(0.41)	110	-0.0012	(-0.18)	75	-0.0249	(-3.26) ***	341	-0.0009	(-0.22)	138	0.0057	(1.22)
-4	440	0.0027	(1.51)	110	-0.0029	(-0.39)	75	-0.0241	(-2.16) **	341	-0.0089	(-2.10) **	138	0.0011	(0.20)
-3	440	-0.0026	(-1.65) *	110	-0.0002	(-0.03)	75	0.0032	(0.29)	341	-0.0054	(-1.52)	138	-0.0018	(-0.36)
-2	440	0.0017	(0.88)	110	-0.0111	(-1.52)	75	-0.0145	(-1.77) *	341	-0.0057	(-1.40)	138	-0.0027	(-0.48)
-1	440	-0.0016	(-0.83)	110	-0.0183	(-1.74) *	75	-0.0082	(-1.45)	341	-0.0066	(-1.74) *	138	0.0051	(0.84)
0	440	-0.0485	(-12.51) ***	110	-0.0769	(-6.94) ***	75	0.0038	(0.44)	341	-0.0209	(-3.03) ***	138	0.0247	(2.65) ***
+1	440	-0.0177	(-5.34) ***	110	-0.0332	(-3.18) ***	75	0.0013	(0.26)	341	-0.0222	(-3.90) ***	138	0.0064	(0.75)
+2	440	-0.0047	(-1.59)	110	-0.0221	(-2.74) ***	75	-0.0046	(-0.94)	341	-0.0080	(-1.16)	138	0.0051	(0.83)
+3	440	-0.0111	(-3.71) ***	110	0.0054	(0.63)	75	-0.0175	(-2.31) **	341	-0.0011	(-0.17)	138	-0.0122	(-2.99) ***
+4	440	-0.0096	(-3.89) ***	110	-0.0023	(-0.24)	75	-0.0133	(-1.76) *	341	-0.0129	(-2.49) **	138	0.0044	(0.92)
+5	440	-0.0023	(-0.67)	110	-0.0015	(-0.18)	75	0.0029	(0.33)	341	-0.0004	(-0.08)	138	0.0036	(0.79)

(注) 日次0は開示が行われた日(取引所閉場後の開示時間であれば翌日)を意味する。1つの事例の中で特定の開示種類の開示イベントが複数ある場合は、種類別に累計した値を集計している。t値は日次の異常リターンの平均値がゼロであることを帰無仮説としたt検定の検定統計量である。\*, \*\*, \*\*\*は両側確率による有意水準であり、それぞれ10%, 5%, 1%の水準を表す。

として異常リターン (AR) を測定した結果である<sup>20</sup>。既に表 4.2 で示した第一報と同様に、他の開示種類の測定結果を示している。

まず、「決算遅延」の日次0では平均値-7.69%、「調査報告」の日次0でも平均値-2.09%の株価下落が生じており、統計的に有意なマイナスが生じている<sup>21</sup>。開示種類の中でも「決算遅延」の開示による株価下落は最も大きい。「決算遅延」自体には不正会計の損益影響の追加情報は含まないことから、この下落は不正会計の損益影響に対する反応とは言えない。しかし、第一報による不正会計の発覚によって、投資家は現在進行する期の決算への影響を懸念する状況に置かれている。その公表の遅延を開示することは、企業の不正対応に対する投資家からの失望を生み、不正会計が進行期の損益へ影響する疑念を大きく増幅させる。さらに、「決算遅延」での投資家の疑念拡大に整合する情報として、決算遅延がある事例はその後に判明する不正会計の影響が大きい事例が多い<sup>22</sup>。このため、「第一報」により概要のレベルで影響の大きさが伝わっていた状況で、「決算遅延」の開

<sup>20</sup> 不正開示では複数種類の開示がひとつの開示でまとめて行われる場合や同日の別の開示で行われる場合もある。同日に異なる種類の開示がある場合は、不正会計の内容に関する情報を多く含むと考えられる種類に優先的に集計する。具体的には、「第一報」と重複する場合は全て「第一報」とみなし、その他の重複は「第一報」>「調査報告」>「短信訂正」>「決算遅延」>「第三者設置」の優先順位により1種類に特定している。

<sup>21</sup> 表 4.4 での表示はないが、異常リターンの中央値についても Wilcoxon の符号付順位和検定を行った。「調査報告」の日次0で1%水準から5%水準への有意水準の低下や、「短信訂正」の日次0が非有意になるが、検定の結果は大きく異なる。

<sup>22</sup> 不正会計の影響の大きさ(訂正または当期損益影響による純資産影響額の直前決算期総資産に対する割合)を測定すると、「決算遅延」がない事例の平均は-1.84%であるのに対して、「決算遅延」がある事例の平均は-8.37%であった。また、「決算遅延」がある事例のうち、修正再表示がされる事例は82.9%であり、「決算遅延」のある事例ではほとんどが修正再表示まで行われていることも重大な不正の場合に「決算遅延」が起こっていることを示している。

示によって不正会計の重大な影響への疑念がさらに深まったとも考えられる。このような状況が「決算遅延」による企業の信頼性低下を促し、株価の下落が大きく生じたものと考えられる。

「調査報告」では「第一報」や「決算遅延」と比較して下落幅は小さいものの、有意なマイナスが生じている<sup>23</sup>。「調査報告」は第一報で不明瞭であった不正会計の影響の詳細な内容や不正の原因となった企業の統制環境などの情報を含み、投資家は追加または確定された損益影響や信頼性低下に関する追加的な情報に反応していると解釈できる。しかし、「第一報」で示される不正会計の内容を大きく塗り替えるような情報は出にくく、また悪質な内部統制が原因であった場合もその改善策が同時に示されることから、市場に対するサプライズは「第一報」に比べて大きくないと考えられる。また、「調査報告」は日次+1にも特徴的な下落があるが、開示内容が調査委員会からの報告書の形で開示される場合も多いことから、株価に織り込まれるまでの短いタイムラグがあるとも解釈できる<sup>24</sup>。

「第三者設置」では予想に反して有意な反応は得られていない。「第三者設置」は独立した調査の予告により、その後の不正対応の透明性を高めるものの、不正会計の内容はまだ未確定で調査が継続している状況であることから、それ自体が株価を上昇させる材料にはなり得なかったと考えられる。

「短信訂正」からは予想とは逆に平均値+2.47%の有意にプラスのリターンが測定されている<sup>25</sup>。「短信訂正」より前の最終の「調査報告」では過年度各期の主要な財務諸表項目への影響まで情報が整理される場合がほとんどであることから、「短信訂正」での追加情報がないことが理由と考えられる。そして、財務諸表の訂正は企業の信頼性低下につながるとの事前予想とは反対にプラスの反応が測定された結果からは、一連の開示後に行われる財務諸表の訂正自体は信頼性の低下する事象として投資家に受け取られていない可能性が示唆される。

なお、第一報から短信訂正が開示されるまでの日数は平均41.6取引日であり、図4.2において下方ドリフトが一時的に解消した時期に近くなっている。図4.2を見ると、日次+50付近よりも後には目立った下落は生じていない。このことか

<sup>23</sup> 奥村 (2014) では第一報の開示日以外にも確定情報の開示日の市場の反応を測定し、損益計算書を訂正する場合に-1.61%のマイナスが生じることを測定している。確定情報開示日は本研究で言う「調査報告」に該当すると考えられ、整合する結果になっている。

<sup>24</sup> 日次+1でのマイナスの要因には、投資家に対する情報の浸透の遅れだけでなく、ストップ安の影響も含まれる。日次0でのストップ安が生じた事例の件数は、「決算遅延」8件、「第三者設置」1件、「調査報告」20件、「短信訂正」1件であった。

<sup>25</sup> 表4.4の「短信訂正」には「調査報告」と同日に行われる「短信訂正」は含まず、「調査報告」で影響が確定した後に行われる「短信訂正」138件を集計した値である(注19の順序により分類している)。「調査報告」の開示と同日に行われた「短信訂正」を含めた集計でも平均値+2.82%(247件)のプラスのリターンとなり、短信訂正に対してプラスが生じる結果に違いはない。

ら、下方ドリフトの多くは、「短信訂正」よりも前の期間までに限られることが示唆される。投資家は不正会計の情報を「調査報告」の開示までに織り込んでおり、「短信訂正」以後の関連する開示に対して大きくは反応していないと理解される。

ただし、「短信訂正」のリターンがマイナスでないだけでなくプラスである要因は、この結果からは不明瞭である。修正再表示が行われると、過年度の財務諸表が誤ったままの不確実な情報から確定した情報に変わるが、実際の損益影響の確定を待たずに投資家の疑念だけが高まり、本来の影響を超過したマイナスが生じていたとすれば、超過したマイナスの戻りとして株価上昇が生じるかもしれない。または、過去の財務諸表が修正されることによって投資家の疑念が解消され、財務報告の信頼性が回復することによる資本コストの低下が株価上昇として表れている可能性も考えられる。

以上より、不正会計開示では「第一報」の他にも追加的な開示情報である「決算遅延」や「調査報告」の開示に対して短期的な株価下落が起こっていることがわかった。これらは追加情報に投資家が反応していることを意味し、仮説1を支持する結果のひとつである。

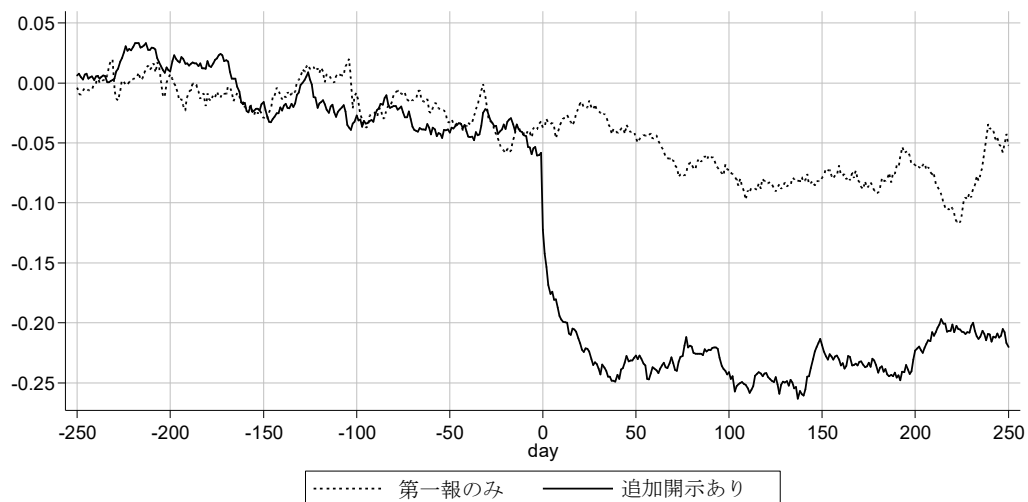
#### 4.4.4 発覚後の継続的な反応と一連の開示に対する反応の比較

前節での結果は仮説1を支持するものの、対立する仮説2を棄却できる結果ではない。仮説1が成立し、仮説2が成立しないこと（下方ドリフトが追加的な情報開示によってのみ生じること）を確かめるため、以下の二つの検証を行う。まず、仮説1のみが成立するのであれば、追加情報が無い場合にその後の継続的な株価下落は生じないはずであり、第一報以外の追加情報のある事例においてのみ下方ドリフトが生じることが予想される。この検証のため、サンプルを第一報のみで完結する事例と追加情報のある事例に分けて分析を行う。次に、仮説1のみが成立するのであれば、下方ドリフトは追加情報に対する株価下落と同じ程度しか生じないはずである。この検証のため、第一報後の期間における株価下落の水準と、第一報から追加的な開示までの短期的な株価反応を集約した下落水準との比較を行う。

一つ目の検証のため、サンプルを第一報のみのサンプル群（89件）と第一報後に追加開示のあるサンプル群（351件）に分ける。第一報後の株価下落が追加的な開示イベントによって生じるのであれば、第一報のみの事例ではその後の開示がないことから株価の下落はストップすることが予想される。

図4.4は、それぞれのサンプル群の第一報前後の期間のBHARの推移である。

図 4.4 第一報のみの事例（89 件）と追加開示情報のある事例（351 件）の *BHAR* 推移



追加開示あり群では、図 4.2 の推移と同様に第一報直後の急落から日次 +50 前後までの下落とその後の安定的な推移が観測される。一方、第一報のみ群では、開示日の短期的な下落はほとんど見られず、開示後には一時的に株価が上昇している。その後、日次 +30 から +100 頃までの期間で緩やかな下落も見られるが、第一報開示直後に一時的に上昇していることを考慮すると、この下落傾向が不正会計の第一報開示による仮説 2 の影響を示すものであると一概には考えにくい。

第一報のみ群の内訳は、SESC 事例 1 件、修正再表示事例 4 件、その他 84 件であり、そもそも一度の開示で完了する事例は不正会計の内容が軽微である事例が多い<sup>26</sup>。そのことが理由で投資家が継続的に反応していない可能性も考えられるため、次の表 4.5 において、それぞれの群の日次 0 のリターンによる反応の有意性を検証し、いずれも投資家が反応する事例であることを確かめたうえで、その後の期間での有意な下方ドリフトの有無を検証する。

表 4.5 は、両サンプル群の *BHAR* を表 4.3 と同様に期間別に区切った結果である。まず、第一報のみ群の *BHAR*(0) では中央値のみ有意なマイナスが生じており、弱い水準であるが投資家の反応があることがわかる。第一報のみの事例でも少なからず不正会計開示に対して投資家は短期的なマイナスの反応を示しているが、その後の期間の *BHAR* では有意な値は測定されない。一方、追加開示あり

<sup>26</sup> 各サンプル群の不正会計の影響の大きさ（訂正または当期損益影響による純資産影響額の直前決算期総資産に対する割合）を測定すると、第一報のみ群では-0.45%、追加開示あり群では-4.93% となっており、不正会計の損益影響の観点でも第一報のみ群の事例は軽微な事例が多い。

表 4.5 第一報のみ群と追加開示あり群の *BHAR* の期間別分析

Sample group	obs		(-50,-1)		(0)		(+1,+50)		(+51,+100)		(+101,+150)	
			<i>BHAR</i>	(t-stat) (z-stat)	<i>BHAR</i>	(t-stat) (z-stat)	<i>BHAR</i>	(t-stat) (z-stat)	<i>BHAR</i>	(t-stat) (z-stat)	<i>BHAR</i>	(t-stat) (z-stat)
第一報のみ	89	mean	0.0135	(0.33)	-0.0083	(-1.52)	-0.0194	(-0.80)	-0.0151	(-0.63)	-0.0117	(-0.50)
		median	0.0158	(0.65)	-0.0043	(-2.26) **	-0.0099	(-1.32)	-0.0160	(-0.57)	0.0068	(0.21)
追加開示あり	351	mean	-0.0133	(-0.83)	-0.0587	(-12.01) ***	-0.1150	(-6.51) ***	-0.0233	(-1.29)	-0.0026	(-0.16)
		median	-0.0107	(-0.87)	-0.0339	(-11.68) ***	-0.0624	(-6.05) ***	0.0059	(-0.46)	0.0000	(-0.36)

(注) t値は、*BHAR*の平均値がゼロであることを帰無仮説としたt検定の検定統計量である。z値は、*BHAR*の中央値がゼロであることを帰無仮説としたWilcoxonの符号付順位と検定の検定統計量である。\*\*, \*\*\*は両側確率による有意水準であり、それぞれ5%, 1%の水準を表す。

表 4.6 一連の不正会計開示に対する異常リターン累計 (*TAR*) と *BHAR* の比較

	obs	mean	median	sd	(t-stat)	(z-stat)	<i>BHAR</i> (0,+50) mean	<i>TAR</i> / <i>BHAR</i> (0,+50) mean
<i>TAR</i> (0)	440	-0.0756	-0.0268	0.1696	(-9.34) ***	(-10.32) ***	-0.1365	19.6%
<i>TAR</i> (0,+1)	440	-0.1165	-0.0362	0.2750	(-8.88) ***	(-10.04) ***	-0.1365	84.0%

(注) 日次0は開示が行われた日(取引所閉場後の開示時間であれば翌日)を意味する。1つの事例の中で特定の開示種類の開示イベントが複数ある場合は、種類別に累計した値を集計している。t値は日次の異常リターンまたは*TAR*の平均値がゼロであることを帰無仮説としたt検定の検定統計量である。z値は、*TAR*の中央値がゼロであることを帰無仮説としたWilcoxonの符号付順位と検定の検定統計量である。\*\*\*は両側確率による有意水準であり、1%の水準を表す。

群では表 4.3 と整合して *BHAR*(0) および *BHAR*(+1, +50) で共に有意なマイナスが生じている。

表 4.5 の結果は、第一報のみの事例と追加開示ある事例は共に第一報時点の投資家の反応が生じているものの、第一報のみの事例では下方ドリフトが生じず、追加開示がある事例では下方ドリフトが生じることを意味している。これは、仮説 1 を支持する一方で、仮説 2 を支持しない結果と言える。

続いて二つ目の検証として、表 4.6 は第一報以降の長期的に生じた *BHAR* と第一報と追加情報の開示日に生じたリターンの累計 (*TAR*) の水準を比較した結果である。仮説 1 のみが成立するのであれば、第一報および追加情報による *TAR* は *BHAR* に近い水準となるはずである。一方この割合が低ければ、仮説 2 による影響がある可能性を否定することはできず、どちらの影響によるものかを断定できない。

表 4.6 の *TAR* は事例ごとの関連する全開示イベントの集計であり、日次 0 のみの *TAR*(0) は平均値-7.56% (中央値-2.68%) となり、各サンプルの *TAR*(0) の *BHAR*(0, +50) に対する比率 (*TAR*/*BHAR*) は平均値 19.6% に留まる。しかし、日次 0 と日次 +1 を累計した *TAR*(0, +1) では、平均値-11.65% (中央値-3.62%) と

なり、 $BHAR(0,+50)$  に対する比率 ( $TAR/BHAR$ ) は平均値 84.0% となる<sup>27</sup>。日次 +1 を加えた場合には、ストップ安などによって翌日に持ち越される株価下落も測定でき、より網羅的に投資家の反応を測定することができる。

なお、補足情報として事例別の開示イベント日数を調べると、日次 0 の場合は平均値 2.51 日（日次 0 および日次 +1 で平均値 5.02 日）であり、 $BHAR$  の測定期間である 50 日に対して 5.0%（日次 0 および +1 の場合は 10.0%）の割合の日数でしかない。ごく一部の日数の短期的なリターンのみで一定期間に渡る  $BHAR$  の多くの割合を占めることがわかる。以上の結果は仮説 1 を支持し、仮説 2 が示す第一報開示の影響が遅れて生じている影響は小さいことを意味する結果である。

以上の二つの検証結果からは仮説 1 が支持され、仮説 2 については棄却されるか、または、その影響が小さいという結果が得られた。これを解釈すれば、不正会計開示によって下方ドリフトが生じるものの、それは市場の効率性が低いことを示す結果ではなく、追加情報が開示されたことに対して市場が効率的に反応している結果であると考えることができる。

とはいえ、第一報および追加情報の  $TAR$  が開示後の期間の  $BHAR$  を 100% 説明する結果は得られていないことから、仮説 2 を完全には棄却できない。このため、不正会計の開示が効率的に株価へ反映されずに開示の翌日をさらに超えて株価に織り込まれる可能性があることを必ずしも否定できない。その背景には、企業の公表する適時開示以外の二次的な情報（マスメディアやインターネットを通じた報道など）によって情報が浸透する可能性や、企業のレピュテーションの低下が社会全体へ徐々に波及する可能性などが考えられる。

#### 4.4.5 追加分析

以上の分析では、投資家の反応を個別リターンと市場リターンやマッチング企業のリターンとの差として測定してきた。他の指標での投資家の反応を測定するために、オーダー・インバランス（以下、 $OIB$ ）でのイベント・スタディを追加的に行う。

$OIB$  は、売り気配値で約定した株数（または金額や件数）から買い気配値で

---

<sup>27</sup>  $TAR$  は個別リターンから市場リターンを差し引いて調整し、日次 0 と日次 +1 を合算した値であり、 $BHAR$  の算定方法と整合しないため、 $BHAR$  に近い算出方法を用いた短期リターン累計を追加分析する。代替的な方法として個別リターンから（市場全体のリターンではなく）コントロール企業の同日のリターンを差し引いたものを  $AR$  として、各イベントの日次 0 から日次 +1 の  $TAR$  の累計を測定した結果、日次 0 で平均値-7.38%（中央値-2.64%）で  $TAR/BHAR$  は 20.9%、日次 0 と日次 +1 で平均値-11.03%（中央値-3.51%）で  $TAR/BHAR$  は 80.9% であり、検定結果や比率に大きな違いはない。

約定した株数（同左）を引いた値を、その両方の株数（同左）の合計で割った値であり、市場で取引された株式数とその売買の方向を測定できる (Chordia et al., 2002)。OIB がプラスであれば買い手主導の取引（売り気配値での約定）が多く、マイナスであれば売り手主導の取引（買い気配値での約定）が多いことを意味する (音川, 2009)。不正会計開示に対して株価は下落することから、売り急ぐ投資家が多くなり売り手主導の買い気配値で約定する取引の増加が予想され、OIB はマイナスになることが期待される<sup>28</sup>。

OIB は株数ベースの日次単位の値とし、企業固有の株式の流動性や株価変動の傾向を調整するために、各事例に対して第一報日を日次0として日次-130 から日次-11 までをコントロール期間とし、その期間の平均値をイベント時のOIB から差し引く調整を行う<sup>29</sup>。なお、OIB のデータには日本経済新聞社の「NEEDS ティック日次情報ファイル」を用いた。

表 4.7 は、不正会計開示前後の短期的な OIB（株数）の測定結果である<sup>30</sup>。表 4.7 のパネル A は第一報前後の測定結果であり、表 4.2 と同様の区分を行った結果を示している。第一報を開示した日次0において全体では有意なマイナスの値が生じており、株価が下落していた状況と整合する。区分別に見ると、SESC やその他の区分において有意なマイナスの値となり、表 4.2 の検証結果と整合する。修正再表示事例で有意な反応が見られない理由は、制限値幅を超えてストップ安になると日次0での値がゼロとなる事例が含まれることの影響で結果が不明瞭となったためと考えられる。

表 4.7 のパネル B は、表 4.4 と同様の追加的な開示に対する OIB の測定結果である。まず「決算遅延」の日次0で有意なマイナスが測定されている。「決算遅延」の開示に伴い売りが主導的になることは表 4.4 の大きな株価下落と整合する。次に「第三者設置」のリターンは有意な水準ではなかったが、OIB はマイナスに有意となっている。ただし、日次-2 から有意なマイナスが続いていることから開示イベント時のみの反応とは解釈しにくい。続いて「調査報告」では有意な値になっておらず、表 4.4 の結果と整合しない。「調査報告」ではストップ安が多く生

<sup>28</sup> OIB を測定するうえでもリターンと同様に売買の制限値幅の影響が考えられる。不正会計開示に対する投資家の反応がマイナス方向に大きくなり過ぎると、ストップ安が起り翌日以降に取引が持ち越される。その場合、日次0のOIBがゼロ、日次+1以降で売り手主導の取引（マイナス）として測定され、日次0の測定に誤差が生じる。

<sup>29</sup> 推定期間の中央値を差し引く調整でも同様の分析結果を得られることを確かめている。

<sup>30</sup> 表 4.7 では代表として株数ベースの結果を示すが、OIB を金額や件数を用いて測定した場合も概ね同様の結果を得ている。また、表 4.7 に示していないが、中央値がゼロと異なるか否かを Wilcoxon の符号付順位和検定で検証している。第一報の SESC 事例の日次0が非有意となる、修正再表示が5%水準で有意となる点を除き、検定の結果に大きな違いはなかった。

表 4.7 不正会計開示に対する短期的なオーダー・インバランス (OIB)

パネルA：第一報開示前後の短期的なオーダー・インバランス(OIB)

day	第一報(全体)				第一報(SESC)				第一報(修正再表示)				第一報(その他)			
	obs	mean	median	(t-stat)	obs	mean	median	(t-stat)	obs	mean	median	(t-stat)	obs	mean	median	(t-stat)
-5	440	-0.0057	-0.0116	(-0.29)	94	-0.0131	-0.0059	(-0.32)	163	-0.0249	0.0160	(-0.70)	183	0.0152	0.3824	(0.54)
-4	440	0.0383	0.0318	(1.90) *	94	0.0085	-0.0064	(0.21)	163	0.0655	0.0662	(1.76) *	183	0.0294	0.3856	(1.03)
-3	440	-0.0112	-0.0035	(-0.59)	94	-0.0485	-0.0714	(-1.12)	163	-0.0246	0.0204	(-0.74)	183	0.0199	0.3613	(0.74)
-2	440	0.0090	0.0000	(0.46)	94	-0.0116	-0.0083	(-0.27)	163	0.0110	-0.0017	(0.34)	183	0.0178	0.3961	(0.61)
-1	440	-0.0040	0.0006	(-0.21)	94	-0.0115	-0.0136	(-0.26)	163	-0.0127	-0.0158	(-0.37)	183	0.0075	0.3674	(0.28)
0	440	-0.0675	-0.0397	(-3.90) ***	94	-0.0829	-0.0060	(-2.18) **	163	-0.0466	-0.0452	(-1.55)	183	-0.0783	0.3419	(-3.10) ***
+1	440	-0.0079	0.0039	(-0.44)	94	-0.0187	0.0208	(-0.46)	163	-0.0478	-0.0225	(-1.59)	183	0.0331	0.3527	(1.27)
+2	440	-0.0024	-0.0054	(-0.13)	94	0.0103	0.0143	(0.26)	163	-0.0130	-0.0176	(-0.42)	183	0.0006	0.3787	(0.02)
+3	440	-0.0138	-0.0236	(-0.73)	94	-0.0465	-0.0532	(-1.05)	163	-0.0380	-0.0442	(-1.32)	183	0.0246	0.4071	(0.82)
+4	440	-0.0406	-0.0265	(-2.24) **	94	-0.0315	-0.0379	(-0.74)	163	-0.0453	-0.0144	(-1.55)	183	-0.0411	0.3690	(-1.51)
+5	440	-0.0195	-0.0210	(-1.00)	94	-0.0336	0.0011	(-0.79)	163	-0.0327	-0.0544	(-0.94)	183	-0.0004	0.3731	(-0.01)

パネルB：関連する開示イベントの短期的なオーダー・インバランス(OIB)

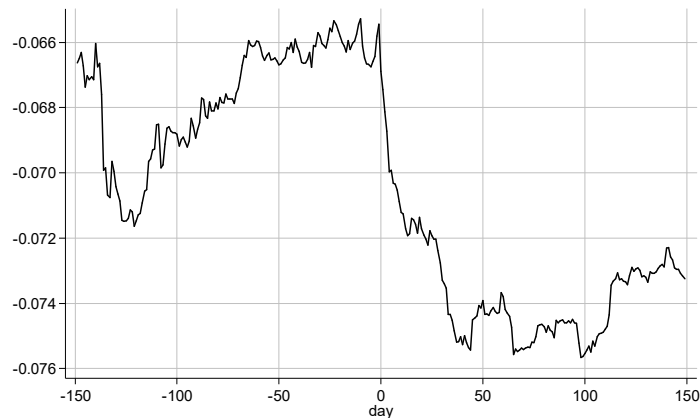
day	決算遅延(全体)				第三者設置(全体)				調査報告(全体)				短信訂正(全体)			
	obs	mean	median	(t-stat)	obs	mean	median	(t-stat)	obs	mean	median	(t-stat)	obs	mean	median	(t-stat)
-5	110	-0.0527	-0.0284	(-1.44)	75	-0.0801	0.4305	(-1.61)	341	0.0028	-0.0286	(0.14)	138	0.0519	0.0374	(1.57)
-4	110	-0.0572	-0.0449	(-1.51)	75	0.0040	0.4694	(0.07)	341	0.0065	-0.0237	(0.32)	138	0.0184	0.0037	(0.49)
-3	110	0.0312	0.0182	(0.79)	75	-0.0750	0.4517	(-1.44)	341	-0.0299	-0.0202	(-1.45)	138	0.0199	0.0384	(0.54)
-2	110	-0.0358	-0.0291	(-0.92)	75	-0.1099	0.3774	(-2.52) **	341	-0.0057	-0.0067	(-0.27)	138	0.0221	-0.0105	(0.59)
-1	110	-0.0454	-0.0678	(-1.08)	75	-0.1326	0.4027	(-2.85) ***	341	-0.0143	-0.0140	(-0.78)	138	0.0300	0.0278	(0.90)
0	110	-0.1269	-0.0782	(-3.67) ***	75	-0.0982	0.4103	(-2.07) **	341	-0.0123	0.0016	(-0.66)	138	0.0689	0.0672	(1.93) *
+1	110	-0.0859	-0.0198	(-2.63) ***	75	-0.0601	0.4289	(-1.21)	341	0.0066	0.0173	(0.37)	138	-0.0183	0.0097	(-0.61)
+2	110	-0.0539	-0.0243	(-1.33)	75	-0.0124	0.4179	(-0.26)	341	-0.0186	-0.0350	(-1.01)	138	-0.0180	-0.0136	(-0.55)
+3	110	-0.0233	-0.0051	(-0.57)	75	-0.1414	0.4194	(-2.92) ***	341	0.0190	0.0027	(1.02)	138	-0.0023	-0.0356	(-0.06)
+4	110	0.0385	0.0425	(0.89)	75	-0.0852	0.3808	(-1.94) *	341	-0.0432	-0.0201	(-2.39) **	138	0.0340	0.0065	(0.97)
+5	110	-0.0162	-0.0404	(-0.39)	75	-0.0529	0.4564	(-1.00)	341	-0.0041	0.0008	(-0.21)	138	-0.0076	0.0007	(-0.20)

(注) 日次0は開示のあった日(取引所閉場後の開示時間であれば翌日)を意味する。1つの事例の中で特定の開示種類の開示イベントが複数ある場合は、種類別に累計した値を集計している。t値はOIBの平均値がゼロであることを帰無仮説としたt検定の検定統計量である。z値は、OIBの中央値がゼロであることを帰無仮説としたWilcoxonの符号付順位和検定の検定統計量である。\*、\*\*、\*\*\*は両側確率による有意水準であり、それぞれ10%、5%、1%の水準を表す。

じていることや、調査の完了によってリターンはマイナスとなるものの必ずしも売り一色になるのではなく、下がった株価に対する買い注文が入る状況もあることが背景に考えられる。「短信訂正」ではプラスのリターンと整合し、プラスの買い優勢の値である。以上からは、「調査報告」での結果は不明瞭となるものの、その他の種類では表 4.4 での仮説 1 を支持する検証結果と概ね整合する結果が得られた。

図 4.5 では、第一報の前後の期間の OIB の推移を示した。累積的な OIB の測定は日次ごとの売り気配値約定数と買い気配値約定数の前日までの累積に当日の約定数を加えて算出した値で日次-250 から累積を行った結果である。第一報前の期間では OIB はプラス方向へ推移しているものの、第一報開示日以降で大きくマイナス方向へ変化し、日次 +50 から +100 付近までマイナス傾向が続いている。図 4.2 の BHAR に近い推移が見られ、仮説 2 の検証結果に整合する。

図 4.5 第一報 (day = 0) 前後のオーダー・インバランス (OIB) の累積推移



## 4.5 まとめ

本章では、不正会計開示に対する投資家の反応を検証するために、不正会計に関する適時開示を用いた調査を行った。不正会計が発覚する第一報開示に対する短期的な株価反応、発覚後の期間に渡って継続的に生じる株価反応、そして、追加的な開示イベントに対する株価反応を測定し、分析を行った。

まず、不正会計が発覚を最初に伝える第一報に対し、開示の当日および翌日での短期的な株価下落が生じていた。また、その後の継続的な株価の推移からは、第一報日の急激な下落とその後2ヶ月程度の緩やかな下落が観測された。この第一報後の株価の下方ドリフトは、市場が不正会計開示の情報を効率的に反映していない結果にも見えるが、本章の分析によって市場が効率的に不正会計開示の追加情報を反映していることを示唆する結果が得られている。

まず、不正会計が発覚する第一報後には企業から不正会計に起因する追加的な情報開示が行われており、特に決算遅延や調査報告といった追加的な開示イベントに対して短期的な株価下落の反応が見られる。決算遅延や調査報告において株価下落が生じていることは、不正会計開示による信頼性の低下による資本コストの上昇や、過去または現在の業績への影響をもたらすことによる将来の業績予想の下方修正といった要因が投資家の反応を引き起こしていることを示す。この追加開示に対する短期的な株価下落を集約すると、第一報後の下方ドリフトの多くを占める水準（開示日の当日および翌日の集計で84%）であった。そして、市場の効率性が保たれていることは、追加情報の開示がない事例では株価の下方ドリフトが有意に生じていないことから支持される。

その他、調査報告後の短信訂正では株価の上昇が観測されており、第一報後に継続する株価下落は不正会計の影響が確定する調査報告までの期間で生じることもわかった。そして、取引株数に基づく分析でも、調査報告を除く第一報、決算遅延、短信訂正において整合する結果を得ている。

以上の報告内容は、財務報告の信頼性を低下させる不正会計開示による情報が株価へ及ぼす影響を明らかにした点や、不正会計開示に対する資本市場の効率性について示唆のある結果を得ている点で、不正会計研究および資本市場研究に対する学術的な貢献がある。また、投資家や企業に対しても、本来防がれるべき不正が万が一発覚した場合において、企業価値にもたらす影響の大きさやその織り込む過程を示し、第一報後に続く開示もまた企業価値に影響する要因となることを伝えている。

本章の分析の限界を以下に挙げる。一つは開示情報には適時開示のみを用いており、企業の外部者が公表する情報は分析対象としていない。このため一定期間に渡る長期リターンの要因には追加的な適時開示の他に報道などの外部から発信される情報の影響があるかもしれない。また、本章での測定では不正会計の影響範囲や目的といった不正会計の内容を考慮していない。このため、株価下落の要因には、損益影響情報から生じる将来業績の変化や信頼性の低下による資本コストの上昇のような複数の要因が考えられるものの、その識別には至っておらず、さらに詳細な要因分析が課題として残される。本研究で収集した事例は幅広い不正会計事例を含み、不正会計の多様な特性を用いて反応の違いを比較できることから、次章では投資家の反応をより強く引き起こす不正会計開示の特性を特定する分析へ展開する。

## 第5章

# 不正会計開示に対する株価反応の 決定要因<sup>1</sup>

### 5.1 はじめに

企業は財務報告によって企業内外の情報の非対称性を緩和し、投資家の意思決定に資する情報を提供する。そこには企業の財務報告が信頼できるという前提があるが、企業に不正会計が発覚した場合、その前提は覆される。不正会計は企業における財務報告の信頼性を揺るがす重大イベントであり、その後の外部からの評価は大きく変化する。

このような不正会計は、発覚によって大きな株価下落をもたらすことが知られている (Feroz et al., 1991 他)。また、株価下落の要因には、不正会計の損益への影響額、規制当局による調査といった特性が挙げられている (Feroz et al. 1991; 奥村, 2014 他)。これに対して、日本の不正会計開示の実態を調べた第3章の調査結果によれば、単に不正会計開示と言っても、異なる特性を持つことがわかっている。まず、不正の種類 (不正な財務報告と資産の流用) によって、実行者の目的は明確に異なる。また、開示企業の本社で経営者が主導する不正だけでなく、従業員が単独で行う不正やグループ会社の一部で生じる不正もある。これらの違いは不正会計の損益影響の規模にも表れるが、その特性自体が企業の信頼性や将来の収益性に関連し、株価下落をもたらす可能性も考えられる。

また、発覚後の不正に対する調査対応は不正を実行していた企業の判断で行われており、事例によって開示情報の透明性は異なる。それが表れやすいのが第三者委員会による調査の有無であり、調査の透明性によって開示情報に対する投資家の捉え方が変わり、株価反応も変わってくるのが予想される。しかし、先

---

<sup>1</sup> 本章の内容は、尾関 (2019b) に依拠している。

行研究では、不正会計の特徴や開示の透明性といった情報までは分析されていない。

この他、日本の不正会計開示では、一度の開示で不正会計の内容は明らかになりやすく、調査の段階を追って徐々に開示される傾向がある。しかし、先行研究は不正会計の第一報のみの株価反応を用いる分析が多く、不正会計の全容が不明な時点の株価反応と後からわかる内容との関連となり、その対応関係が明瞭でないことも課題として考えられる。そこで本章では、日本の不正会計事例を用いて、その開示に対して株価が反応する要因を不正会計の特性や開示の透明性の観点から分析する。分析に用いる株価反応の測定は、不正会計発覚の第一報からその影響が確定するまでの適時開示を対象として行う。

不正会計の特性や開示の透明性の観点での株価反応要因はこれまで明らかにされていないことから、本章の分析は不正に関する新たな株価影響要因を提示する意義がある。そして、過去の開示実績から株価が動いた要因を知ることが、今後不正会計が発覚した際の投資家の投資判断や企業における不正会計の開示に対する意思決定の基礎を提供する。

本章は以下の通りに構成する。5.2節では先行研究に基づいて仮説を設定する。5.3節でリサーチ・デザインと対象となる不正会計事例のデータを説明する。5.4節で分析の結果を示し、5.5節において結論と今後の課題を述べる。

## 5.2 研究の背景と仮説設定

不正会計の発覚が株価下落をもたらすことは、AAERを分析対象とした研究が示す結果である (Feroz et al., 1991; Dechow et al., 1996; Beneish, 1999; Karpoff et al., 2008; Beasley et al., 2010; Karpoff et al., 2017)。また、不正会計と重なる範囲の広い分析対象として、修正再表示も同様に株価下落が生じることが知られている (Palmrose et al., 2004; Hennes et al., 2008)。日本の上場企業を対象とした研究には、不正会計そのものを対象とした先行研究はないが、不適切な会計処理の適時開示を対象とした青淵 (2011) や修正再表示を対象とした奥村 (2014) によって発覚した開示の当日および翌日での株価下落が観測されている。

Palmrose et al. (2004) や Dechow et al. (2010) では不正会計の発覚によって株価が下落する背景を以下のように説明している。まず、不正会計の発覚が過去の業績やその推移の改訂を生じさせると共に、企業の評判を下げることによって、将来の業績や成長の予想が低下する。また、企業の信頼性の低下が投資のリスク

を上昇させ、資本コストを上昇させる<sup>2</sup>。不正会計に起因する業績予想の低下や資本コストの上昇があいまった影響として、投資家は企業価値評価を下げ、株価を下げる方向での投資判断がされる。

本研究では企業の株価に影響する重大イベントとして不正会計に着目し、修正再表示には含まれる意図的でない誤りによって生じる虚偽表示は対象としないが、その理由は不正会計がこれらの理論的背景をより強く表す事象であるためである。不正会計は投資家を意図的に欺くことで企業の信頼性をより低下させやすい。また、当事者の意図を含むため利益や資産の過大計上が起こりやすく、損益に影響しやすい。このため、虚偽表示全般を対象とするよりも、不正会計に限定することで株価に影響する背景が当てはまりやすい事象を対象を絞ることになる<sup>3</sup>。

それでは、将来業績の低下や企業の信頼性低下につながる不正会計開示がもたらす情報にはどういったものがあるだろうか。例えば、不正会計の目的や当事者といった分類では、将来業績に関わる不正会計の損益に対する影響の大きさ（以下、損益影響）や信頼性に関わる統制環境が異なってくる<sup>4</sup>。また、不正を行った企業自身が開示を行うことからその開示の透明性に関する特性も、企業の信頼性に対する影響があると考えられる。

不正会計の目的には財務諸表の意図的な利益操作や損失の隠蔽である「不正な財務報告」と、企業の資産を個人が着服または窃盗や窃用により流失させる「資産の流用」がある。3.6.3節および表3.8によれば、不正な財務報告である場合には、不正の意図が財務諸表の粉飾であることから利益の過大計上が生じやすい。過去の利益推移が過大であったことがわかれば、過去の推移から将来の業績を予想している場合、予想を下方に修正する必要性が生じる。一方で、資産の流用である場合は、不正が発覚するまでの間に生じた資産の流失があり、その隠蔽のために架空の資産や費用を計上した事例なども見られる。この場合は、過去に企業の

---

<sup>2</sup> この他にも、Dechow et al. (2010) では課徴金処分や損害賠償金による追加的なコストの発生も要因に加えている。ただし、日本における規制当局による課徴金処分や損害賠償金が決定されるのは一連の不正会計開示よりも後の時点となることが多く、日本の課徴金処分の額は株価下落の水準と比較して時価総額に対する割合が小さい(第4章脚注10参照)。これらを理由に本論文の研究では追加的なコスト発生の開示を分析の対象外とする。

<sup>3</sup> 不正会計が特に顕著に投資家に影響することは、修正再表示の原因が不正会計に起因する場合に株価下落がより大きく生じることを示す先行研究からも裏付けられる(Palmrose et al., 2004; Hennes et al., 2008; 奥村, 2014)。

<sup>4</sup> ここで言う「損益影響」は不正会計の損益に対する影響の大きさを意味しており、本研究では、直近の財務諸表における純資産残高の訂正前後の差(当期純利益の訂正前後の差の累計額)、および、不正会計発覚後の財務諸表における不正会計を訂正することの影響として計上される当期純利益の変化額の合計を用いて測定している。なお、3.6.2節と同様の定義であり、具体的な変数定義は後述する。

資産が毀損していた事実が明らかになるものの、その影響は過去に完結しており、将来の利益の水準を低下させる影響は少ない。この違いによって不正な財務報告である場合には資産の流用である場合よりも将来業績に影響しやすく、株価が下落しやすいと予想される。

次に、不正会計の当事者に関しては、開示した企業の本社で生じた不正とそのグループ会社で生じた不正があり、さらにその中で経営層（経営者または役員）による不正と、従業員（管理職も含む）による不正に分類される（3.6.3節および表3.8）。グループ全体の全社的な統制環境を考慮すれば、グループ会社で生じた不正や、本社であっても従業員までの関与であれば、統制環境の悪化は限定的と予想される。一方、開示企業本体で経営層が関与する不正である場合にはグループ全体を通じた統制環境の悪化が予想され、信頼性をより低下させることで株価を下落させやすいと考えられる。

以上に基づいて不正会計の特性に基づく以下の仮説を設定する。

仮説1 不正会計開示が不正な財務報告である場合には、それに該当しない不正会計開示に比べて株価の下落が大きくなる。

仮説2 不正会計開示が開示企業本体の経営者または役員による不正である場合には、それに該当しない不正会計開示に比べて株価の下落が大きくなる。

続いて、不正の発覚後、その影響範囲や原因を特定するための調査が企業内で行われるが、企業の信頼性が疑われている状況において企業が自ら調査を行うことは、外部からの信頼性を回復するためには限界があると考えられる。これに関して「上場会社における不祥事対応のプリンシプル」（日本取引所自主規制法人、2016年）では、不正調査の独立性や専門性を確保するには、第三者委員会の設置が有力な選択肢となる旨が示されている。第三者委員会の設置は、外部から見ても調査の独立性や専門性の確保が期待でき、企業の信頼性の低下を抑えることを通じて株価の下落を防ぐと考えられる。一方で、その設置がない場合には調査の透明性は低くなるため、調査後も企業に対する投資家の疑念が残り、株価の下落も大きくなりやすいと予想される。以上より、次の仮説を設定する。

仮説3 不正会計開示に際して第三者委員会の設置がない場合、設置がある場合に比べて株価の下落が大きくなる。

さらに、不正会計の規模を示す指標である損益影響は、投資家にとって不正会計の全体像をつかむための重要な情報となるが、上述したそれぞれの状況に該当する場合には、その情報の投資家への伝わり方が異なると考えられる。まず、不

正な財務報告である場合には、発覚後の将来業績の変化は損益影響の大きさに基づく。このため、不正な財務報告に該当することは、損益影響を通じた株価への影響をより強く生じさせることが考えられる。

また、経営層による不正である場合や、第三者委員会が設置されない場合には、特に企業の信頼が失われる状況にあり、不正調査の信憑性にも疑いが生じる可能性がある。形式的に調査が行われたとしても実質的な原因を解決せずに、未発覚の不正を隠蔽したままにする可能性や開示後も同じように不正会計を続ける疑いが払拭し切れない。損益影響は調査の結果からわかる情報であり、企業の信頼性の疑いが強い場合には投資家もその結果を慎重に評価することから、損益影響による株価下落をよりいっそう強めると考えられる。

これらを理由に、不正会計の特性によって損益影響を示す情報の性質が異なることから、損益影響による株価への影響が変化すると考えられる。よって、次の仮説を設定する。

**仮説4** 不正会計開示が不正な財務報告である場合、経営者または役員による不正である場合、第三者委員会の設置がない場合のいずれかに該当する場合には、それぞれ該当しない場合に比べて不正会計の損益影響による株価下落が大きくなる。

この他にも、不正会計に関する特性は、先行研究で関連が明らかにされている損益影響をはじめとして、投資家にとっての将来業績予想や企業の信頼性を変化させることで株価反応に影響を及ぼす可能性があるものがいくつか考えられる。まず、損益影響は過年度の損益情報の改訂によって将来業績予想に影響すると考えられるが、過去の改訂が将来に結び付くかどうかという点で、損益影響が每期経常的に生じる利益に影響するかどうかによって異なると考えられる。将来業績への影響を測る指標として、Palmrose et al.(2004) や奥村 (2014) では、経常利益の訂正が生じた場合を1とするダミー変数を用いていたが、株価反応との関連の一貫した結果は得られていない<sup>5</sup>。不正会計の影響が特別損益だけでなく経常利益の段階での損益を変動させる場合は、投資家が過去の利益推移に基づいて期待する将来利益予想も変化することが予想されることから、経常利益へ影響がある場合は株価への影響が大きくなることが考えられる。

**仮説5** 不正会計開示が経常利益を変動させる場合は、経常利益が変動しない場

---

<sup>5</sup> Palmrose et al.(2004) では有意に影響することが確認できたが、奥村 (2014) では有意な関連は見られない。

合に比べて株価の下落が大きくなる。

日本の不正会計開示においては基本的な開示の枠組みはあるものの、その開示情報の内容や開示されるタイミングなどは様々である。不正会計が発覚後の状況では、投資家から見て企業の今後の動向は非常に不確実な状況にある。そのような中では、以上で仮説として設定したような不正会計の直接的な内容以外に、その開示のされ方についても投資家にとって情報内容になる特性が含まれると考えられる。開示される情報の特性にも多くの種類があるが、その中でも投資家にとって将来の予想に影響し、企業に対する信頼性を失わせやすいと考えられる開示の特性に焦点を当てる。

不正会計の開示の重大性が開示される情報として、規制当局による調査がその発覚の発端となる場合がある。企業が自発的に不正を発見して是正する場合に比べて、第三者である規制当局が調査を公にしている事実は、投資家の不正会計の重大性に対する疑念をより確実視させるだろう。Palmrose et al.(2004) や奥村(2014)においても同様のダミー変数が株価と有意にマイナスで関連することが分かっているが、奥村(2014)で識別された規制当局の調査により発覚したサンプルは2件であり、再検証の余地がある。このことから、第一報の段階で規制当局(日本においてはSESC)の調査が行われている旨が開示されている場合は、株価が大きく下落することが考えられる。

**仮説6** 不正会計開示の第一報時点で規制当局による調査が行われている旨が開示されている場合は、そうでない場合に比べて株価の下落が大きくなる。

次に、不正会計が過年度の財務諸表に及ぼす影響は、修正再表示によって訂正内容を確定させる場合と、一括した損益処理によって当期の決算に反映する場合がある。不正会計の影響が確定した場合に過年度決算の修正再表示を行うか否かは、影響の重要性に基づいて企業が判断する。修正再表示があるということは、過年度の決算において不正会計の影響が重要であることを意味し、過年度の財務諸表の修正再表示が行われること自体が企業の信頼性を失わせ、株価を下落させることが予測される。先行研究によっても、修正再表示の第一報が株価を下落させることが明らかになっている(Palmrose et al., 2004、奥村,2014)。このため、修正再表示がある場合は、修正再表示がされない場合よりも株価が大きく下落することが予想される。

**仮説7** 不正会計開示に修正再表示が伴う場合は、そうでない場合に比べて株価の下落が大きくなる。

続いて、不正会計が発覚した場合、その影響や原因が確定されず、未発見の不正会計が生じているリスクが残る場合は、その発覚した期の決算は確定できない。不正会計は決算手続中に発覚することも多く、その調査には期間を要するため、結果として当初企業が公開していた決算発表予定や金融商品取引法で求められる決算書開示期日より遅延することとなる。決算遅延は適時開示によって投資家へ伝えられるが、当初のスケジュール通りに決算情報を開示できない事実は、過去への影響のみではなく、発覚した期の業績への影響も含めて不正会計の影響の大きさへの疑念を強める<sup>6</sup>。また、不正会計の調査に関する企業の能力にも投資家の疑念は及び、企業の信頼性を失わせることが考えられる。

このため、不正会計の内容を直接追加する情報ではないものの、不正会計に起因する決算遅延が伴うことは、過年度だけでなく発覚した期の決算への影響や企業の信頼性に対する投資家からの失望を招き、株価の下落をもたらすことが予想される。

**仮説8** 不正会計開示に決算遅延が伴う場合は、決算遅延が伴わない場合に比べて株価の下落が大きくなる。

最後に、不正会計開示には複数の開示イベントが含まれるが、その件数は事例ごとに異なる点に着目する。不正会計開示は第一報で開示が完了することは少なく、当初は不正会計の概要の開示に留まり、その後の調査の進捗に応じて追加的な開示が行われることで、不正会計の全体像が明らかになる。調査が完了する前の段階からも状況に応じて開示が行われるが、調査の進捗に応じて不正に関する情報が追加される場合もあれば、調査が二転三転する場合や外部の報道に対してやむを得ず説明をする場合などもあり、開示件数が多いほど不正に関する情報が詳細に伝えられているという関係は必ずしも当てはまらない。不正会計の影響が明らかになっていない段階での不正会計に関する情報は、企業の不正会計に対する投資家の反応を少なからず引き起こすと予想される。このため、毎回の開示で株価の下落を生じさせると考えれば、開示件数が多いことは事例全体での株価下落を大きくすると考えられる。

**仮説9** 不正会計開示の開示イベント件数が多いほど、株価の下落が大きくなる。

---

<sup>6</sup> Begley and Fischer (1998) によれば決算の公表が1期前の決算公表のタイミングよりも遅れると、アナリスト予想よりも実績利益が低い場合が多いことがわかっており、決算公表の遅れが投資家の疑念を増やすことが示唆される。

## 5.3 分析デザインとサンプル選択

### 5.3.1 不正会計開示に対する株価反応の測定

不正会計開示の第一報は、不正会計の事実やその可能性を示す事象が発覚した時点の開示である。その後、不正調査が進められ、進捗に応じた調査結果の開示がされる。その他にも、最終的な調査結果の確定までの間には、不正会計の発覚に起因する決算遅延や第三者委員会の設置などの開示があり、確定後にも修正再表示の開示が行われる場合がある。このため、不正会計開示は一度の開示で全ての内容は開示されず、第一報で概要程度が開示され、その後の調査報告で徐々に全容が明らかになるのが通例である。

Karpoff et al. (2008) や Karpoff et al. (2017) では、米国の不正会計事例に基づく第一報から続く一連の不正会計開示に対する株価の動きを測定しており、第一報だけでなく、その後に続く調査報告などの関連する開示に対しても株価下落が生じることを報告している。第一報後の開示も考慮しなければ、株価反応の測定が部分的になることを踏まえて、本論文での株価反応の測定では、第一報日だけでなくその後の関連する開示イベント日も対象として、それらを事例別に集計した結果を用いる。

関連する開示には、決算遅延、第三者委員会の設置、調査報告、決算短信の訂正を識別する。開示情報に株価が反応する背景を考慮して、第一報から不正会計の内容（特に損益影響）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開示を対象としている。その後の開示は不正会計の内容を追加するものではないことから対象としない。

株価の測定は日次単位で行い、開示日の企業の個別リターンから市場リターンを控除した値を開示に対して投資家が反応した異常リターンとする<sup>7</sup>。市場リターンには、JASDAQを除く全ての上場株式を対象とした指標である日経総合株価指数を用いる<sup>8</sup>。事例別に複数ある開示に対する異常リターンの集約は、Karpoff et al. (2008) を参考としてイベント別にある複数の異常リターンを合計する。

---

<sup>7</sup> 適時開示の開示時刻が取引所閉場（15時）以降である場合は、イベント日を開示日の翌取引日とする補正を行う。

<sup>8</sup> 市場リターンに TOPIX を用いた場合も、主な分析結果に違いがないことを確かめている。

$$AR_{ijd} = R_{ijdt} - R_{mdt} \quad (5.1)$$

$$CAR_{ijd}(x, y) = \sum_{t=x}^y AR_{ijd} \quad (5.2)$$

$$TAR_{ij}(x, y) = \sum_{d=1}^{n_{ij}} CAR_{ijd}(x, y) \quad (5.3)$$

ここで、 $R_{ijdt}$  は企業  $i$ 、不正会計事例  $j$  の  $d$  件目の開示イベントに対する日次  $t$  の配当込み株式分割等調整後株式リターンである。 $R_{mdt}$  は同日次の市場リターンである。 $CAR_{ijd}(x, y)$  は、同イベントに対する日次  $x$  から日次  $y$  までの累積異常リターンである。そして、 $TAR_{ij}(x, y)$  は、企業  $i$  の事例  $j$  に対して  $n_{ij}$  回ある開示イベント日の  $CAR_{ijd}(x, y)$  をさらに合算した事例単位の累積異常リターンである。 $CAR_{ijd}(x, y)$  には、開示日当日のみを対象とする  $CAR_{ijd}(0)$  と、開示日当日と翌日を加えた  $CAR_{ijd}(0, +1)$  の 2 通りを計算する。翌日まで加える場合、青淵 (2011) や奥村 (2014) とも整合する測定期間となる。また、不正会計開示のような急激な株価下落が生じる場面では、証券取引所の制限値幅を超える株価の動き (ストップ安) がある場合に反応が翌日に持ち越されるケースもあるため、翌日を加えた方がより網羅的に株価反応を測定できる。

### 5.3.2 仮説の検証モデル

仮説の検証には、不正会計開示事例データを用いた最小二乗法によって (5.4) 式を推定する。

$$\begin{aligned} TAR_{ij}(x, y) = & \beta_0 + \beta_1 FFR_{ij} + \beta_2 MANAGE_{ij} + \beta_3 INS_{ij} + \beta_4 MAG_{ij} \\ & + \beta_5 ORE_{ij} + \beta_6 SESC_{ij} + \beta_7 RESTATE_{ij} \\ & + \beta_8 DELAY_{ij} + \beta_9 FREQ_{ij} + \beta_{10} TA_{ij} + \beta_{11} ROA_{ij} \\ & + \beta_{12} BTM_{ij} + \beta_{13} BIGN_{ij} + \Sigma \beta Year/Industry + e \quad (5.4) \end{aligned}$$

被説明変数および説明変数の定義は表 5.1 に要約している。(5.4) 式の被説明変数は事例別の累積異常リターン ( $TAR_{ij}(x, y)$ ) である。説明変数には、不正会計の内容を示す変数として、不正な財務報告ダミー ( $FFR_{ij}$ )、開示企業本社の経営者または役員による不正ダミー ( $MANAGE_{ij}$ )、第三者委員会非設置ダミー ( $INS_{ij}$ ) を用いる<sup>9</sup>。これらは仮説 1、仮説 2、仮説 3 に基づき、係数の期待符号はマイナスである。

<sup>9</sup>  $INS$  の測定について、調査委員会が第三者委員会に該当するか否かの判定は、3.3.4 節の不正会計事例の識別に用いた判定と同様の条件で行っている。

表 5.1 変数の定義

変数	定義
$TAR(x,y)$	不正会計事例別の日次 $x$ から日次 $y$ までの累積異常リターン
$FFR$	不正な財務報告に該当する場合は1、そうでない場合は0のダミー変数
$MANAGE$	開示企業本社の経営者または役員が関与した不正である場合は1、そうでない場合は0のダミー変数
$INS$	第三者委員会による調査報告を行っていない場合は1、そうでない場合は0のダミー変数
$MAG$	$-1 \times (\text{直近純資産残高の訂正額} + \text{開示期税引前当期純利益影響額}) \div \text{第一報開示直前期 (または直前四半期) 訂正前総資産残高}$ ( $MAG > 0$ のとき、純資産が減少する影響が生じていることを意味する)
$ORE$	不正会計による損益影響が経常利益へ影響する場合に1、そうでない場合に0のダミー変数
$SESC$	SESCによる調査の事実が第一報で示されている場合に1、そうでない場合は0のダミー変数
$RESTATE$	決算短信の修正再表示を行っている場合は1、そうでない場合は0のダミー変数
$DELAY$	決算遅延の開示を行っている場合は1、そうでない場合は0のダミー変数
$FREQ$	事例別の不正会計開示の開示イベント数 ( $n_{ij}$ と同じ)
$TA$	第一報直前期末の訂正前総資産残高の自然対数をとった値
$ROA$	第一報直前期の訂正前営業利益 $\div$ 第一報直前期訂正前総資産期中平均残高
$BTM$	第一報直前期末の訂正前自己資本 $\div$ 第一報直前期末日の時価総額 (自己資本 = 純資産 - 非支配株主持分 - 新株予約権)
$BIGN$	第一報直前期に大手監査法人(新日本、トーマツ、あずさ、中央青山(2006年まで))が監査人であった場合は1、そうでない場合は0のダミー変数
$Year$	2005年から2016年の第一報開示年度のダミー変数
$Industry$	東証33業種分類に基づくダミー変数

(出所) 筆者作成 (以下同じ)

次に、不正会計の損益影響額 ( $MAG_{ij}$ ) には、累積的な損益影響額と開示期の決算への影響額の直前決算における総資産に対する比率に  $-1$  を掛けた値を用いており、株価に対してマイナスの関連を期待する<sup>10</sup>。仮説4に基づいて損益影響 ( $MAG_{ij}$ ) を通じた株価への影響を検証するために、追加的に損益影響と上記の説明変数の交差項 ( $MAG_{ij} * FFR_{ij}$ 、 $MAG_{ij} * MANAGE_{ij}$ 、 $MAG_{ij} * INS_{ij}$ ) を(3)式の説明変数に追加することで、それぞれの変数との関連で生じる損益影響のパラメータの変化を推定する。仮説4に基づいて株価下落の影響が大きくなることが見込まれるため、どの交差項も負の符号になることを予想する。

以上の他に、先行研究に基づいて株価下落に関連することが予想される不正会計開示に関する特性を検証に組み込む。以下の変数に対する係数符号は、いずれも仮説に基づいて、株価に対してマイナスの関連を期待するものとして含める。

<sup>10</sup> 修正再表示を対象とした Palmrose et al. (2004) および奥村 (2014) での訂正額を用いた損益影響指標に、修正再表示がない場合の損益影響額として開示期の税引前当期純利益への影響額を加味した指標である。なお、訂正後の利益または純資産が減少する場合に  $MAG$  がプラスの値になるようにマイナスをか掛けて符号を調整している。

まず、仮説5に基づいて、不正会計の影響が一時的ではなく、企業の経常的な利益水準を示す経常利益に影響するのであれば、将来業績に影響する可能性が高まることを考慮し、経常損益影響ダミー ( $ORE_{ij}$ ) を含める。

次に、仮説6より、第一報時からSESCによる調査が行われている場合に特に影響が大きくなる可能性を高めることから、規制当局の調査による発覚 ( $SESC_{ij}$ ) を含める (Palmrose et al., 2004; 奥村, 2014)。また、仮説7に基づいて、修正再表示の開示自体が企業の信頼性を低下させ、株価下落をもたらす可能性があるため、修正再表示 ( $RESTATE_{ij}$ ) を含める。

その他にも、不正会計開示時の開示環境に関する特性として、仮説8で示すように決算遅延が伴う場合、その後に発表される決算への深刻な影響や企業の調査能力に対する投資家の疑念を呼ぶことで株価に影響すると考えられることから、決算遅延 ( $DELAY_{ij}$ ) を含める。また、事例別に開示イベント数は異なるが、不正に関連する開示件数が多いほど、調査が完了しない状態での開示が増え、件数の違いが株価が下落しやすいと予想されることから、開示イベント数 ( $FREQ_{ij}$ ) を組み込む。

最後に、企業特性を表すコントロール変数として、不正会計開示の直前決算期における企業規模 ( $TA_{ij}$ )、業績 ( $ROA_{ij}$ )、簿価時価比率 ( $BTM_{ij}$ ) を含める。また、先行研究から不正会計開示の可能性との負の関連が知られる大手監査法人ダミー ( $BIGN_{ij}$ ) も、不正会計に関する投資家の反応を変化させると考えられることから説明変数に加える (Lennox and Pittman, 2010)。

### 5.3.3 サンプル選択過程

本章では3.3.4節の手順により収集された2005年1月から2016年9月までの期間における486件の不正会計事例を共通の分析対象としている。ここから、異なる規制下にある金融関連の業種を除くと共に、必要な財務情報や株価情報のデータが入手可能であることをサンプルの要件とした結果、最終的な不正会計開示サンプルは444件となった。表5.2は以上のサンプル選択の過程である<sup>11</sup>。

なお、データの入手元も他の章と共通であり、適時開示関連情報はプロネクサス社が提供する「eol データベースサービス」、SESC 関連情報はSESCのWebサイトより入手している。財務情報および株価指数情報は日本経済新聞社の「日経

<sup>11</sup> 不正会計開示サンプルには、一つの企業で複数の事例がある場合も含まれ、同じ企業の2回目の事例が42件、3回目の事例が7件含まれる。複数事例がある場合、前の不正の調査が完了した日から平均で999日(約3年)後に次の事例の第一報が起こっている。最短でも73日後であり、前の事例と後の事例に期間的な重複はない。

表 5.2 不正会計開示事例サンプル選択過程

選択過程	開示イベント数( <i>d</i> )	事例数( <i>j</i> )	企業数( <i>i</i> )
(1) 適時開示本文の不正関連語句により特定された不正会計事例	1,296 件	446 件	394 社
(2) (1) 以外のSESCによる処分がある事例	99	24	22
(3) (1) および(2) 以外の第三者委員会による調査がある事例	62	16	11
適時開示より収集された不正会計開示事例	1,457	486	427
(-) 銀行業・証券業・保険業に属する事例	-37	-25	-15
(-) NEEDS-FQより必要な財務情報が入手できない事例	-6	-2	-2
(-) NPMより必要な株価情報が入手できない事例	-17	-6	-6
(-) 適時開示より不正会計による影響額が不明な事例	-18	-9	-9
分析対象となる不正会計開示の各件数	= 1,379	444	395

NEEDS Financial Quest」(NEEDS-FQ)、外部監査人関連情報は同社の「NEEDS 企業基本データ」の「監査法人・監査意見データ」(NEEDS-MT)、株価関連情報は金融データソリューションズ社の「日本上場株式日次リターンデータ」(NPM)より入手している。不正会計開示に関する情報は、収集された事例ごとに不正会計に関連する適時開示を全て特定し、適時開示の本文に記載された内容に基づいて筆者がデータ化している。また、修正再表示履歴のある財務情報は、不正会計開示の第一報時点の投資家の反応と対応させるため、発覚当時知られていた訂正前の財務数値に置き換える処理をしている。

## 5.4 分析結果

### 5.4.1 記述統計と変数間の相関

表 5.3 はサンプルの記述統計量である<sup>12</sup>。TAR(0)の平均は-0.074、TAR(0,+1)の平均は-0.112であり、第一報からの一連の不正会計開示に対して大きな株価下落が生じている<sup>13, 14</sup>。不正会計の内容や開示状況を示す変数について、不正な財務報告(FFR)の割合は49.1%でほぼ半数程度の割合になっている。開示企業本社の経営者または役員が関与する不正会計の割合は22.3%であり、発生割合は他の事例に比べて少ない。第三者委員会が設置されずに不正調査が完了される割合

<sup>12</sup> 外れ値の影響を緩和するため、TAを除く連続した値の変数(TAR、MAG、ROA、BTM)は各変数の上位または下位1パーセンタイル値を超える場合に上位または下位1パーセンタイル値に置き換える異常値処理を行っている。なお、異常値処理を行わない場合でも分析結果に大きな違いはないことを確かめている。

<sup>13</sup> 第一報のみを測定した場合の異常リターン(CAR<sub>*ij*1</sub>)の平均は、当日のみで-0.048、翌日も加えると-0.065であり、追加的な関連開示の株価反応を加えない場合は投資家の反応を過少に測定することになる。

<sup>14</sup> TAR(0,+1)は-1.00を下回る値をとる場合が含まれるが、TARの下限を-1.00とする場合でも分析結果に違いはないことを確かめている。

表 5.3 記述統計量

VARIABLES	Obs.	mean	sd	p1	p25	p50	p75	p99
<i>TAR(0)</i>	444	-0.074	0.160	-0.811	-0.110	-0.026	0.004	0.249
<i>TAR(0,+1)</i>	444	-0.112	0.240	-1.209	-0.144	-0.037	0.005	0.247
<i>FFR</i>	444	0.491	0.500	0	0	0	1	1
<i>MANAGE</i>	444	0.223	0.417	0	0	0	0	1
<i>INS</i>	444	0.577	0.495	0	0	1	1	1
<i>MAG</i>	444	0.039	0.113	-0.009	0	0.004	0.021	0.797
<i>ORE</i>	444	0.514	0.500	0	0	1	1	1
<i>SESC</i>	444	0.027	0.162	0	0	0	0	1
<i>RESTATE</i>	444	0.570	0.496	0	0	1	1	1
<i>DELAY</i>	444	0.331	0.471	0	0	0	1	1
<i>FREQ</i>	444	3.106	1.738	1	2	3	4	8
<i>TA</i>	444	10.450	2.111	5.684	9.036	10.292	11.755	15.800
<i>ROA</i>	444	0.012	0.121	-0.583	0.007	0.031	0.058	0.257
<i>BTM</i>	444	1.046	0.811	-0.562	0.465	0.931	1.473	4.031
<i>BIGN</i>	444	0.678	0.468	0	0	1	1	1

(注) 連続した値の変数は全て小数点表示である。また、*TA*を除く連続した値の変数は各変数の上位または下位1パーセンタイル値を超える場合に上位または下位1パーセンタイル値に置き換える異常値処理を行っている。

(*INS*)は57.7%であり、設置されない事例の方が高いものの、第三者委員会が設置されている事例は4割程度になっている。

不正会計の損益に対する累計的な影響(純資産減少)は平均で総資産の3.9%(中央値で0.4%)であり、影響の大きな上位のサンプルで特に大きな影響が測定されていることと、影響の軽微な事例も多く含まれることがわかる。*SESC*の調査により発覚する開示(*SESC*)は非常に少ない(全体の2.7%)。その他、規模や業績などの変数に関しても開示前の段階での目立った偏りはなく、不正会計事例全般を幅広く対象に含んでいる。

次に、表5.4は各変数間の相関係数をまとめている。強い相関を示す変数の組み合わせは見受けられない。仮説の検証対象となる変数のうち、*FFR*と*MANAGE*については、期待符号と整合して異常リターン(*TAR(0,+1)*)と有意にマイナスの関係となっている。しかし*INS*については、仮説3に基づく期待とは逆に有意にプラスの関係である。この関係の違いは第三者委員会が設置されるような事例の傾向を考慮する必要がある。

不正会計開示の実務を詳述する長島・大野・常松法律事務所他(2018)によれば、不正会計の影響範囲が大きい場合や経営者の関与がある場合など、企業にとってより深刻な不正会計である場合に特に透明性の高い説明責任が生じ、第三者委員会が設置されやすい。*INS*と*MAG*の相関がマイナスであることから、第三者

表 5.4 相関係数表

VARIABLES	TAR(0)	TAR(0,+1)	FFR	MANAGE	INS	MAG	ORE	SESC
TAR(0)	1	0.81 ***	-0.21 ***	-0.21 ***	0.18 ***	-0.27 ***	-0.19 ***	-0.21 ***
TAR(0,+1)	0.87 ***	1	-0.20 ***	-0.25 ***	0.15 ***	-0.35 ***	-0.20 ***	-0.17 ***
FFR	-0.18 ***	-0.19 ***	1	0.07	-0.25 ***	0.26 ***	0.42 ***	0.00
MANAGE	-0.27 ***	-0.31 ***	0.07	1	-0.22 ***	0.08	-0.03	0.14 ***
INS	0.12 **	0.12 **	-0.25 ***	-0.22 ***	1	-0.22 ***	-0.24 ***	-0.03
MAG	-0.37 ***	-0.50 ***	0.10 **	0.27 ***	-0.16 ***	1	0.34 ***	0.10 **
ORE	-0.14 ***	-0.17 ***	0.42 ***	-0.03	-0.24 ***	0.05	1	0.02
SESC	-0.36 ***	-0.32 ***	0.00	0.14 ***	-0.03	0.16 ***	0.02	1
RESTATE	-0.29 ***	-0.15 ***	0.27 ***	0.14 ***	-0.38 ***	0.08	0.52 ***	0.00
DELAY	-0.17 ***	-0.36 ***	0.17 ***	0.18 ***	-0.35 ***	0.28 ***	0.29 ***	0.00
FREQ	-0.34 ***	-0.35 ***	0.23 ***	0.34 ***	-0.50 ***	0.28 ***	0.29 ***	0.20 ***
TA	0.07	0.14 ***	0.06	-0.25 ***	0.13 ***	-0.28 ***	-0.05	-0.06
ROA	0.04	0.10 **	-0.01	-0.19 ***	0.15 ***	-0.23 ***	-0.05	-0.07
BTM	0.16 ***	0.21 ***	-0.04	-0.18 ***	-0.01	-0.07	0.00	-0.10 **
BIGN	0.12 **	0.16 ***	0.07	-0.23 ***	0.17 ***	-0.20 ***	-0.02	-0.15 ***
VARIABLES	RESTATE	DELAY	FREQ	TA	ROA	BTM	BIGN	
TAR(0)	-0.28 ***	-0.31 ***	-0.33 ***	0.08 *	0.08	0.17 ***	0.11 **	
TAR(0,+1)	-0.29 ***	-0.39 ***	-0.38 ***	0.15 ***	0.14 ***	0.22 ***	0.13 ***	
FFR	0.27 ***	0.17 ***	0.25 ***	0.07	0.01	-0.07	0.07	
MANAGE	0.14 ***	0.18 ***	0.30 ***	-0.25 ***	-0.12 **	-0.20 ***	-0.23 ***	
INS	-0.38 ***	-0.35 ***	-0.53 ***	0.14 ***	0.13 ***	0.01	0.17 ***	
MAG	0.29 ***	0.35 ***	0.42 ***	-0.19 ***	0.00	-0.06	-0.06	
ORE	0.52 ***	0.29 ***	0.33 ***	-0.05	-0.09 *	-0.07	-0.02	
SESC	0.00	0.00	0.15 ***	-0.06	-0.06	-0.12 **	-0.15 ***	
RESTATE	1	0.39 ***	0.54 ***	-0.21 ***	-0.18 ***	-0.09 **	-0.09 *	
DELAY	0.39 ***	1	0.58 ***	-0.19 ***	-0.19 ***	-0.10 **	-0.09 *	
FREQ	0.47 ***	0.56 ***	1	-0.26 ***	-0.25 ***	-0.10 **	-0.19 ***	
TA	-0.22 ***	-0.19 ***	-0.20 ***	1	0.23 ***	0.17 ***	0.46 ***	
ROA	-0.18 ***	-0.19 ***	-0.27 ***	0.39 ***	1	-0.02	0.24 ***	
BTM	-0.06	-0.07	-0.06	0.10 **	0.12 ***	1	0.14 ***	
BIGN	-0.09 *	-0.09 *	-0.18 ***	0.45 ***	0.32 ***	0.07	1	

(注) 左下方がピアソンの積率相関係数、右上方がスピアマンの順位相関係数である。係数右肩の\*、\*\*、\*\*\*は両側検定による有意水準であり、それぞれ10%水準、5%水準、1%水準を意味する。

委員会を設置しないほど影響が小さい関係にあることがわかる。このため、INSに該当する事例は不正会計の影響が小さい事例を多く含むために、株価反応も小さいものが多くなり、プラスの関連になっていると考えられる。実際の検証対象となる説明変数と株価や損益影響との関連を示すため、単変量分析において各説明変数の違いによる異常リターンおよび損益影響の違いを示す。

#### 5.4.2 単変量分析

表 5.5 は仮説検証の対象となる変数 (FFR、MANAGE、INS) と異常リターン (TAR) および不正会計の損益影響 (MAG) の関連を単変量で分析している。不正な財務報告 (FFR = 1) や経営層による不正 (MANAGE = 1) では、それぞれの場合の TAR はそうでない場合よりも有意にマイナスとなり、株価下落が大き

表 5.5 不正会計開示特性の株価反応および損益影響に対する単変量分析

Sample group	obs	TAR(0)		TAR(0,+1)		MAG	
		mean (t-stat)	median (z-stat)	mean (t-stat)	median (z-stat)	mean (t-stat)	median (z-stat)
FFR=1	218	-0.104	-0.056	-0.157	-0.069	0.050	0.007
FFR=0	226	-0.046	-0.016	-0.068	-0.017	0.028	0.001
	<i>diff-test</i>	(-3.79) ***	(-4.49) ***	(-3.79) ***	(-4.29) ***	(2.04) **	(5.40) ***
MANAGE=1	99	-0.155	-0.100	-0.253	-0.147	0.097	0.008
MANAGE=0	345	-0.051	-0.020	-0.071	-0.029	0.022	0.003
	<i>diff-test</i>	(-5.80) ***	(-4.45) ***	(-6.76) ***	(-5.23) ***	(5.99) ***	(1.59)
INS=1	256	-0.059	-0.015	-0.087	-0.024	0.023	0.002
INS=0	188	-0.096	-0.055	-0.145	-0.067	0.061	0.011
	<i>diff-test</i>	(2.15) **	(3.86) ***	(2.16) **	(3.18) ***	(-3.46) ***	(-4.63) ***

(注) t値は、各変数の分類間の平均値の差がゼロであることを帰無仮説としたt検定の検定統計量である。z値は、各変数の分類間の中央値の差がゼロであることを帰無仮説としたWilcoxonの符号付順位和検定の検定統計量である。\*、\*\*、\*\*\*は両側確率による有意水準であり、それぞれ10%、5%、1%の水準を表す。

くなる傾向にある。これは仮説1および仮説2に整合する結果である。なお、それぞれ該当する場合の方が不正会計の損益に対する累計的な影響の大きさを意味する指標であるMAGは有意に大きい。

一方、第三者委員会が設置されない場合 ( $INS = 1$ ) のTARは、設置がある場合よりも有意にプラスであり株価の下落は小さくなる。こちらは仮説3と整合しないが、表5.4と同様に、その右列で示した第三者委員会非設置時の損益影響(MAG)が有意に小さく測定されていることを考慮する必要がある。先行研究からは損益影響が大きいほど株価下落が大きくなる関係が示されており、非設置の事例ではMAGが小さいことを理由に株価の下落が小さくなっている可能性も考えられる。この可能性は仮説1および仮説2でも懸念され、そうしたMAGを含む他の変数との関連も考慮した分析として、多変量分析を行う。

### 5.4.3 多変量分析

表5.6は(5.4)式の推定結果であり、被説明変数をTAR(0)とした場合とTAR(0,+1)とした場合の両方の結果である<sup>15</sup>。また、(5.4)'として交差項(MAG\*FFR、MAG\*MANAGE、MAG\*INS)を(5.4)式に追加した場合の推定結果も示している<sup>16</sup>。まず、仮説1および仮説2に関して、FFRとMANAGEは有意なマイナスの係数が推定された。単変量分析から懸念されたMAGによる株価下落

<sup>15</sup> 分析に当たって各説明変数のVIF (Variance Inflation Factor) を算出すると、最大でもFREQの2.3であり、いずれも一定の水準(10)以下になっていることから、多重共線性の問題は生じていないと考えられる。

<sup>16</sup> その他に考えられる交差項としてFFRとMANAGEの交差項(FFR\*MANAGE)を加えて(5.4)式を推定した結果、FFRやMANAGEの単独項は非有意で、FFR\*MANAGEは有意にマイナスとなる他は同様の結果であった。FFRとMANAGEの両方に該当する事例において特に大きな株価下落が起きていることを示唆する結果である。

表 5.6 不正会計開示特性の株価反応に対する多変量分析 ((5.4) 式の回帰推定結果)

VARIABLES	pred. sign	(5.4)				(5.4)'			
		TAR(0)		TAR(0,+1)		TAR(0)		TAR(0,+1)	
		coef	(t-stat)	coef	(t-stat)	coef	(t-stat)	coef	(t-stat)
<i>FFR</i>	(-)	-0.030*	(-1.86)	-0.043*	(-1.72)	-0.021	(-1.33)	-0.013	(-0.54)
<i>MANAGE</i>	(-)	-0.036*	(-1.76)	-0.057*	(-1.91)	-0.039*	(-1.76)	-0.058*	(-1.96)
<i>INS</i>	(-)	-0.028*	(-1.92)	-0.047**	(-2.08)	-0.015	(-0.99)	-0.027	(-1.23)
<i>MAG</i>	(-)	-0.332**	(-2.50)	-0.729***	(-3.73)	-0.204	(-0.76)	-0.326	(-0.76)
<i>MAG*FFR</i>	(-)					-0.150	(-0.63)	-0.579*	(-1.82)
<i>MAG*MANAGE</i>	(-)					0.108	(0.46)	0.159	(0.41)
<i>MAG*INS</i>	(-)					-0.388*	(-1.69)	-0.567*	(-1.70)
<i>ORE</i>	(-)	-0.007	(-0.43)	-0.033	(-1.35)	-0.007	(-0.38)	-0.035	(-1.45)
<i>SESC</i>	(-)	-0.278***	(0.15)	-0.328**	(-2.54)	-0.283***	(-4.23)	-0.351***	(-3.10)
<i>RESTATE</i>	(-)	0.003	(0.15)	0.034	(1.21)	0.003	(0.17)	0.035	(1.26)
<i>DELAY</i>	(-)	-0.066***	(-3.40)	-0.129***	(-4.63)	-0.063***	(-3.25)	-0.127***	(-4.66)
<i>FREQ</i>	(-)	-0.014*	(-1.71)	-0.017*	(-1.72)	-0.014*	(-1.70)	-0.018*	(-1.82)
<i>TA</i>		-0.006	(-1.55)	-0.007	(-1.29)	-0.007*	(-1.87)	-0.009*	(-1.82)
<i>ROA</i>		-0.147*	(-1.68)	-0.195	(-1.41)	-0.102	(-1.24)	-0.117	(-1.02)
<i>BTM</i>		0.014	(1.46)	0.025*	(1.92)	0.011	(1.17)	0.020	(1.62)
<i>BIGN</i>		0.020	(1.22)	0.038	(1.57)	0.021	(1.23)	0.040*	(1.70)
Constant		-0.064	(-1.13)	-0.220***	(-2.88)	-0.061	(-1.06)	-0.231***	(-3.16)
<i>Year</i>			Yes		Yes		Yes		Yes
<i>Industry</i>			Yes		Yes		Yes		Yes
Observations			444		444		444		444
Adjusted R-squared			0.310		0.322		0.323		0.451

(注) ()内にはWhiteの不均一分散調整後の標準誤差を用いたt値を記載している。係数右肩の\*、\*\*、\*\*\*は両側検定による有意水準であり、それぞれ10%水準、5%水準、1%水準を意味する。

を考慮しても、不正会計が不正な財務報告であることや経営層による関与があるといった特徴は、株価を下落させる要因になっている。これは仮説1および仮説2を支持する結果である。そして、*INS*は単変量分析とは変わって有意にマイナスの符号になっている。他の要因との関連をコントロールすれば*INS*も株価とマイナスに関連することを意味しており、仮説3を支持する結果である。

続いて、仮説4の検証のため、*MAG*と他の変数との交差項を加えた(5.4)'の推定結果では、*MAG*の単独項や*MAG\*MANAGE*の交差項では有意な係数にならないものの、*MAG\*FFR*や*MAG\*INS*の交差項は有意にマイナスになっている<sup>17</sup>。*MAG\*FFR*または*MAG\*INS*の交差項で有意にマイナスになることの意味することとしては、損益影響と株価下落との関連は、特に*FFR*や*INS*に該当する場合において、関連がより強くなっていることが示唆される。また、

<sup>17</sup> *MAG\*FFR*は、当日と翌日のリターンを測定した*TAR(0,+1)*の場合にのみ有意なマイナスになっている。翌日まで含める場合は、ストップ安により翌日に持ち越されたマイナスの影響を含む測定になることから、*TAR(0,+1)*の結果がより実態に合っていると考えられる。なお、翌日を含める測定は、先行研究と整合する測定期間である。

損益影響がある事例において *FFR* または *INS* は株価下落と関連しているが、*FFR* または *INS* の単独項では有意でないことから、損益影響がない事例の場合は *FFR* や *INS* であっても株価反応に関連していないと考えられる。つまりは、*FFR* や *INS* は損益影響を通じて株価反応とマイナスに関連していることがわかる。なお、*MAG\*MANAGE* は有意でないが、(5.4)' では *MANAGE* の単独項が有意な係数を持つことから、経営層による不正への関与はそのこと自体が直接的に株価を下落させる要因になっていると理解できる。

不正な財務報告である場合に株価下落が大きくなるのが仮説1の検証からわかる結果であるが、これに関して仮説4の検証結果はその影響が損益影響を通じたものであることを示唆しており、より詳細に不正な財務報告である場合の影響を表している。同様に、仮説3で検証した第三者委員会を設置しないことによる株価下落についてもより具体的な解釈を加える結果であり、第三者委員会設置の有無が直接的に株価下落をもたらすのではなく、調査結果として判明する損益影響を通じて株価下落を促す要因になることを意味している。第三者委員会が設置されずに透明性が低い調査結果として損益影響が開示されたとしても、投資家は額面通りに評価せず、開示された損益影響以上の不正会計が潜むリスクを踏まえて、より強く反応している背景が考えられる。(5.4)'の結果は、株価反応に影響するという意味では仮説1および仮説3と仮説4を共通して支持する結果であると言える。

その他の不正会計開示に関する変数でも、有意な係数が推定されている。*MAG* がマイナスとなることは Feroz et al.(1991)、Palmrose et al.(2006)、奥村(2014)といった先行研究と整合する結果である。不正会計の損益への累計的な影響が株価反応要因になっていることは、過年度の利益の訂正により将来業績予想を下方へ変化させることを通じて企業価値評価が下げられ、株価に影響を及ぼす背景と整合する結果である。一方、*ORE* は有意な係数にはならず、仮説5は支持されなかった。日本の修正再表示を対象とした奥村(2014)と整合する結果であり、経常損益に影響すること自体の株価反応は見られない。

次に、*SESC* の係数は有意にマイナスであり、奥村(2014)などの先行研究と整合して仮説6を支持する結果になっている。第一報の段階から *SESC* による調査が開示されている場合、規制当局の調査の公表は特に深刻な不正会計が生じている可能性を投資家に確実視させることから、投資のリスクを大きく増大させ、株価のマイナスが大きくなっていることが考えられる。

その一方で、*RESTATE* には有意な係数は推定されず、仮説7は支持されない。修正再表示に対してマイナスの株価反応を測定していた先行研究と整合しな

い結果にも見えるが、先行研究では修正再表示の第一報に対する株価反応のみを測定している。また、第5章の分析では一連の不正会計開示に対する株価反応を測定したとき、最後の局面で開示される修正再表示の開示イベントはプラスの株価反応が生じていることも観測されている。一連の株価反応を測定した場合には、修正再表示は投資家の信頼性を低下させるものではないことを示唆する結果になっている。

先行研究とは関連しない変数としては、*DELAY*についても株価に対して有意なマイナスになっており、仮説8を支持している。不正会計の第一報によって発覚した期の決算の利益が大きく下がる可能性に対する疑念や投資に対するリスクが、決算遅延を開示することでさらに増大し、投資家の失望を招いているものと考えられる。そして、*FREQ*が有意にマイナスの係数になっていることは、仮説9を支持している。期待と整合して、不正調査完了前の開示イベントは多いほど投資家の疑念を呼び、結果として株価を下落させていると解釈できる。

#### 5.4.4 追加分析

先行研究では第一報に対する株価反応のみを測定した結果を用いて分析が行われているのに対して、本章の分析の特徴は、(5.3)式によって事例ごとの第一報だけでなく追加的な関連開示イベントを全て測定し、分析対象に集計している点にある。この違いの影響を明らかにするため、追加分析として第一報のみの株価反応 ( $CAR_{ij1}$ ) を被説明変数に用いて (5.4) 式を推定した結果が表 5.7 である。

(5.4) 列では、一部の変数 (*FFR*、*MANAGE*、*MAG*、*SESC*、*DELAY*) では表 5.6 と同様のマイナスの反応が生じているものの、結果は当日のみのリターンと当日と翌日を合計した場合のリターンで安定しない。これは交差項を含めた (5.4)' 列でも同様に見られ、 $MAG * FFR$  は、表 5.6 とは逆に当日のみのリターンでの関連ではあるものの、マイナスに有意となっている。第一報の時点であってもこれらの不正会計の内容は概要程度が伝えられることが多いことが、第一報の株価反応との関連を示す背景にある。ただし、その情報量という意味では、ほとんど全体像が明らかになっている場合もあれば、何もわかっていない場合もあり、事例によって大きく異なることから安定した結果が得られないと考えられる。

さらに、表 5.6 とは異なる結果が出ている変数には、*ORE*、*RESTATE*、 $MAG * MANAGE$  があり、これらはいずれも有意にマイナスになっている。第一報の時点では、前述の通り不正会計に関する情報が明らかでない場合も多いため、経常損益に影響し、修正再表示が後に必要になるほど影響が大きく、経営者の関与が

表 5.7 不正会計開示特性の第一報のみの株価反応に対する多変量分析

VARIABLES	pred. sign	(5.4)				(5.4)'			
		$CAR_{i,jl}(0)$		$CAR_{i,jl}(0,+1)$		$CAR_{i,jl}(0)$		$CAR_{i,jl}(0,+1)$	
		coef	(t-stat)	coef	(t-stat)	coef	(t-stat)	coef	(t-stat)
<i>FFR</i>	(-)	-0.016*	(-1.90)	-0.018	(-1.45)	-0.009	(-0.97)	-0.008	(-0.64)
<i>MANAGE</i>	(-)	-0.019*	(-1.72)	-0.018	(-1.23)	-0.026**	(-2.28)	-0.039**	(-2.50)
<i>INS</i>	(-)	0.003	(0.33)	-0.010	(-0.91)	0.004	(0.43)	-0.011	(-1.01)
<i>MAG</i>	(-)	-0.075	(-1.61)	-0.194**	(-2.12)	-0.108	(-1.18)	-0.398**	(-2.32)
<i>MAG*FFR</i>	(-)					-0.149**	(-2.16)	-0.200	(-1.39)
<i>MAG*MANAGE</i>	(-)					0.174*	(1.90)	0.421**	(2.42)
<i>MAG*INS</i>	(-)					-0.054	(-0.71)	-0.036	(-0.21)
<i>ORE</i>	(-)	-0.018**	(-2.00)	-0.027**	(-2.29)	-0.019**	(-2.19)	-0.030***	(-2.64)
<i>SESC</i>	(-)	-0.084***	(-3.19)	-0.132***	(-3.07)	-0.089***	(-3.72)	-0.138***	(-3.52)
<i>RESTATE</i>	(-)	-0.023**	(-2.50)	-0.026**	(-2.26)	-0.022**	(-2.36)	-0.023**	(-2.03)
<i>DELAY</i>	(-)	-0.014	(-1.47)	-0.024*	(-1.65)	-0.014	(-1.48)	-0.024*	(-1.76)
<i>FREQ</i>	(-)	-0.000	(-0.10)	-0.003	(-0.74)	-0.000	(-0.03)	-0.002	(-0.56)
<i>TA</i>		0.002	(1.19)	0.005*	(1.74)	0.002	(0.75)	0.003	(1.16)
<i>ROA</i>		-0.060	(-1.62)	-0.121**	(-2.08)	-0.046	(-1.28)	-0.101*	(-1.86)
<i>BTM</i>		0.011*	(1.84)	0.027***	(3.94)	0.009	(1.58)	0.024***	(3.51)
<i>BIGN</i>		0.004	(0.42)	0.002	(0.14)	0.004	(0.42)	0.001	(0.07)
Constant		-0.130***	(-4.77)	-0.283***	(-7.48)	-0.122***	(-4.60)	-0.257***	(-7.78)
<i>Year</i>			Yes		Yes		Yes		Yes
<i>Industry</i>			Yes		Yes		Yes		Yes
Observations			444		444		444		444
Adjusted R-squared			0.234		0.309		0.252		0.347

(注) ()内にはWhiteの不均一分散調整後の標準誤差を用いたt値を記載している。係数右肩の\*、\*\*、\*\*\*は両側検定による有意水準であり、それぞれ10%水準、5%水準、1%水準を意味する。

認められるといった情報が第一報の時点でわかっているとすれば、投資家の疑念を呼び込み、大きくマイナスに反応する結果につながることを考えられる。

一方、*INS*や*FREQ*は表5.6とは異なり、有意な係数にならない。これは第一報のみの測定であることから、これらの内容（第三者委員会の調査報告や開示イベント件数）は明らかになっていないためであり、測定期間の違いによる結果の違いであると理解できる<sup>18</sup>。

以上より、一連の不正会計開示から測定される株価反応によって分析を行う場合は、第一報のみの分析結果と比べて、最終的な事例の内容のうち第一報時点で公表されていた情報の範囲によって、分析結果が安定しないことになる。また、第一報よりも後で明らかになる情報も株価反応に影響する不正会計開示の特性になることを検証対象として分析することができる。これらの点を考慮すれば、第

<sup>18</sup> 第一報で第三者委員会の設置を開示する場合もある。しかし、第三者委員会が設置されないことが株価下落につながる関係は、設置がないかどうかという点だけをもって成立するのではなく、その後にある調査報告の開示まで含めて、設置される場合と比較した結果であると考えられる。このため、第一報時点での第三者委員会の設置の有無だけではその結果に違いをもたらさないことが考えられる。

一報の測定結果を分析に用いた結果よりも、一連の不正会計開示に対する測定結果を用いた分析の方が、不正会計開示に対する株価反応要因をより詳細に明らかにした結果であると考えられる。

## 5.5 まとめ

本章では、不正会計開示に対する株価反応の要因となる特性を不正会計の内容や開示の透明性の観点から分析した。日本で開示された不正会計事例を対象として、第一報とその後に続く追加的な開示の株価反応を測定し、詳細な反応要因の分析を行った。

分析の結果、株価を下落させる要因として不正会計の損益影響が大きい場合や規制当局の調査がある場合以外にも、不正会計が不正な財務報告である場合や、不正の当事者が開示した企業の経営者または役員である場合、そして、不正調査のために第三者委員会が設置されない場合が該当することを明らかにした。不正会計の特徴や開示の透明性を示す情報もまた、将来業績や企業の信頼性に対する影響を持ち、結果として投資家の判断に影響する指標となることを示唆する。

さらに詳細な要因分析として、不正な財務報告であることや第三者委員会の非設置は、損益影響の大きさに基づいて株価が反応することを通じて株価と関連していることも明らかにした。不正会計の中でも不正な財務報告は特に将来業績に及ぼす影響が大きく、第三者委員会が設置されない場合は企業の開示する情報に疑いが生じると言え、それらに該当する場合は損益影響を通じた株価下落を拡大させることで、株価反応に影響をもたらしている。

その他にも、不正会計に際して決算が遅延することや第一報以降の追加的な開示が多い場合に株価下落が起こりやすくなっている。不正会計の内容だけでなく、企業の開示の特性によっても株価の下落の大きさは左右されることを示す結果である。

本章の成果の貢献は、不正会計の開示に対して投資家が反応する要因を新たに提示したことである。また、開示される不正会計の特徴や、企業の信頼性低下時における開示の透明性が株価下落の要因であることは、資本市場研究における株価と企業の信頼性との関連に対して示唆を持つ。そして、不正会計の発覚時に株式市場は少なからず混乱に陥るが、本章の結果は過去の実績に基づく株価反応の傾向を提示しており、不正会計の特徴に応じた投資家の意思決定をサポートすると共に、発覚した企業における不正対応時の判断材料となる証拠を提供する。

分析上の限界として、本章の分析は適時開示をベースに不正会計開示を特定し

たが、適時開示以外の企業外部による報道情報は考慮していない。また、不正会計開示と同日に決算発表や業績予想の修正などの不正に関連しない開示が行われた事例も含まれる点も課題として残る。本章の分析は不正会計開示に対する短期的な株価反応を対象としたが、不正発覚による企業の信頼性の低下は短期の影響に留まるとは考えにくい。不正の発覚は、長期的な業績やガバナンスの変化とも関連して長期的に影響をもたらす可能性が考えられることから、不正発覚後の長期的な影響の分析を次章において行う。

## 第6章

# 不正会計開示の長期的な影響

### 6.1 はじめに

本章の目的は、不正会計の開示による経済的帰結として、企業の経営環境にもたらす長期的な影響を明らかにすることと、それらの影響において企業が行った不正対応の透明性の違いによる結果の違いを分析することである。

近年、日本では毎年一定数の不正会計事例が開示されており、その発見と防止が課題として注目されている。財務報告は企業から信頼できる情報が開示されることを前提として利害関係者と企業の情報の非対称性の解消を目的としており、不正会計開示が起こる事態はそのような前提を覆すことで企業の財務報告に基づく信頼性を揺るがす大きな問題になる。このことから不正会計開示が公表されると、これまで財務報告を正しいものとして利用してきた利害関係者からの企業に対する信頼を大きく失うことが予想される。不正会計開示の影響範囲は、企業外部からの信頼性の毀損を通じて、投資家だけでなく、資金の融資や信用取引を行う債権者、ビジネスのパートナーとなる取引先や顧客、その企業で働く従業員に至るまで、様々な利害関係者に及ぶことが考えられる。このような財務報告の信頼性が大きく失われる事態は、企業にどのような経済的帰結をもたらすのかという点が本章の問題意識の出発点である。

不正会計の発覚後、企業は信頼性を回復させるため、短期的には不正に対する調査を行い、影響範囲や原因を特定し、不正会計によって低下した信頼性の修復を目指す。この不正調査には、社内で調査を行う場合と第三者委員会を設置して企業から独立した調査を行う場合があり、外部からの信頼性を修復するためには、第三者委員会の調査を受ける対応が有効とされている（「上場会社における不祥事対応のプリンシプル」日本取引所自主規制法人、2016年）。調査後においても、不正の当事者の処分や、原因となるコンプライアンス体制や内部統制などの

組織運営を改善し、不正会計の再発を防止する対策が実行され、企業内の体制や意識に変革が生じることとなる。近年蓄積された不正会計開示事例では、第一報後の一連の適時開示において、これらの企業の不正対応が開示されている。企業にとって不正会計の発覚後の対応の判断はその後の企業存続を左右する重大な意思決定であり、慎重にならざるを得ない。こうした不正会計の発覚に対してどのような対応が適切であったかという点は経済的帰結の分析を通じてしか経験的に明らかにすることはできない。このため、本論文を通じたもう一つの問題意識として、不正の発覚後に行われる企業の対応が経済的帰結にどのような違いをもたらすかという点を明らかにする。

米国の先行研究では、規制当局による処分事例や、修正再表示事例、集団訴訟事例を対象に、それらの開示後に生じる影響の有無が報告されている。影響が表れる指標には、代表的には企業の株価が挙げられ、その他にも、開示後の業績の悪化、経営者の交代やガバナンス構造の改善、監査人の交代といった変化をもたらすことが知られている。このとき経営者交代やガバナンスの改善が業績や株価に好影響をもたらすことが知られているが、第三者委員会設置のような不正会計発覚への企業対応の透明性の違いは明らかにされていない。日本の不正会計開示は、適時開示において制度的な公表がされており、規制当局による処分や修正再表示を伴う事例の他にも、利害関係者の判断へ重要な影響をもたらすと認められる場合に適時開示を行う必要がある。近年の日本の開示事例に基づけば、外部からの処分や影響の大小に関わらず様々な不正会計事例が公表されており、先行研究からは明らかでない企業対応の透明性による影響の違いを分析することができる。

不正会計事例は日本の上場企業が適時開示により公表した2005年1月から2016年9月までの事例のうち、必要なデータが入手可能な429件を用いる。経済的帰結としての長期的な影響の測定には差の差(Difference-in-Difference)分析の枠組みを用いる。長期的な影響を示す指標について、不正会計開示サンプルと比較対象となるコントロール・サンプルとの差の開示前後の差を用いて、不正会計開示による影響を測定する。比較するコントロール・サンプルには、不正会計開示を行いやすい企業の傾向スコアを推定し、傾向スコアの近い企業・年度をマッチングしている。

不正会計によって生じる影響には、不正会計開示の前後において生じる信頼性の低下を表すものとして、業績の低下や株価の下落があると考えられる。一方で、不正会計の原因の解消や再発防止のための対応として、経営者交代、ガバナンス構造の変化、監査人交代や監査人特性の変化が生じるものと期待される。不

正会計開示に際して企業が行う対応には、それらの開示後に起こる企業内部の変化よりも前に、不正会計が発覚した直後に行われる不正調査対応がある。不正調査は不正会計によって信頼を失った企業が自ら報告することから、調査の透明性が特に問題となる。調査の透明性は、調査主体の独立性や専門性を通じて利害関係者にとって有効な調査が行われているか否かを意味する。不正会計によって企業が信頼性を失ったとしても、外部から見て透明性の高い調査が行われるのであれば、不正の影響や原因の特定と再発防止の見込みが明らかとなり、開示後の信頼性の修復を期待できる。この不正調査の透明性の確保について、本論文では第三者委員会による調査の有無をもって測定している。

分析の結果、不正会計が開示されたときには、企業に内部の変革として経営者交代が生じやすくなることがわかっている。また、不正会計が発覚したことで不正に対するリスクが顕在化し、監査人の交代や監査報酬の増加が生じる結果となる。そして、企業外部からの信頼性低下は、長期的な影響として開示直後の期の業績や株価をマイナスにする影響をもたらしている。

さらに、これらの不正会計開示による影響は、第三者委員会を設置するかどうかによって違いが生じている。第三者委員会を設置して調査を行う場合には社内調査のみで対応する場合と比べて、開示期の経営者交代の増加や開示の翌期の社外取締役割合の増加、開示期以降の監査報酬の増加がより大きくなる。このことは調査対応の有効性が高まり不正会計への対処である企業内の変革が推進された結果と考えられる。また、開示の翌期に業績や株価を回復させるプラスの効果が生じている。第三者委員会の設置による業績や株価の回復が意味するのは不正会計により毀損した信頼性の回復であり、企業にとっては不正対応のコストが増える選択であるものの、それによる便益もあることが示唆される。

これらの結果の意味することとして、本来防がれるべき不正会計が発覚した場合において、企業の財務報告の信頼性低下に対する影響が生じる指標やその範囲を明らかにしている点に不正会計の経済的帰結を研究する意義がある。また、企業の信頼性は直接的には測定が困難であるものの、信頼性の毀損は不正会計の発覚、その回復には透明性の高い不正対応の有無といった客観的なイベントを当てはめることで、企業の信頼性が株価や業績といった企業のパフォーマンスに影響を及ぼすことを明らかにしていることも本研究の貢献の一つである。さらに、不正会計の影響が事後的な対応によって違いがあることは、不正発覚直後の調査対応の品質を高める判断がその後に長期的に生じる信頼性低下の影響を抑えることを提示しており、企業が不正会計に際したときの意思決定材料を提供する。

以下、本章の構成は、6.2節で研究の背景となる関連する先行研究のレビュー

を行い、仮説を設定する。6.3.1 節で分析手法とサンプルの選択過程を示す。6.3.1 節で分析の結果を報告し、6.3.1 節において本章の内容をまとめ、研究の課題を述べる。

## 6.2 研究の背景と仮説の設定

### 6.2.1 不正会計開示が引き起こす長期的な影響

不正会計が財務諸表に含まれていたことの開示は企業の経営環境に多くの変化をもたらすことが先行研究により知られている。本節では先行研究に基づいて、不正会計による企業の経営環境にもたらす長期的な影響がどのような指標に生じるかを確認、仮説を設定する。先行研究が対象とする不正会計に類似する開示イベントは、米国 SEC が公表する AAER、財務諸表の修正再表示、財務報告に関する集団訴訟事例、財務報告に関する内部告発事例 (Whistle-blowing)、その他報道情報のいずれか、または、組み合わせである。これらに伴って企業内部で生じる変革については、経営者や役員交代、ガバナンス構造の変化、監査人交代などの変化が報告されている。他方、企業外部に生じる影響には、株価 (短期、長期) や業績の変化、その他にも株価ボラティリティや株主資本コスト、借入コストといった指標の変化が測定されている。第 2 章 2.4 節では、先行研究の対象になっている経済的帰結指標を取り上げている。いずれの指標においても、共通する背景には不正会計に類する事象によって企業の信頼性が低下したことにあると考えられている。

### 6.2.2 開示後の経営者交代、ガバナンス構造の変化

不正会計の発覚には経営者または役員が不正の当事者であった場合や、従業員が当事者となる場合でも過度のプレッシャーや不十分な管理などの監督責任に起因する処分を受ける場合があり、経営者または役員交代が起こる。また、不正会計の原因が経営層に深く関わる場合など、取締役会によるモニタリング機能の低下が原因となることも多く、先行研究においても不正会計の原因としてガバナンスの独立性が低い傾向が指摘されている (Beasley, 1996; Dechow et al., 1996; Agrawal and Chadha, 2005)。そのため、開示後の企業が行うべき再発防止策としてガバナンス体制の改善を挙げる不正事例も少なくない。これらの背景に基づいて不正会計の発覚は経営者交代やガバナンス構造の変化をもたらすことが考えられている。

特に不正の処分対象となりやすいのが企業の最高責任者である経営者であり、不正会計や修正再表示などの不祥事が起きた際に経営者または役員の交代が起こりやすくなることが先行研究によって明らかにされている (Feroz et al., 1991; Agrawal et al., 1999; Beneish, 1999b; Srinivasan, 2005; Desai et al., 2006; Hennes et al., 2008; Karpoff et al., 2008a; Agrawal and Cooper, 2017)。先行研究の対象となるサンプルの多くは AAER や修正再表示のような影響の大きい不正事例が取り扱われており、これらの事例は経営者または役員の関与する割合が多い (Beasley et al., 2010)。経営者は不正の当事者であることを理由に処分の対象となりやすいだけでなく、当事者ではなかったとしても全社の監督責任を持つ経営者の処分として経営者交代が行われやすいと考えられる。

次に、不正の原因として指摘されやすいガバナンス構造についても、不正会計発覚後には社外取締役の割合の上昇など独立性が改善されることを先行研究は報告している (Farber, 2005; Marciukaityte et al., 2006; Bowen et al., 2010; Cao et al., 2015)。このようなガバナンス構造に関する指標には取締役会の人数、社外取締役の割合、監査委員会の人数、社外監査委員の割合などの独立性の指標が用いられている<sup>1</sup>。ガバナンス構造の改善は不正会計発覚後の信頼性回復のために行われる再発防止策の一つであり、企業が行う主な不正対応の一つである。米国と日本では企業の統治制度が異なり、日本では取締役会以外にも監査役がモニタリング機能を担っている。日本企業を対象とした奥村 (2014) では、修正再表示が行われた後のガバナンスの動きとして、取締役だけでなく、監査役を検証対象としている。このため日本では、監査役についても影響が生じることが予想される。

以上に基づいて、仮説 1-1、1-2 を設定する。

仮説 1-1 不正会計開示後は、不正会計開示前よりも経営者交代が増加する。

仮説 1-2 不正会計開示後は、不正会計開示前よりもガバナンス構造が改善し、社外取締役の割合、社外監査役（または社外監査委員）の割合が上昇する。

### 6.2.3 開示後の監査人交代、監査人特性の変化

外部監査人は企業の財務報告の適正性に意見を表明しており、利害関係者に対して責任を持つ立場にある。不正会計の発覚は、特に修正再表示を要する重要な虚偽表示を含む場合には、監査人も責任を問われ、監査人が投資家や企業からの

---

<sup>1</sup> その他、ガバナンス指標には、経営者による取締役会議長の兼任、取締役会または監査委員会の開催頻度や出席状況、他社の役員の兼任状況といった活動指標が用いられやすいが、日本の開示環境では情報が入手できないものも含まれる。

信頼を失って解任されることも考えられる。Hennes et al. (2014) は、修正再表示が不正であったり、影響が大きいものであるほど、その後の期間で監査人が解任されやすいことを示している。この他にも、修正再表示後の監査人交代の増加は Rice et al. (2015) や Agrawal and Cooper (2017) によっても同様の結果が示されている。

一方で、不正会計の発覚は、監査人側から見ても企業が不正を行うリスクの大きさを知ることとなり、監査意見の表明が困難になることを予期して監査人側から辞任する可能性も高くなる。Huang and Scholz (2012) は、監査人交代時の企業からの解任と監査人からの辞任を区別した分析を行った結果、修正再表示が不正によって起こった場合には監査人の交代が起こりやすくなり、その交代は企業から解任されるよりも監査人自ら辞任することの方が起こりやすいことを報告している。また、それらの監査人の交代先は、元の監査人が大手監査事務所であった場合に中小の監査事務所へ交代する傾向を明らかにしている。これらの先行研究は、不正会計開示後の監査人交代の可能性が高まることや、その方向として大手から中小へ交代する傾向があることを示唆している。

続いて、監査人に関連して、不正会計の発覚は監査報酬を変化させることが予想される。Mock and Turner (2005) は、企業で不正が行われるリスクに基づいて監査チームのメンバー構成や監査手続が変更されることを示している。不正リスクへの対応は監査品質を確保するために必要な手続であり、チームメンバーの構成と追加的な手続に費やされる時間の増加に従って監査報酬の増加が予想される。さらに、Cao et al. (2012) はレピュテーションを高く維持する企業であるほど、修正再表示の後の期間では高い監査報酬を負担する傾向にあることを明らかにしている。特に信頼性を保つことの誘因が高い企業ほど、監査報酬を多く負担することで監査品質を向上させていることが理由にある。このことから、不正会計発覚後においては、監査リスクの増加や信頼性低下の防止のため、監査報酬の増加が生じると考えられる。

以上に基づいて、仮説 1-3、1-4 を設定する。

仮説 1-3 不正会計開示後は、不正会計開示前よりも監査人交代が増加する。

仮説 1-4 不正会計開示後は、不正会計開示前よりも監査報酬が増加する。

#### 6.2.4 開示後の業績の変化

不正会計の発覚は、不正会計により過大に計上されていた資産や利益を戻すことによる一時的な損失をもたらすと共に、企業の信頼性低下が事業における取引量の減少や取引契約の条件悪化をもたらし、結果として業績を悪化させることが考えられる。先行研究からは、不正会計が発覚した期だけでなく、その直前期やその後の2期から3期程度の業績低下が示されている (Agrawal et al., 1999; Marciukaityte et al., 2006; Murphy et al., 2009; Bowen et al., 2010; Leng et al., 2011; Agrawal and Cooper, 2017)。

Johnson et al. (2014) は製造業を営む企業の不正会計事例を対象として、発覚後の信頼性低下の影響で取引継続の中断や主要取引先の減少といった影響があることを明らかにしており、不正会計の発覚による信頼性の低下が企業のビジネス環境に変化をもたらし、業績悪化の要因になっていることを示した。また、Graham et al. (2008) や Chava et al. (2017) は、財務諸表の訂正や不正会計が発覚後の期間の借入コストに影響し、借入利率の上昇、期間の短縮、財務制限条項などの条件悪化を引き起こすことを明らかにした。これらの結果はいずれも不正会計発覚による信頼性低下がもたらす事業の外部環境の悪化を意味し、不正会計開示によって業績の悪化が生じる過程を示唆している。

以上に基づいて仮説 1-5 を設定する。

仮説 1-5 不正会計開示後は、不正会計開示前よりも業績が低下する。

#### 6.2.5 開示後の株価の変化

株価は、不正会計開示が大きく影響をもたらす指標として代表的に測定されてきた。投資家が財務情報に基づいて投資意思決定を行うことを前提とすれば、財務諸表に意図的な虚偽が含まれていたとわかれば、企業に対する信頼は大きく失われる。そして、不正会計の影響を修正または反映することによる損失計上や、情報の非対称性の拡大によるリスク増大から、投資家は企業に対する評価を切り下げると考えられている (Dechow et al., 2010)。不正会計の発覚は短期的には市場の混乱を招いて株価の大きな下落をもたらす。長期的にも発覚後不正会計の全貌が明らかになるまでの間や、その後も企業の信頼性の修復がされない間、株価の低迷が続くことになる。

先行研究において、不正会計開示に類する事象から生じる株価下落は、AAER

公表に伴う短期的な下落、や公表後の長期にわたる株価下落の継続が報告されている (Feroz et al., 1991; Beneish, 1999b; Dechow et al., 1996; Karpoff et al., 2008b; Leng et al., 2011)。また、そのような株価下落の影響は、修正再表示や内部告発が生じた場合にも、同じく生じることが知られている (Palmrose et al., 2004; Hennes et al., 2008; Bowen et al., 2010; 奥村, 2014)<sup>2</sup>。以上に基づいて、仮説 1-6 を設定する。

仮説 1-6 不正会計開示後は、不正会計開示前よりも株価が下落する。

### 6.2.6 企業の不正対応による長期的な影響の違い

不正会計開示によって生じる経済的帰結は、信頼性の回復を図るための企業の対応と関連することが先行研究の結果から示されている。Cheng and Farber (2008) は、修正再表示の後、不正を行う経営者の動機要因となるストック・オプション付与が減少することを示しており、その減少がされているほどその後の業績は上昇することを明らかにした。また、不正や修正再表示の後、コーポレート・ガバナンスの独立性の上昇や経営者交代などの外部からの信頼性を修復するために取られる対応によって、Cao et al. (2015) では倒産リスク、Chava et al. (2017) では借入コストが低減することを示している。

また、株価の変化についても不正発覚後に企業が行う信頼性修復による違いが測定されている。Farber (2005) は、不正会計発覚後の期間 (3 年間) でガバナンス構造が改善 (社外取締役の増加) される傾向があり、改善が大きい企業ほど、同時期の株価の上昇が見られることを報告している。Chakravarthy et al. (2014) は、不正会計が発覚した後の期間で企業の信頼性を修復する目的で経営者交代や社外取締役割合の増加などを公表する開示が行われており、そのような開示が株価上昇をもたらすことを示している。これらは、不正会計発覚後の株価の推移には短期的な反応としての株価の下落があるものの、その後の企業の信頼性回復に向けた対応と株価の回復が関連することを意味している。

その他にも、Wilson (2008) は、修正再表示が起こった後における投資家からの企業の財務報告への信頼性を株価の利益公表に対する反応係数によって測定し

---

<sup>2</sup> この他にも、不正発覚による情報の不確実性の増大が、ビッド・アスク・スプレッドの拡大や、推定される株主資本コストの上昇によって測定されている (Dechow et al., 1996; Hribar and Jenkins, 2004; Kravet and Shevlin, 2010)。また、株価下落の大きさは、特に不正会計の損益影響が大きいときや、修正再表示が不正によって起こった場合に大きくなることが知られている (Feroz et al., 1991; Palmrose et al., 2004; 奥村, 2014)

ている。利益反応係数は一時的に低下して財務諸表の信頼性は下がっているものの、経営者交代や監査人交代がある場合には利益反応係数は低下せず、企業の対応が投資家からの信頼性の低下を抑える結果になっている。

以上で示した不正会計への対応は、いずれも不正会計の内容が確定した後に、その処分や改善のために行われる対応であるが、本論文が対象とする日本の不正会計開示事例では、不正の内容が確定する前からも不正会計に関する適時開示が随時公表され、不正の発覚から全貌が明らかになるまでの間の一連の不正対応の開示が観測できる。不正会計開示は企業内の不正調査の進捗に応じて、不正の発覚と概要を伝える第一報、調査委員会の設置、調査委員会による調査報告、過年度決算の訂正、再発防止策といった開示プロセスが一般的である。このとき、企業が実施した不正調査の透明性は、不正会計開示の影響の大きさの確からしさやその後続く経営者交代などの企業の対応の有効性を担保するという意味で不正会計開示によって生じる影響の大きな前提となる。

この不正調査の適切な実施について、わが国では不正会計による株式市場の混乱を防ぐために不正発覚に伴う信頼性回復のための企業がとるべき対応の指針である「上場会社における不祥事対応のプリンシプル」（日本取引所自主規制法人、2016年）においてその方針が触れられている。プリンシプルでは不正発覚後の根本的な原因解明や有効な再発防止策の策定と実行、迅速な情報開示が求められ、それらを行うに当たって第三者委員会を設置することが独立性や専門性を確保した客観的な調査につながることを提唱している。不正会計の影響範囲やその原因といった不正会計の全貌を知るための開示内容は調査委員会の報告結果に基づくことを踏まえれば、第三者委員会の設置は企業が適切に不正調査を行ったかどうかを評価するための重要な指標となる。

このプリンシプルに法的拘束力はないため、不正会計の重要性や外部環境に応じて企業側が設置を判断することになるが、そもそも企業が行った不正会計に対して、その企業内の者で構成される調査委員会による調査ではその調査結果にも外部からの疑いが向けられることは自然である。透明性の低い不正調査が行われれば、不正の実態と乖離して不正の影響範囲や当事者の規模が小さく報告される可能性もあり得る。原因の特定や責任の所在もあいまいとなり、その後に行われる企業内で実施される再発防止策も真実の不正の原因を取り除くものではなくなるかもしれない。企業に向けられる疑念に不正調査によって歯止めをかけるには、独立性と専門性を伴う透明性の高い調査が必要と考えられる。

このような議論を踏まえ、信頼性回復のための企業対応について、本研究では発覚の直後に行われる不正調査の透明性に着目する。不正調査の透明性は、調査

の独立性や専門性によって判断され、観測可能な情報として第三者委員会による調査の有無によって測定できる。透明性の高い不正調査は、不正会計の調査が完了した後の期間に続く処分や改善の有効性を左右し、信頼性の低下を抑える効果があると予想される。第三者委員会による調査によって有効な企業内の対応が促進されることは、前節までに示していた経営者交代、監査人交代といった変化を増加させる。さらには、不正会計の再発防止策としてモニタリングの水準を向上させるという意味でガバナンス構造の改善や、外部監査人の監査報酬の増加を促すと考えられる。また、企業の信頼性の低下が抑えられることで、不正会計開示による信頼性の低下の結果としてもたらされる業績や株価の悪化の程度は緩和されることが予想される<sup>3</sup>。

以上に基づいて、仮説 2-1、2-2 を設定する。

仮説 2-1 第三者委員会の調査がある場合、不正会計開示後の経営者交代、ガバナンス改善、監査人交代、監査報酬が増加する。

仮説 2-2 第三者委員会の調査がある場合、不正会計開示後の業績低下や株価の下落が緩和される。

### 6.3 分析デザインとサンプル選択

不正会計開示の経済的帰結として長期的な影響を測定する分析の枠組みとして、不正会計開示サンプルを処置群とし、その対照となる処置のないコントロール・サンプル群との比較を行う。処置群とコントロール群の差を取って、その差の開示前後の差を取った差の差 (Difference-in-Difference) の測定によって不正会計開示が引き起こす影響を測定する。

このとき、分析対象となるサンプルは不正会計開示を行った企業となるが、先行研究から不正会計企業に共通する特性があることが知られている。不正会計開示の有無ではなく、不正会計開示企業の特徴がその後の影響を引き起こす共変量になっている可能性を考慮して、内生性の問題に対処する必要がある。方法としては、不正会計開示企業の特徴を表す複数の変数から不正会計開示の行われやすさを表す傾向スコアを推定し、傾向スコアに基づいて各不正会計開示サンプル

---

<sup>3</sup> 第三者委員会設置は信頼性の低下を抑えるとの期待に基づけば、業績や株価への悪影響を抑えるのと同様に企業内の変革の必要性も生じなくさせることも考えられる。しかし、企業内の変革や監査人の変化は、不正会計によって生じたモニタリングの必要性の増加を意味しており、第三者委員会設置による信頼性回復の背景には、モニタリングが継続的に高い水準で維持されることも含まれる。このため、企業内の変革は株価や業績とは逆に、より促進されるという影響をもたらすと考えられる。

に対応するコントロール・サンプルをマッチングする。不正会計開示に関連する特性は、財務諸表に虚偽表示が含まれる可能性といった観点から Dechow et al. (2011) や Cao et al. (2012) の他、日本企業の不正会計による修正再表示を対象とした Song et al. (2016) による包括的な分析が行われている。また、Doyle et al. (2007) や Bowen et al. (2010) は、虚偽表示が行われる背景となる内部統制の不備や内部告発の可能性といった観点から特性を分析している。これらの研究から提示される不正会計開示の特性指標を用いて傾向スコア・マッチングを行う研究もあり、修正再表示を伴う不正会計や財務報告に関連する内部告発事例を対象とした内生性のコントロールに応用されている (Chakravarthy et al., 2014; Wilde, 2017)<sup>4</sup>。

以下では、先行研究に基づいて不正会計開示を行う傾向に関連する指標を不正会計の手段や動機、機会の観点から選択すると共に、分析で用いる経済的帰結指標について説明する。なお、以下の各節で挙げている変数の詳細な定義は章末の表 6.15 に記載している。

### 6.3.1 不正会計開示企業の特性を示す変数

#### 6.3.1.1 不正会計の手段や動機に関する指標

不正会計は現金裏付けのない収益認識による実態のない利益の過大計上を行うことが多く、会計発生高を通じた会計処理が不正会計の手段になりやすい。また、不正会計を実行するまでの段階での利益調整の手段として用いられやすいことが知られている (Dechow et al., 1996)。このことから、異常な会計発生高 (*ROA\_DACC*) やその反転も含めた大きさを測定する絶対値 (*ABS\_ROA\_DACC*)、そして、総会計発生高 (*TACC*) のうちの正常分として推定される値 (*NACC*) を用いる<sup>5</sup>。また、運転資本に限らず、長期の事業資産や負債に関連する発生高までカバーする広義の会計発生高 (*RSST*) を用いる (Richardson et al., 2005)。さらに、会計発生高の直接的な構成要素となる売上債権の変化 (*CHG\_AR*) や棚卸資産の変化 (*CHG\_INV*) の値を用いる (Barton and Simko, 2002; Dechow et al., 2011)。これらの会計発生高に関連する指標はいずれ

<sup>4</sup> この他、不正会計に関連する研究に傾向スコア・マッチングの手法を用いた例として、大手監査法人を選ぶクライアントの選択バイアスをコントロールして監査品質を比較する場合 (Lawrence et al., 2011; DeFond et al., 2016) や、企業が株式ベースの報酬を用いる傾向をコントロールして不正会計を行う可能性を比較する場合 (Armstrong et al., 2010) などがある。会計研究に傾向スコア・マッチングの分析枠組みを適用している例は、Shipman et al. (2017) で幅広く参照されている。

<sup>5</sup> 奥村 (2014) では、利益に影響する修正再表示と会計発生高との関連を分析し、総会計発生高から異常な発生高を除いた値と異常な発生高を同時にモデルに組み込むことで、異常な発生高が有意な関連性を示すことを報告している。

もプラスに大きいほど利益が過大方向に押し上げられている可能性を意味しており、不正会計の発生とプラスの関連を期待する。

次に、不正に利益を過大計上する動機として業績が悪化している実態を隠すために不正が行われる可能性を考慮して、総資産利益率 (*ROA*) および前期の損失ダミー (*LOSS*) を取り入れ、不正の実行に対して *ROA* はマイナス、*LOSS* はプラスの関連が期待される (Cao et al., 2012; 稲葉, 2017)。また、前期からの変化に基づいて粉飾の動機を捉えるため、発生高の影響を除いた現金売上の変動 (*CHG\_CASH\_SALE*) や、*ROA* の変動 (*CHG\_ROA*) はマイナスであるほど不正会計の可能性が高くなると考えられる (Dechow et al., 2011)。この他、継続企業の前提に関する注記 (*GC*) は財務困窮状況を示す指標となり、注記がある場合に不正が実行されやすいと考えられる<sup>6</sup>。

さらに、会計処理の柔軟性の指標として売上債権と棚卸資産の割合 (*AR\_INV*)、不確かな将来利益の見積りに基づく資産であるのれんの割合 (*INTANGIBLE*)、現金や償却対象固定資産以外の資産の割合 (*SOFT*) を用いる。それぞれ不正の手段となる可能性を考慮して不正会計とプラスの関連を期待する (Barton and Simko, 2002; Dechow et al., 2011; Cao et al., 2012; Armstrong et al., 2013)<sup>7</sup>。

不正会計の動機としては外部資金調達を有利にすることが挙げられる。経営者が資金調達を有利に行うために利益を不正に操作する可能性を示す指標として、資金需要の尺度となるフリーキャッシュ・フローがマイナスであること (*FCF*) はプラスが期待され、実際に株式または社債の発行を行っていること (*ISSUANCE*) もプラスが期待される (Dechow et al., 1996; Beneish, 1999b)。また、負債が多いほど、財務制限条項のクリアや借入条件を悪化させないために財務諸表を粉飾する動機が大きくなるものとの予想から長期債務比率 (*LEV*) にプラスの関連を期待する (Dechow et al., 2011)。

株式市場に関連する指標では、企業規模の大きさを示す時価総額 (*LN\_MV*) について、規模が大きいほど虚偽表示の開示が行われやすい関係があることか

---

<sup>6</sup> 継続企業の前提に関する注記の要否が検討対象になるような場合は、監査上も重要な虚偽表示が生じるリスクを高く評価し、監査チーム内での対応や事務所内での審査などを通じて高いリスクに対応する厳しい監査が行われることになる。このため、直前の期において継続企業の前提に関する注記がある場合は、不正が実行されやすい経営環境であると同時に、監査によって不正会計が発見されやすい状況にあることから、実行と発見の両方の可能性が高まることを背景として不正会計が開示されやすくなると考えられる。

<sup>7</sup> *INTANGIBLE* や *SOFT* のような資産の評価を用いた不正会計は、第3章 3.5.2 節のデータによれば、あまり不正の手段として用いられていないことがわかっている。しかし、このような将来利益の見積りが必要な資産の割合が大きいほど、経営者または従業員に対する利益獲得のプレッシャーが大きくなり、結果として不正会計の実行を招くことも考えられる。このため、不正会計の手段というだけでなく動機にも関連することを理由に、不正会計企業の特長として考えることができる。

ら、プラスの関連が期待できる (Dechow et al., 2011)<sup>8</sup>。また、投資家からの成長期待がプレッシャーとなって不正の動機になることを考慮すれば、簿価時価比率 (*BTM*) は分母の株価が簿価よりも大きい場合に動機が強まり、マイナスの符号が期待される (Dechow et al., 2011)。そして、株価の低迷は投資家からのプレッシャーを強め、利益操作によって地位や報酬を維持する動機を生むことから、直近1年の株式リターン (*BHR\_pre12*) はマイナスであるほど不正会計が行われやすいと予想される (Dechow et al., 2011)。そして、役員の株式インセンティブが不正の動機要因になる可能性が先行研究からも指摘されている (Erickson et al., 2006; Armstrong et al., 2010; Feng et al., 2011; Armstrong et al., 2013)。株価を高く維持することで個人資産を増加させる動機になると考えられることから、役員の持ち株比率 (*DIR\_OW*N) はプラスで関連することを予測する。

#### 6.3.1.2 内部統制やガバナンスに関する指標

続いて、不正を行うことを可能にする企業内の環境である不正の機会に基づく要因に着目する。Bowen et al. (2010) や Wilde (2017) は、前節で挙げた虚偽表示の発生可能性を示す変数だけでなく、社内のモニタリングに関する特性を組み込んだモデルを用いて、内部告発が起こる傾向スコアを推定している。不正会計開示は生じる可能性については、手段や動機の要因から示される不正会計の実行の可能性と、その検出の可能性の両方が組み合わさって生じる可能性である。企業のモニタリング指標は、そのうちの特に不正会計の検出の可能性を高めることで、不正会計開示が生じる可能性に影響をもたらす。モニタリングの指標には内部統制、ガバナンス構造、外部監査人といった特性が挙げられている。

内部統制に関する指標では、Doyle et al. (2007) が内部統制の不備を生じやすくさせる指標を挙げている。企業固有の事業の複雑性に伴う特性として、連結子会社数 (*LN\_SUB*)、事業セグメント数 (*BSEG*)、地域セグメント数 (*GSEG*)、海外取引の有無 (*FORE\_SALE*) を含め、それぞれプラス符号を期待する。また、事業の拡大が社内管理の整備を上回るスピードである場合にも不備を生じやすくさせることから、売上成長率 (*SALES\_GROWTH*) や、属する産業内で上位の成長企業であること (*top\_GROWTH*)、過去の企業買収 (*MA*) に対してそれ

---

<sup>8</sup> ここで用いる時価総額は不正会計が発覚する開示の直前期末の時価総額であることから、事例によっては不正会計によって過大に吊り上げられていた時価総額を用いることになる。不正実行時期の時価総額が不正会計の発覚に関連する理由としては、時価総額が大きいほど株式市場に与える影響も大きくなり、投資家や報道などの外部からの関心やモニタリングが強まるため、開示規制当局の調査対象にもなりやすく、結果として不正会計が発覚しやすくなるという背景がある (Dechow et al., 2011)。不正会計が実行される動機には当てはまらないものの、不正会計が開示される要因に該当すると考えられることから、関連する指標に含める。

どれプラスの関連を期待する。さらに、企業が事業や拠点の再編を行っている場合にも内部統制の変動に伴う不備が生じやすいと予想され、リストラ関連損失 (*RESTRUCTURE*) にプラスの関連を期待する。

次に、Bowen et al. (2010) ではガバナンスに関する指標として、取締役の人数 (*BRD\_SIZE*) や社外取締役の割合 (*OUT\_BRD*) を用いている。また、監査委員についても、不正会計（または修正再表示）と監査委員の独立性にマイナスの関連が示されている (Beasley et al., 2000; Abbott et al., 2004)。日本企業を対象とした奥村 (2014) や稲葉 (2017) では、監査役（または監査委員）の指標が用いられ、修正再表示や経営者不正が行われる前のガバナンスの状況として、取締役に関する指標だけでなく、監査役（または監査委員）の人数 (*ADT\_SIZE*) や社外監査役（または監査委員）の割合 (*OUT\_ADT*) を検証対象としている。

ガバナンス関連指標はいずれも人数や独立性が高いほどモニタリングが強まると考えられるが、不正会計開示の可能性に対して、実行と検出の二つの可能性を通じた関連がある。一つはガバナンスが弱いとモニタリングが弱くなり、不正会計が実行しやすくなるという背景であり、上述の Beasley et al. (2000) などはこの考え方に従う。もう一つは、ガバナンスが強いとモニタリングが働くことで不正会計を検出する可能性が高くなるという背景である。先行研究の測定期間を見ると不正会計を開始する前の過年度の期間まで遡って測定する場合には、ガバナンスが弱かったことがわかっている。一方で、不正発覚の直前期を測定する場合はガバナンスに有意な傾向は見られない (Bowen et al., 2010; 奥村, 2014)。このような結果の違いはガバナンス特性が実行と検出の両方の可能性に影響することが背景にあると考えられる。このため、ガバナンス構造と不正会計の発生可能性との関連は予想するものの、関連する方向の期待符号は特定しない。

ガバナンス構造に関連して、Hennes et al. (2008) は不正会計開示後だけでなく、開示前の期間から経営者交代の増加を観測しており、その理由の一つに交代後の新しい経営者が前任者の不正を摘発する可能性があることを挙げている。このため、経営者交代 (*CEO\_TURNOVER*) がある場合には、不正会計開示の検出可能性が高くなり、不正会計開示の可能性にプラスの関連があるものと予想する。

続いて、企業のモニタリングの役割は外部監査人も担っており、Lennox and Pittman (2010) は大手監査法人による監査を受けているほど不正会計が実行されにくくなり、監査事務所の規模が大きいほど監査品質が高く、不正会計が起こりにくいことを示している。監査人が大手監査事務所である場合 (*BIGN*) に不正会計の発覚に対してマイナスの関連があるものと予想する。また、Markelevich and Rosner (2013) や Hribar et al. (2014) は、企業の監査報酬 (*LN\_AF*) や非監査

業務による報酬 ( $LN\_NAF$ ) が不正会計を行っていた企業において高い水準にあったことを報告している。不正のリスクが高いことを監査人も把握していることからリスクに応じて手続を増加させた結果監査報酬が増加している可能性や、非監査報酬を通じた監査人への利益供与が行われている可能性が背景とされる。監査人に支払われる報酬も不正会計開示の可能性とプラスの関連を期待する。

また、不正会計の開示前の段階から企業内部では不正会計が発覚しており、企業内部の発覚に起因して監査人側が監査契約を辞任する可能性や企業側から監査人が解任される可能性が指摘されている (Huang and Scholz, 2012; Hennes et al., 2014; Rice et al., 2015)。これらは経営者交代と同様に、公表前の段階から監査人の交代が起こりやすくなっていることを示唆しており、開示前の段階での監査人交代 ( $ADT\_TURNOVER$ ) は、不正会計開示にプラスの関連が期待される。

### 6.3.2 経済的帰結に関する変数

分析には、前節で示した不正会計開示の発生可能性に影響する指標の他、経済的帰結に関する指標を用いる。詳細な定義は章末の表 6.15 に記載している。長期的な影響を測定するための経済的帰結指標の測定期間は、不正会計開示の直前期、開示が行われた開示期、開示翌期、開示翌々期について測定する。長期的な影響を測定するための指標としては、業績指標として、総資産利益率 ( $ROA$ ) と営業キャッシュ・フロー ( $CFO$ ) を測定し、同年同業種の業種平均値を控除することで、その年の企業特有の業種調整済みの利益率 ( $i\_ROA$ ) や業種調整済みの営業キャッシュ・フロー ( $i\_CFO$ ) を用いる。また利益のうちの営業キャッシュ・フロー以外の部分である総会計発生高 ( $TACC$ ) を測定する。株価については、個別株式リターンから市場リターン (日経総合株価指数) を控除した値の 12 ヶ月間のバイ・アンド・ホールドリターン ( $BHR$ ) により測定する。 $BHR$  の測定期間については、開示直前期として不正会計開示月までの 12 ヶ月を当てはめ、開示期として不正会計開示月以後の 12 ヶ月を当てはめる。その後の期間に対応する値も、最終月の後に続く 12 ヶ月間ずつとする。この他、企業内部の変化には、仮説に基づいて不正会計開示の傾向特性に用いた経営者交代やガバナンス構造、監査人交代や監査報酬の変数について先行研究で影響が生じると示されている指標について測定を行う。

### 6.3.3 不正会計開示の傾向スコアによるマッチング

本論文の研究対象である不正会計開示は、不正会計の種類として不正な財務報告と資産の流用が含まれる。不正な財務報告は、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であり、計上すべき金額を計上しないこと、または必要な開示を行わないことを含む。一方、資産の流用は、企業の資産の盗罪をいい、受取金の着服、物的資産の窃盗または知的財産の窃用、企業が提供を受けていない財貨・サービスに対する支払、企業が保有する資産の私的な利用などを含む。不正会計の種類はそれぞれ目的が異なっており、不正な財務報告が企業の財務諸表に利益の過大計上などの意図的な虚偽表示を含めることを介して利益を得ようとしているのに対して、資産の流用では企業における立場や職務を利用して企業の現金などの資産を直接的に個人が得ることを目的としている。

Gullkvist and Jokipii (2013) は、モニタリングを行う主体（内部監査人、外部監査人、規制当局）によって摘発しようとする不正の種類が異なることをアンケート調査から明らかにしており、不正な財務報告は規制当局と外部監査人、資産の流用は内部監査人と外部監査人が摘発の対象としていることを発見した。調査主体によって対象となる不正の種類が異なることは、種類によって不正を行う目的や影響範囲が異なることを意味しており、不正会計の調査や摘発に当たって不正の種類を区別する必要があることを指摘している。

種類ごとの目的の違いを考慮すると、ここまで変数選択で議論した内容のうちの利益操作を行いやすくする特性に共通する動機や手段の要因は、不正会計のうちの不正な財務報告による利益の過大計上を前提にしている。一方の資産の流用については、当事者の個人的な環境や財務状況を通じた心情が動機となるため、それを全社的な手段や動機から観測することはできず、その背景は当てはまらない。ただし、いずれの目的であってもそのような操作を可能とする機会を制限するモニタリング体制があれば、実行される可能性は低くなる。このため、動機や機会要因は不正な財務報告のみに当てはまり、内部統制、ガバナンス、外部監査人といった機会要因は両方の種類の不正会計開示の可能性に関連することが期待できる。

以上より、不正会計開示の傾向スコアを推定するに当たっては、不正な財務報告と資産の流用とで当てはまる企業特性が異なると予想されるため、不正会計開示サンプルを不正な財務報告サンプルと資産の流用サンプルに区別して、種類別に不正会計開示が行われる傾向スコアを推定する。このとき、不正な財務報告に

については動機・手段要因に関連する変数と機会要因に関連する変数を説明変数に含めて推定を行う。一方で、資産の流用が行われることの前提には利益操作目的の動機・手段要因は当てはまらないため、機会要因に該当する変数のみを用いる。なお、資産の流用についても企業特性を示す企業規模や簿価時価比率については共通する要因として含める。以下の(6.1)(6.2)式により、不正会計開示が行われる傾向を示す変数を用いて、不正会計開示を被説明変数としたロジット回帰を行い、係数を推定する。

$$\begin{aligned}
 FFR = & \beta_0 + \beta(FINANCE) + \beta(MARKET) \\
 & + \beta(InternalControlWeakness) + \beta(GOVERNANCE) \\
 & + \beta(AUDITOR) + \beta Industry/Year + e
 \end{aligned} \tag{6.1}$$

$$\begin{aligned}
 MOA = & \beta_0 + \beta(MARKET) \\
 & + \beta(InternalControlWeakness) + \beta(GOVERNANCE) \\
 & + \beta(AUDITOR) + \beta Industry/Year + e
 \end{aligned} \tag{6.2}$$

このとき被説明変数となる二値変数には、不正会計の種類別に不正な財務報告である場合に1をとるダミー変数 (*FFR*)、および資産の流用である場合に1をとるダミー変数 (*MOA*) を用いる<sup>9</sup>。説明変数には不正会計の傾向に関連する変数を用いる。*e* は推定の誤差項である (以下の式でも同様)。傾向スコアの推定に用いるデータの基準となる期間は、不正会計開示サンプルについては不正会計開示の第一報を行った期の直前期とする。また、不正会計開示企業の過年度の財務数値の訂正が行われている場合は、不正会計の影響を訂正する前の数値に置き換え、不正会計による操作を含んだ値を用いる。種類ごとに対象となる説明変数をすべて含めたモデルを傾向スコア推定のモデルとする (Chakravarthy et al., 2014; Wilde, 2017)。

不正会計サンプルと共に傾向スコア推定に用いるコントロール・サンプル母集団は、不正会計開示サンプルと同様に2005年から2016年までの入手可能な全上場企業の企業・年度とする。不正会計開示企業については、不正会計開示直前期以外の年度は除く。不正会計開示サンプルを除いたコントロール・サンプル母集団は対象の全期間を通じて含める。これらのデータを用いて(6.1)式および(6.2)

<sup>9</sup> 不正会計の目的については、不正会計の内容が開示される適時開示の本文の記載の通読より、それぞれの目的を意味する語句(3.3.4節のキーワードを参照)が含まれることをもって筆者が判別した。なお、目的を意味する語句が判別できない場合(3.3.4節のうち、不正会計とみなす事例の場合)が最終サンプル429件のうち、SESC事例により22件、第三者委員会設置事例により13件含まれるが、資産の流用には明らかに該当せず、資産または利益に影響する虚偽表示が含まれることから、不正な財務報告に含めている。

式の回帰結果から推定されるパラメータを用いて不正会計開示企業の傾向スコアの推定を行う。

マッチングの手順は各不正会計開示サンプルに対して、全てのコントロール・サンプル母集団の企業・年度のうちの同じ年、かつ、時価総額が同じ五分位に属する企業・年度のグループを対象に傾向スコアがもっとも近いサンプルを1件選択する<sup>10, 11</sup>。

### 6.3.4 長期的な影響の測定

不正会計開示によって企業の経営環境に生じる長期的な影響を測定するため、不正会計開示を処置として差の差分分析を行う。マッチド・ペアの差と処置の前後の差を取り出し、それらの差によって処置効果を測定する。処置効果の有意性検定は以下のモデルの推定により行う。

$$\begin{aligned} (Consequences) = & \beta_0 + \beta_1 treat + \beta_2 t + \beta_3 post1 + \beta_4 post2 \\ & + \beta_5 treat * t + \beta_6 treat * post1 + \beta_7 treat * post2 \\ & + \Sigma \beta Controls + \Sigma \beta Industry/Year + e \end{aligned} \quad (6.3)$$

$$(Consequences) = \{i\_ROA, i\_CFO, TACC, BHR, CEO\_TURNOVER, BRD\_SIZE, OUT\_BRD, ADT\_SIZE, OUT\_ADT, ADT\_TURNOVER, LN\_AF\}$$

ここで、*treat* は処置（不正会計開示）を行った場合は1、それ以外は0のダミー変数である。*t* は不正会計開示を行った日を含む期（*t*期）であれば1、それ以外は0のダミー変数である。*post1* は不正会計開示を行った期の翌期（*t*+1期）であれば1、それ以外は0のダミー変数である。*post2* は不正会計開示を行った期の翌々期（*t*+2期）であれば1、それ以外は0のダミー変数である。（*Consequences*）には、各種の経済的帰結に関する指標を一つずつ当てはめる。

(6.3)式では、不正会計開示が行われた期の直前期（pre期）でマッチングされたサンプルに対して、開示期（*t*期）、その翌期（*t*+1期）、翌々期（*t*+2期）の企

<sup>10</sup> 時価総額の五分位により企業規模を対応させる方針は Chakravarthy et al. (2014) が企業規模によって不正会計のしやすさが変化することを考慮した対応と同様である。時価総額の五分位は毎月次における全母集団を対象に五分位を設定している。なお、業種を同じとする要件を課すとマッチング可能数が減少することから、傾向スコアの推定式において業種ダミーを用いることを考慮して、マッチングの条件としていない。

<sup>11</sup> マッチングは重複ありで行う。全体429件のうちの重複頻度は企業・年度単位で1回が405件、2回が10件、4回が1件含まれている。傾向スコアは不正会計開示の可能性であるため、不正会計企業サンプルは高いスコアが多く、コントロール・サンプル母集団は全体的にスコアが低くなる。このためマッチングされるコントロール・サンプルは傾向スコアの高いサンプルが重複して選定されてサンプルに偏りが生じる可能性もあるが、重複している件数は全体の3%程度（429件中13件）であり、大きな偏りは生じていない。

表 6.1 差の差分分析の係数の関係

Model (6.3)

$$\begin{aligned}
 (\text{Consequence variables}) = & \beta_0 + \beta_1 \text{treat} + \beta_2 t + \beta_3 \text{post1} + \beta_4 \text{post2} \\
 & + \beta_5 \text{treat} * t + \beta_6 \text{treat} * \text{post1} + \beta_7 \text{treat} * \text{post2} \\
 & + \Sigma \beta \text{Controls} + \Sigma \beta \text{Industry/Year} + e \quad (6.3)
 \end{aligned}$$

	Year				Difference		
	pre	t	t+1	t+2	(t - pre)	(t+1 - pre)	(t+2 - pre)
Control	$\beta_0$	$\beta_0 + \beta_2$	$\beta_0 + \beta_3$	$\beta_0 + \beta_4$	$\beta_2$	$\beta_3$	$\beta_4$
Treatment	$\beta_0 + \beta_1$	$\beta_0 + \beta_1 + \beta_2 + \beta_5$	$\beta_0 + \beta_1 + \beta_3 + \beta_6$	$\beta_0 + \beta_1 + \beta_4 + \beta_7$	$\beta_2 + \beta_5$	$\beta_3 + \beta_6$	$\beta_4 + \beta_7$
Difference	$\beta_1$	$\beta_1 + \beta_5$	$\beta_1 + \beta_6$	$\beta_1 + \beta_7$	$\beta_5$	$\beta_6$	$\beta_7$

(treatment Effect)

業・年度を分析対象として、直前期（pre期）を基準とした差を回帰係数により測定する。処置効果である不正会計開示による変化は直前期との関係として(6.3)式の $\beta_5$ （t期）、 $\beta_6$ （t+1期）、 $\beta_7$ （t+2期）で推定され、開示直前期と開示された直後の期、1期先、2期先の差についてそれぞれ有意性を検定する。表6.1は回帰係数の差の差が差引で処置効果となる関係を示した表である。なお、これらの経済的帰結指標に共通して関連する企業の基本属性を示す変数として、企業の規模の大きさを表す時価総額（*LN\_MV*）、企業の成長性の程度を示す指標として簿価時価比率（*BTM*）、企業に対する金融機関からのモニタリングの強さを示す特性として長期債務比率（*LEV*）をコントロール変数として含める。

### 6.3.5 企業の不正対応による長期的な影響の違いの測定

不正対応が異なることによって不正会計開示による長期的な影響に生じる違いを検証するために、第三者委員会による不正調査を行った事例であることを示すダミー変数である *OUT* を用いて(6.3)式と同様の差の差分分析により処置効果に対する影響を推定する<sup>12</sup>。

$$\begin{aligned}
 (\text{Consequences}) = & \beta_0 + \beta_1 \text{OUT} + \beta_2 t + \beta_3 \text{post1} + \beta_4 \text{post2} + \beta_5 \text{OUT} * t \\
 & + \beta_6 \text{OUT} * \text{post1} + \beta_7 \text{OUT} * \text{post2} + \beta_8 (\text{MAGNITUDE}) \\
 & + \beta_9 \text{RESTATE} + \beta_{10} \text{FFR} + \beta_{11} \text{MANAGE} \\
 & + \Sigma \beta \text{Controls} + \Sigma \beta \text{Industry/Year} + e \quad (6.4)
 \end{aligned}$$

<sup>12</sup> 第三者委員会調査の有無については、各事例の調査委員の構成が開示される適時開示の内容から、「企業等不祥事における第三者委員会ガイドライン」（日本弁護士連合会、2010年改訂）に従って第三者委員会が具備すべき要件を満たすことをもって測定した。なお、本論文で設定した第三者委員会とみなす場合の要件の詳細は3.3.4節に記載している。

表 6.2 処置効果の不正対応の違いによる変化

Model (6.4)

$$\begin{aligned}
 (\text{Consequence variables}) = & \beta_0 + \beta_1 \text{OUT} + \beta_2 t + \beta_3 \text{post1} + \beta_4 \text{post2} \\
 & + \beta_5 \text{OUT} * t + \beta_6 \text{OUT} * \text{post1} + \beta_7 \text{OUT} * \text{post2} \\
 & + \beta_8 (\text{MAGNITUDE}) + \beta_9 \text{RESTATE} + \beta_{10} \text{FFR} \\
 & + \beta_{11} \text{MANAGE} + \Sigma\beta \text{Controls} + \Sigma\beta \text{Industry/Year} + e \quad (6.4)
 \end{aligned}$$

	Year				Difference		
	pre	t	t+1	t+2	(t - pre)	(t+1 - pre)	(t+2 - pre)
other treatment	$\beta_0$	$\beta_0 + \beta_2$	$\beta_0 + \beta_3$	$\beta_0 + \beta_4$	$\beta_2$	$\beta_3$	$\beta_4$
OUT	$\beta_0 + \beta_1$	$\beta_0 + \beta_1 + \beta_2 + \beta_5$	$\beta_0 + \beta_1 + \beta_3 + \beta_6$	$\beta_0 + \beta_1 + \beta_4 + \beta_7$	$\beta_2 + \beta_5$	$\beta_3 + \beta_6$	$\beta_4 + \beta_7$
Difference	$\beta_1$	$\beta_1 + \beta_5$	$\beta_1 + \beta_6$	$\beta_1 + \beta_7$	$\beta_5$	$\beta_6$	$\beta_7$

(OUT Effect)

(6.4) 式の推定は不正会計サンプルのみを用いて行い、不正会計開示を行った事例の中で、被説明変数である経済的帰結指標を OUT により第三者委員会による調査を行っている場合とそうでない場合に区別する。(6.4) 式においては、(Consequences) の差の差が  $\beta_5$  (t 期)、 $\beta_6$  (t+1 期)、 $\beta_7$  (t+2 期) によって推定され、表 6.2 はこの関係を示した表である。

(6.4) 式では、(6.3) 式の差の差分析の枠組みに加えてさらにコントロール変数として不正会計開示の内容に関する特性を含めている。(6.4) 式では不正会計開示サンプルの中での第三者委員会設置の有無による長期的な影響に生じる違いを測定するが、不正会計事例の中で第三者委員会が設置される事例には不正会計の影響が大きいなどの偏りがある可能性が予想される。長島・大野・常松法律事務所他 (2018) は不正調査を外部専門家に委託するかどうかの判断要素として、(1) 不正会計の全社的な影響範囲、(2) 不正の当事者の役職、(3) 修正再表示の要否、(4) 不正会計の影響額の大きさ、(5) 不正会計の複雑性・専門性などを挙げている。これらを考慮すると、第三者委員会が設置されやすい不正会計の特徴は、不正会計の影響額の大きさ、不正の当事者の役職、不正会計の手口や種類、修正再表示の有無といった内容に表れると考えられる。第三者委員会による調査の影響ではなく、共変量としての不正会計開示の内容がその後の結果の違いに影響している可能性を考慮するため、第三者委員会が設置されやすくなる不正会計開示の内容をコントロール変数として差の差分析のモデルに組み込む。

(6.4) 式の MAGNITUDE は不正会計事例の損益影響の程度を示す指標であり、修正再表示がされる場合の直前期末の純資産の訂正額や開示期の損益処理さ

れた不正関連損失の合計を、直前期末の総資産で除した値によって測定する。影響の測定指標については、*MAGNITUDE*とは代替的に *MAGNITUDE* を変換した十分位の値である *qMAG* と、総資産の1%を基準とした不正会計の損益影響の大きさを示すダミー変数である *MAG\_D* も用いる。そして、*RESTATE* は修正再表示の伴う事例である場合に1となるダミー変数であり、*MANAGE* は開示企業の本社で経営者または役員まで関与する不正会計が行われていることを測定したダミー変数である。なお、ここで示した不正会計開示の内容に関する変数は、いずれも不正会計開示に関する適時開示に基づいて測定しており、不正会計開示事例別に不正会計開示後のデータについてのみ測定され、開示される前の pre 期のデータでは全て0としている。

### 6.3.6 サンプル選択過程

#### 6.3.6.1 不正会計開示サンプル

本章では3.3.4節の手順により収集された2005年1月から2016年9月までの期間における486件の不正会計事例をベースにサンプル選択を行う。

各種データは次のデータ・ベースより入手している。適時開示はプロネクサス社が提供する「eol データベースサービス」、SESC の処分事例は SESC の Web サイトより入手している。財務情報および株価指数情報は日本経済新聞社が提供する「日経 NEEDS Financial Quest」(NEEDS-FQ)、株価関連情報は金融データソリューションズ社が提供する「日本上場株式月次リターンデータ」(NPM)、ガバナンスおよび外部監査人関連情報は「NEEDS 企業基本データ」の「役員データ」および「監査法人・監査意見データ」(NEEDS-MT) より入手している。

表 6.3 は以上のサンプル選択の過程である。不正会計開示の直前期のデータをベースとして異なる規制下にある金融関連の業種を除くと共に、必要なデータが各データ・ベースから入手可能であることを要件とし、最終的に不正会計開示サンプルは429件(企業・年度単位)が収集された。

#### 6.3.6.2 コントロール・サンプル

不正会計開示サンプルとコントロール・サンプルとの不正会計開示の傾向を示す企業特性については、不正会計開示の直前期データをコントロール・サンプルと比較する。このときのコントロール・サンプル群には、不正会計開示サンプルと同じ期間の他の上場企業の全企業・年度によるコントロール・サンプル母集団を用いる。コントロール・サンプル母集団では、2005年から2016年9月までの不正会計開示の直前期に対応する2004年から2016年の期間が含まれる。また、不

表 6.3 サンプル選択

(単位：企業・年度)

サンプル要件	不正会計サンプル件数	コントロール母集団
(1) 不正関連語句を含む不正会計開示	446	-
(2) (1) 以外の SESC 処分事例	24	-
(3) (1) および (2) 以外の第三者委員会調査事例	16	-
適時開示より収集された不正会計開示事例	486	49,345
(－) 同じ会計期間に重複して開示された事例	-6	-
(－) 銀行業、保険業、証券業に属する事例	-25	-1,933
(－) 直前期の決算情報が入手できない事例 (NEEDS-FQ)	-4	-1,220
(－) 直前期の株価情報が入手できない事例 (NPM)	-10	-4,710
(－) ガバナンス情報が入手できない事例 (NEES-MT)	-9	-790
(－) 監査人情報が入手できない事例 (NEEDS-MT)	-3	-702
差引：不正会計開示サンプル件数およびコントロール母集団件数	429	40,019

正会計開示を一度でも行った履歴のある企業はコントロール・サンプル母集団からは全ての対象期間を通じて除く。この結果、必要なデータが入手できるサンプル数は40,019件であった。このコントロール・サンプル母集団より、不正会計開示サンプルとの開示直前期データをベースとしたマッチングにより、コントロール・サンプルが不正会計開示サンプルと同じ429件選択される。

## 6.4 分析結果

### 6.4.1 不正会計開示の傾向スコア

#### 6.4.1.1 不正会計開示特性の比較（全ての不正会計事例）

不正会計開示を行う企業の特徴は、6.3.1節にて先行研究の成果に基づいて選択した変数を用いる。これらの変数が実際に不正会計開示サンプルにおいて特徴的な偏りを示しているかどうかを確認するために、不正会計開示サンプル (Treatment Sample) とコントロール・サンプル母集団 (Pooled Sample) との差異を単変量ごとに評価する。不正会計開示の直前期における不正会計開示サンプルのデータに対して、全期間のコントロール・サンプル母集団のデータを比較している。比較は不正会計開示サンプル全体との比較と、不正会計開示サンプルを種類別に分割したサンプル群との比較の両方を行っている。最初に、表 6.4 は不正会計開示サンプル全体でのサンプル群間の各変数の差異について平均値および中央値を検定した結果である。

表 6.4 不正会計事例全体での不正会計開示企業特性の単純比較

obs	Treatment Sample			Pooled Sample			pred sign	Treatment - Pooled	
	429	40,019		mean	median	sd		(t-stat)	(z-stat)
	mean	median	sd	mean	median	sd			
<i>ROA_DACC</i>	0.004	0.003	0.109	0.000	0.000	0.096	+	(1.01)	(0.97)
<i>ABS_ROA_DACC</i>	0.078	0.049	0.093	0.067	0.042	0.081	+	(2.75) ***	(1.99) **
<i>TACC</i>	-0.038	-0.031	0.095	-0.034	-0.033	0.068	+	(-1.12)	(-0.39)
<i>RSST</i>	0.004	0.007	0.122	0.013	0.013	0.079	+	(-2.28) **	(-1.97) **
<i>CHG_AR</i>	0.003	0.002	0.059	0.004	0.002	0.045	+	(-0.68)	(-0.98)
<i>CHG_INV</i>	0.000	0.000	0.041	0.004	0.001	0.035	+	(-2.27) **	(-2.50) **
<i>ROA</i>	-0.013	0.013	0.106	0.021	0.024	0.064	-	(-10.78) ***	(-7.44) ***
<i>LOSS</i>	0.198	0.000	0.399	0.110	0.000	0.313	+	(5.75) ***	(5.75) ***
<i>CHG_CASH_SALE</i>	0.051	0.013	0.268	0.065	0.035	0.224	-	(-1.33)	(-3.24) ***
<i>CHG_ROA</i>	-0.001	0.001	0.098	0.002	0.002	0.058	-	(-1.02)	(-0.91)
<i>GC</i>	0.140	0.000	0.347	0.029	0.000	0.167	+	(13.49) ***	(13.46) ***
<i>AR_INV</i>	0.350	0.349	0.185	0.316	0.314	0.173	+	(4.01) ***	(3.61) ***
<i>INTANGIBLE</i>	0.016	0.000	0.038	0.009	0.000	0.029	+	(4.97) ***	(6.40) ***
<i>SOFT</i>	0.601	0.621	0.192	0.537	0.542	0.174	+	(7.59) ***	(7.49) ***
<i>FCF</i>	0.406	0.000	0.492	0.345	0.000	0.475	+	(2.61) ***	(2.61) ***
<i>ISSUANCE</i>	0.471	0.000	0.500	0.357	0.000	0.479	+	(4.89) ***	(4.89) ***
<i>LEV</i>	0.110	0.079	0.111	0.091	0.049	0.112	+	(3.53) ***	(4.85) ***
<i>DIR_OWN</i>	0.083	0.013	0.126	0.087	0.022	0.131	+	(-0.74)	(-2.65) ***
<i>LN_MV</i>	9.590	9.296	1.993	9.596	9.359	1.758	+	(-0.07)	(-0.38)
<i>BTM</i>	1.082	0.967	0.796	1.210	1.035	0.811	-	(-3.25) ***	(-3.57) ***
<i>BHAR_pre12</i>	0.007	-0.058	0.401	0.048	-0.024	0.396	-	(-2.11) **	(-2.52) **
<i>LN_SUB</i>	2.220	2.079	1.372	1.798	1.792	1.259	+	(6.91) ***	(6.08) ***
<i>BSEG</i>	2.809	3.000	1.625	2.331	2.000	1.444	+	(6.80) ***	(6.29) ***
<i>GSEG</i>	1.834	1.000	1.462	1.936	1.000	1.493	+	(-1.41)	(-1.52)
<i>FORE_SALE</i>	0.280	0.000	0.449	0.317	0.000	0.465	+	(-1.63)	(-1.63)
<i>SALES_GROWTH</i>	0.046	0.024	0.252	0.043	0.028	0.188	+	(0.28)	(-1.76) *
<i>top_GROWTH</i>	0.200	0.000	0.401	0.176	0.000	0.381	+	(1.30)	(1.30)
<i>MA</i>	0.473	0.000	0.500	0.405	0.000	0.491	+	(2.86) ***	(2.86) ***
<i>RESTRUCTURE</i>	0.002	0.000	0.007	0.001	0.000	0.005	+	(3.12) ***	(3.41) ***
<i>BRD_SIZE</i>	7.865	7.000	3.361	7.818	7.000	3.104	±	(0.31)	(-0.40)
<i>OUT_BRD</i>	0.126	0.083	0.152	0.121	0.077	0.148	±	(0.68)	(0.45)
<i>ADT_SIZE</i>	3.620	4.000	0.696	3.565	3.000	0.669	±	(1.70) *	(1.37)
<i>OUT_ADT</i>	0.685	0.667	0.180	0.683	0.667	0.181	±	(0.21)	(-0.13)
<i>CEO_TURNOVER</i>	0.196	0.000	0.397	0.133	0.000	0.340	+	(3.80) ***	(3.80) ***
<i>BIGN</i>	0.678	1.000	0.468	0.741	1.000	0.438	-	(-2.92) ***	(-2.92) ***
<i>LN_AF</i>	3.540	3.367	0.867	3.311	3.219	0.703	+	(6.70) ***	(5.65) ***
<i>LN_NAF</i>	0.146	0.000	0.748	0.079	0.000	0.505	+	(2.70) ***	(2.17) **
<i>ADT_TURNOVER</i>	0.112	0.000	0.316	0.050	0.000	0.218	+	(5.84) ***	(5.84) ***

(注) 連続した値をとる変数に対し、各変数のサンプル全体で上下1パーセンタイル値を超える値を1パーセンタイル値に置き換える異常値処理を行っている。t値は両サンプル群の平均値の差がゼロであることを帰無仮説としたt検定の検定統計量である。z値は、両サンプル群の中央値の差がゼロであることを帰無仮説としたWilcoxonの符号付順位和検定の検定統計量である。\*、\*\*、\*\*\*は両側確率による有意水準であり、それぞれ10%、5%、1%の水準を表す。

対象となる変数のうち、半数以上の変数で有意な差異が見られるが、会計発生高の尺度などの動機・手段を示す変数の多くは期待に反して有意な差異が生じず、期待と逆の符号となる変数もある (*RSST*、*CHG\_INV*、*DIR\_OWN*)。ただし、この差異は、不正会計の種類である不正な財務報告と資産の流用を区別せず比較した結果である。不正会計の手段や動機を示す変数は不正な財務報告を前提とするものが多く、資産の流用の手段や動機には当てはまらないことから、全

体を対象とした比較では不安定な結果となり、予測通りの差異は生じないと考えられる。このため、不正な財務報告 (*FFR*) と資産の流用 (*MOA*) に不正会計開示サンプルを分割し、それぞれにおいてコントロール・サンプル母集団との差異を検討する。不正会計の目的を分けることで特に *FFR* において不正の手段や動機に整合する変数に差異が生じやすくなると予想される。

#### 6.4.1.2 不正の種類別の不正会計開示特性の比較 (*FFR*・*MOA* 別)

続いて表 6.5 は、表 6.4 と同様の比較を、不正な財務報告 (*FFR*) と資産の流用 (*MOA*) に分けて行った結果である。*FFR* 群での比較においては、会計発生高の尺度を示す *ROA\_DACC* や *ABS\_ROA\_DACC* で有意な差異が生じており、全体よりも結果がクリアに表れている。ただし、*CHG\_INV* は期待と逆に有意な符号のままであった。これは開示の直前期で在庫が減少していることを意味しているが、会計基準に準拠して行われる利益調整を可能にする手段が減ることで、会計基準を逸脱した不正会計に手を染めやすくさせている結果とも解釈できる。これは Dechow et al. (1996) の示す利益調整と不正会計との関係と整合する解釈である。

*FFR* 群のその他の変数については全体で生じていた差異と大きく変わらない。一方で、資産の流用 (*MOA*) 側では、会計発生高に関する変数で差異が生じていない点に特徴がある。その他にも損失ダミー (*LOSS*)、資金調達需要 (*FCF*)、役員持株比率 (*DIR\_OWN*) などで資産の流用では有意でなくなる動機や手段に関する変数が見られる。このことは利益操作目的の動機・手段要因の前提が *FFR* には当てはまるが *MOA* には当てはまらないことと整合する<sup>13</sup>。

この他、*MOA* の機会要因では、事業拡大を意味する *MA* などでは *MOA* のみに有意なプラスの差異が生じているが、地域的な複雑性を示す *GSEG* や *FORE\_SALE* は期待とは逆にマイナスに有意であり、地域が国内に限定される方が資産の流用が起りやすいことを示している。結果が期待に反する変数もある理由には、*MOA* を目的とした不正会計は当事者個人特有の状況も関連する可能性がある不正であるため、外部に公表される指標が必ずしもその傾向を示さないことが考えられる。

<sup>13</sup> ただし、*MOA* でも動機・手段要因指標のいくつかでは *FFR* と共通して有意な差が生じている。これらは資産の流用の実行とはひもづかないと考えられるが、社内での検出と開示が行われる要因に関連する可能性がある。例えば業績 (*ROA*) が低く、財務困窮状態にある (*GC*) 場合の方が、検出された不正会計が小さい不正でも財務諸表利用者にとって重要な情報とみなされやすくなり、小規模な不正会計であっても開示される可能性が高くなるなどの背景も考えられる。本分析からは不正会計の実行と摘発および開示の区別は困難であり、この点は分析上の課題になる。

表 6.5 不正会計の種類別での不正会計傾向指標の比較

obs	Pooled Sample			Treatment Sample(FFR)						Treatment Sample(MOA)						diff - Significance		
	40,019			Treatment Sample (FFR)			Treat(FFR) - Pooled			Treatment Sample (MOA)			Treat(MOA) - Pooled			all	FFR	MOA
	mean	median	sd	mean	median	sd	pred sign	(t-stat)	(z-stat)	mean	median	sd	pred sign	(t-stat)	(z-stat)			
ROA_DACC	0.000	0.000	0.096	0.012	0.007	0.113	+	(2.01)**	(1.82)*	-0.007	-0.002	0.102	?	(-0.86)	(-0.69)		■	
ABS_ROA_DACC	0.067	0.042	0.081	0.083	0.050	0.100	+	(3.18)***	(2.62)***	0.070	0.046	0.080	?	(0.45)	(-0.07)	■	■	
TACC	-0.034	-0.033	0.068	-0.038	-0.029	0.102	+	(-0.99)	(0.10)	-0.037	-0.033	0.085	?	(-0.56)	(-0.74)			
RSST	0.013	0.013	0.079	0.005	0.007	0.131	+	(-1.56)	(-1.29)	0.002	0.007	0.108	?	(-1.73)*	(-1.55)	■		□
CHG_AR	0.004	0.002	0.045	0.001	0.000	0.066	+	(-1.28)	(-1.52)	0.006	0.003	0.046	?	(0.50)	(0.31)			
CHG_INV	0.004	0.001	0.035	-0.004	0.000	0.041	+	(-3.44)***	(-2.71)***	0.005	0.001	0.041	?	(0.62)	(-0.63)	■	■	
ROA	0.021	0.024	0.064	-0.022	0.012	0.116	-	(-10.52)***	(-6.53)***	0.000	0.014	0.085	?	(-4.25)***	(-3.79)***	■	■	■
LOSS	0.110	0.000	0.313	0.233	0.000	0.423	+	(6.23)***	(6.22)***	0.146	0.000	0.354	?	(1.49)	(1.49)	■	■	
CHG_CASH_SALE	0.065	0.035	0.224	0.062	0.012	0.297	-	(-0.22)	(-2.48)**	0.034	0.015	0.219	?	(-1.85)*	(-2.09)**	□	□	■
CHG_ROA	0.002	0.002	0.058	0.000	0.002	0.111	-	(-0.34)	(-0.03)	-0.004	0.000	0.075	?	(-1.20)	(-1.41)			
GC	0.029	0.000	0.167	0.194	0.000	0.396	+	(15.62)***	(15.57)***	0.058	0.000	0.235	?	(2.33)**	(2.33)**	■	■	■
AR_INV	0.316	0.314	0.173	0.358	0.364	0.190	+	(3.87)***	(3.51)***	0.337	0.338	0.177	?	(1.62)	(1.41)	■	■	
INTANGIBLE	0.009	0.000	0.029	0.017	0.000	0.040	+	(4.27)***	(5.13)***	0.015	0.000	0.035	?	(2.66)***	(3.87)***	■	■	■
SOFT	0.537	0.542	0.174	0.617	0.633	0.198	+	(7.31)***	(7.09)***	0.578	0.595	0.182	?	(3.06)***	(3.18)***	■	■	■
FCF	0.345	0.000	0.475	0.442	0.000	0.498	+	(3.25)***	(3.25)***	0.351	0.000	0.479	?	(0.15)	(0.15)	■	■	■
ISSUANCE	0.357	0.000	0.479	0.469	0.000	0.500	+	(3.74)***	(3.74)***	0.474	0.000	0.501	?	(3.17)***	(3.17)***	■	■	■
LEV	0.091	0.049	0.112	0.113	0.091	0.115	+	(3.14)***	(3.80)***	0.106	0.063	0.105	?	(1.74)*	(3.03)***	■	■	■
DIR_OWN	0.087	0.022	0.131	0.077	0.010	0.124	+	(-1.31)	(-3.37)***	0.092	0.020	0.129	?	(0.44)	(-0.08)	□	□	
LN_MV	9.596	9.359	1.758	9.604	9.333	2.113	+	(0.07)	(-0.40)	9.569	9.167	1.802	+	(-0.20)	(-0.12)			
BTM	1.210	1.035	0.811	1.047	0.818	0.836	-	(-3.23)***	(-4.04)***	1.136	1.046	0.731	-	(-1.20)	(-0.70)	■	■	
BHAR_pre12	0.048	-0.024	0.396	0.010	-0.050	0.406	-	(-1.55)	(-1.70)*	0.004	-0.084	0.395	-	(-1.45)	(-1.91)*	■	□	□
LN_SUB	1.798	1.792	1.259	2.247	2.079	1.424	+	(5.71)***	(4.74)***	2.180	2.079	1.294	+	(3.96)***	(3.83)***	■	■	■
BSEG	2.331	2.000	1.444	2.775	3.000	1.642	+	(4.91)***	(4.41)***	2.860	3.000	1.603	+	(4.77)***	(4.57)***	■	■	■
GSEG	1.936	1.000	1.493	1.911	1.000	1.516	+	(-0.27)	(-0.36)	1.719	1.000	1.373	+	(-1.90)*	(-1.98)**			■
FORE_SALE	0.317	0.000	0.465	0.302	0.000	0.460	+	(-0.49)	(-0.49)	0.246	0.000	0.432	+	(-1.99)**	(-1.99)**			■
SALES_GROWTH	0.043	0.028	0.188	0.053	0.019	0.281	+	(0.83)	(-1.66)*	0.035	0.024	0.202	+	(-0.57)	(-0.76)	□	□	
topSGROW	0.176	0.000	0.381	0.209	0.000	0.408	+	(1.38)	(1.38)	0.187	0.000	0.391	+	(0.37)	(0.37)			
MA	0.405	0.000	0.491	0.453	0.000	0.499	+	(1.58)	(1.58)	0.503	1.000	0.501	+	(2.60)***	(2.60)***	■		■
RESTRUCTURE	0.001	0.000	0.005	0.002	0.000	0.007	+	(2.86)***	(2.27)**	0.002	0.000	0.006	+	(1.45)	(2.63)***	■	■	□
BRD_SIZE	7.818	7.000	3.104	7.725	7.000	3.337	±	(-0.48)	(-1.06)	8.076	7.000	3.397	±	(1.08)	(0.66)			
OUT_BRD	0.121	0.077	0.148	0.132	0.095	0.152	±	(1.11)	(1.06)	0.118	0.000	0.153	±	(-0.28)	(-0.60)			
ADT_SIZE	3.565	3.000	0.669	3.632	4.000	0.711	±	(1.60)	(1.10)	3.602	4.000	0.673	±	(0.73)	(0.81)	□		
ID_ADT	0.683	0.667	0.181	0.691	0.667	0.172	±	(0.72)	(0.04)	0.675	0.667	0.192	±	(-0.54)	(-0.26)			
CEO_TURNOVER	0.133	0.000	0.340	0.194	0.000	0.396	+	(2.86)***	(2.86)***	0.199	0.000	0.400	+	(2.52)**	(2.52)**	■	■	■
BIGN	0.741	1.000	0.438	0.663	1.000	0.474	-	(-2.84)***	(-2.84)***	0.702	1.000	0.459	-	(-1.16)	(-1.16)	■	■	
LN_AF	3.311	3.219	0.703	3.555	3.401	0.884	+	(5.55)***	(4.59)***	3.518	3.332	0.842	+	(3.84)***	(3.34)***	■	■	■
LN_NAF	0.079	0.000	0.505	0.157	0.000	0.826	+	(2.45)**	(1.33)	0.129	0.000	0.612	+	(1.29)	(1.81)*	■	□	□
ADT_TURNOVER	0.050	0.000	0.218	0.132	0.000	0.339	+	(6.00)***	(6.00)***	0.082	0.000	0.275	+	(1.92)*	(1.92)*	■	■	■

(注) 連続した値をとる変数に対し、各変数のサンプル全体で上下1パーセンタイル値を超える値を1パーセンタイル値に置き換える異常値処理を行っている。t値は両サンプル群の平均値の差がゼロであることを帰無仮説としたt検定の検定統計量である。z値は、両サンプル群の中央値の差がゼロであることを帰無仮説としたWilcoxonの符号付順位と検定の検定統計量である。\*、\*\*、\*\*\*は両側確率による有意水準であり、それぞれ10%、5%、1%の水準を表す。■は平均値と中央値の両方で10%水準以上の有意な差があること、□はいずれか一方でのみ10%水準以上の有意な差があることを意味する。

また不正の種類別の違いとして監査人特性では、*FFR*でのみ大手監査法人の割合 (*BIGN*) が有意に低くなっている。特に不正な財務報告に当てはまる不正会計において、大手監査法人である場合に不正会計が行われにくい傾向を示す Lennox and Pittman (2010) と整合している。

以上からわかることとして、両方の種類に共通する不正会計の特性を示す変数も見られるが、*FFR* または *MOA* のいずれかの群のみで有意に差異が生じている変数や *MOA* でのみ有意性が低下する変数も多い。このことから、不正の種類によってその特性を示す変数に違いがあることが示唆される。次節においてはサンプル群同士の単変量での比較でなく、*FFR* と *MOA* を被説明変数としたロジット回帰による多変量分析を行い、変数間の相互の関連性も考慮したうえで有意となる変数を識別する。

#### 6.4.1.3 不正会計開示を行った企業特性によるロジット回帰

表 6.6 は、被説明変数となる不正会計開示は *FFR* と *MOA* に区別し、不正会計開示の傾向を示す変数を説明変数として推定を行った結果である。参考として、*MOA* に *FFR* と同様の変数を用いて回帰を行った結果も示している。

推定結果は、期待通りの有意な符号が推定される変数もあるが、有意にならない変数やいくつか期待に反する符号の変数もある<sup>14</sup>。*FFR* では、期待された異常会計発生高については有意な関連は見られず、*NACC* や *CHG\_INV* で期待とは逆のマイナスの関連になっている。単変量での解釈と同様に、会計基準の枠内での利益調整をすることができないことから、不正会計を行うことで利益を操作している背景があることが考えられる。また、*MA* も期待とは逆にマイナスで有意となるが単変量ではプラスの差異が生じていたことから、他の変数との相互作用の影響もあると考えられるが、前期または当期に買収による事業拡大をしている場合には不正な財務報告はされていない傾向にあることを意味する。その他、*MOA* において企業規模を示す *LN\_MV* が期待とは逆にマイナスである。企業規模が小さい企業は内部統制の品質が低い可能性が高く、結果として資産の流用を許すような環境になっていると解釈できる。Beasley et al. (2010) によれば、*AAER* では不正な財務報告が多く、Dechow et al. (2011) の示した企業規模が大きいほど虚偽表示が多いとの結果に資産の流用による不正会計は当てはまらないことを意味する。

以上、いくつか期待とは異なる符号も見られるがその他の説明変数は概ね期待

---

<sup>14</sup> 説明変数間の多重共線性については、VIF(分散増幅因子)の最大は *GSEG* の 6.6 であり、問題となる水準 (10) を下回っていた。

表 6.6 不正会計開示のロジット回帰結果

VARIABLES	pred sign	Logistics Regression					
		(7.1) FFR		(7.2) MOA		(参考)MOA	
		coef	(z-stat)	coef	(z-stat)	coef	(z-stat)
<i>ROA_DACC</i>	+	1.273	(1.25)			-0.353	(-0.25)
<i>ABS_ROA_DACC</i>	+	-0.375	(-0.46)			-0.656	(-0.63)
<i>NACC</i>	+	-7.896***	(-8.80)			1.049	(0.64)
<i>RSST</i>	+	0.309	(0.33)			-0.372	(-0.26)
<i>CHG_AR</i>	+	-1.976	(-1.23)			0.790	(0.38)
<i>CHG_INV</i>	+	-4.267**	(-2.52)			2.522	(1.03)
<i>ROA</i>	-	-3.339**	(-2.31)			-3.023	(-1.50)
<i>LOSS</i>	+	0.024	(0.11)			-0.020	(-0.07)
<i>CHG_CASH_SALE</i>	-	-0.102	(-0.15)			-0.715	(-1.29)
<i>CHG_ROA</i>	-	0.492	(0.58)			0.258	(0.17)
<i>GC</i>	+	1.283***	(4.62)			-0.098	(-0.21)
<i>AR_INV</i>	+	0.966	(1.58)			0.543	(0.70)
<i>INTANGIBLE</i>	+	1.105	(0.55)			0.384	(0.18)
<i>SOFT</i>	+	1.383**	(2.05)			0.793	(1.10)
<i>FCF</i>	+	0.101	(0.64)			-0.197	(-1.07)
<i>ISSUANCE</i>	+	0.058	(0.42)			0.297	(1.64)
<i>LEV</i>	+	1.045*	(1.80)			-0.269	(-0.36)
<i>DIR_OWN</i>	+	-0.011	(-0.02)			0.192	(0.28)
<i>LN_MV</i>	+	-0.088	(-1.16)	-0.340***	(-3.97)	-0.264***	(-2.73)
<i>BTM</i>	-	-0.227**	(-2.04)	-0.292**	(-2.45)	-0.233*	(-1.93)
<i>BHR_pre12</i>	-	0.120	(0.72)			-0.100	(-0.42)
<i>LN_SUB</i>	+	0.388***	(4.16)	0.363***	(3.06)	0.317***	(2.70)
<i>BSEG</i>	+	0.025	(0.56)	0.100*	(1.82)	0.103*	(1.81)
<i>GSEG</i>	+	0.084	(0.73)	0.007	(0.04)	0.024	(0.16)
<i>FORE_SALE</i>	+	-0.432	(-1.16)	-0.361	(-0.75)	-0.434	(-0.91)
<i>SALES_GROWTH</i>	+	0.678	(0.81)	-0.481	(-0.79)	0.218	(0.24)
<i>top_GROWTH</i>	+	0.063	(0.29)	0.219	(0.84)	0.166	(0.63)
<i>MA</i>	+	-0.309**	(-2.01)	0.085	(0.46)	0.032	(0.17)
<i>RESTRUCTURE</i>	+	-8.901	(-0.92)	2.800	(0.23)	-0.396	(-0.03)
<i>BRD_SIZE</i>	±	-0.006	(-0.23)	0.028	(0.92)	0.027	(0.88)
<i>OUT_BRD</i>	±	-0.278	(-0.64)	-0.236	(-0.40)	-0.345	(-0.57)
<i>ADT_SIZE</i>	±	0.036	(0.30)	-0.055	(-0.41)	-0.083	(-0.60)
<i>OUT_ADT</i>	±	-0.037	(-0.10)	-0.365	(-0.75)	-0.384	(-0.78)
<i>CEO_TURNOVER</i>	+	0.124	(0.73)	0.428**	(2.20)	0.393**	(1.98)
<i>BIGN</i>	-	-0.085	(-0.55)	-0.153	(-0.84)	-0.139	(-0.77)
<i>LN_AF</i>	+	0.198	(1.32)	0.463**	(2.44)	0.371*	(1.84)
<i>LN_NAF</i>	+	-0.002	(-0.02)	-0.039	(-0.33)	-0.037	(-0.30)
<i>ADT_TURNOVER</i>	+	0.536**	(2.46)	0.325	(1.11)	0.280	(0.94)
Constant		-7.896***	(-8.80)	-6.132***	(-4.35)	-6.734***	(-4.17)
Industry Fixed Effect		Yes		Yes		Yes	
Year Fixed Effect		Yes		Yes		Yes	
Observations		40,277		40,190		40,190	
Treatment Sample		258		171		171	
Control Sample		40,019		40,019		40,019	
Pseudo R-squared		0.115		0.0664		0.0745	

(注) ()内にはWhiteの不均一分散修正後の標準誤差を用いたz値を記載している。係数右肩の\*\*\*、\*\*、\*は、それぞれ両側確率で1%、5%、10%水準で有意であることを意味している。

と整合している。なお、参考として示した全ての変数による *MOA* の推定結果からは、利益操作目的の動機や手段要因として示した変数はいずれも有意な関連はないとの推定結果が得られている。*FFR* と *MOA* を区別してそれぞれ適合する説明変数を用いて傾向スコアを推定すべきことが示唆される結果である。不正会計開示の傾向スコアの推定は表 6.6 の (6.1)(6.2) の 2 式から推定された種類別の係数を用いて、種類別の各不正会計開示サンプルと全てのコントロール・サンプル母集団のデータに対して計算する。

#### 6.4.1.4 傾向スコアマッチングのバランス評価

表 6.6 の推定結果に従って *FFR* と *MOA* のそれぞれの傾向スコアを算定したうえで、種類別に各不正会計企業サンプルに対して同年の同規模のコントロール・サンプル母集団から傾向スコアがもっとも近くなるサンプルをマッチングする。傾向スコアによりマッチングされたコントロール・サンプルについて、不正会計開示企業の特徴（共変量）が開示直前期においてバランスしていることを確かめるため、不正会計企業サンプルとコントロール・サンプルで各変数の比較を行う。この比較結果が表 6.7 である。

表 6.7 を見ると、種類別のサンプル群で説明変数に使われた変数について、一部 (*FFR* の *MA*、*MOA* の *CHG.ROA* の中央値) を除き、サンプル群間で開示直前期のデータに有意な差異がない結果になっている。大多数の変数において有意な差異は解消され、不正会計開示企業の特徴が共変量となって生じる影響が軽減されている。差異が残る変数も *CHG.ROA* については中央値のみ有意であり有意性は強くないことや、*MA* は期待される差異とは逆の符号であることから、全体的なデータの偏りは解消されていると考えられる。以上の結果から、各種類の不正会計開示の傾向に影響する変数をコントロールしたサンプルがマッチングされていると言える。

表 6.7 傾向スコアマッチングのバランス評価

obs	FFR								MOA								
	Treatment Sample			Control Sample			Treatment - Control		Treatment Sample			Control Sample			Treatment - Control		
	mean	median	sd	mean	median	sd	(t-stat)	(z-stat)	mean	median	sd	mean	median	sd	(t-stat)	(z-stat)	
	0.012	0.007	0.113	0.015	0.014	0.117	(-0.33)	(-0.54)	<i>ROA_DACC</i>	-0.007	-0.002	0.102	0.001	-0.003	0.099	(-0.70)	(-0.32)
	0.083	0.050	0.100	0.082	0.044	0.098	(0.16)	(0.59)	<i>ABS_ROA_DACC</i>	0.070	0.046	0.080	0.071	0.045	0.086	(-0.15)	(-0.72)
	-0.051	-0.046	0.104	-0.046	-0.037	0.096	(-0.58)	(-0.78)	<i>TACC</i>	-0.034	-0.035	0.095	-0.035	-0.038	0.090	(0.13)	(-0.49)
	0.005	0.007	0.131	0.018	0.012	0.102	(-1.26)	(-1.19)	<i>RSST</i>	0.002	0.007	0.108	0.011	0.004	0.095	(-0.77)	(-0.34)
	0.001	0.000	0.066	0.004	0.002	0.057	(-0.59)	(-0.88)	<i>CHG_AR</i>	0.006	0.003	0.046	0.005	0.003	0.051	(0.29)	(0.10)
	-0.004	0.000	0.041	-0.003	0.001	0.041	(-0.33)	(-1.30)	<i>CHG_INV</i>	0.005	0.001	0.041	0.006	0.002	0.044	(-0.13)	(-1.17)
	-0.022	0.012	0.116	-0.011	0.016	0.100	(-1.08)	(-0.95)	<i>ROA</i>	0.000	0.014	0.085	0.010	0.019	0.085	(-1.16)	(-1.61)
	0.233	0.000	0.423	0.225	0.000	0.418	(0.21)	(0.21)	<i>LOSS</i>	0.146	0.000	0.354	0.117	0.000	0.322	(0.80)	(0.80)
	0.062	0.012	0.297	0.070	0.031	0.285	(-0.30)	(-0.78)	<i>CHG_CASH_SALE</i>	0.034	0.015	0.219	0.060	0.029	0.242	(-1.06)	(-0.89)
	0.000	0.002	0.111	0.009	0.002	0.094	(-0.91)	(-0.30)	<i>CHG_ROA</i>	-0.004	0.000	0.075	0.006	0.004	0.073	(-1.15)	(-1.85) *
	0.194	0.000	0.396	0.178	0.000	0.384	(0.45)	(0.45)	<i>GC</i>	0.058	0.000	0.235	0.047	0.000	0.212	(0.48)	(0.48)
	0.358	0.364	0.190	0.357	0.357	0.189	(0.05)	(0.11)	<i>AR_INV</i>	0.337	0.338	0.177	0.327	0.309	0.181	(0.54)	(0.56)
	0.017	0.000	0.040	0.017	0.000	0.041	(-0.03)	(0.67)	<i>INTANGIBLE</i>	0.015	0.000	0.035	0.017	0.000	0.040	(-0.43)	(0.11)
	0.617	0.633	0.198	0.621	0.646	0.177	(-0.25)	(0.05)	<i>SOFT</i>	0.578	0.595	0.182	0.556	0.549	0.162	(1.17)	(1.53)
	0.442	0.000	0.498	0.465	0.000	0.500	(-0.53)	(-0.53)	<i>FCF</i>	0.351	0.000	0.479	0.310	0.000	0.464	(0.80)	(0.80)
	0.469	0.000	0.500	0.411	0.000	0.493	(1.33)	(1.33)	<i>ISSUANCE</i>	0.474	0.000	0.501	0.485	0.000	0.501	(-0.22)	(-0.22)
	0.113	0.091	0.115	0.111	0.070	0.125	(0.21)	(0.61)	<i>LEV</i>	0.106	0.063	0.105	0.112	0.061	0.124	(-0.51)	(0.45)
	0.077	0.010	0.124	0.087	0.012	0.139	(-0.91)	(-1.01)	<i>DIR_OWN</i>	0.092	0.020	0.129	0.106	0.027	0.150	(-0.96)	(-0.62)
	9.604	9.333	2.113	9.594	9.378	2.100	(0.06)	(0.09)	<i>LN_MV</i>	9.569	9.167	1.802	9.664	9.314	1.948	(-0.47)	(-0.18)
	1.047	0.818	0.836	1.042	0.848	0.803	(0.07)	(-0.06)	<i>BTM</i>	1.136	1.046	0.731	1.034	0.847	0.694	(1.31)	(1.53)
	0.010	-0.050	0.406	0.025	-0.010	0.414	(-0.43)	(-0.60)	<i>BHR_pre12</i>	0.004	-0.084	0.395	0.030	-0.007	0.366	(-0.62)	(-1.39)
	2.247	2.079	1.424	2.268	2.079	1.397	(-0.17)	(-0.26)	<i>LN_SUB</i>	2.180	2.079	1.294	2.182	2.079	1.254	(-0.02)	(0.02)
	2.775	3.000	1.642	2.795	3.000	1.605	(-0.14)	(-0.24)	<i>BSEG</i>	2.860	3.000	1.603	2.825	3.000	1.668	(0.20)	(0.32)
	1.911	1.000	1.516	1.988	1.000	1.599	(-0.57)	(-0.30)	<i>GSEG</i>	1.719	1.000	1.373	1.830	1.000	1.435	(-0.73)	(-0.80)
	0.302	0.000	0.460	0.306	0.000	0.462	(-0.10)	(-0.10)	<i>FORE_SALE</i>	0.246	0.000	0.432	0.287	0.000	0.453	(-0.85)	(-0.86)
	0.053	0.019	0.281	0.066	0.041	0.253	(-0.56)	(-1.16)	<i>SALES_GROWTH</i>	0.035	0.024	0.202	0.055	0.028	0.221	(-0.90)	(-0.77)
	0.209	0.000	0.408	0.240	0.000	0.428	(-0.84)	(-0.84)	<i>top_GROWTH</i>	0.187	0.000	0.391	0.211	0.000	0.409	(-0.54)	(-0.54)
	0.453	0.000	0.499	0.527	1.000	0.500	(-1.67) *	(-1.67) *	<i>MA</i>	0.503	1.000	0.501	0.520	1.000	0.501	(-0.32)	(-0.32)
	0.002	0.000	0.007	0.002	0.000	0.007	(0.27)	(0.02)	<i>RESTRUCTURE</i>	0.002	0.000	0.006	0.001	0.000	0.005	(0.44)	(0.42)
	7.725	7.000	3.337	7.748	7.000	3.332	(-0.08)	(-0.23)	<i>BRD_SIZE</i>	8.076	7.000	3.397	7.719	7.000	3.066	(1.02)	(0.73)
	0.132	0.095	0.152	0.126	0.000	0.154	(0.45)	(0.61)	<i>OUT_BRD</i>	0.118	0.000	0.153	0.121	0.091	0.143	(-0.17)	(-0.54)
	3.632	4.000	0.711	3.554	3.000	0.683	(1.26)	(1.12)	<i>ADT_SIZE</i>	3.602	4.000	0.673	3.626	4.000	0.686	(-0.32)	(-0.21)
	0.691	0.667	0.172	0.686	0.667	0.181	(0.34)	(-0.32)	<i>OUT_ADT</i>	0.675	0.667	0.192	0.665	0.667	0.189	(0.49)	(0.73)
	0.194	0.000	0.396	0.178	0.000	0.384	(0.45)	(0.45)	<i>CEO_TURNOVER</i>	0.199	0.000	0.400	0.222	0.000	0.417	(-0.53)	(-0.53)
	0.663	1.000	0.474	0.686	1.000	0.465	(-0.56)	(-0.56)	<i>BIGN</i>	0.702	1.000	0.459	0.678	1.000	0.468	(0.47)	(0.47)
	3.555	3.401	0.884	3.519	3.314	0.929	(0.44)	(0.89)	<i>LN_AF</i>	3.518	3.332	0.842	3.524	3.367	0.816	(-0.07)	(-0.27)
	0.157	0.000	0.826	0.114	0.000	0.564	(0.69)	(0.04)	<i>LN_NAF</i>	0.129	0.000	0.612	0.078	0.000	0.570	(0.80)	(1.39)
	0.132	0.000	0.339	0.159	0.000	0.366	(-0.87)	(-0.87)	<i>ADT_TURNOVER</i>	0.082	0.000	0.275	0.070	0.000	0.256	(0.41)	(0.41)

(注) 網掛けした変数は、傾向スコア推定モデルに使用していない変数である。t値は、両サンプル群の平均値の差がゼロであることを帰無仮説としたt検定の検定統計量である。z値は、両サンプル群の中央値の差がゼロであることを帰無仮説としたWilcoxonの符号付順位和検定の検定統計量である。\*、\*\*、\*\*\*は両側確率による有意水準であり、それぞれ10%、5%、1%の水準を表す。

## 6.4.2 長期的な影響の単純比較

不正会計企業サンプル (Treatment) とマッチングしたコントロール・サンプル (Control) を用いて、経済的帰結指標の比較を行う。比較する期間は、不正会計開示の第一報の直前期 (pre) に対して、第一報開示を行った期 (t)、その翌期 (t+1 期)、翌々期 (t+2 期) である<sup>15</sup>。

### 6.4.2.1 経営者交代、ガバナンス構造の変化

表 6.8 の経営者交代 (*CEO\_TURNOVER*) は、顕著な変化が生じており、t 期以降において高い交代率になっている。特に t 期ではコントロール・サンプルと比較して 2 倍程度の割合で交代が生じており、t+1 期以降も有意な差は継続する。不正会計への関与や監督責任の追及として経営者交代が行われやすくなることが強く表れている。

測定されたガバナンス構造のうち、取締役の人数 (*BRD\_SIZE*) については全ての期で有意な差は見られないが、社外取締役割合 (*OUT\_BRD*) では、pre 期との各期の差異が t 期以降で増加している。不正対応の結果、取締役の人数 (分母) の減少による社外割合の増加も考えられるが、その後も維持されることから、ガバナンス構造を改善する方向での対応が表れていると考えられる。

監査役に関する指標 (*ADT\_SIZE*、*OUT\_ADT*) については、有意な変化は測定されていない。監査役は取締役と違って不正会計に関与することは少ないため、影響が生じにくいと考えられる。不正会計開示後に社外監査役が増加していないことは、社外監査役の割合を増加させることがモニタリング強化のための手段として選択されていないと解釈できる結果である。

<sup>15</sup> 開示期以降のサンプル数の制約として、不正会計開示の性質上、影響が大きい場合などは開示期以降で上場廃止となりサンプルが欠落する。また、NEEDS-FQ または NPM は 2017 年 12 月まで、NEEDS-MT は 2017 年 3 月までの期間のデータを用いており、該当する開示期以降のデータが入手できない場合もサンプルが欠落する。財務データのサンプル欠落数は、t 期 16 件 (不正会計開示後の上場廃止 16 件)、t+1 期 52 件 (上場廃止 43 件、2016 年 3 月以後発生事例 9 件)、t+2 期 101 件 (上場廃止 65 件、2015 年 3 月以後発生事例 36 件) である。株価情報の場合は 12 ヶ月間全ての月次データを必要とするため、さらに件数は減少する。ガバナンスや監査人情報も、開示期以降は財務情報と異なるデータ収録状況であるため、件数が異なる。本研究では上場廃止となったサンプルは該当するデータを欠落させる取り扱いとするが、不正会計開示の一般的な影響を測定するという観点では、深刻な事例の多い上場廃止企業の影響が除かれることは、長期的な影響を過少に評価する可能性が含まれる。この点はイベント後の影響を長期的に測定するこの種の分析においては共通する限界となる。なお、開示後に上場廃止になる事例のデータを全てサンプルから外して同様の分析を行った場合には、不正会計が特に深刻なものが多い上場廃止事例が除かれるため、この後行う長期的な影響の測定における開示期の株価低下や、第三者委員会による結果の違いでの経営者交代、社外取締役割合、監査人交代の促進において差異が有意でなくなる違いも見られるが、その他の分析結果には影響がなかった。

表 6.8 経済的帰結指標の単純比較

Consequence Variables	Sample	Year				Differences		
		pre mean	t mean	t+1 mean	t+2 mean	(t - pre) mean	(t+1 - pre) mean	(t+2 - pre) mean
<i>CEO_TURNOVER</i>	matched pairs	429	413	378	329	413	378	329
	Treatment	0.20	0.30	0.24	0.21	0.10	0.06	0.03
	Control	0.20	0.16	0.16	0.12	-0.04	-0.04	-0.08
	(t-stat)	(0.00)	(4.70)***	(2.46)**	(3.04)***	(3.32)***	(2.24)**	(2.65)***
<i>BRD_SIZE</i>	matched pairs	429	401	351	318	401	351	318
	Treatment	7.86	7.78	8.00	8.09	-0.20	-0.17	-0.15
	Control	7.74	7.75	7.94	7.99	-0.06	0.00	0.07
	(t-stat)	(0.57)	(0.13)	(0.26)	(0.43)	(-1.44)	(-1.19)	(-1.32)
<i>OUT_BRD</i>	matched pairs	429	401	351	318	401	351	318
	Treatment	0.13	0.16	0.17	0.18	0.04	0.06	0.07
	Control	0.12	0.14	0.16	0.16	0.02	0.03	0.05
	(t-stat)	(0.25)	(1.45)	(1.35)	(1.02)	(2.83)***	(2.54)**	(1.56)
<i>ADT_SIZE</i>	matched pairs	429	400	351	317	400	351	317
	Treatment	3.62	3.71	3.70	3.63	0.03	-0.01	-0.06
	Control	3.58	3.63	3.64	3.61	0.01	0.00	-0.05
	(t-stat)	(0.79)	(1.59)	(1.00)	(0.47)	(1.13)	(-0.26)	(-0.43)
<i>OUT_ADT</i>	matched pairs	429	400	351	317	400	351	317
	Treatment	0.68	0.69	0.69	0.69	0.00	0.01	0.01
	Control	0.68	0.68	0.68	0.69	0.01	0.01	0.02
	(t-stat)	(0.58)	(0.56)	(0.35)	(0.14)	(-0.16)	(-0.37)	(-0.80)
<i>ADT_TURNOVER</i>	matched pairs	429	396	343	310	396	343	310
	Treatment	0.11	0.13	0.13	0.08	0.04	0.05	0.00
	Control	0.12	0.08	0.06	0.04	-0.04	-0.04	-0.07
	(t-stat)	(-0.53)	(2.68)***	(2.97)***	(2.27)**	(2.52)**	(2.90)***	(2.27)**
<i>BIGN</i>	matched pairs	429	413	378	329	413	378	329
	Treatment	0.68	0.64	0.59	0.60	-0.05	-0.13	-0.12
	Control	0.68	0.67	0.66	0.66	-0.03	-0.05	-0.06
	(t-stat)	(-0.15)	(-0.88)	(-2.11)**	(-1.45)	(-1.61)	(-3.38)***	(-2.45)**
<i>LN_AF</i>	matched pairs	429	401	349	315	401	349	315
	Treatment	3.54	3.80	3.80	3.81	0.24	0.20	0.22
	Control	3.52	3.61	3.70	3.75	0.07	0.11	0.17
	(t-stat)	(0.35)	(3.12)***	(1.46)	(0.83)	(7.91)***	(3.33)***	(1.57)
<i>i_ROA</i>	matched pairs	429	413	377	328	413	377	328
	Treatment	-0.05	-0.06	-0.02	0.00	-0.02	0.01	0.02
	Control	-0.02	-0.01	0.00	0.00	0.01	0.02	0.01
	(t-stat)	(-2.17)**	(-4.55)***	(-2.05)**	(-0.05)	(-3.06)***	(-0.33)	(0.78)
<i>i_CFO</i>	matched pairs	429	413	377	328	413	377	328
	Treatment	-0.03	-0.03	-0.02	-0.01	0.00	0.00	0.01
	Control	-0.02	-0.01	-0.01	-0.01	0.01	0.01	0.01
	(t-stat)	(-1.08)	(-1.70)*	(-1.75)*	(-0.82)	(-0.31)	(-0.88)	(-0.25)
<i>TACC</i>	matched pairs	429	413	378	328	413	378	328
	Treatment	-0.04	-0.07	-0.04	-0.03	-0.03	0.00	0.01
	Control	-0.03	-0.04	-0.03	-0.03	0.00	0.00	0.00
	(t-stat)	(-0.77)	(-4.52)***	(-0.88)	(0.78)	(-2.74)***	(-0.04)	(0.95)
<i>BHR</i>	matched pairs	429	429	353	299	429	353	299
	Treatment	0.01	-0.09	0.04	0.05	-0.10	0.01	0.00
	Control	0.03	0.07	0.03	0.10	0.04	0.00	0.06
	(t-stat)	(-0.72)	(-4.79)***	(0.37)	(-1.38)	(-3.27)***	(0.15)	(-1.35)

(注) 連続した値をとる変数に対し、各変数のサンプル全体で上下1パーセンタイル値を超える値を1パーセンタイル値に置き換える異常値処理を行っている。t値は両サンプル群の平均値の差がゼロであることを帰無仮説としたt検定の検定統計量である。\*、\*\*、\*\*\*は両側確率による有意水準であり、それぞれ10%、5%、1%の水準を表す。

#### 6.4.2.2 外部監査人の交代や特性の変化

外部監査人交代 ( $ADT\_TURNOVER$ ) は  $t$  期以降増加している。 $t$  期よりも  $t+1$  期の差がより大きくなっており、不正会計発覚後、その直後 ( $t$  期) よりもその翌期 ( $t+1$  期) において不正会計開示に伴う監査人交代が多くなることを意味する。監査法人交代の監査人規模の交代による変化の方向については、大手監査法人が担当している割合 ( $BIGN$ ) を見ると、 $t$  期以降の各期を  $pre$  期と比較するとき、 $t+1$  期と  $t+2$  期で有意にマイナスの差異が生じており、 $t+1$  期以降大手監査法人である割合が減少している。開示した直後である  $t$  期でなく  $t+1$  期でのマイナス幅の拡大が大きい、 $t$  期中に不正が発覚したとしても  $t$  期の監査契約までは履行されるが、その後  $t+1$  期の監査契約が継続されないといった動きがあると理解できる。

その他、監査報酬 ( $LN\_AF$ ) については、開示が行われた  $t$  期において大きく増加し、その後の期にも維持される。不正会計が発覚した場合には、不正リスクに対応した監査手続が追加的に求められ、監査時間が増加するなどの影響で報酬増加が生じる結果である。

#### 6.4.2.3 業績の変化

業績を示す  $i\_ROA$  については、 $t$  期でコントロール・サンプルとの差異が大きくマイナスになっている。ただし  $pre$  期でも有意なマイナスが見られるが、 $pre$  期と  $t$  期の差についても有意なマイナスの差が生じている。不正会計開示による影響は不正会計の損益影響の反映や、それまで行っていた不正会計が計上されなくなることによる利益減少と共に、企業の信頼性低下が本業のビジネスに影響して業績の悪化をもたらすものと考えられるが、その影響は開示を行った期にもっとも顕著に表れ、その後の期間には継続していないと理解できる。損益ベースの利益のうちの発生高ベースの部分については  $TACC$  で測定され、利益の変動と同様に  $t$  期において大きなマイナスが生じると共に、その後は継続的なマイナスは生じていない。

一方のキャッシュベースの  $i\_CFO$  において業績の悪化が測定されている。ただし、 $pre$  期との比較では有意な差は生じていない。不正会計による影響が損益ベースの利益だけでなく、キャッシュ・フローにも弱いながら影響することが解釈できる。不正な財務報告であれば、現金裏付けのない利益の過大計上が不正発覚によりされなくなったといった理由から、利益のうちの発生高部分にのみ影響が生じるものと考えられる。資産の流用である場合には、影響は過去に費用計上

済みであることが多く、現金収支に影響しない。このため、不正会計発覚による損益影響は損益ベースのみに影響することが考えられるが、一方で予想される信頼性低下による取引減少の影響はキャッシュ・フローに表れると考えられる。このため、営業キャッシュ・フロー (*i.CFO*) にも弱いながら有意な差が生じていることは、信頼性低下によるビジネスへの影響も少なからず示唆する結果である。

#### 6.4.2.4 株価の変化

株価について市場リターン調整済みバイ・アンド・ホールドリターン (*BHR*) の差を見ると、*t* 期において大きなマイナスが生じているが、その後の期間においてはコントロール・サンプルとの差異はなく、開示期の大きなマイナスのみが不正会計開示による影響として生じている。これは不正会計開示とその後の調査結果の開示に伴う短期的な株価の下落によって、不正会計の影響が株価に織り込まれ、その後の翌期以降の期間に影響が及んでいないことを示している。

#### 6.4.3 不正会計開示の長期的な影響に対する処置効果の推定

前節では、単変量によるマッチド・ペアの比較により、不正会計開示によって生じている長期的な影響を測定した。不正会計開示後に各変数に生じる変化について、(6.3) 式に基づく差の差分分析によって不正会計開示による処置効果を推定する。この分析は不正会計開示サンプル 429 件と、傾向スコアによりマッチングしたコントロール・サンプル 429 件に対して行う。推定に用いるデータは、不正会計開示サンプル 429 件の *pre* 期、*t* 期、*t+1* 期、*t+2* 期の企業・年度データと、それに対応するコントロールサンプルの企業・年度データである。不正会計開示サンプルにおいて、*pre* 期、*t* 期、*t+1* 期、*t+2* 期のいずれかの期間までしか入手できない場合は、対応するコントロールサンプルについても同じ期間のみデータに含める。不正会計開示の処置効果として、*pre* 期との差として推定されるのは *t* 期における効果が  $\beta_5$ 、*t+1* 期が  $\beta_6$ 、*t+2* 期が  $\beta_7$  である<sup>16</sup>。

##### 6.4.3.1 経営者交代とガバナンス構造

まず、企業内の変革を示す影響として、経営者交代およびガバナンス構造への影響を測定した結果が表 6.9 である。*CEO\_TURNOVER* について、単変量での結果と整合して、開示期 (*t* 期) およびその翌々期 (*t+2* 期) における有意なプラス

<sup>16</sup> 分析に伴い VIF(分散増幅因子) 値を算定し、分析の対象となる変数において最大値であっても多重共線性の問題が生じる水準 (10) よりも小さいことを確かめている。これ以降の全ての回帰分析についても同様の対応を行っている。

表 6.9 不正会計開示の処置効果の推定（経営者交代、ガバナンス指標）

Variables	Consequences (6.3)										
	CEO_TURNOVER		BRD_SIZE		OUT_BRD		ADT_SIZE		OUT_ADT		
	coef	(t-stat)	coef	(t-stat)	coef	(t-stat)	coef	(t-stat)	coef	(t-stat)	
<i>treat</i>	$\beta_1$	-0.002	(-0.063)	0.151	(0.861)	0.005	(0.462)	0.054	(1.362)	0.003	(0.299)
<i>t</i>	$\beta_2$	-0.043**	(-2.100)	0.071**	(2.089)	0.001	(0.117)	0.026	(0.467)	-0.003	(-0.285)
<i>post1</i>	$\beta_3$	-0.041	(-1.215)	0.090	(1.010)	-0.002	(-0.486)	0.033	(0.996)	-0.009	(-1.005)
<i>post2</i>	$\beta_4$	-0.080***	(-3.357)	0.033	(0.225)	0.001	(0.080)	-0.007	(-0.151)	-0.002	(-0.310)
<i>treat*t</i>	$\beta_5$	0.123***	(3.433)	-0.029	(-0.117)	0.017	(1.224)	0.054	(1.020)	-0.003	(-0.220)
<i>treat*post1</i>	$\beta_6$	0.048	(1.336)	0.024	(0.126)	0.012	(1.305)	0.008	(0.126)	-0.005	(-0.570)
<i>treat*post2</i>	$\beta_7$	0.076***	(2.744)	0.149	(0.801)	0.007	(0.478)	-0.000	(-0.010)	-0.008	(-0.833)
<i>Constant</i>	$\beta_0$	0.246***	(3.509)	1.297**	(2.208)	-0.037	(-1.091)	1.702***	(11.553)	0.672***	(17.735)
Control Variables		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
Industry Fixed Effect		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
Year Fixed Effect		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
Observations		2,975		2,961		2,961		2,959		2,959	
Adjusted R-squared		0.022		0.379		0.213		0.363		0.138	

(注) ()内は企業と年度のクラスター補正を行った標準誤差を用いたt値である(Petersen, 2009)。係数右肩の\*\*\*、\*\*、\*は、それぞれ両側確率で1%、5%、10%水準で有意であることを意味している。

が生じている。この結果は仮説 1-1 を支持し、不正会計開示が経営者の処分を通じて行われる企業内の変革を促す影響が表れている。

一方ガバナンス特性を示す指標については、有意な変化は見られない。*OUT\_BRD*については単変量では pre 期と比較したときにコントロール・サンプルとの有意なプラスの差が観測されたものの、回帰結果からは有意な影響は測定されない。その他、監査役についても、単変量と同様に有意な影響は測定されていない。これらの結果は、仮説 1-2 と整合しない結果である。ガバナンス特性は開示直前期の不正企業の特性としてもほぼ有意な傾向は見られず、その開示後の影響としても不正会計の原因の改善としての有意な変化は生じていない。ただし、不正会計に対する企業対応の違いがその結果に影響して、一定の方向の変化が生じていない可能性も考えられるため、仮説 2 の検証を行う。

#### 6.4.3.2 外部監査人特性の変化

次に、表 6.10 を見ると、開示期 (t 期) から開示の翌々期 (t+2 期) までで、監査人交代は有意にプラスになっており、仮説 1-3 を支持する結果である。ただし、大手監査法人の割合を見ると t+2 期での有意なマイナスがあり、不正リスクの上昇に伴って大手から中小の監査法人への移行があった結果が見られる。また、監査報酬でも、t 期から t+2 期に渡って有意な増加が生じている。この結果は、仮説 1-4 を支持する。監査報酬の増加の特徴として、一時の報酬増加による対応がされるのみではなく、その後の期に渡っても開示直後の増加した水準が維持され、不正リスクへの対応が継続している。

表 6.10 不正会計開示の処置効果の推定（外部監査人指標）

Variables	Consequences (6.3)						
	<i>ADT_TURNOVER</i>		<i>BIGN</i>		<i>LN_AF</i>		
	coef	(t-stat)	coef	(t-stat)	coef	(t-stat)	
<i>treat</i>	$\beta_1$	-0.012	(-0.953)	-0.010	(-0.263)	0.031	(1.234)
<i>t</i>	$\beta_2$	-0.053***	(-2.992)	-0.002	(-0.188)	-0.021	(-1.445)
<i>post1</i>	$\beta_3$	-0.059***	(-3.033)	-0.022	(-1.405)	-0.036***	(-5.330)
<i>post2</i>	$\beta_4$	-0.068***	(-4.135)	-0.026**	(-2.573)	-0.036	(-1.540)
<i>treat*t</i>	$\beta_5$	0.070**	(2.154)	-0.002	(-0.081)	0.212***	(4.149)
<i>treat*post1</i>	$\beta_6$	0.094***	(2.863)	-0.025	(-0.753)	0.136***	(2.579)
<i>treat*post2</i>	$\beta_7$	0.053**	(2.263)	-0.029*	(-1.791)	0.088***	(10.161)
<i>Constant</i>	$\beta_0$	0.343***	(6.535)	0.018	(0.153)	-0.552**	(-2.389)
Control Variables		Yes		Yes		Yes	
Industry Fixed Effect		Yes		Yes		Yes	
Year Fixed Effect		Yes		Yes		Yes	
Observations		2,956		2,975		2,956	
Adjusted R-squared		0.077		0.156		0.678	

(注) ()内は企業と年度のクラスター補正を行った標準誤差を用いたt値である (Petersen, 2009)。係数右肩の\*\*\*、\*\*、\*は、それぞれ両側確率で1%、5%、10%水準で有意であることを意味している。

#### 6.4.3.3 企業のパフォーマンス指標（業績および株価）

続いて、不正会計開示による業績および株価に対する影響を推定した結果が表 6.11 である。表 6.11 において、*i*ROA では、*t* 期のマイナスが大きく生じ、その後開示の翌々期 (*t*+2) においてプラスに回復している。この結果から、開示直後の期において一時的な業績の落ち込みが生じており、これは仮説 1-5 を支持する結果である。開示翌期以降にはその業績低下の影響は継続せず、開示翌々期には *pre* 期と比較して業績が回復していることから信頼性低下による業績への影響は継続しにくいことがわかる。

業績指標を営業キャッシュ・フロー部分 (*i*CFO) と会計発生高部分 (*TACC*) に分けると、有意なマイナスが生じているのは会計発生高であり、開示期の業績低下は利益のうち会計発生高のマイナスに起因する落ち込みであることがわかる。利益調整や不正会計の手段として利益を過大に押し上げていた発生高が、不正会計の発覚によって解消するためマイナスが生じていると考えられる。このため、業績低下の背景として、信頼性低下によって取引条件の悪化やビジネスの縮小によるキャッシュ・フローの減少は推定結果からは観察されず、損益ベースでのみ生じる発生高のマイナスの影響が大きいことが示唆される。

また、株価 (*BHR*) については、単変量の結果と整合して *t* 期における有意なマイナスが推定されている。この結果は仮説 1-6 を支持する結果である。

表 6.11 不正会計開示の処置効果の推定（企業のパフォーマンス指標）

Variables	Consequences (6.3)								
	<i>i_ROA</i>		<i>i_CFO</i>		<i>TACC</i>		<i>BHR</i>		
	coef	(t-stat)	coef	(t-stat)	coef	(t-stat)	coef	(t-stat)	
<i>treat</i>	β1	-0.022**	(-2.44)	-0.007	(-0.73)	-0.006	(-0.78)	-0.021	(-0.70)
<i>t</i>	β2	0.013**	(2.53)	0.013**	(2.15)	0.000	(0.00)	0.026	(0.88)
<i>post1</i>	β3	0.013**	(2.16)	0.016***	(3.13)	0.001	(0.08)	-0.016	(-0.55)
<i>post2</i>	β4	0.011	(1.37)	0.015**	(2.42)	0.000	(0.01)	0.031	(0.80)
<i>treat*t</i>	β5	-0.019***	(-2.71)	0.000	(0.01)	-0.027***	(-3.61)	-0.083*	(-1.69)
<i>treat*post1</i>	β6	0.011	(0.99)	0.005	(0.71)	-0.003	(-0.39)	0.052	(1.23)
<i>treat*post2</i>	β7	0.023***	(4.00)	0.005	(0.56)	0.008	(0.97)	-0.011	(-0.22)
<i>Constant</i>	β0	-0.267***	(-10.43)	-0.140***	(-7.65)	-0.119***	(-6.70)	-0.075**	(-2.53)
Control Variables		Yes		Yes		Yes		Yes	
Industry Fixed Effect		Yes		Yes		Yes		Yes	
Year Fixed Effect		Yes		Yes		Yes		Yes	
Observations		2,975		2,975		2,975		2,903	
Adjusted R-squared		0.199		0.085		0.110		0.039	

(注) ( ) 内は企業と年度のクラスター補正を行った標準誤差を用いたt値である(Petersen, 2009)。係数右肩の\*\*\*、\*\*、\*は、それぞれ両側確率が1%、5%、10%水準で有意であることを意味している。

#### 6.4.4 企業の不正対応による長期的な影響の違い

不正会計開示企業に生じる長期的な影響について、企業が行った不正対応から生じる違いを検証するため、不正会計サンプルに対して(6.4)式に基づいて検証を行う。まず、第三者委員会が設置されやすい不正会計開示の特徴を調べるため、第三者委員会の設置の有無で不正会計開示サンプルを分割し、不正会計開示の内容やその他の企業特性の比較を行う。不正会計開示の内容の他にも、利害関係者への説明責任が強まることが予想される開示直前期における企業特性として企業のレピュテーションの高さを示す企業規模(*LN\_MV*)や投資家からの成長期待を意味する簿価時価比率(*BTM*)、金融機関からのモニタリングの強さを意味する負債比率(*LEV*)、外部監査のモニタリングの強さを示唆する監査人規模(*BIGN*)といった特性も比較に含めている。

この結果が表 6.12 である。不正会計開示の内容を示す変数で有意な差異が生じている。この差異から、第三者委員会は不正会計の影響が大きく、修正再表示が必要な場合であり、不正な財務報告であって、本社の経営者または役員が不正に関与している場合に設置される判断がされやすいと言える。また、企業特性からは、大手監査法人が監査人でない場合も該当するが、こちらは大手でない場合の方が上記のような深刻な不正が生じやすいとも考えられる。これらの不正会計開示サンプル内での偏りがあることから、共変量として開示後の結果に影響を及ぼしている可能性を考慮する必要がある。

表 6.12 不正対応 (OUT) による不正会計開示特性の違い

obs:	OUT Sample			Other treatment sample			OUT - other		
	mean	median	sd	mean	median	sd	pred sign	(t-stat)	(z-stat)
MAGNITUDE	-0.060	-0.010	0.158	-0.022	-0.002	0.095	-	(-3.13) ***	(-4.50) ***
q_MAG	4.626	4.000	2.776	5.784	6.000	2.433	-	(-4.58) ***	(-4.44) ***
MAG_D	0.486	0.000	0.501	0.244	0.000	0.430	+	(5.36) ***	(5.19) ***
RESTATE	0.782	1.000	0.414	0.404	0.000	0.492	+	(8.38) ***	(7.77) ***
FFR	0.777	1.000	0.418	0.476	0.000	0.500	+	(6.56) ***	(6.26) ***
MANAGE	0.330	0.000	0.471	0.132	0.000	0.339	+	(5.05) ***	(4.91) ***
LN_MV	9.251	8.760	2.033	9.832	9.552	1.931	?	(-3.01) ***	(-3.48) ***
BTM	1.076	0.864	0.833	1.087	1.008	0.770	?	(-0.13)	(-0.60)
LEV	0.107	0.077	0.110	0.113	0.080	0.112	?	(-0.52)	(-0.46)
BIGN	0.575	1.000	0.496	0.752	1.000	0.433	?	(-3.92) ***	(-3.86) ***

(注) 連続した値をとる変数に対し、各変数のサンプル全体で上下1パーセンタイル値を超える値を1パーセンタイル値に置き換える異常値処理を行っている。t値は両サンプル群の平均値の差がゼロであることを帰無仮説としたt検定の検定統計量である。z値は、両サンプル群の中央値の差がゼロであることを帰無仮説としたWilcoxonの符号付順位和検定の検定統計量である。\*、\*\*、\*\*\*は両側確率による有意水準であり、それぞれ10%、5%、1%の水準を表す。

表 6.13 第三者委員会設置 (OUT) の不正会計開示特性によるロジット回帰結果

VARIABLES	pred sign	Logistics Regression					
		OUT		OUT		OUT	
		coef	(z-stat)	coef	(z-stat)	coef	(z-stat)
MAGNITUDE	-	-1.372	(-1.254)				
q_MAG	-			-0.069	(-1.373)		
MAG_D	+					0.671**	(2.346)
RESTATE	+	1.402***	(4.541)	1.319***	(4.362)	1.292***	(4.236)
FFR	+	1.264***	(4.046)	1.234***	(3.941)	1.231***	(3.949)
MANAGE	+	1.384***	(3.921)	1.454***	(4.225)	1.429***	(4.102)
LN_MV	?	-0.001	(-0.018)	0.003	(0.034)	0.028	(0.344)
BTM	?	-0.122	(-0.717)	-0.113	(-0.672)	-0.073	(-0.433)
LEV	?	-1.261	(-0.891)	-1.232	(-0.879)	-1.311	(-0.951)
BIGN	?	-0.388	(-1.227)	-0.433	(-1.381)	-0.448	(-1.416)
Constant		-2.513*	(-1.763)	-2.027	(-1.427)	-2.808*	(-1.951)
Industry Fixed Effect		Yes		Yes		Yes	
Year Fixed Effect		Yes		Yes		Yes	
Observations			429		429		429
OUT Sample			179		179		179
other treatment Sample			250		250		250
Pseudo R-squared			0.278		0.279		0.285

(注) ()内にはWhiteの不均一分散修正後の標準誤差を用いたz値を記載している。係数右肩の\*\*\*、\*\*、\*は、それぞれ両側確率で1%、5%、10%水準で有意であることを意味している。

以上の目的のため、不正会計開示の内容を示す変数や企業の基本特性などの影響を用いて、第三者委員会設置がされやすい事例の特性を明らかにする。第三者委員会の設置を被説明変数、説明変数を不正会計開示特性とし、不正会計開示サンプルにより多変量のロジット回帰で推定した結果が表 6.13 である。

表 6.14 不正対応 (OUT) による長期的な影響の違い

Variables		Consequences (6.4)											
		CEO_TURNOVER	BRD_SIZE	OUT_BRD	ADT_SIZE	OUT_ADT	ADT_TURNOVER	BIGN	LN_AF	i_ROA	i_CFO	TACC	BHR
OUT	β1	0.051	-0.325	0.001	0.012	0.030**	0.100***	-0.115**	0.021	-0.029**	-0.016*	-0.010	-0.046
	(t-stat)	(1.203)	(-1.068)	(0.069)	(0.225)	(2.009)	(3.912)	(-2.549)	(0.459)	(-2.386)	(-1.919)	(-0.823)	(-1.388)
t	β2	0.015	-0.100	-0.001	0.063	-0.008	0.022	-0.014	0.015	0.003	0.010	-0.016**	-0.045
	(t-stat)	(0.440)	(-0.742)	(-0.076)	(0.949)	(-0.558)	(0.992)	(-0.439)	(0.267)	(0.309)	(1.356)	(-2.034)	(-1.245)
post1	β3	0.028	0.055	-0.013	0.046	-0.009	0.037	-0.055	-0.004	0.010	0.008	-0.005	0.014
	(t-stat)	(0.690)	(0.220)	(-1.223)	(0.715)	(-0.499)	(1.257)	(-1.257)	(-0.086)	(1.497)	(0.896)	(-0.805)	(0.586)
post2	β4	-0.017	0.226	-0.013	-0.011	0.005	0.010	-0.057	-0.040	0.025**	0.010	0.008	0.059
	(t-stat)	(-0.580)	(0.934)	(-0.697)	(-0.190)	(0.221)	(0.524)	(-1.384)	(-0.802)	(2.222)	(1.343)	(0.955)	(1.518)
OUT*t	β5	0.117**	-0.283	0.004	0.013	-0.011	-0.034	0.015	0.140**	-0.012	-0.002	-0.006	0.082
	(t-stat)	(1.970)	(-0.659)	(0.279)	(0.196)	(-0.650)	(-1.306)	(0.306)	(2.348)	(-0.553)	(-0.276)	(-0.396)	(1.045)
OUT*post1	β6	-0.088	-0.362	0.030**	-0.033	-0.019***	-0.014	-0.009	-0.032	0.044***	0.023***	0.025*	0.155***
	(t-stat)	(-1.359)	(-1.079)	(1.997)	(-0.760)	(-2.851)	(-0.350)	(-0.169)	(-0.695)	(5.030)	(3.165)	(1.918)	(2.941)
OUT*post2	β7	-0.000	-0.490	0.020	-0.013	-0.044***	-0.081**	-0.015	-0.063	0.035**	0.011	0.022	0.005
	(t-stat)	(-0.000)	(-1.526)	(0.836)	(-0.175)	(-5.710)	(-2.112)	(-0.491)	(-0.759)	(1.977)	(1.386)	(1.242)	(0.087)
MAG_D	β8	0.029	0.062	0.014	-0.019	-0.016	-0.005	0.010	-0.086	0.007	0.010	-0.000	-0.020
	(t-stat)	(0.813)	(0.234)	(0.973)	(-0.429)	(-1.092)	(-0.255)	(0.201)	(-1.459)	(0.684)	(1.251)	(-0.071)	(-1.241)
RESTATE	β9	-0.001	0.684***	0.010	0.016	0.018	0.013	0.001	0.128**	0.001	0.008	-0.010	-0.025
	(t-stat)	(-0.027)	(3.120)	(0.618)	(0.310)	(0.846)	(0.504)	(0.014)	(1.993)	(0.113)	(0.976)	(-1.315)	(-0.823)
FFR	β10	-0.020	-0.144	0.004	0.023	-0.004	-0.013	0.044	0.166**	-0.017*	-0.009	-0.004	-0.036*
	(t-stat)	(-0.935)	(-0.603)	(0.357)	(0.425)	(-0.350)	(-0.601)	(0.979)	(2.562)	(-1.723)	(-1.254)	(-0.851)	(-1.933)
MANAGE	β11	0.109**	0.134	0.044**	0.062	0.031	0.058*	-0.122***	-0.004	-0.005	-0.002	-0.003	-0.071**
	(t-stat)	(2.096)	(0.466)	(1.969)	(1.079)	(1.363)	(1.717)	(-2.622)	(-0.052)	(-0.335)	(-0.156)	(-0.362)	(-2.572)
Constant	β0	0.424***	0.642	0.103**	2.038***	0.775***	0.243***	0.089	-0.330	-0.348***	-0.177***	-0.145***	-0.312***
	(t-stat)	(3.944)	(0.931)	(2.255)	(11.844)	(17.273)	(4.425)	(0.633)	(-1.084)	(-8.792)	(-6.519)	(-5.794)	(-3.886)
Control Variables		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Fixed Effect		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year Fixed Effect		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations		1,488	1,481	1,481	1,480	1,480	1,478	1,488	1,478	1,488	1,488	1,488	1,452
Adjusted R-squared		0.043	0.445	0.221	0.402	0.170	0.106	0.256	0.665	0.263	0.108	0.143	0.054

(注) ()内は企業と年度のクラスター補正を行った標準誤差を用いたt値である(Petersen, 2009)。係数右肩の\*\*\*、\*\*、\*は、それぞれ両側確率で1%、5%、10%水準で有意であることを意味している。

不正会計の損益影響を示す変数は3種類あるが、もっとも有意水準が高い指標は *MAG\_D* であった。第三者委員会の設置を判断するうえでは、影響の大きさが重要と考えられる水準を超えるか超えないかが判断要素になっていることを意味する。結果として、第三者委員会設置に有意に関連しているのは、損益影響ダミー、修正再表示、不正な財務報告、経営者または役員による不正に該当することであった。不正会計開示内容を不正会計事例単位で測定した変数をコントロール変数として(6.4)式に組み込み、第三者委員会の設置の有無による長期的な影響の違いを分析した結果が表6.14である。

$t$ 期の *CEO\_TURNOVER* について前節で示した変化が第三者委員会調査がある場合によりいっそう強く生じやすくなることがわかっている。また、表6.9ではガバナンス特性に対する事例全体での変化は測定されなかったが、表6.14では社外取締役割合 (*OUT\_BRD*) について  $t+1$ 期の増加がある。経営者交代や社外取締役割合の増加は、第三者委員会によって独立した調査が行われることによって、不正会計の原因の特定や処分が促進されたことの結果であると解釈できる。この結果は仮説2-1を支持する。なお、それぞれの回帰推定の説明変数に含めた *MANAGE* がそれぞれプラスになっており、経営者交代や社外取締役割合の増加が経営者または役員による不正である場合に生じやすくなっていると理解でき、直感に合う推定結果と言える。そして、経営者または役員による不正であることをコントロールしてもなお、第三者委員会の設置は経営者交代やガバナンスの改善にプラスの関連を持っていることがわかる。

なお、第三者委員会が設置される場合、社外監査役割合 (*OUT\_ADT*) は開示期の翌期以降で減少する結果が得られている。この結果は仮説2-1とは逆の影響を意味し、社外監査役に関しては仮説2-1は支持されない。*OUT*項がプラスで有意であることから、第三者委員会を設置する企業はもともと社外監査役割合が多い企業であると言えるが、その割合が開示後に減少する背景については本研究の分析結果から特定できず、残る課題の一つである。

一方、監査人の交代も  $t+2$ 期において期待とは逆にマイナスが生じている。こちらも *OUT*項がプラスであることを考慮すると、第三者委員会設置事例では開示の直前直後において交代が多く行われている。交代後の再交代は一定期間起こりにくくなることが開示後の  $t+2$ 期の交代の減少として表れていることが一つの可能性として考えられる。

続いて、*LN\_AF*の増加に関しては前節と同様に  $t$ 期における増加がある。第三者委員会調査が行われるような場合には特に不正リスクが高いと評価されることや、より有効な監査対応が促されることが、監査報酬の増加につながりやすい

と考えられる。こちらも仮説 2-1 を支持する結果である。

業績について、*i*\_ROA では開示期には *OUT* による有意な差異が生じていないが、後の *i*\_ROA の *t*+1 期および *t*+2 期では有意にプラスの係数が推定されている。この解釈として、不正会計の業績に及ぼす影響には、企業の信頼性低下をもたらす不正会計の発覚による開示直後の一時的なインパクトと、その後にも不正会計を行ったイメージの定着による影響の継続があると考えられる。第三者委員会の設置は前述した不正会計開示内容の特性から不正が特に深刻である場合に該当するため、不正会計の業績に与える直後の影響はそうでない事例よりも大きくなり、結果として第三者委員会の設置があったとしても開示直後の期ではマイナスが大きくなると考えられる。しかし、第三者委員会の設置事例では、不正調査を適切に行うことでその後の段階での信頼性の低下を定着させずに回復を促している。このような背景を、開示の翌期である *t*+1 期および *t*+2 期では社内調査のみの企業に比べて業績がプラスになっていることが意味すると考えられる。この *t*+1 期および *t*+2 期の結果は仮説 2-2 を支持する結果である。

この結果が内訳として、*i*\_CFO と *TACC* の両方で *t*+1 期に生じるということは、会計処理上の損益ベースのプラスだけでなく、現金収支ベースでもプラスの影響をもたらすことを意味している。不正会計による信頼性の低下に不正対応で歯止めをかけることで、信頼性の回復はビジネスの実態においてもプラスの影響があることを示唆する。

そして、第三者委員会調査の開示期の翌期での影響は同様に *BHR* でも見られ、*t*+1 期に有意なプラスの係数が推定されている。不正調査の透明性確保による外部に対する信頼性の回復が株価にもポジティブな効果があることを意味しており、仮説 2-2 を支持する結果である。

以上からは、不正発覚時に第三者委員会による調査を行って不正対応の透明性を確保することは、経営者交代やガバナンスの改善を増加させ、企業内の変革を生じやすくしており、それと共に、開示の翌期以降の業績や株価を回復させやすくするという長期的な影響の結果に生じる違いを示唆している<sup>17</sup>。

---

<sup>17</sup> (6.4) 式の分析について、不正会計開示内容のみを考慮した推定ではなく、さらに不正会計開示企業の共変量を考慮した追加検証も行っている。(6.4) 式の被説明変数に不正会計開示サンプルの経済的帰結指標でなく、各経済的帰結指標の不正会計開示サンプルと傾向スコアでマッチングしたコントロール・サンプルとの差を用いて推定した。結果は、経済的帰結指標のうち、社外取締役割合のプラスについては有意な差がなくなる違いがあるものの、その他の指標については同様の傾向が観測された。

## 6.5 まとめ

本章は、不正会計開示の経済的帰結となる長期的な影響を調査するため、経営者交代、ガバナンス構造、外部監査人、業績、株価の変化を測定し、それらの影響と不正会計開示に際して企業が行った第三者委員会の設置との関連性を分析した。分析は、不正会計開示を行う企業の特徴が共変量となってその後の変化に影響を及ぼす内生性の問題を考慮して、不正会計開示を行う傾向スコアでマッチングしたコントロール・サンプルを用いた開示前後の差の差分析を行った。さらに、第三者委員会設置がされやすい不正会計開示の特性も考慮したうえで、設置の有無による結果の違いを分析した。

不正会計開示の特性については、不正会計の種類別の動機や手段の違いを考慮して、不正会計開示サンプルを不正な財務報告と資産の流用に分けたうえで、それぞれの特性を用いて推定を行った。傾向スコアを用いて不正会計開示の種類別にコントロール・サンプルを選択し、マッチングしたサンプル間の差と開示前後の差を用いて不正会計開示の長期的な影響を測定した。結果として、不正会計が開示されると、企業内部の変革として経営者交代が生じやすくなることがわかった。また、不正会計が発覚したことで不正に対するリスクが顕在化し、監査人交代や監査報酬の増加が生じる結果となる。そして、不正会計が開示された場合には、不正会計に関する損失計上や企業の信頼性低下を通じて開示直後の期の業績や株価をマイナスにさせる影響をもたらしていた。なお、ガバナンス特性については、開示後の目立った変化は見られなかった。

さらに、これらの不正会計開示による影響は、不正会計に対する調査対応として第三者委員会を設置することで違いが生じることが明らかとなった。第三者委員会を設置して調査を行っている場合には社内調査のみの場合と比べて、開示期の経営者交代の増加や開示の翌期の社外取締役割合の増加、開示期以降の監査報酬の増加がより大きくなることは調査対応がより効果的に行われることで不正会計に対する企業内の変革が促進された結果であると考えられる。また、開示の翌期に業績や株価を回復させるプラスの効果が生じている。この業績や株価の回復は、不正会計により毀損した信頼性の回復を意味しており、第三者委員会の設置は企業にとっては調査が厳格になって不正対応のコストが増える選択であるものの、それによる便益もあることが示唆される。

以上の結果が持つ貢献としては、日本の不正会計事例を用いてその開示が引き起こす経済的帰結となる企業の経営環境にもたらす影響を幅広く明らかにした

点が挙げられる。また、不正会計開示と第三者委員会の設置を用いて企業の信頼性の毀損または回復が業績や株価に影響を引き起こしていることを示しており、Farber (2005) や Chakravarthy et al. (2014) の不正会計後の信頼性回復を扱う研究成果に対して、不正調査の透明性の観点からの新たな証拠を追加した貢献がある。また、企業の開示実務に対しては、不正発覚後、外部からの信頼を回復するためには第三者委員会による調査が有効となり、外部からの信頼性の回復や企業内の改革を促す手段になることを提示している。このことは「上場会社における不祥事対応のプリンシプル」（日本取引所自主規制法人、2016年）が提唱する内容と整合し、不正会計の開示実務において調査における透明性向上の効果を提示する検証結果となっている。

これらの研究結果にはいくつかの限界と課題がある。第一に、本章の分析は会計基準などの関連する制度改革の影響を考慮していない。不正会計に直接的に関連する制度の変化としては、金融商品取引法の改正により2008年から義務付けられた内部統制報告制度や、2014年から適用されている「監査における不正リスク対応基準」（企業会計審議会、2013年）がある。その他、関連する可能性のある制度改革として、2011年から適用される「会計上の変更及び誤謬の訂正に関する会計基準」（企業会計基準委員会、2009年）や、特定の変数の測定に関連して2009年における継続企業の前提に関する監査基準の改訂、2011年以降の「セグメント情報等の開示に関する会計基準」（企業会計基準委員会、2010年）などが考えられる。これらの制度改革の影響は、分析に組み込んだ年度ダミーによりある程度コントロールされると考えられるものの、個別に考慮した分析を行っていない。

第二に、各経済的帰結指標は、それぞれ固有の影響する要因があると考えられる。本章での測定は、不正会計開示企業の特性を共通してコントロールした結果に留まるため、取り扱った指標のひとつひとつの変動に対してさらに詳細な背景や要因について分析する余地がある。特に、ガバナンス指標などで期待と整合しない結果はこのような要因を追加的に考慮することが課題になる。

そして、第三の限界として、不正会計事例は開示があってはじめて観測可能となるため、本章の分析結果は観測可能な情報のみに基づいている。そもそも不正は隠蔽される性質があり、不正会計が実行されていたとしても、社内で発見されない場合や、社内で発覚しても開示されない場合は観測できない。特に、不正会計開示企業の特性を特定するような探索的な分析において、この影響は大きいものと考えられる。不正会計開示の部分的な観測可能性に対応するには推定や仮定が伴い、そのための理論的な背景や、それを裏付けるより多くの事例の蓄積が必要となる。これらの限界については将来に向けた課題とする。

## 章末付録

表 6.15: 変数の定義

変数名	定義 (表内の t 期は測定の対象期を意味する)
(不正会計開示企業の特徴)	
(FINANCE 財務特性関連)	
TACC	総会計発生高 = (当期純利益 <sub>t</sub> - 営業キャッシュ・フロー <sub>t</sub> ) / 総資産 <sub>t-1</sub>
ROA_DACC	Kothari et al. (2005) に基づく異常発生高の推定値であり、以下の手順で推定を行っている。まず、修正ジョーンズ・モデル (Dechow et al., 1995) による推定を、以下の式の業種・年別のクロス・セクション回帰によって得られる推定残差 e を求める。 $TACC_t = \beta_0 + \beta_1(1/TA_{t-1}) + \beta_2(\Delta REV_t - \Delta AR_t) + \beta_3(PPE_t) + e_t$ $TA_{t-1} = t - 1 \text{ 期の総資産残高}$ $\Delta REV_t = (\text{売上高}_t - \text{売上高}_{t-1}) / TA_{t-1}$ $\Delta AR = (\text{売上債権}_t - \text{売上債権}_{t-1}) / TA_{t-1}$ $PPE_t = \text{償却対象固定資産}_t / TA_{t-1}$ 業種・年のグループは日経中分類による 33 の分類から各グループの件数が 10 件以上になるように類似する業種を 28 分類に集約する調整を行った。回帰結果から得られた各企業・年の推定残差 e と同年、同業種で ROA が最も近い企業の e との差により、会計発生高の推定残差に生じる異常値を算出する。
ABS_ROA_DACC	ROA_DACC の絶対値
NACC	Dechow et al. (1995) モデルによる総会計発生高の正常分の推定値
RSST	Richardson et al. (2005) に基づく広義の会計発生高 $RSST_t = (\Delta WC_t + \Delta NCO_t + \Delta FIN_t) / \text{総資産の期中平均値}_t$ $WC = (\text{流動資産}_t - \text{現金預金}_t) - (\text{流動負債}_t - \text{短期借入金} \cdot \text{社債合計}_t)$ $NCO = (\text{総資産}_t - \text{流動資産}_t - \text{投資その他資産合計}_t) - (\text{総負債}_t - \text{流動負債}_t - \text{長期借入金} \cdot \text{社債} \cdot \text{転換社債}_t)$ $FIN = (\text{営業貸付金} \cdot \text{営業投資有価証券}_t + \text{投資その他の資産}_t) - (\text{短期借入金} \cdot \text{社債合計}_t + \text{長期借入金} \cdot \text{社債} \cdot \text{転換社債}_t)$ Δ は、各変数の当期の値から前期の値を引いた差の値。
CHG_AR	(売上債権 <sub>t</sub> - 売上債権 <sub>t-1</sub> ) / 総資産の期中平均値 <sub>t</sub>
CHG_INV	(棚卸資産 <sub>t</sub> - 棚卸資産 <sub>t-1</sub> ) / 総資産の期中平均値 <sub>t</sub>
ROA	当期純利益 <sub>t</sub> / 総資産の期中平均値 <sub>t</sub>
LOSS	t-1 期の経常利益が損失であれば 1、それ以外は 0 のダミー変数
CHG_CASH_SALE	現金売上高 (CASH_SALE) の変化率。CASH_SALE = 売上高 <sub>t</sub> - (売上債権 <sub>t</sub> - 売上債権 <sub>t-1</sub> )
CHG_ROA	ROA <sub>t</sub> の t-1 期との差異
GC	t 期または t-1 期において継続企業の前提に関する注記がある場合に 1、それ以外は 0 のダミー変数
AR_INV	(売上債権 <sub>t</sub> + 棚卸資産 <sub>t</sub> ) / 総資産 <sub>t</sub>
INTANGIBLE	のれん。(のれん <sub>t</sub> + 営業権 <sub>t</sub> ) / 総資産 <sub>t</sub>
SOFT	ソフト資産比率。(総資産 <sub>t</sub> - 現金預金 <sub>t</sub> - 有形固定資産 <sub>t</sub> ) / 総資産 <sub>t</sub>
FCF	フリーキャッシュ・フローがマイナスの値である場合に 1 をとるダミー変数。フリーキャッシュ・フロー = (営業キャッシュ・フロー <sub>t</sub> + 投資キャッシュ・フロー <sub>t</sub> ) / 総資産の期中平均値 <sub>t</sub>
ISSUANCE	資金調達ダミー。(キャッシュ・フロー計算書における) 株式の発行による収入、自己株式の処分による収入、コマーシャル・ペーパーによる調達額、社債の発行による収入、新株の発行がゼロより大きい場合、または、(株主資本等変動計算書における) 自己株式処分による純資産の増減がゼロより大きい場合に 1、それ以外は 0 のダミー変数。
LEV	長期借入負債比率。(長期借入金・社債・転換社債 <sub>t</sub> ) / 総資産 <sub>t</sub>
DIR.OWN	役員 (取締役および監査役) による持株数 / 発行済株式総数 (なお NEEDS-FQ 収録の役員持株数は有報提出日基準で、発行済株式総数は期末日基準であるため、その間に株式分割を行っている場合などは翌期末の株式総数を用いる)
(MARKET マーケット特性)	
LN_MV	t 期末月末の時価総額
BTM	簿価時価比率 <sub>t</sub> = 自己資本 <sub>t</sub> / t 期末月末の時価総額 自己資本 <sub>t</sub> = 純資産 <sub>t</sub> - 非支配株主持分 <sub>t</sub> - 新株予約権 <sub>t</sub> 。

(次ページに続く)

(前ページからの続き)

変数名	定義 (表内の t 期は測定の対象期を意味する)
<i>BHR_pre12</i>	$t$ 期末月末までの 12 ヶ月間の市場調整バイ・アンド・ホールドリターン = $\left[ \prod_{\tau=1}^{12} (1 + (\text{月次株式リターン}_{\tau} - \text{市場リターン}_{\tau})) \right] - 1$ 。 $\tau$ は $t$ 期末月の 12 ヶ月前の月 ( $t$ 期末月-12)。市場リターンは日経総合株価指数。
(InternalControlWeakness 内部統制関連特性)	
<i>LN_SUB</i>	(連結子会社数 $_t$ + 1) の自然対数をとった値
<i>BSEG</i>	事業セグメント数。2011 年以降は、報告セグメント数。
<i>GSEG</i>	所在地別セグメント数。2011 年以降は、セグメント注記の関連情報にある地域ごとの情報における地域数。
<i>FORE_SALE</i>	海外売上高 (日本以外の地域の売上の開示) がある場合に 1、それ以外は 0 のダミー変数
<i>SALES_GROWTH</i>	(売上高 $_t$ - 売上高 $_{t-1}$ ) / 売上高 $_{t-1}$
<i>top_GROWTH</i>	( <i>SALES_GROWTH</i> $_t$ - 同業種 (日経中分類) の <i>SALES_GROWTH</i> $_t$ 平均値) がトップ五分位である場合に 1、それ以外は 0 のダミー変数
<i>MA</i>	$t$ 期または $t-1$ 期に合併または企業買収を行ったとみなされる場合に 1、それ以外は 0 のダミー変数。合併は株主資本等変動計算書において企業結合による純資産の増加がある場合、企業買収は前期に比べて連結子会社数が増加している場合を当てはめる。
<i>RESTRUCTURE</i>	( $t$ 期および $t-1$ 期におけるリストラ関連損失の合計) / 総資産の期中平均値 $_t$
(GOVERNANCE ガバナンス構造特性)	
<i>BRD_SIZE</i>	取締役会の人数
<i>OUT_BRD</i>	社外取締役の人数 / 取締役会の人数
<i>ADT_SIZE</i>	監査役 (または監査委員) の人数
<i>OUT_ADT</i>	社外監査役 (または社外監査委員) の人数 / 監査役 (または監査委員) の人数
<i>CEO_TURNOVER</i>	経営者交代があれば 1、それ以外は 0 のダミー変数。対象期と比較期の経営者が変わっている場合を経営者交代とした。経営者は役員のうち、「社長」、「CEO」、「最高経営責任者」に類する役職名を持つ者とした。該当者がいない場合は代表取締役 (代表取締役でもない場合は取締役) の中から担当職名に「社長」、「CEO」、「最高経営責任者」に類する名称を持つ者を選出した。
(AUDITOR 監査人特性)	
<i>BIGN</i>	担当監査法人が新日本、あずさ、トーマツ、中央青山 (2006 年まで) の場合は 1、それ以外は 0 のダミー変数。共同監査の場合は構成する監査人にいずれかの法人が含まれる場合は 1 とする (Hossain et al. (2017) と同様の 3 法人を大手とみなしている)。
<i>LN_AF</i>	連結ベースの監査業務に対する報酬の自然対数をとった値
<i>LN_NAF</i>	連結ベースの非監査業務に対する報酬の自然対数をとった値
<i>ADT_TURNOVER</i>	監査人交代があれば 1、それ以外は 0 のダミー変数。対象期と比較期の監査人が変わっている場合を監査人交代とした。共同監査の場合は対象期の各監査人が比較期の監査人のうちのいずれにも該当しない場合を監査人交代に該当するものとしている。
(不正会計開示特性)	
<i>treat</i>	不正会計開示を行っていた企業・年度に該当する場合は 1、それ以外は 0 のダミー変数
<i>FFR</i>	不正会計開示を行っており、かつ、目的が不正な財務報告である場合は 1、それ以外は 0 のダミー変数
<i>MOA</i>	不正会計開示を行っており、かつ、目的が資産の流用である場合は 1、それ以外は 0 のダミー変数
<i>OUT</i>	不正会計開示に際して第三者委員会による不正調査を行っている場合に 1、それ以外は 0 のダミー変数
<i>MAGNITUDE</i>	適時開示に基づいて測定される不正会計による損益影響の累計額 = (不正会計による第一報直前期末純資産訂正額 + 第一報開示期損益影響額) / 第一報直前期末総資産 (訂正前)
<i>q_MAG</i>	不正会計開示サンプルでの <i>MAGNITUDE</i> の 10 分位の値
<i>MAG_D</i>	<i>MAGNITUDE</i> が -1% を下回る場合に 1 をとるダミー変数 (不正会計の損益影響累計額が総資産の 1% 超となる不正会計開示事例である場合に 1 をとるダミー変数)
<i>RESTATE</i>	不正会計開示に際して修正再表示を行っている場合に 1、それ以外は 0 のダミー変数
<i>MANAGE</i>	不正会計に関与した当事者の役職が開示企業の本社 (子会社でない) の経営者または役員である場合に 1、それ以外は 0 のダミー変数
(Consequences 経済的帰結指標 (上記にないもの))	
<i>i_ROA</i>	同年、同業種の業種平均値をマイナスした <i>ROA</i>
<i>CFO</i>	営業キャッシュ・フロー $_t$ / 総資産の期中平均値 $_t$
<i>i_CFO</i>	同年、同業種の業種平均値をマイナスした <i>CFO</i>
<i>BHR</i>	基準月以後対象月数の市場調整バイ・アンド・ホールドリターン = $\left[ \prod_{\tau=1}^{12} (1 + (\text{月次株式リターン}_{\tau} - \text{市場リターン}_{\tau})) \right] - 1$ 。市場リターンは日経総合株価指数。 $t$ 期の <i>BHR</i> は不正会計開示の第一報月次以降 12 ヶ月、 $t+1$ 期 <i>BHR</i> は不正会計開示第一報後 13 ヶ月から 24 ヶ月、 $t+2$ 期 <i>BHR</i> は不正会計開示第一報後 25 ヶ月から 36 ヶ月とする。

## 第7章

# 結論と今後の展望

本論文の目的は、わが国における不正会計開示の実態を明らかにすると共に、その開示実態に基づいて、不正会計を開示した企業の特性や、開示した企業に生じる経済的帰結を明らかにすることであった。財務諸表に含められる意図的な虚偽表示である不正会計が生じた事実やその可能性が開示されることは、企業の信頼性を大きく覆す重大なイベントとなる。そのような不正会計の発覚前後の期間を対象とした分析を通じて、不正会計開示が生じる企業の特性と、一連の開示を通じて企業にもたらされる影響を測定した。また、不正会計開示の際に第三者委員会を設置して調査を行うことで不正対応の透明性を確保することによって、開示による影響に違いが生じるかといった観点から、短期的な株価反応だけでなく、長期的な企業内外の変化に違いが生じるかどうかを検証した。

本論文は、まず第2章で海外の文献を中心に不正会計開示に関する企業特性や経済的帰結に関する研究成果をレビューした。続いて、第3章で適時開示に基づいて不正会計開示を網羅的に収集し、わが国の不正会計開示の実態を明らかにした。そして、第4章以降では、第3章で収集された不正会計開示事例を共通して用いた分析を行っている。第4章では、不正会計開示によって顕著に生じる影響として、開示直後の株価の動きに表れる投資家の反応を測定した。次に第5章では、不正会計開示後の株価反応がどのような内容によって、より大きく下落するかを検証する決定要因分析を行った。そして、第4章や第5章よりも長期的な観点の下で、第6章では不正会計を開示した企業の特性を明らかにし、その影響をコントロールした手法を用いて、不正会計開示によって引き起こされる長期的な影響を包括的に測定した。

本章では、7.1節で本論文で発見された事項と貢献を要約したうえで、7.2節において本論文の限界や残された課題を述べ、今後の展開を示すものとする。

## 7.1 本論文の発見事項の含意と貢献

### 7.1.1 わが国の不正会計開示の実態

わが国の不正会計開示の収集方法を提示したうえで、集められた事例からその実態を、発生状況、目的、当事者、損益影響の大きさなどの観点から明らかにし、開示企業の財務特性についても、不正会計開示のない企業との単純な比較を行った。2005年1月から2016年9月までの間に適時開示より、不正に関するキーワード検索と、本文記載の不正会計に関する語句があること、または、SESCによる処分や第三者委員会による調査があることを条件として不正会計事例の収集を行った。不正会計の開示制度を考慮して客観的な情報に基づいて不正会計開示全般を収集する方法を提示しており、この点は今後の不正会計開示研究における貢献の一つと言える。

事例収集の結果、2005年以降の約10年間において不正会計事例は486件識別され、年間で30件から50件の不正会計が公表されている。このうち、SESCによる課徴金処分勧告事例は97件、修正再表示を伴う事例は259件であり、その他の処分や修正再表示を伴わない事例も多く発生している実態がある。また、不正会計開示企業の基本属性のうち業種に偏りが見られ、卸売業、建設業、情報・通信業、小売業といった業種で事例が多く発生している。

不正会計の目的別の件数としては、不正な財務報告の方が若干多いものの、資産の流用もほぼ同じ水準で発生しており、どちらかに偏るものではない。一方、当事者別では経営者または役員による不正よりも従業員による不正の方が多く発生している状況である。当事者と目的の関係として、経営者または役員である場合は不正な財務報告、従業員である場合は資産の流用が生じやすい傾向にあるが、経営者の資産の流用や従業員による不正な財務報告に属する不正会計が全く生じていないわけではなく、当事者の役職によって目的は限られていない。以上より、不正会計の目的や当事者によって、分析対象を限定すると、多くの不正会計事例をサンプルの対象外とすることになる。不正会計事例全般に対する分析の結果を得るためには、これらをサンプルから除外するのではなく、全て含めたうえで区分によって原因となる特性や、結果となる影響に生じる違いがあるかどうかを確かめることが考えられる。

不正会計の損益影響の大きさは、特に開示した企業本体における経営者または役員による不正である場合や、不正な財務報告を目的とする場合に大きくなる傾向がある。開示企業本体での経営者または役員による不正は不正な財務報告だけ

でなく、資産の流用が行われる場合にも損益影響が大きくなりやすい。従業員による不正でも、開示企業本体において不正な財務報告を目的とする場合には比較的影響が大きくなっていた。子会社における不正は開示した企業本体で生じる不正よりも影響は小さい傾向にあった。こうした結果からは、不正会計の目的や不正会計が発覚した企業の企業グループ内の位置づけやその当事者の役職は、その結果として生じる損益影響の大きさと関連する傾向があると言える。

不正会計を開示した企業と開示のない企業の財務特性を比較した結果では、企業規模に違いはないが、設立からの年数は短くなっていた。また、不正会計開示企業は、収益性や財政状態は悪い傾向にある一方で、投資家からの成長期待や売上成長は大きい。そして、現金や有形固定資産以外の資産が多く、連結子会社数や事業セグメント数が多いといった面では、財務内容が複雑になっている点に特徴がある。不正の発覚した企業の外部監査人は大手監査法人でないことが多いこともわかっている。不正会計の目的別に不正な財務報告を開示した企業と資産の流用を開示した企業を比較すると、収益性や自己資本の指標で不正な財務報告を行った事例の方が悪化している傾向があった。こうした不正会計を開示した企業とそうでない企業の財務特性の違いは、不正会計開示企業の特徴となる一定の偏りがある可能性があることを意味している。また、目的別の違いは、その動機などの原因が不正な財務報告と資産の流用といった種類の違いによって変わる可能性を示唆している。

これらの結果は広く不正会計開示全般を対象としていることから、不正会計の開示実態の全体像を把握することができるという点はわが国の不正会計研究における貢献の一つである。不正会計開示と一口に行っても多様な事例が含まれることがわかり、そうした幅広い事例を分析の対象とすることで、今後の不正会計研究の展開において先行研究とは違った切り口での分析に対応できる。

### 7.1.2 不正会計開示に対する投資家の反応

不正会計が発覚した際の企業にもたらされる影響として、先行研究でも顕著な反応が株価に表れている。投資家の短期的な反応とその後の一定期間継続する反応をイベントスタディによって測定することで、わが国での投資家の反応の傾向を把握すると共に、不正会計開示を通じて段階的に公表される情報を詳細に検証した。結果として、不正会計開示に関する情報に対して投資家は効率的に株価形成を行っていることを示唆する証拠が得られた。

投資家に対して不正会計の発覚を伝える不正会計開示の第一報に対し、先行研

究と同様にわが国の不正会計事例においてもその当日および翌日に大きな株価の下落が生じていた。また、その後に継続する株価の動きでも同様に、第一報日の急激な下落とその後2ヶ月程度下落が継続する下方ドリフトが観測された。この開示後の下方ドリフトは、不正会計に対する株価形成が効率的にされていない可能性と、追加的な情報開示に効率的に反応している可能性が考えられた。

実際の不正会計開示の実務を概観すると、第一報後には不正会計に起因した追加的な開示が行われることが多い。内容は決算遅延や不正に関する調査報告、決算短信の訂正などであり、不正会計に関する情報が公表されるものである。これらの追加的な開示イベントに対しても、第一報と比べて反応は安定しないものの短期的な株価下落が見られ、特に決算遅延や調査報告において株価下落が生じていた。この追加開示に対する短期的な株価下落を集約した下落の大きさは、開示後に継続する下方ドリフトの84%を占める割合であり、また、追加開示がない場合は継続的に有意な下落は生じないことから、第一報後に継続する株価下落は第一報後の追加開示によって引き起こされた投資家の反応であったことが示唆される。

不正会計開示が株価に影響を与える情報であるという点は知られているが、規制処分や修正再表示が伴わない事例も含む不正会計開示全般で同様の動きがあることは、先行研究に追加的な証拠になる。また、第一報後の一連の追加開示に有意な株価反応があり、それらの一連の開示を通じて株価が形成されている過程を示したことで、わが国の不正会計開示の形態の新たな知見を提示した。そして、その開示された情報を株式市場が効率的に織り込むことを確かめた結果は、株式市場研究における市場の効率性に不正会計開示の観点から証拠を示した貢献がある。

### 7.1.3 不正会計開示に対する株価反応の決定要因

投資家の反応に続く分析として、不正会計開示によって生じる株価の下落が大きくなる要因の特定を行った。先行研究からは株価を下落させる要因として不正会計の損益影響が大きい場合や規制当局の調査がある場合が該当することは知られていたが、当事者や目的などの不正会計の属性を示す内容と株価反応との関連は示されていなかった。第一報だけでなく、不正会計の情報が確定するまでの一連の不正会計開示に対する株価反応へと測定範囲を広げることで分析の設定を改善した結果、不正会計開示の内容や開示の透明性などの特性も株価反応が変化する要因になっていることが新たに明らかとなった。

具体的には、不正会計の内容として、不正会計が不正な財務報告である場合や、不正の当事者が開示した企業の経営者または役員である場合が特に株価を下落させやすい。また、開示の透明性として、不正調査のために第三者委員会が設置されない場合も株価の下落が大きくなる。その他、開示の特性として、決算遅延を伴う場合や、第一報以外の追加的な開示件数が多い場合も株価の下落は大きくなっている。特に不正な財務報告や第三者委員会の非設置は、不正会計の損益影響から生じる株価下落を大きくさせるような関連があることも追加的な分析により明らかとなった。

これらの不正会計の特徴や開示の特性を示す情報もまた、将来業績や企業の信頼性に対する影響を持ち、結果として投資家の判断に影響する情報内容を持つことを意味する。不正会計の発覚時に株式市場は急激な下落が起こるなどの混乱が生じるが、この結果はどのような内容である場合に特に株価が下がりやすくなるといった過去の実績に基づく傾向を明らかにしている。そして、第三者委員会を設置しないことが株価を下落させやすくすることは、不正会計の発覚に対する企業対応がその後の株価反応に影響することを示唆する結果である。株価が下がる背景の一つに企業の信頼性の低下による投資リスクの上昇が考えられるが、第三者委員会を設置しなければ、開示の透明性は確保されにくくなり、その信頼性の低下をさらに促すことになる。

これまでの不正会計開示から得られた株価反応の決定要因は、将来的に不正会計が発覚した際の不確実な状況における投資家や企業の判断をサポートする材料となる。投資家に対しては、不正会計が発覚したことによる市場の混乱に巻き込まれずに開示される内容に応じた投資判断を行うための方針を提供する。また、企業側にとっても、第三者委員会の設置などの不正対応に際して、企業価値の低下を最小限とするための対応を選択する判断材料を提供している。

#### 7.1.4 不正会計開示企業の特徴

不正会計開示企業に生じる長期的な影響を測定するための前提として、不正会計開示の直前期における開示企業の特徴を分析している。不正会計開示のロジット回帰によって多変量による不正会計開示企業の特徴の推定を行った。不正会計開示企業の特徴の推定に当たっては、不正会計の種類別の動機や手段の違いを考慮して、不正会計開示サンプルを不正な財務報告と資産の流用に分けたうえで、それぞれ推定を行った。不正な財務報告を開示している企業の財務的な特性として、開示の直前期において会計発生高の水準が高く、在庫や売上債権が多く計上

されている。また、業績が低迷しており、継続企業の前提に関する注記があることや、長期借入が多いといった傾向も当てはまる。その他の特性としては、開示の直前期において監査人交代が生じていることも示されている。

次に、資産の流用を開示している企業は、企業の時価総額は小さく、簿価時価比率は低い特性がある。また、事業セグメントが多く、直前期における経営者交代が多いことや、監査報酬が多いことも有意な関連が見られる。その他、不正な財務報告と資産の流用に共通して、子会社の数が多いほど資産の流用の開示が行われやすいこともわかっている。

これらから言えることは、不正会計開示企業には、財務特性やマーケット指標を通じた企業特性や、経営者や監査人の交代といった複数の部分で特徴的な偏りが見られることである。そして、その偏りがある部分は不正会計の目的によって異なっていることも明らかになっている。不正会計は意図的な虚偽表示という意味では共通するが、不正な財務報告と資産の流用では、その動機や手段などの特性は明確に異なることが表れた結果であると言える。不正会計開示を行う企業の傾向を把握するためには、目的のような不正会計の内容に応じた傾向を捉える必要がある。

#### 7.1.5 不正会計開示の長期的な影響

続いて、不正会計開示企業の特徴を用いて推定される不正会計開示の傾向スコアを用いて共変量の影響を考慮したうえで、不正会計開示による経済的帰結として、企業を取り巻く経営環境に生じる長期的な影響を包括的に測定した。対象となる指標は、経営者交代、ガバナンス構造、外部監査人、業績、株価を選択し、それらに生じている開示前後の変化を測定した。不正会計を開示した期以降において、経営者交代が生じやすくなり、企業内部の変革が生じやすくなる。また、不正会計が発覚したことで監査人による不正リスクの評価は厳しくなり、発覚期以降での監査人交代や監査報酬の増加が生じる。そして、不正会計開示による損失や企業の信頼性低下を通じて開示直後の期の業績や株価をマイナスにさせる影響をもたらしていた。

不正会計の発覚は、企業の信頼性の低下により、業績や株価におけるマイナスの影響をもたらし、リスク上昇により監査のコストも増える他、企業内部の大きな変革も生じている。不正会計開示が短期的な株価下落をもたらすだけでなく、長期的に見ても企業内外の大きな変化をもたらす重大なイベントになっていることを明らかにしている。

次に、不正会計開示に際して企業が行う対応として、第三者委員会の設置による違いを分析した。これらの不正会計開示による影響は、第三者委員会を設置して調査を行っている場合には社内調査のみの場合と比べて、開示期の経営者交代の増加や開示の翌期の社外取締役割合の増加、開示期以降の監査報酬の増加がより大きくなる。また、開示の翌期には低下していた業績や株価の回復がより大きくなる違いが生じている。

不正発覚後の第三者委員会の設置は、企業から独立した専門家で構成される調査委員会によって、社内調査よりも透明性の高い調査が行われることを意味する。それによって不正の原因調査や再発防止策の有効性が確保された結果が、経営者交代、ガバナンス改善、監査人交代や監査報酬の増加として表れ、企業内の変革が促進されたと考えられる。また、業績や株価の回復は、不正調査の透明性を確保することが不正会計の発覚で失った外部からの信頼の回復を促したと解釈できる。第三者委員会の設置は企業にとっては不正対応のコストが増える選択であるが、企業によっては便益も伴うことが示唆される証拠になる。このことは「上場会社における不祥事対応のプリンシプル」（日本取引所自主規制法人、2016年）が提唱する内容とも整合し、不正会計の開示実務において調査における透明性向上の効果を提示する検証結果となっている。

#### 7.1.6 本論文を通じた発見事項のまとめ

以上の研究結果をまとめると、大きくは以下の3点が本論文の主要な発見事項である。一つは、わが国における不正会計開示の実態である。これまでわが国における不正会計開示の実態を示す研究は、不正会計開示全般を取り扱うものではなく、個別の事例を定性的に調査している研究や、修正再表示などの部分的な対象を取り扱う研究になっていたため、その全体像ははっきりしていなかった。不正会計開示全般を対象として調査した不正会計開示の開示環境やその発生状況は、本論文の主要な発見事項の一つである。

二つ目は、不正会計開示によって企業を取り巻く内外の環境に大きな変化が生じるということである。不正会計開示は、企業の財務報告の信頼性を大きく失わせるイベントである。財務報告の信頼が失われ、正常に機能しなくなるということは、企業にとって広範囲に重大な影響をもたらすことになる。特に大きな影響である投資家の反応として、株価は短期的に急落し、その後も一定期間株価の下落が継続し、長期的に低迷する。そして経営者の交代などの企業内の変革が必要になると共に、外部からの不信感は事業に影響し、業績の低下も伴う。不正会計

開示がこうした様々な経済的帰結を生じさせる重大なイベントであることが本論文によって確かめられた。このことは財務報告の信頼を失うことの影響であると言え、その影響の大きさは財務報告を正常に保つことで企業が維持している信頼性の効果とも理解できる。

そして、三つ目の発見事項は、不正会計の発覚後の企業対応によって、経済的帰結に違いが生まれることである。本論文では企業対応の違いを第三者委員会による調査の実施という観点で区別した。第三者委員会を設置しなかった企業と比較すると、設置していた企業では短期的な株価下落は小さくなる。そして、長期的にも企業内の変革が促進され、株価や業績は回復しやすくなっている。こうした違いが明らかになったことは、不正会計対応の透明性を向上させることが企業にとって説明責任のコストを払うだけではなく、企業にとっての便益をもたらす結果になっていることを通じて、不正会計が発覚した後の企業対応の透明性向上を促すと考えられる。

## 7.2 本論文の限界と今後の課題

結びとして、本論文の分析上の限界と将来に向けた課題を述べ、本研究の今後の展開を記載する。まず、分析上の限界の一つとして、本論文では開示情報に企業自身が公表する適時開示を用いており、企業外部から二次的に公表される情報は分析対象としていない。このため、もし企業の公表よりも前に外部での報道などがある場合、情報の新規性が失われていることから、短期的な株価反応の評価は過小になる可能性がある。第一報前後の長期的な株価の推移では、第一報開示よりも前の段階から株価の下落が緩やかに生じている傾向も見られるが、企業外部の情報源を通じた投資家の動きなのかもしれない。そして、追加的な関連開示に対する短期的な株価反応とその後に継続する株価の動きの水準を比較した結果、継続的な下方ドリフトで追加的な適時開示による反応を上回る下落が生じていたことは、報道などの外部から発信される情報の影響が含まれている可能性がある。

次に、二つ目の限界として、不正会計開示以外の不正に関連しない同企業からの開示の影響は考慮していない。例えば、決算発表や業績予想の修正などにおいて、不正会計とは関連しない開示の中で不正会計で低迷した株価を回復させるために戦略的にポジティブな内容を開示する可能性もある。また、そうした開示を不正会計開示と同日に開示している場合もあることから、個別事例でのノイズとしてそうした開示の影響が含まれる可能性がある。

そして、三つ目の限界として、本論文で用いたデータは、2005年から2016年までの不正会計事例であり、年度ダミーによって時期の影響を考慮しているものの、会計基準などの関連する制度改革の影響を個別に考慮した分析を行っていない。不正会計の発見や防止に直接的に影響をもたらす可能性のある制度改革として、2008年から始まった内部統制報告制度や、2014年から適用された「監査における不正リスク対応基準」（企業会計審議会、2013年）がある。また、2011年から適用されている「会計上の変更及び誤謬の訂正に関する会計基準」（企業会計基準委員会、2009年）や、2009年における継続企業の前提に関する監査基準の改訂、2011年からの「セグメント情報等の開示に関する会計基準」（企業会計基準委員会、2010年）などの改正が関連すると考えられる。

続いて、将来に向けた課題を述べる。一つは不正会計開示事例の収集方法である。本論文では現在の環境で考え得る網羅的な方法で事例収集を行ったが、規制の変化や、データベースおよび検索技術の発展によって、将来的にはより精密で効率的な方法によって事例を集めることができるようになる可能性がある。

第二の課題は、本論文の分析対象は企業から開示された不正会計「開示」に限られる点である。不正は隠蔽を伴う性質を持つため、企業において不正会計が実行されていても社内で発覚していない場合や、社内で不正が発覚していても外部に開示されない場合も考えられる。このため、本論文で得られた結果の含意は、不正会計が実行され、かつ、開示されることに関する内容であり、不正会計の実行のみを捉えるものではない。そうした開示のない不正会計は外部から観測できないため、分析で考慮するには仮定や推定を用いざるを得ない。例えば、不正会計が財務諸表に含まれる企業を予測するような研究目的においては、開示されない不正会計事例が多いほど、予測結果に影響するバイアスは大きくなるだろう。より適切な推定を行うためには、不正会計の背景にある理論やより多くの事例の蓄積による裏付けが必要である。

第三の課題として、わが国の不正会計開示事例の実態のうち不正会計の目的、当事者、損益影響といった内容はその後の分析に組み込んでいるが、不正会計に用いられた手口の知見までは分析に反映することができていない。例えば、不正な財務報告であれば、収益認識や損失に関する手口が多く、資産評価や連結手続に関する手口の件数は少ないことなど、いくつかの特徴が見られる。こうした不正会計の手法は個別のケースを定性的に調査する不正会計研究において多く取り扱われてきたが、実証分析にも取り入れることでより不正会計の実態に迫る分析になるだろう。逆に、不正会計の実証分析から得られる知見を不正会計の実態の測定に取り入れ、例えば、不正会計開示企業の財務特性にある特徴の分析を精緻

化することも課題として挙げられる。

第四の課題として、本論文では各種の経済的帰結指標に生じる長期的な影響を包括的に測定する分析を行ったが、取り扱った経済的帰結指標はそれぞれに固有の考慮すべき要因があると考えられる。本論文では共通して不正会計開示の企業特性をコントロールしているが、本論文で取り扱った経済的帰結指標のひとつひとつに着目し、それぞれ詳細に不正会計の発覚によって変動が生じたメカニズムを探る必要がある。これらの残された課題は、いずれも将来に向けて克服が期待されるものであり、今後の研究の展開の余地があると考えられる。

## 参考文献

- Abbott, L. J., Parker, S., and Peters, G. F. 2004. Audit committee characteristics and restatements. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 23 (1) : 69–87.
- Agrawal, A. and Chadha, S. 2005. Corporate governance and accounting scandals. *The Journal of Law and Economics* 48 (2) : 371–406.
- Agrawal, A. and Cooper, T. 2017. Corporate governance consequences of accounting scandals: Evidence from top management, CFO and auditor turnover. *Quarterly Journal of Finance* 7 (1) : 1–41.
- Agrawal, A., Jaffe, J. F., and Karpoff, J. M. 1999. Management turnover and governance changes following the revelation of fraud. *The Journal of Law and Economics* 42 (Supplement) : 309–342.
- Alam, P. and Petruska, K. A. 2012. Conservatism, SEC investigation, and fraud. *Journal of Accounting and Public Policy* 31 (4) : 399–431.
- Amiram, D., Bozanic, Z., Cox, J. D., Dupont, Q., Karpoff, J. M., and Sloan, R. 2018. Financial reporting fraud and other forms of misconduct: a multidisciplinary review of the literature. *Review of Accounting Studies* 23 (2) : 732–783.
- Armstrong, C. S., Jagolinzer, A. D., and Larcker, D. F. 2010. Chief executive officer equity incentives and accounting irregularities. *Journal of Accounting Research* 48 (2) : 225–271.
- Armstrong, C. S., Larcker, D. F., Ormazabal, G., and Taylor, D. J. 2013. The relation between equity incentives and misreporting: The role of risk-taking incentives. *Journal of Financial Economics* 109 (2) : 327–350.
- Bardos, K. S., Golec, J., and Harding, J. P. 2011. Do investors see through mistakes in reported earnings? *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 46 (6) : 1917–1946.
- Barton, J. and Simko, P. J. 2002. The balance sheet as an earnings management constraint. *The Accounting Review* 77 (Supplement) : 1–27.
- Beasley, M. S. 1996. An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *The Accounting Review* 71 (4) : 443–465.
- Beasley, M. S., Carcello, J. V., Hermanson, D. R., and Lapedes, P. D. 2000. Fraudulent financial reporting: Consideration of industry traits and corporate governance mechanisms. *Accounting Horizons* 14 (4) : 441–454.
- Beasley, M. S., Carcello, J., Hermanson, D., and Neal, T. 2010. Fraudulent financial reporting: 1998–2007 An analysis of US public companies, Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO).
- Beaver, W., McNichols, M., and Price, R. 2007. Delisting returns and their effect on accounting-based market anomalies. *Journal of Accounting and Economics* 43 (2–3)

- : 341–368.
- Begley, J. and Fischer, P. E. 1998. Is there information in an earnings announcement delay?. *Review of Accounting Studies* 3 (4) : 347–363.
- Beneish, M. D. 1997. Detecting GAAP violation: Implications for assessing earnings management among firms with extreme financial performance. *Journal of Accounting and Public Policy* 16 (3) : 271–309.
- 1999a. The detection of earnings manipulation. *Financial Analysts Journal* 55 (5) : 24–36.
- 1999b. Incentives and penalties related to earnings overstatements that violate GAAP. *The Accounting Review* 74 (4) : 425–457.
- Bhagat, S. and Romano, R. 2002. Event studies and the law: Part I: Technique and corporate litigation. *American Law and Economics Review* 4 (1) : 141–168.
- Blankley, A. I., Hurtt, D. N., and MacGregor, J. E. 2012. Abnormal audit fees and restatements. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 31 (1) : 79–96.
- Bowen, R. M., Call, A. C., and Rajgopal, S. 2010. Whistle-blowing: Target firm characteristics and economic consequences. *The Accounting Review* 85 (4) : 1239–1271.
- Brazel, J. F., Jones, K. L., and Zimbelman, M. F. 2009. Using nonfinancial measures to assess fraud risk. *Journal of Accounting Research* 47 (5) : 1135–1166.
- Brown, L. D. and Caylor, M. L. 2006. Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy* 25 (4) : 409–434.
- Burns, N. and Kedia, S. 2006. The impact of performance-based compensation on misreporting. *Journal of Financial Economics* 79 (1) : 35–67.
- Cao, Y., Myers, L. A., and Omer, T. C. 2012. Does company reputation matter for financial reporting quality? Evidence from restatements. *Contemporary Accounting Research* 29 (3) : 956–990.
- Cao, Z., Leng, F., Feroz, E. H., and Davalos, S. V. 2015. Corporate governance and default risk of firms cited in the SEC’s Accounting and Auditing Enforcement Releases. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 44 (1) : 113–138.
- Carcello, J. V. and Nagy, A. L. 2004. Audit firm tenure and fraudulent financial reporting. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 23 (2) : 55–69.
- Chakravarthy, J., DeHaan, E., and Rajgopal, S. 2014. Reputation repair after a serious restatement. *The Accounting Review* 89 (4) : 1329–1363.
- Chava, S., Huang, K., and Johnson, S. A. 2017. The dynamics of borrower reputation following financial misreporting. *Management Science* : (Articles in Advance).
- Chen, K. Y., Elder, R. J., and Hung, S. 2014. Do post-restatement firms care about financial credibility? Evidence from the pre- and post-SOX eras. *Journal of Accounting and Public Policy* 33 (2) : 107–126.
- Cheng, Q. and Farber, D. B. 2008. Earnings restatements, changes in CEO compensation, and firm performance. *The Accounting Review* 83 (5) : 1217–1250.
- Chordia, T., Roll, R., and Subrahmanyam, A. 2002. Order imbalance, liquidity, and market returns. *Journal of Financial Economics* 65 (1) : 111–130.
- Cressey, D. R. 1950. The criminal violation of financial trust. *American Sociological Review* 15 (6) : 738–743.
- Dechow, P., Ge, W., and Schrand, C. 2010. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and*

- Economics* 50 (2) : 344–401.
- Dechow, P. M. and Dichev, I. D. 2002. The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accruals Estimation Errors. *The Accounting Review* 77 (Supplement) : 35–59.
- Dechow, P. M. and Skinner, D. J. 2000. Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons* 14 (2) : 235–250.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., and Sweeney, A. P. 1995. Detecting earnings management. *The Accounting Review* 70 (2) : 193–225.
- 1996. Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research* 13 (1) : 1–36.
- Dechow, P. M., Ge, W., Larson, C. R., and Sloan, R. G. 2011. Predicting material accounting misstatements. *Contemporary Accounting Research* 28 (1) : 17–82.
- DeFond, M., Erkens, D. H., and Zhang, J. 2016. Do client characteristics really drive the big N audit quality effect? New evidence from propensity score matching. *Management Science* 63 (11) : 3628–3649.
- Desai, H., Hogan, C. E., and Wilkins, M. S. 2006. The reputational penalty for aggressive accounting: Earnings restatements and management turnover. *The Accounting Review* 81 (1) : 83–112.
- Donelson, D. C., Ege, M. S., and McInnis, J. M. 2017. Internal control weaknesses and financial reporting fraud. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 36 (3) : 45–69.
- Doyle, J., Ge, W., and McVay, S. 2007. Determinants of weaknesses in internal control over financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 44 (1-2) : 193–223.
- Dyck, A., Morse, A., and Zingales, L. 2010. Who blows the whistle on corporate fraud? *The Journal of Finance* 65 (6) : 2213–2253.
- Efendi, J., Srivastava, A., and Swanson, E. P. 2007. Why do corporate managers misstate financial statements? The role of option compensation and other factors. *Journal of Financial Economics* 85 (3) : 667–708.
- Erickson, M., Hanlon, M., and Maydew, E. L. 2006. Is there a link between executive equity incentives and accounting fraud? *Journal of Accounting Research* 44 (1) : 113–143.
- Ettredge, M., Fuerherm, E. E., and Li, C. 2014. Fee pressure and audit quality. *Accounting, Organizations and Society* 39 (4) : 247–263.
- Ettredge, M. L., Sun, L., Lee, P., and Anandarajan, A. A. 2008. Is earnings fraud associated with high deferred tax and/or book minus tax levels?. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 27 (1) : 1–33.
- Farber, D. B. 2005. Restoring trust after fraud: Does corporate governance matter? *The Accounting Review* 80 (2) : 539–561.
- Feng, M., Ge, W., Luo, S., and Shevlin, T. 2011. Why do CFOs become involved in material accounting manipulations? *Journal of Accounting and Economics* 51 (1-2) : 21–36.
- Feroz, E. H., Park, K., and Pastena, V. S. 1991. The financial and market effects of the SEC’s Accounting and auditing enforcement releases. *Journal of Accounting Research* 29 (Supplement) : 107–142.
- Gao, L. and Brink, A. G. 2017. Whistleblowing studies in accounting research: A review of experimental studies on the determinants of whistleblowing. *Journal of Accounting Literature* 38 : 1–13.

- Graham, J. R., Li, S., and Qiu, J. 2008. Corporate misreporting and bank loan contracting. *Journal of Financial Economics* 89 (1) : 44–61.
- Gullkvist, B. and Jokipii, A. 2013. Perceived importance of red flags across fraud types. *Critical Perspectives on Accounting* 24 (1) : 44–61.
- Hennes, K. M., Leone, A. J., and Miller, B. P. 2008. The importance of distinguishing errors from irregularities in restatement research: The case of restatements and CEO/CFO turnover. *The Accounting Review* 83 (6) : 1487–1519.
- . 2014. Determinants and market consequences of auditor dismissals after accounting restatements. *The Accounting Review* 89 (3) : 1051–1082.
- Hitz, J.-M., Ernstberger, J., and Stich, M. 2012. Enforcement of accounting standards in Europe: Capital-market-based evidence for the two-tier mechanism in Germany. *European Accounting Review* 21 (2) : 253–281.
- Hogan, C. E., Rezaee, Z., Riley, R. A., and Velury, U. K. 2008. Financial statement fraud: Insights from the academic literature. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 27 (2) : 231–252.
- Hossain, S., Yazawa, K., and Monroe, G. S. 2017. The relationship between audit team composition, audit fees, and quality. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 36 (3) : 115–135.
- Hribar, P. and Jenkins, N. T. 2004. The effect of accounting restatements on earnings revisions and the estimated cost of capital. *Review of Accounting Studies* 9 (2) : 337–356.
- Hribar, P., Kravet, T., and Wilson, R. 2014. A new measure of accounting quality. *Review of Accounting Studies* 19 (1) : 506–538.
- Huang, Y. and Scholz, S. 2012. Evidence on the association between financial restatements and auditor resignations. *Accounting Horizons* 26 (3) : 439–464.
- Johnson, S. A., Ryan, H. E., and Tian, Y. S. 2009. Managerial incentives and corporate fraud: The sources of incentives matter. *Review of Finance* 13 (1) : 115–145.
- Johnson, W. C., Xie, W., and Yi, S. 2014. Corporate fraud and the value of reputations in the product market. *Journal of Corporate Finance* 25 : 16–39.
- Jones, J. J. 1991. Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research* 29 (2) : 193–228.
- Karpoff, J. M. 2012. Reputation and the invisible hand: A review of empirical research. Working Paper, University of Washington.
- Karpoff, J. M., Lee, D. S., and Martin, G. S. 2008a. The consequences to managers for financial misrepresentation. *Journal of Financial Economics* 88 (2) : 193–215.
- . 2008b. The cost to firms of cooking the books. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 43 (3) : 581–611.
- Karpoff, J. M., Koester, A., Lee, D. S., and Martin, G. S. 2017. Proxies and databases in financial misconduct research. *The Accounting Review* 92 (6) : 129–163.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., and Wasley, C. E. 2005. Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics* 39 (1) : 163–197.
- Kravet, T. and Shevlin, T. 2010. Accounting restatements and information risk. *Review of Accounting Studies* 15 (2) : 264–294.
- Lawrence, A., Minutti-Meza, M., and Zhang, P. 2011. Can big 4 versus non-big 4 differences in audit-quality proxies be attributed to client characteristics? *The Accounting Review*

- 86 (1) : 259–286.
- Lee, T. A., Ingram, R. W., and Howard, T. P. 1999. The difference between earnings and operating cash flow as an indicator of financial reporting fraud. *Contemporary Accounting Research* 16 (4) : 749–786.
- Leng, F., Feroz, E. H., Cao, Z., and Davalos, S. V. 2011. The long-term performance and failure risk of firms cited in the US SEC's Accounting and Auditing Enforcement Releases. *Journal of Business Finance & Accounting* 38 (7–8) : 813–841.
- Lennox, C. and Pittman, J. A. 2010. Big five audits and accounting fraud. *Contemporary Accounting Research* 27 (1) : 209–247.
- Lyon, J. D., Barber, B. M., and Tsai, C.-L. 1999. Improved methods for tests of long-run abnormal stock returns. *The Journal of Finance* 54 (1) : 165–201.
- MacKinlay, A. C. 1997. Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature* 35 (1) : 13–39.
- Marciukaiyte, D., Szewczyk, S. H., Uzun, H., and Varma, R. 2006. Governance and performance changes after accusations of corporate fraud. *Financial Analysts Journal* 62 (3) : 32–41.
- Markelevich, A. and Rosner, R. L. 2013. Auditor fees and fraud firms. *Contemporary Accounting Research* 30 (4) : 1590–1625.
- McNichols, M. F. 2002. Discussion of The quality of accruals and earnings: the role of accruals estimation errors. *The Accounting Review* 77 (Supplement) : 61–69.
- Mock, T. J. and Turner, J. L. 2005. Auditor identification of fraud risk factors and their impact on audit programs. *International Journal of Auditing* 9 (1) : 59–77.
- Murphy, D. L., Shrieves, R. E., and Tibbs, S. L. 2009. Understanding the penalties associated with corporate misconduct: An empirical examination of earnings and risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 44 (1) : 55–83.
- Numata, S. and Takeda, F. 2010. Stock market reactions to audit failure in Japan: The case of Kanebo and ChuoAoyama. *International Journal of Accounting* 45 (2) : 175–199.
- Palmrose, Z.-V., Richardson, V. J., and Scholz, S. 2004. Determinants of market reactions to restatement announcements. *Journal of Accounting and Economics* 37 (1) : 59–89.
- Perols, J. L. and Lougee, B. A. 2011. The relation between earnings management and financial statement fraud. *Advances in Accounting* 27 (1) : 39–53.
- Petersen, M. A. 2009. Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *The Review of Financial Studies* 22 (1) : 435–480.
- Rice, S. C., Weber, D. P., and Wu, B. 2015. Does SOX 404 have teeth? Consequences of the failure to report existing internal control weaknesses. *The Accounting Review* 90 (3) : 1169–1200.
- Richardson, S. A., Sloan, R. G., Soliman, M. T., and Tuna, I. 2005. Accrual reliability, earnings persistence and stock prices. *Journal of Accounting and Economics* 39 (3) : 437–485.
- Richardson, S. a., Sloan, R. G., Soliman, M. T., and Tuna, I. 2006. The implications of accounting distortions and growth for accruals and profitability. *The Accounting Review* 81 (3) : 713–743.
- Shipman, J. E., Swanquist, Q. T., and Whited, R. L. 2017. Propensity score matching in accounting research. *The Accounting Review* 92 (1) : 213–244.
- Song, M., Oshiro, N., and Shuto, A. 2016. Predicting accounting fraud: Evidence from

- Japan. *The Japanese Accounting Review* 6 : 17–63.
- Srinivasan, S. 2005. Consequences of financial reporting failure for outside directors: Evidence from accounting restatements and audit committee members. *Journal of Accounting Research* 43 (2) : 291–334.
- Tanimura, J. K. and Okamoto, M. G. 2013. Reputational penalties in Japan: Evidence from corporate scandals. *Asian Economic Journal* 27 (1) : 39–57.
- Trompeter, G. M., Carpenter, T. D., Desai, N., Jones, K. L., and Riley, R. A. 2013. A synthesis of fraud-related research. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 32 (Supplement 1) : 287–321.
- Wilde, J. H. 2017. The deterrent effect of employee whistleblowing on firms' financial misreporting and tax aggressiveness. *The Accounting Review* 92 (5) : 247–280.
- Wilson, W. M. 2008. An empirical analysis of the decline in the information content of earnings following restatements. *The Accounting Review* 83 (2) : 519–548.
- 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 (<特集>ファイナンスの新たな可能性)」『立教ビジネスレビュー』4 : 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): 2004 年～2008 年における不正な財務報告」『専修マネジメント・ジャーナル』6 (1) : 1–14.
- . 2017. 「我が国における不正会計の傾向と分析 (2): 2009 年～2013 年における不正な財務報告」『専修マネジメント・ジャーナル』7 (1) : 1–13.
- 稲葉喜子. 2016. 「不正会計を行う経営者の動機」『早稲田商學』446 : 419–435.
- . 2017. 「経営者による不正会計の動機に関する実証研究」『会計プロGRESS』18 : 16–32.
- 奥村雅史. 2014. 『利益情報の訂正と株式市場』中央経済社.
- 尾関規正. 2018. 「日本の不正会計事例の実態分析」『六甲台論集経営学編』64 (4) : 1–28.
- . 2019a. 「不正会計開示に対する投資家の反応」『経営財務研究』38 (1・2) : 11–32.
- . 2019b. 「不正会計開示に対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』57 (3) : 72–84.
- 音川和久. 2009. 『投資家行動の実証分析: マーケット・マイクロストラクチャーに基づく会計学研究』中央経済社.
- 加藤真明編. 2015. 『有価証券報告書等の虚偽記載の法律実務—粉飾決算・会計不正による損害賠償責任』日本加除出版.
- 河野秀喜. 2008. 「金融商品取引所における適時開示制度の概要」柴健次・須田一幸・薄井彰編. 『現代のディスクロージャー—市場と経営を革新する』中央経済社: 224–240.
- 小谷融. 2009. 『新金融商品取引法対応インサイダー取引・相場操縦・虚偽記載規制のすべて』中央経済社.
- 首藤昭信. 2010. 『日本企業の利益調整: 理論と実証』中央経済社.
- 首藤昭信・大城直人・宋明子. 2017. 「不正会計リスクと将来リターン」『証券アナリストジャーナル』55 (5) : 64–75.
- 須田一幸. 2007. 「粉飾決算と会計操作の諸相」須田一幸・山本達司・乙政正太編. 『会計操作—その実態と識別法, 株価への影響』ダイヤモンド社 : 2–58.
- 長島・大野・常松法律事務所・あずさ監査法人. 2010. 『会計不祥事対応の実務—過年度決算訂正事例を踏まえて』商事法務.
- 長島・大野・常松法律事務所・有限責任あずさ監査法人・KPMG 税理士法人編. 2018. 『不適切会計対応の実務—予防・発見・事後対応』商事法務.
- 日本公認会計士協会. 2015. 『不正調査ガイドライン』日本公認会計士協会出版局.
- 廣瀬勇秀. 2012. 「財務諸表の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

- 一」『証券アナリストジャーナル』50 (1) : 88-101.
- 山崎尚志・山口聖. 2012. 「わが国株式市場における株価の長期パフォーマンスの測定方法の評価」  
『国民経済雑誌』206 (3) : 35-56.